

ECLI:NL:GHAMS:2026:2888

Instantie	Gerechtshof Amsterdam
Datum uitspraak	07-10-2026
Datum publicatie	07-10-2026
Zaaknummer	200.363.194/01 OK
Rechtsgebieden	Ondernemingsrecht
Bijzondere kenmerken	Eerste aanleg - meervoudig
Inhoudsindicatie	Ondernemingskamer; enquêterecht; wijst het verzoek om een enquête te gelasten af; heft met ingang van 1 januari 2027 de onmiddellijke voorzieningen op die in de beschikking van 19 januari 2026 in deze zaak zijn getroffen.
Vindplaatsen	Rechtspraak.nl

Uitspraak

beschikking

GERECHTSHOF AMSTERDAM **ONDERNEMINGSKAMER**

zaaknummer: 200.363.194/01 OK

beschikking van de Ondernemingskamer van 7 oktober 2026

inzake

1. de vereniging met volledige rechtsbevoegdheid

VERENIGING VAN EFFECTENBEZITTERS,
gevestigd te Den Haag,

2. **Verzoeker 2,**
wonende te Roden,

3. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

ERTH TO LIVE B.V.,
gevestigd te Roden,

4. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

DIJAPO PENSIOEN B.V.,

gevestigd te Den Haag,

5. **Verzoeker 5,**

wonende te Den Haag,

6. **Verzoeker 6,**

wonende te Den Haag,

7. de besloten vennootschap met beperkte aansprakelijkheid

VIA ARRIBA HOLDING B.V.,

gevestigd te Den Haag,

8. **Verzoeker 8,**

wonende te Amsterdam,

9. **Verzoeker 9,**

wonende te White Plains, New York, Verenigde Staten van Amerika,

10. **Verzoeker 10,**

wonende te Weert,

11. **Verzoeker 11,**

wonende te Boekel,

12. de stichting

STICHTING BEWAARDER RATIO CAPITAL PARTNERS,

gevestigd te Amsterdam,

advocaat: **mr. J.M.K.P. Cornegoor**, kantoorhoudende te Haarlem,

13. **Verzoeker 13,**

wonende te Singapore,

advocaten: **mrs. L.J.J. Kerstens**, **H.K. Schrama** en **R.A. Siebelink**, allen kantoorhoudende te Amsterdam,

VERZOEKERS,

t e g e n

de naamloze vennootschap

OCI N.V.,

gevestigd te Amsterdam,

VERWEERSTER,

advocaten: **mrs. R.G.J. de Haan**, **S.J. van Calker**, **L.M. Kivits** en **D.E. Cilon**, allen kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

1 Onafhankelijk bestuurder OCI 1,

wonende te South Dakota, Verenigde Staten van Amerika,

2. Onafhankelijk bestuurder OCI 2,

wonende te Amsterdam,

3. Onafhankelijk bestuurder OCI 3,

wonende te Omaha, Verenigde Staten van Amerika,

4. Onafhankelijk bestuurder OCI 4,

wonende te Alexandria, Verenigde Staten van Amerika,

5. Onafhankelijk bestuurder OCI 5,

wonende te Boca Grande, Verenigde Staten van Amerika,

BELANGHEBBENDEN,

advocaat: **mr. J.L. van der Schrieck**, kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

6. de vennootschap naar buitenlands recht

NNS HOLDING (CYPRUS) LIMITED,

gevestigd te Limasol, Cyprus,

BELANGHEBBENDE,

advocaat: **mrs. M.W.E. Evers** en **H.F. ten Bruggencate**, kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

7 mr. J.F. BREEK,

wonende te [plaats], [land],

8. mr. C.M. MOLHUYSEN,

wonende te [plaats], [gemeente],

BELANGHEBBENDEN,

advocaten: **mrs. J.W. van der Staay**, **M.H.C. Sinninghe Damsté** en **L.F. de Vooght**, allen
kantoorhoudende te Amsterdam,

e n t e g e n

**9 de naamloze vennootschap
VALUE8 N.V.,**

gevestigd te Bussum,

BELANGHEBBENDE,

advocaat: **mr. I. Wassenaar**, kantoorhoudende te Amsterdam.

Hierna zullen partijen en andere (rechts)personen als volgt worden aangeduid:

verzoekers 1 tot en met 12 als:	de VEB c.s.
verzoeker 13 als:	verzoeker 13
de VEB c.s. en verzoeker 13 gezamenlijk als:	VEB c.s. en verzoeker 13
verweerster als:	OCI
belanghebbenden 1 tot en met 5 als:	de Onafhankelijke Bestuurders
OCI en de Onafhankelijke Bestuurders gezamenlijk als:	OCI c.s.
belanghebbende 6 als:	NNS
belanghebbenden 7 en 8 als:	de OK-bestuurders
familielid 1 als:	familielid 1
de dochter van familielid 1 als:	de dochter van familielid 1
Orascom Construction Plc. als:	Orascom

1 De zaak in het kort

1.1 Een aantal minderheidsaandeelhouders van het beursgenoteerde OCI heeft de Ondernemingskamer verzocht een enquête bij OCI te gelasten en onmiddellijke voorzieningen bij OCI te treffen. Bij beschikking van 19 januari 2026 heeft de Ondernemingskamer, vooruitlopend op de behandeling van het enquêteverzoek, onmiddellijke voorzieningen bij OCI getroffen die erop waren gericht te voorkomen dat OCI op korte termijn al haar activa en passiva zou verkopen aan Orascom, een vennootschap die is genoteerd aan beurzen in Abu Dhabi en Egypte en die dezelfde meerderheidsaandeelhouder heeft als OCI. Orascom zou de koopprijs voldoen in nieuw uit te geven aandelen Orascom, die als dividend aan de aandeelhouders van OCI zouden worden uitgekeerd. Naar het voorlopig oordeel van de Ondernemingskamer bestonden er met betrekking tot de voorgenomen transactie gegronde redenen om te twijfelen aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van OCI. Betwijfeld werd of het besluitvormingsproces voldoende zorgvuldig was geweest, en met name of de vijf niet-uitvoerende bestuurders van OCI (de Onafhankelijke Bestuurders) zich voldoende onafhankelijk hadden opgesteld ten opzichte van de enig uitvoerende bestuurder, die met zijn naaste familie de (uiteindelijke) meerderheidsaandeelhouder van OCI en Orascom was. Ook zag de Ondernemingskamer aanwijzingen dat de minderheidsaandeelhouders door de voorgenomen transactie mogelijk onevenredig zouden worden benadeeld ten opzichte van de meerderheidsaandeelhouder. De Ondernemingskamer benoemde onder meer twee tijdelijke niet-uitvoerende bestuurders van OCI (de OK-bestuurders) met als bijzondere taak erop toe te zien dat het bestuur van OCI bij het voorbereiden en sluiten van de voorgenomen transactie of een soortgelijke transactie met Orascom zijn verplichtingen nakomt jegens OCI en de vereiste zorgvuldigheid betracht jegens (onder anderen) de minderheidsaandeelhouders. Bepaald werd verder dat een voorstel tot goedkeuring van de voorgenomen of een soortgelijke transactie slechts opnieuw op de agenda van de algemene vergadering van OCI kon worden geplaatst met de medewerking van deze twee OK-bestuurders.

1.2 Nu moet de Ondernemingskamer oordelen over het enquêteverzoek. In de tussentijd is de beurskoers van het aandeel Orascom sterk gestegen, waardoor de aandelenruil aantrekkelijker lijkt te worden voor de minderheidsaandeelhouders van OCI. Verder heeft de meerderheidsaandeelhouder van OCI

een openbaar bod in contanten op alle aandelen in OCI gedaan. Rothschild heeft bij dat bod een *fairness* opinie afgegeven en de Onafhankelijke Bestuurders van OCI hebben dat bod aanbevolen. Verder zijn er door en in opdracht van de OK-bestuurders aanvullende onderzoeken gedaan naar de Orascom-transactie, naar de *fairness* van het bod in contanten en naar de vermoedelijke opbrengst voor de minderheidsaandeelhouders van OCI in een liquidatiescenario. Ook is de laatste operationele activiteit van OCI (OCIN) inmiddels verkocht. De OK-bestuurders hebben geconcludeerd dat het bod in contanten vanuit financieel oogpunt "*not unreasonable*" is en dat de combinatie van de oorspronkelijk voorgenomen transactie met Orascom en het bod in contanten "*gives adequate and reasonable weight to the interests of OCIs minority shareholders*". Zij hebben besloten de voorgenomen transactie met Orascom ter goedkeuring aan de algemene vergadering van OCI voor te leggen. VEB c.s. en verzoeker 13 houden echter vast aan hun bezwaren tegen de voorgenomen transactie en voeren daarnaast aanvullende bezwaren aan die zien op (i) de voorwaardelijke verplichtingen van OCI uit door haar verstrekte vrijwaringen bij de verkoop van haar belang in Fertiglobe, (ii) de verkoop van OCIN en (iii) de aanbeveling van het openbaar bod in contanten.

2 Het verloop van het geding

- 2.1 Voor het verloop van het geding tot aan de beschikking van de Ondernemingskamer van 19 januari 2026 (hierna: de eerste beschikking) wordt verwezen naar 2.1 tot en met 2.8 van die beschikking.
- 2.2 Bij aanvullend verzoekschrift van 7 juli 2026 hebben VEB c.s. en verzoeker 13 hun verzoek tot het bevelen van een onderzoek naar het beleid en de gang van zaken van OCI over de periode vanaf 1 april 2023 gehandhaafd, onder aanvulling van de gronden en de onderwerpen van onderzoek. Zij hebben verder verzocht OCI te veroordelen in de kosten van de procedure.
- 2.3 De OK-bestuurders hebben bij verweerschrift van 29 juli 2026 de Ondernemingskamer geïnformeerd over de wijze waarop zij uitvoering hebben gegeven aan hun taak en zich gerefereerd aan het oordeel van de Ondernemingskamer.
- 2.4 OCI, de Onafhankelijke Bestuurders en NNS hebben bij afzonderlijke aanvullende verweerschriften van 30 juli 2026 de Ondernemingskamer verzocht het verzoek van VEB c.s. en verzoeker 13 af te wijzen. OCI heeft ook een ontvankelijkheidsverweer gevoerd, maar slechts subsidiair, voor het geval de Ondernemingskamer een onderzoek zou willen gelasten.
- 2.5 Op 19 augustus 2026 om 16:59 uur heeft de Ondernemingskamer per e-mail een verweerschrift ontvangen, tevens houdende zelfstandige tegenverzoeken, van Value8 N.V. Bij e-mails van 20 augustus 2026 hebben OCI en NNS de Ondernemingskamer verzocht dit verweerschrift buiten beschouwing te laten wegens kort gezegd de zeer laattijdige indiening, terwijl Value8 N.V. vanaf in ieder geval 13 januari 2026 op de hoogte was van de procedure en op die datum de eerste zitting in deze zaak heeft bijgewoond, waardoor toelating in strijd met de goede procesorde zou komen. Value8 N.V. is ter zitting van 20 augustus 2026 in de gelegenheid gesteld hierop te reageren. Value8 N.V. heeft niet kunnen uitleggen waarom het verweerschrift zo kort voor de zitting is ingediend, hoewel zij vanaf in ieder geval 13 januari 2026 van deze procedure op de hoogte is geweest. De Ondernemingskamer heeft vervolgens beslist dat het verweerschrift van Value8 N.V. buiten beschouwing blijft op de aangevoerde gronden omdat OCI c.s. en NNS anders onredelijk zouden worden benadeeld in hun mogelijkheden om verweer te voeren. Value8 N.V. heeft ter zitting steun voor het verzoek van VEB c.s. en verzoeker 13 uitgesproken. De Ondernemingskamer heeft aan VEB c.s. en verzoeker 13 gevraagd of zij hun verzoek mede namens Value8 N.V. wensen in te dienen. VEB c.s. en verzoeker 13 hebben die vraag ontkennend beantwoord.

Het verzoek is behandeld op de zitting van de Ondernemingskamer van 20 augustus 2026. De advocaten hebben toen de standpunten van de verschillende partijen toegelicht aan de hand van overgelegde aantekeningen. Verzoeker 13 en OCI hebben (tevorens toegezonden) nadere producties in het geding gebracht. Partijen en hun advocaten hebben vragen van de Ondernemingskamer beantwoord en inlichtingen verstrekt. Ten slotte is uitspraak bepaald op heden.

3 Feiten

3.1 De Ondernemingskamer verwijst naar de feiten zoals opgenomen in haar eerste beschikking. Die feiten worden hierna herhaald, voor zover ze inmiddels niet zijn achterhaald en nog relevant, en aangevuld met nieuwe feiten.

3.2 OCI is opgericht op 2 januari 2013 en sinds januari 2013 genoteerd aan Euronext Amsterdam. OCI heeft de onderneming voortgezet van de Egyptische vennootschap Orascom Construction Industries S.A.E., dat een beursnotering in Egypte had. In 2015 zijn de bouwactiviteiten van OCI afgesplitst van haar overige activiteiten. De bouwactiviteiten zijn voortgezet in Orascom, dat noteringen in Dubai en Egypte verkreeg. OCI behield de overige activiteiten en bleef genoteerd aan Euronext Amsterdam.

OCI

3.3 NNS houdt op dit moment iets meer dan de helft van de aandelen in OCI. NNS is een Cypriotische investeringsmaatschappij waarvan familielid 1 en een aantal van zijn naaste familieleden de begunstigen zijn. De familie houdt daarnaast ook rechtstreeks nog een aandelenbelang in OCI (van circa 9%). De rest van de aandelen OCI is vrij verhandelbaar via de aandelenbeurs. VEB c.s. en verzoeker 13 houden een deel daarvan.

3.4 OCI heeft een monistisch bestuur, dat sinds 2 juni 2026 bestaat uit onafhankelijk bestuurder OCI 2 als enig uitvoerende bestuurder en zes niet-uitvoerende bestuurders. De niet-uitvoerende bestuurders zijn sinds deze datum: familielid 1, onafhankelijk bestuurder OCI 1, onafhankelijk bestuurder OCI 3, onafhankelijk bestuurder OCI 4, onafhankelijk bestuurder OCI 5 en de dochter van familielid 1. Familielid 1 was tot 2 juni 2026 enig uitvoerende bestuurder.

3.5 Het bestuur van OCI wordt in zijn taken ondersteund door een niet-statutair managementteam, ook wel aangeduid als het Executive Committee. Het Executive Committee bestaat uit drie personen, onder wie de (niet-statutaire) CEO (hierna: de CEO van OCI).

3.6 OCI staat aan het hoofd van een groep, die op dit moment alleen nog operationele activiteiten uitvoert in haar 100%-dochtervennootschap OCIN. OCIN heeft een productiefaciliteit voor ammoniak, kunstmest en melamine op het Chemelotterrein in Geleen.

3.7 OCI had tot enkele jaren geleden een aantal dochtervennootschappen in Nederland, de Verenigde Staten van Amerika en Abu Dhabi, die zich, behalve met stikstofproducten voor de voedselindustrie, ook bezighielden met schone brandstoffen en waterstof en met industriële chemicaliën. OCI heeft in maart 2023, onder druk van een activistische aandeelhouder en omdat de beurskoers van OCI structureel achterbleef bij de intrinsieke waarde van haar bedrijfsonderdelen, besloten om haar strategische koers fundamenteel te wijzigen en aan te sturen op desinvestering van haar bedrijfsonderdelen. De nieuwe strategie heeft geleid tot het afstoten van het grootste deel van haar bedrijfsonderdelen in 2023, 2024 en 2025. Met de opbrengsten van deze transacties heeft OCI vrijwel al haar schulden afgelost. Het meerdere (USD 5 miljard) is als dividend aan de aandeelhouders

uitgekeerd ten laste van de agioreserve (derhalve vrij van dividendbelasting). De agioreserve is nu nagenoeg uitgeput. Op 31 december 2025 had de OCI-groep wereldwijd 762 werknemers in dienst, waarvan 535 in Nederland.

3.8 Sluitstuk van deze strategie van desinvestering is geweest dat OCI de verkoop van 100%-dochtervennootschap Metco eind juni 2025 heeft afgerond (nadat de Amerikaanse mededingingsautoriteit die verkoop eerder die maand had goedgekeurd), OCI in november 2025 haar 100%-belang in OCI Ammonia Holding B.V. heeft verkocht, in maart-april 2026 haar minderheidsbelang in Methanex en uiteindelijk, op 1 juni 2026, haar 100%-belang in OCIN. Alleen de verkoop van OCIN is nog niet geëffectueerd.

3.9 De activa en passiva van OCI bestaan nu, afgezien van haar aandelenbelang in OCIN, hoofdzakelijk uit nog te innen verkoopopbrengsten van desinvesteringen, liquide activa en (voorwaardelijke) verplichtingen en vrijwaringen uit de desinvesteringstransacties.

Orascom

3.10 Orascom is sinds september 2025 een vennootschap naar het recht van de Abu Dhabi Global Market (ADGM). Orascom heeft sindsdien een primaire notering aan ADX (Abu Dhabi) en een secundaire notering aan EGX (Egypte).

3.11 De NNS-groep houdt, samen met de familie, een ruime meerderheid van de aandelen in Orascom. Een beleggingsmaatschappij uit Mauritius houdt ongeveer 17% van de aandelen. De rest van de aandelen in Orascom, ruim een kwart, is vrij verhandelbaar via de aandelenbeurs.

3.12 Net als OCI heeft Orascom een monistisch bestuur, dat bestaat uit een uitvoerende en zeven niet-uitvoerende bestuurders. Familielid 1 vervult geen bestuursfunctie bij Orascom. De CEO van OCI was tot 26 januari 2026 een van de niet-uitvoerende bestuurders. Inmiddels bekleedt hij geen bestuursfunctie meer bij Orascom.

3.13 Orascom is een wereldwijde ingenieurs- en bouwonderneming die zich voornamelijk richt op infrastructuur, industriële en commerciële projecten in het Midden-Oosten, Afrika en de Verenigde Staten. Daarnaast investeert zij in concessies, bezit zij 50% van de Belgische BESIX Group en beschikt zij over een portefeuille van bedrijven in bouwmaterialen, facilitair management en materieeldiensten. Op 31 december 2024 had Orascom wereldwijd 65.000 werknemers in dienst.

De voorbereiding van de transactie met Orascom

3.14 Op 12 maart 2025 heeft een bestuursvergadering van OCI plaatsgevonden. In die vergadering is gesproken over de naderende afronding van de desinvesteringen en de richting voor de toekomst. Tijdens deze bestuursvergadering is wat dit laatste betreft een update gegeven door "executive management". De notulen van de vergadering geven die update als volgt weer:

"General strategy: Discussions to be held with PWC around April/May about potential strategies and scenarios, and the potential legal and tax impact. We analyzed various scenarios, including some form of structure with OC [Orascom, OK], taking over PE, transforming OCI into a partner with PE, partnering with Abu Dhabi entities creating a platform to build and consolidate data centers in emerging markets but all with too many downsides. Once there is more clarity on OCIN and comfort on Metco, it may be the right time to decide directionally where we are going. "

3.15 Op 21 mei 2025 heeft opnieuw een bestuursvergadering van OCI plaatsgevonden. Tot de stukken voor deze vergadering behoorde een *concept paper* van het Executive Committee over de richting voor de toekomst met als titel "Project Rembrandt II Concept Paper", waarvan de inhoud, voor zover hier van belang, luidt:

Following the completion of OCI's strategic review, several potential pathways are available to OCI as laid out below. Depending on the timing of completion of the divestment process

1. **OCI standalone liquidation**, maximizing distribution of deal cash proceeds to shareholders followed by the completion of procedural steps to unwind the company (court managed process to ensure obligations are met and shareholders receive net liquidation value or takeout of stub)
2. **OCI continues to be listed and reinvests into new growth cycle**, retaining a portion of the divestment cash proceeds to deploy in new sectors

a. Considered large number of opportunities over the last year which were deemed unattractive in current market conditions

3. **Combine OCI's retained assets (OCIN/MX shares) with Orascom Construction (OC)**, after distribution of excess cash to OCI shareholders pre combination. Effectively a delisting from the Netherlands and a migration to a UAE listing for investors opting to continue for CombineCo's next investment cycle
 - a. Synergistic transaction that combines OC's execution expertise with OCI's investment track record
 - b. One-of-a-kind investment platform headquartered in the UAE to capitalize on broad set of expected investment opportunities arising from the region (domestic and outbound)
 - c. Strong entrepreneurial track record of the controlling shareholder, who will consolidate controlling stakes under one vehicle as part of the transaction enhancing focus and drive

Current Preferred Option - To be pursued following MetCo close; more detailed analysis to follow in due course

Het derde scenario werd door het Executive Committee in het *concept paper* dus uitgelicht als *Current Preferred Option*.

- 3.16 De notulen van de bestuursvergadering bevatten een passage waaruit blijkt dat over dit *concept paper* is gesproken. Die passage is vrijwel letterlijk gelijk aan de hiervoor opgenomen tekst van de *concept paper*, met een korte toevoeging, die als volgt luidt:

"In case of the third scenario, OC needs to be ready to move to Abu Dhabi [*op dat moment was Orascom nog aan de beurs te Dubai genoteerd, toevoeging OK*] and we are hopeful that Metco closing happens mid-June. We prepare another distribution happening after 2 to 3 months. Meanwhile the structure can be thought through. The OCI residual liabilities will need to be valued and an independent advisor should work on that. Some cash can be kept behind because the value will be paid out in OC shares. The purpose of doing this needs to be carefully explained. From Board perspective it requires work from (own) legal counsel and banking counsel (fairness opinion). Alternatives may need to be considered by the Board. Residual ownerships are the Methanex shares, OCIN/OTE and cash. "

- 3.17 In deze vergadering heeft familielid 1 uitgesproken voorstander te zijn van dit (derde) scenario waarin OCI zou samengaan met Orascom. Dit scenario heeft de naam gekregen die daaraan in de *concept paper* was gegeven: Rembrandt II. Daarmee werd verwezen naar het project dat in 2013 tot de oprichting van OCI had geleid (waarin de onderneming van haar Egyptische voorganger is voortgezet, zie 3.2), dat als project Rembrandt bekend stond.

- 3.18 Direct na afloop van de bestuursvergadering van 21 mei 2025 zijn alle bestuurders van OCI, met uitzondering van familielid 1 en de dochter van familielid 1, in een besloten ad-hoc-overleg bijeengekomen. Het Executive Committee was daarbij niet aanwezig. De notulen van dat ad-hoc-overleg luiden:

"Additional closed session Independent Non-Executive Directors

The Independent Non-Executive Directors discuss Rembrandt II. Processing the right order is important and Exco needs to present the plan. It is discussed that separate counsel needs to be engaged, and it is proposed to reach out to De Brauw. Furthermore, a fairness opinion is to be sought. [*Onafhankelijk bestuurder OCI 2, OK*] is mandated to take the lead and [*Onafhankelijk bestuurder OCI 5, OK*] will support. "

- 3.19 De bestuurders die in dit ad-hoc-overleg aanwezig waren (de Onafhankelijke Bestuurders) hebben vervolgens De Brauw Blackstone Westbroek (hierna: De Brauw) voor project Rembrandt II ingeschakeld als onafhankelijk juridisch adviseur van het bestuur. Op 11 juni 2025 hebben onafhankelijk bestuurder OCI 2 en onafhankelijk bestuurder OCI 5 een eerste overleg met De Brauw gehad. Toen is vastgesteld dat het goed zou zijn een protocol op te stellen dat ieders rol in het te

doorlopen proces zou beschrijven.

3.20 Op 11 augustus 2025 is door de Onafhankelijke Bestuurders een bestuursbesluit genomen waarin een protocol is vastgesteld waarmee werd beoogd om de geconstateerde risico's op belangenverstrengeling in Project Rembrandt II te adresseren (hierna: het Protocol). In het Protocol is onder meer het volgende opgenomen.

- a. Vastgesteld wordt dat familielid 1 en de dochter van familielid 1 een tegenstrijdig belang hebben inzake Rembrandt II. Onafhankelijk bestuurder OCI 2 wordt in verband daarmee aangewezen als degene die onder toepassing van de statutaire beletregeling in plaats van familielid 1 met betrekking tot Rembrandt II zal zijn bekleed met de taken en bevoegdheden van de uitvoerende bestuurder. De taken en bevoegdheden van de dochter van familielid 1 als niet-uitvoerende bestuurder in het kader van Rembrandt II worden toebedeeld aan de Onafhankelijke Bestuurders. De Onafhankelijke Bestuurders en de leden van het Executive Committee mogen met familielid 1 en zijn dochter contact hebben over Rembrandt II als zij dat in het belang van OCI achten.
- b. Er wordt een Transaction Committee (hierna: Transactiecommissie) ingesteld, bestaande uit onafhankelijk bestuurder OCI 2 en onafhankelijk bestuurder OCI 5, met als taak de besluitvorming door het bestuur betreffende Rembrandt II voor te bereiden. De Transactiecommissie heeft de bevoegdheid om externe experts aan te stellen en te instrueren.
- c. Onafhankelijk bestuurder OCI 2 zal leiding geven aan en eerste contactpersoon zijn voor het Executive Committee betreffende Rembrandt II. Hij mag bepaalde taken aan (leden van) het Executive Committee delegeren.
- d. De CEO van OCI is verantwoordelijk voor de dagelijkse leiding over Rembrandt II, voor het betrekken van andere leden van het Executive Committee en zal ook als eerste contactpersoon fungeren voor onafhankelijk bestuurder OCI 2 en de Transactiecommissie. De CEO van OCI zal daarbij *under the direction* van onafhankelijk bestuurder OCI 2 opereren. De CEO van OCI zal niet deelnemen aan de besluitvorming aan de zijde van Orascom.

Familielid 1 en zijn dochter en alle leden van het Executive Committee hebben het Protocol medeondertekend "*in evidence of their declaration to abide by the principles laid down in this written resolution*".

3.21 OCI heeft N.M. Rothschild & Sons Limited (hierna: Rothschild) ingeschakeld als financieel adviseur voor Rembrandt II. Rothschild is op 1 augustus 2025 met haar werkzaamheden begonnen. Op 12 september 2025 heeft Rothschild een opdrachtbevestiging aan OCI gestuurd, die OCI heeft getekend. De opdracht aan Rothschild hield in:

1. het geven van een opinion over de *fairness* vanuit financieel oogpunt van de verkoop van alle activa van OCI aan Orascom in ruil voor door Orascom uit te geven aandelen;
2. het adviseren over de waardering van de aandelen Orascom in brede zin "*including but not limited to liquidity and flowback considerations*";
3. het assisteren bij het beoordelen van de transactie met Orascom in vergelijking tot "*alternative strategic options, taking into account the interests of all stakeholders of OCI*".

3.22 OCI heeft aan Deloitte opdracht gegeven tot het uitvoeren van een financieel *due-diligence*-onderzoek bij Orascom. Orascom heeft aan KPMG opdracht gegeven tot het uitvoeren van een financieel *due-diligence*-onderzoek bij OCI. Er zijn verder over en weer juridische "*red-flag*-onderzoeken" verricht, bij Orascom door A&O Shearman en bij OCI door White & Case.

3.23 OCI heeft A&O Shearman tevens de opdracht gegeven om de beoogde transactie te begeleiden als "*deal counsel*".

3.24 Op 22 september 2025 heeft OCI een persbericht uitgegeven, waarin zij bekend maakte dat zij een fusie met Orascom nastreeft. Het persbericht vermeldde dat de fusie inhoudt dat OCI wordt verkocht aan Orascom, waarbij de koopprijs zal worden voldaan door uitgifte van aandelen Orascom. Ten

aanzien van de ruilverhouding werd vermeld dat die nog diende te worden bepaald na afronding van de relatieve waardering en het *due diligence*-onderzoek.

3.25 Onmiddellijk na het persbericht van 22 september 2025 daalde de koers van het aandeel OCI van 4,80 naar 4,12.

3.26 Rothschild heeft haar bevindingen neergelegd in een Fairness Opinion Report van 5 december 2025. Onder de bijlagen daarbij bevinden zich een "Liquidity and flowback analysis" en een "Liquidation scenario analysis" van Rothschild. Uit de liquiditeitsanalyse blijkt dat het dagelijkse handelsvolume van het aandeel Orascom (op ADX en EGX samen) destijds, gemeten over de laatste zes maanden, 41% bedroeg van dat van OCI, en dat dit over de laatste maand was gestegen naar 67%. Daarin staat ook dat, sinds de notering van Orascom per 11 september 2025 van Dubai naar Abu Dhabi is verhuisd, 95% van dat volume op de Egyptische beurs (EGX) werd verhandeld en voorafgaand aan die verhuizing zelfs meer dan 95%. De flowback-analyse van Rothschild mondt uit in de conclusie dat 37,9 tot 56,9% van de *free float* na de transactie naar verwachting te koop zal worden aangeboden. De analyse van het liquidatiescenario leidt tot de slotsom dat de "*implied price*" van het aandeel OCI in een liquidatiescenario significant lager (28-37% lager) is dan de waardering die daaraan werd toegeschreven in het kader van de transactie.

3.27 Het rapport geeft ook inzicht in de wijze waarop Rothschild haar overige werkzaamheden heeft verricht. Rothschild heeft (onder meer) toegang gekregen tot de uitkomsten van de financiële *due diligence*-onderzoeken en tot de personen die de juridische onderzoeken over en weer hebben verricht. Rothschild heeft diverse waarderingsmethodes toegepast voor de verschillende activa en passiva van OCI, waarna zij OCI als geheel heeft gewaardeerd op basis van een *sum-of-the-parts*-analyse. Voor Orascom heeft zij de discounted-cash-flow-methode tot uitgangspunt genomen en heeft zij de uitkomst daarvan onder meer getoetst aan de consensus onder brokers, waaronder de in de eerste beschikking van de Ondernemingskamer in deze zaak genoemde rapporten van Al Ahly Pharos en Beltone Financial. Aldus heeft zij een waarderingsrange voor zowel OCI als Orascom bepaald. Op basis van die waarderingsranges heeft zij een bandbreedte voor een faire ruilverhouding vastgesteld. Rothschild heeft haar bevindingen gepresenteerd in de vergadering van de Onafhankelijke Bestuurders van 5 december 2025. Rothschild kwam uit op een bandbreedte van 0,37 tot 0,49 aandelen Orascom per aandeel OCI.

3.28 Op dezelfde vergadering van 5 december 2025 hebben de Onafhankelijke Bestuurders besloten de transactie onder voorwaarden aan te gaan, waaronder de voorwaarde dat de Transactiecommissie schriftelijk zal bevestigen dat het aangaan van de transactie zal leiden tot een ruilverhouding tussen 0,43 en 0,463 aandelen Orascom per aandeel OCI.

3.29 Op 7 december 2025 hebben leden van het Executive Committee aan de Transactiecommissie laten weten dat een ruilverhouding van 0,4634 was uitonderhandeld met Orascom. Daarmee is de volgende transactie tussen OCI en Orascom overeengekomen:

1. OCI richt door middel van een splitsing een dochtermaatschappij op (hierna: Sub), waarin OCI alle aandelen houdt, en die alle vermogensbestanddelen van OCI (met uitzondering van de aandelen in Sub) verkrijgt.
2. OCI zal vervolgens haar aandelen in Sub aan Orascom overdragen, waarbij de door Orascom te betalen koopprijs wordt voldaan door middel van nieuw uitgegeven aandelen in Orascom tegen een ruilverhouding van 0,4634 aandelen Orascom per aandeel OCI.
3. OCI keert vervolgens deze aandelen uit aan haar aandeelhouders.
4. Tot slot zal OCI, die geen activa of passiva meer heeft, worden geliquideerd en van de beurs worden gehaald.

3.30 Op 8 december 2025 heeft Rothschild een *fairness* opinie afgegeven op de ruilverhouding. Daarin staat dat Rothschild, onder de voorbehouden als in de opinie vermeld, van mening is dat de

vergoeding die Orascom in het kader van de transactie moet betalen in financieel opzicht redelijk ("fair") is voor OCI per de datum van de *fairness* opinie.

- 3.31 Op 9 december 2025 heeft OCI een persbericht uitgegeven. Het persbericht vermeldt dat OCI en Orascom het eens zijn geworden over een ruilverhouding van 0,463 aandelen Orascom per aandeel OCI. Volgens het persbericht is deze ruilverhouding gebaseerd op een aandeelhouderswaarde van OCI van ongeveer USD 1,35 miljard en een aandeelhouderswaarde van Orascom van ongeveer USD 1,53 miljard. Na de transactie zullen de OCI-aandeelhouders ongeveer 47% van het aandelenkapitaal van Orascom houden. Omtrent de ratio van de voorgenomen transactie wordt (onder meer) gemeld:

"The combined entity will unite Orascom Constructions world class execution capabilities, infrastructure expertise, concessions development experience, and strong pipeline of opportunities with OCIs track record of building and developing successful platforms across complementary business verticals, its transactional expertise and a common disciplined approach to capital deployment. ()

The Combination will benefit from a stronger balance sheet and an enhanced funding capacity that should enable the deployment of more than a billion dollars of equity by year-end 2026 into future investments in scalable cash generative assets, leveraging the companies respective execution track records and global reach. The combined entity will retain the flexibility to invest through both direct ownership and partnership models across equity and other available instruments, in addition to operations and maintenance involvement. The combined entity will evaluate and pursue infrastructure opportunities alongside an existing EPC and concessions business, targeting risk-adjusted returns with visible cashflows and recurring income streams, with "Orascom Infrastructure" positioned as a high-growth vertical within the new group. "

- 3.32 Na het persbericht van 9 december 2025 is de beurskoers van het aandeel OCI verder gezakt tot 2,55, om vervolgens weer licht te stijgen.
- 3.33 NNS heeft in de periode van 9 tot 30 december 2025 aandelen OCI bijgekocht tegen een koers variërend van 2,60 tot 3,10. Als gevolg van deze aankopen is het belang van NNS in OCI gestegen van 41,7% naar 49%.
- 3.34 Op 11 december 2025 heeft OCI een bijzondere algemene vergadering bijeengeroepen, te houden op 22 januari 2026. Op de bijgevoegde agenda zijn als stempunten opgenomen, voor zover relevant, (1) een voorstel tot goedkeuring door de algemene vergadering van de voorgenomen transactie met Orascom op grond van artikel 2:107a BW en (2) een voorstel tot het verlenen van decharge aan de uitvoerende en de niet-uitvoerende bestuurders. Bij de vergaderstukken zijn (onder meer) de *fairness* opinie van Rothschild en *explanatory notes* gevoegd. De *explanatory notes* vermelden dat familielid 1 na de transactie tot enig uitvoerende bestuurder van Orascom zal worden benoemd.
- 3.35 OCI heeft op 29 december 2025 een lijst van veelgestelde vragen met antwoorden (Q&A) op haar website gepubliceerd. Daarin is vermeld dat in de transactievoorwaarden een *fiduciary out* ten gunste van het bestuur van OCI is bedongen, maar dat het bestuur sinds de aankondiging van de transactie op 22 september 2025 geen biedingen of berichten van belangstelling heeft ontvangen. Gemeld wordt verder: "*The Board has always been, and still is, open to considering superior offers.*"

De eerdere beschikkingen van de Ondernemingskamer

- 3.36 Op 19 januari 2026 heeft de Ondernemingskamer haar eerste beschikking in deze zaak gewezen, waarin zij tot het voorlopig oordeel is gekomen dat er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van OCI te twijfelen en de volgende onmiddellijke voorzieningen heeft getroffen, voornamelijk voor de duur van het geding:
- Aan OCI is verboden de voorstellen voor de vergadering van aandeelhouders van 22 januari 2026 als hiervoor vermeld (3.34) in stemming te brengen.

- Bij OCI zijn twee niet-uitvoerende bestuurders benoemd die in het bijzonder tot taak hebben om erop toe te zien dat het bestuur van OCI bij het voorbereiden en sluiten van de voorgenomen transactie met Orascom dan wel enige andere transactie met Orascom die op grond van artikel 2:107a BW aan de algemene vergadering van OCI ter goedkeuring moet worden voorgelegd, zijn verplichtingen nakomt jegens OCI en al degenen die krachtens de wet en de statuten bij haar organisatie zijn betrokken, waaronder de minderheidsaandeelhouders.
- Bepaald is dat deze twee niet-uitvoerende OK-bestuurders de enigen zijn die de goedkeuring van een transactie als zojuist bedoeld en een besluit tot decharge van de (uitvoerende en/of niet-uitvoerende) bestuurders opnieuw kunnen agenderen op een algemene vergadering van OCI.

3.37 Bij beschikking van 22 januari 2026 heeft de Ondernemingskamer de OK-bestuurders aangewezen.

Gebeurtenissen na de beschikkingen

3.38 Naar het op Orascom toepasselijke recht is voor het aangaan van de transactie met OCI een besluit van de algemene vergadering van Orascom vereist, genomen met een meerderheid van ten minste 75% van de vertegenwoordigde aandelen, waarbij NNS als geconflicteerd aandeelhouder niet mag meestemmen. Op 22 januari 2026 heeft de algemene vergadering van Orascom het goedkeuringsbesluit met de vereiste meerderheid genomen.

3.39 Orascom heeft op 22 januari 2026 een persbericht uitgegeven met de volgende inhoud:

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

3.40 De OK-bestuurders hebben zich voorzien van eigen juridisch adviseurs, verbonden aan Freshfields, en eigen financieel deskundigen, verbonden aan AXECO.

3.41 Op 23 maart 2026 hebben de OK-bestuurders en de overige bestuurders in een protocol afspraken gemaakt over hun onderlinge taakverdeling. Het protocol geeft de OK-bestuurders de leiding op vijf themas: (i) de beoordeling van de transactie met Orascom, inclusief de mogelijkheden om de voorwaarden en de structuur van de transactie aan te passen; (ii) de analyse van strategische alternatieven, waaronder een "*continued stand-alone scenario, a wind-down or a transaction with other strategic parties or investors*"; (iii) het voeren van gesprekken met NNS en andere aandeelhouders over mogelijke transacties; (iv) het onderhouden van contacten met de diverse verzoekers en belanghebbenden in de enquêteprocedure en (v) het onderzoeken van mogelijkheden om tot een schikking te komen.

3.42 De Onafhankelijke Bestuurders hebben in april 2026 Alvarez & Marsal (hierna: A&M) opdracht gegeven tot een gedetailleerde (her)beoordeling van het liquidatiescenario. A&M heeft in haar rapport van 7 juni 2026 twee *solvent wind-down*-scenarios uitgewerkt en beoordeeld: (i) een "*Accelerated Exit Case*", waarbij uitstaande verplichtingen, waar mogelijk, versneld worden afgewikkeld, overgedragen of verzekerd teneinde eerder verdere uitkeringen aan aandeelhouders te doen en (ii) een "*Run-off Case*", waarbij over een langere periode aan de resterende verplichtingen wordt voldaan en de uitkeringen aan aandeelhouders later plaatsvinden. A&M heeft in haar rapport een indicatieve contante waarde van de toekomstige uitkeringen aan aandeelhouders vóór dividendbelasting becijferd op 3,21 per aandeel in het eerste scenario en op 3,73 in het tweede scenario (2,73 en 3,17 na dividendbelasting).

3.43 Op 1 juni 2026 heeft OCI bekendgemaakt dat zij overeenstemming heeft bereikt over de verkoop van haar 100%-belang in OCIN aan het Tsjechische Agrofert, a.s. (Agrofert). Volgens het persbericht is de structuur van de transactie als volgt:

- OCI draagt naar verwachting in de tweede helft van 2027 50% van de aandelen in OCIN over voor 55 miljoen "*subject to customary adjustments for net debt at completion*". Agrofert krijgt daarna de feitelijke zeggenschap over de onderneming.

- Voor het resterende 50%-belang in OCIN verlenen verkoper en koper elkaar over en weer een call-respectievelijk putoptie, uitoefenbaar zodra ten minste 2 jaar zijn verstreken na overdracht van de eerste tranche van 50%. De uitoefenprijs is gebaseerd op 7 maal de gemiddelde EBITDA in de twee jaar voorafgaand aan de uitoefening van de optie (met correctie voor nettoschuldpositie).

3.44 Op 2 juni 2026 heeft een algemene vergadering van OCI plaatsgevonden. Familielid 1 is toen afgetreden als enig uitvoerende bestuurder van OCI en benoemd tot niet-uitvoerend bestuurder. Onafhankelijk bestuurder OCI 2 is in zijn plaats als uitvoerend bestuurder benoemd.

3.45 De OK-bestuurders hebben AXECO onder meer opdracht gegeven tot een beoordeling van de Orascom-transactie naar de stand van zaken op 6 december 2025 (dus: ex tunc), waaronder de financiële aspecten daarvan en de deugdelijkheid van de door Rothschild afgegeven *fairness* opinie en de daaraan ten grondslag liggende waarderingsanalyses. AXECO heeft haar bevindingen in de bestuursvergadering van 16 juni 2026 gepresenteerd. AXECO achtte het werk van Rothschild redelijk en verdedigbaar, met de kanttekening dat de scope van de *fairness* opinie was gericht op het perspectief van OCI en niet op dat van de (minderheids)aandeelhouders.

3.46 In dezelfde bestuursvergadering hebben de OK-bestuurders de overige bestuurders in kennis gesteld van de uitkomst van hun onderzoek naar alle aspecten van de Orascom-transactie. Hun conclusie was dat de belangen van minderheidsaandeelhouders daarbij onvoldoende zijn meegewogen en zij de transactie daarom niet zouden agenderen voor goedkeuring door de algemene vergadering.

3.47 Op 24 juni 2026 heeft NNS publiek gemaakt een *unsolicited* cash bod op de aandelen in OCI te zullen uitbrengen ter hoogte van 4,10 per aandeel. De Onafhankelijke Bestuurders hebben op dezelfde datum via een persbericht laten weten dat bod te steunen, in combinatie met de transactie met Orascom. Vanaf 16 juni 2026 is onder leiding van de OK-bestuurders onderhandeld over de door NNS te betalen prijs in contanten, nadat NNS in een brief aan OCI van 11 mei 2026 een niet-bindend voorstel voor een vrijwillig openbaar bod had gedaan met een indicatieve prijs van 3,80. In een persbericht van 25 juni 2026 hebben de OK-bestuurders het bod in contanten verwelkomd en gekwalificeerd als een "*potentially meaningful step towards resolving the impasse surrounding the proposed transaction*".

3.48 Op 26 juni 2026 heeft NNS in een persbericht bekend gemaakt dat haar biedprijs van 4,10 haar finale prijs is en dat zij bereid is haar aandelen in OCI te verkopen als een derde partij meer biedt dan die prijs.

3.49 Op 1 juli 2026 heeft OCI een persbericht uitgegeven, waarin (i) de Onafhankelijke Bestuurders het openbaar bod van NNS hebben aanbevolen, onder handhaving van hun eerdere aanbeveling van de transactie met Orascom, en (ii) de OK-bestuurders hebben aangekondigd dat zij, op voorwaarde dat het openbaar bod van NNS zal zijn afgewikkeld, de transactie met Orascom op de agenda van de algemene vergadering van OCI zullen plaatsen ter verkrijging van goedkeuring.

3.50 Het persbericht is voorzien van een toelichting en daarbij zijn de volgende bijlagen gevoegd:

- een door A&M opgestelde samenvatting van haar rapport van 7 juni 2026 betreffende de *solvent wind-down*-scenarios;
- een *fairness* opinie van Rothschild van 30 juni 2026, inhoudend dat de door NNS geboden prijs in contanten voor de aandelen OCI is "*fair, from a financial point of view, to the holders of the Shares*";
- een *fairness* opinie van AXECO van 30 juni 2026 met dezelfde strekking.

3.51 De OK-bestuurders hebben in hetzelfde persbericht te kennen gegeven dat en waarom de belangen van minderheidsaandeelhouders in hun visie onvoldoende in de besluitvorming zijn betrokken

voorafgaand aan de eerste beschikking:

"The Court-appointed Directors are of the view that, in the period up to the Enterprise Chamber's decision, the interests of OCI's minority shareholders were not sufficiently reflected in the process, structure and the Board's decision-making in respect of the OCI-Orascom transaction.

In reaching this view, the Court-appointed Directors have considered that (i) the transaction structure was atypical for Dutch listed companies, (ii) the controlling shareholder was effectively in a position to approve the OCI-Orascom transaction at OCI's extraordinary general meeting, without the support of any other OCI shareholder, (iii) the structure required all OCI shareholders to exchange their investment in a Dutch listed company for an investment in a company listed on a stock exchange outside the EEA, without an upfront cash exit alternative being offered, (iv) not all OCI shareholders would be able to receive their Orascom Construction shares through their existing securities accounts, (v) the transaction structure was such that the controlling shareholder would ultimately not incur Dutch dividend withholding tax, whereas a significant proportion of other OCI shareholders would, and (vi) OCI requested its financial advisor to issue a fairness opinion in respect of the OCI Orascom exchange ratio, without the additional request to also consider the value ultimately received by OCI's shareholders."

Vervolgens hebben de OK-bestuurders toegelicht dat en waarom zij het NNS-bod steunen maar niet aanbevelen:

"At the request of the Court-appointed Directors, AXECO conducted a value assessment of a solvent winddown scenario. () Particular attention was given to the Fertigllobe indemnities. The Court-appointed Directors, together with their independent legal advisor and AXECO, examined in detail the probability of a release of the Fertigllobe-related escrow to OCI, and discussed their views with the Company and the Company's advisors. On that basis and given the significant uncertainty surrounding the outcome of the underlying Fertigllobe indemnity matters, the Court-appointed Directors have concluded that at this point in time no value can be attributed to a release of the escrow amount for the purposes of this assessment.

AXECO has issued a fairness opinion in respect of the Offer. ()

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 conclusie van de OK-bestuurders is vervolgens:

"The Court-appointed Directors are of the view that the Offer is a relevant and meaningful addition to the OCI-Orascom transaction. They consider that the combination of the OCI-Orascom transaction and the Offer gives adequate and reasonable weight to the interests of OCI's minority shareholders.

()

The Court-appointed Directors have further considered that the only tangible alternative to the OCI-Orascom transaction is a solvent wind-down of OCI. Such a scenario would involve a lengthy process expected to extend until at least 2031, would entail significant costs and material uncertainty as to the ultimate liquidation proceeds available for distribution to shareholders, and would likely result in Dutch dividend withholding tax being levied on distributions to a significant proportion of OCIs minority shareholders, reducing the net amount received by those shareholders by 15% (at current rates). A solvent wind-down scenario would therefore not appear to represent a financially superior outcome for shareholders when compared to the OCI-Orascom transaction in combination with the Offer. ()"

- 3.52 The Oceanwood Fund, de aandeelhouder waarop de ontvankelijkheid van het oorspronkelijke verzoekschrift steunde, heeft op 1 juli 2026 de aan de VEB verleende procesvolmacht ingetrokken omdat zij de voorgenomen transactie in combinatie met het bod in contanten een *"genuinely good outcome for all minority shareholders"* vond. Een dag later hebben ook Norbury Capital B.V. en Stichting Legal Owner Norbury Capital Fund, die zich als belanghebbenden achter het oorspronkelijk verzoekschrift hadden geschaard, bekendgemaakt dat zij de enquêteprocedure niet voortzetten. Zij hebben hun aandelen verkocht. De VEB procedeert nu door met een andere groep beleggers, van wie verzoeker 13 de grootste is.
- 3.53 The Oceanwood Fund en drie andere grote minderheidsaandeelhouders hebben bij brieven aan het bestuur van OCI hun expliciete steun uitgesproken voor de Orascom-transactie in combinatie met het bod in contanten.
- 3.54 De beurskoers van het aandeel Orascom aan de ADX is gestegen van AED 32 op 13 januari 2026 tot AED 51,25 per 29 juli 2026, een stijging van circa 60%. De koers van het aandeel Orascom aan de EGX is in deze periode met 73% gestegen. De koers van OCI is in dezelfde periode gestegen met circa 26,8%.
- 3.55 De Long Stop Date voor de Orascom-transactie is thans 30 december 2026.

De waardering van de Fertiglobe-vrijwaringen en -escrow

- 3.56 De belangrijkste onzekere factor bij de waardering van OCI is de blootstelling van OCI aan claims in verband met de zogenoemde Fertiglobe-transactie. Op 15 december 2023 heeft OCI een overeenkomst gesloten waarbij zij haar toenmalige 50%-belang in Fertiglobe Plc. (hierna: Fertiglobe) heeft verkocht aan Abu Dhabi National Oil Company P.J.S.C. (ADNOC) voor USD 3,62 miljard. ADNOC hield voorafgaand aan de transactie al een belang van 32,6% in Fertiglobe. Closing heeft op 15 oktober 2024 plaatsgevonden. Er is toen een bedrag van USD 362 miljoen (10% van de koopprijs) in escrow gestort ter dekking van aanspraken onder door OCI aan ADNOC verstrekte vrijwaringen.
- 3.57 Familielid 1 had tot 4 februari 2026 zitting in het bestuur van Fertiglobe, die het onderwerp van de verstrekte vrijwaringen is, en zit daarnaast nog altijd in het bestuur van XRG, de dochtervennootschap van ADNOC die de aandelen in Fertiglobe houdt.
- 3.58 OCI heeft over deze Fertiglobe-vrijwaringen en Fertiglobe-escrow (samen de Fertiglobe-items) vanaf 12 november 2024 het volgende openbaar gemaakt.

3.58.1 In de Q3 2024 trading update is vermeld:

"The gross transaction consideration of USD 3.62 billion () is further subject to any materialization of certain indemnifications agreed as part of the transaction that will only become quantifiable in due course."

3.58.2 Ten tijde van de publicatie van de eerste jaarrekening na de uitvoering van de Fertiglobe-transactie, op 14 maart 2025, heeft OCI in een persbericht vermeld:

"OCI received a net cash consideration of \$3,185 million and a \$362 million

contingent consideration held in escrow upon closing of the deal (). Collection of the contingent consideration is dependent on the materialization of certain indemnifications agreed as part of the transaction. Managements estimate is that the amount held in escrow will cover such indemnifications."

3.58.3 In de cijfers over het eerste halfjaar van 2025, die op 25 september 2025 openbaar zijn gemaakt, is melding gemaakt van een voorziening terzake van potentiële vrijwaringsverplichtingen jegens ADNOC, waarvan de omvang gelijk is aan die van de "contingent consideration".

3.58.4 In het persbericht van 16 maart 2026 over de niet-gecontroleerde resultaten over heel 2025 is vermeld:

"As part of the Fertiglobe divestiture in 2024, USD 361.6 million of contingent consideration was held in escrow upon closing. Receipt of any part of this cash held in escrow is dependent on the expiration or settlement of certain indemnifications agreed as part of the transaction. Matching this consideration, the Company, has recorded a provision of USD 361.6 million, which reflects managements assessment of the range of potential outcomes, the associated probabilities, and the resulting expected value of the indemnities.

Based on current information, management estimates the minimum possible liability resulting from the indemnities of approximately USD 100 million, and the maximum potential liability of approximately USD 680 million (and higher in exceptional circumstances). Management continues to consider the provision of USD 361.6 million as the best estimate of the present exposure. This assessment is reviewed periodically by Management, the Board, and the auditors. The underlying indemnities and circumstances are bound by strict confidentiality and nondisclosure provisions under the relevant contractual agreements. "

3.58.5 Dit is herhaald in de jaarrekening over 2025.

4 De gronden van de beslissing

De gronden voor het verzoek

4.1 De VEB c.s. en verzoeker 13 hebben aan hun verzoek ten grondslag gelegd dat er gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken van OCI. Als toelichting hebben zij samengevat het volgende naar voren gebracht.

1. Elke ratio voor de voorgenomen transactie met Orascom ontbreekt. Orascom is een bouwbedrijf en OCI bestaat uit de restanten van een chemiebedrijf. Er is geen enkele synergie te verwachten. De activa die Orascom verwerft met de transactie hebben voor haar precies dezelfde waarde als voor een willekeurige andere koper. Het leidt tot argwaan dat het bestuur van OCI als koper juist die ene partij kiest waar familielid 1 ook de uiteindelijke zeggenschap uitoefent. Orascom verwerft door de transactie een zak geld met korting.

2. Bij de voorgenomen transactie met Orascom is sprake van een indringend belangenconflict, omdat de familie de meerderheid van de aandelen van beide partijen bij de transactie houdt, familielid 1 tot voor kort de enig uitvoerende bestuurder van OCI was en nog steeds niet-uitvoerende bestuurder van OCI is, zijn dochter niet-uitvoerende bestuurder van OCI is, en familielid 1 na de transactie zal worden benoemd tot enig uitvoerende bestuurder van Orascom. Bovendien was de CEO van OCI, die een sturende rol bij de transactie heeft gehad, tot 26 januari 2026 tevens niet-uitvoerende bestuurder van Orascom. OCI is onvoldoende adequaat met deze tegenstrijdige belangen omgegaan. De

Transactiecommissie en de Onafhankelijke Bestuurders zijn voor informatie mede op de CEO van OCI aangewezen geweest. OCI zal kort na de transactie ophouden te bestaan, wat het aannemelijk maakt dat de CEO van OCI bij die informatieverschaffing vooral oog heeft gehad voor de belangen van Orascom en voor het bestendigen van een goede verstandhouding met familielid 1. De door OCI genomen maatregelen om het belangenconflict aan de zijde van familielid 1 te beheersen zijn te laat genomen, toen het besluit tot het aangaan van de transactie al genomen was. Ook overigens lijkt het erop dat aan de zijde van OCI vooral oog heeft bestaan voor de belangen van familielid 1 en zijn familie en dat de Onafhankelijke Bestuurders onvoldoende onafhankelijk zijn geweest ten opzichte van hem.

3. De ruilverhouding is onredelijk omdat daarbij OCI is ondergewaardeerd en Orascom overgewaardeerd. De aandelhouderswaarde van Orascom is vastgesteld op veel meer dan ten tijde van de bekendmaking van de transactie gerechtvaardigd was op basis van haar beurskoers. Hierbij komt nog dat over het uitkeren van de aandelen Orascom door OCI bij wege van dividend in beginsel 15% dividendbelasting verschuldigd is, wat betekent dat de (meeste) minderheidsaandelhouders ook een fiscale prijs betalen. NNS is geen dividendbelasting verschuldigd.

4. Als gevolg van de transactie zullen de aandelhouders van OCI aandelen verkrijgen in een totaal andersoortige onderneming, gevestigd in Abu Dhabi en genoteerd aan de beurs in Abu Dhabi (met een secundaire notering in Egypte). Dat is voor hen bezwaarlijk omdat (a) Abu Dhabi in een instabiel deel van de wereld ligt, (b) het twijfelachtig is of Abu Dhabi een met voldoende waarborgen omklede rechtsgang zal bieden voor een onafhankelijke en onpartijdige rechter bij misbruik van meerderheidsmacht, (c) het juridisch en toezichtskader voor de beurs in kwestie (ADX) niet gelijkwaardig is aan dat in de Europese Unie, (d) de meeste Nederlandse brokers niet de mogelijkheid bieden om ADX-genoteerde aandelen aan te houden en (e) de liquiditeit van het aandeel Orascom laag is. Volgend op de transactie zal een verkoopgolf op gang komen die in verband met de lage liquiditeit van het aandeel Orascom zal resulteren in een verregaande daling van de beurskoers. Het verkopen van aandelen OCI voorafgaand aan de transactie is niet een aantrekkelijk alternatief omdat de beurskoers is gedaald na bekendmaking van de voorgenomen transactie, zelfs tot onder het niveau dat strookt met de voorwaarden van de transactie, die al te ongunstig voor OCI zijn.

5. Het bestuur had een volwaardig en competitief M&A-traject moeten uitzetten alvorens te kiezen voor het uitwerken van de transactie met Orascom. In ieder geval had het bestuur zich actief moeten inzetten voor het onderzoeken van alternatieve opties. De scherpe daling van de beurskoers na de eerste aankondiging van de voorgenomen transactie op 22 september 2025 had ook een signaal moeten zijn voor het bestuur dat het niet met de transactie kon instemmen zonder het alternatief van andere kopers serieus te onderzoeken.

6. Een verdere vereffening van het vermogen van OCI zou voor de minderheidsaandelhouders een hogere opbrengst opleveren dan de transactie.

7. De berichtgeving van OCI over een eventuele vrijval van de Fertiglobe-escrow en de omvang van haar mogelijke verplichtingen uit de Fertiglobe-vrijwaringen (zie 3.58) is vanaf maart 2025 steeds pessimistischer geworden, wat heeft geleid tot een lagere waardering van het aandeel OCI onder analisten. Deze berichtgeving is onverifieerbaar voor VEB c.s. en verzoeker 13 omdat OCI weigert concrete informatie te verstrekken over de afwikkeling van de Fertiglobe-transactie. OCI beroept zich in dat verband op een geheimhoudingsverplichting, maar die is ook onverifieerbaar. OCI heeft daarmee de verdenking op zich geladen dat zij haar berichtgeving afstemt op haar wens om de acceptatie van de transactie met Orascom te vergroten. Betwijfeld moet worden of OCI aan haar verplichting tot openbaarmaking van koersgevoelige informatie heeft voldaan. Als de waardering door OCI van de Fertiglobe-items te pessimistisch is, zal familielid 1 daarvan als (indirect) meerderheidsaandehouder van Orascom na de transactie profiteren, terwijl hij door zijn rollen bij OCI en Fertiglobe weet wanneer en in hoeverre een vrijval zal plaatsvinden. Verder roepen ook de aard en inhoud van de vrijwaringen jegens ADNOC vragen op. Uiteindelijk moet zelfs betwijfeld worden of bij het aangaan van de Fertiglobe-transactie het belang van OCI is gediend.

8. De eerste 50% van het belang van OCI in OCIN is voor een onbegrijpelijk laag bedrag verkocht. Bovendien is de opbrengst van de eerste tranche met onduidelijkheid omgeven omdat geen informatie is gegeven over de geraamde nettoschuldpositie ten tijde van de overdracht van de eerste 50%. Ook

de opbrengst van de tweede tranche, die pas op zijn vroegst in de tweede helft van 2029 wordt ontvangen, is onduidelijk. Het lijkt erop dat OCI erop uit is zoveel mogelijk onzekerheid te creëren, zodat aandeelhouders zekerheidshalve het (lage) bod in contanten van NNS accepteren. Het bestuur van OCI was sinds 11 mei 2026 bekend met het voornemen van NNS om een openbaar bod uit te brengen en heeft de voorwaarden van de OCIN-transactie kunnen afstemmen en kennelijk ook daadwerkelijk afgestemd op het komende bod van NNS.

9. Het openbaar bod van NNS is onredelijk laag. Dat volgt reeds 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. Rothschild heeft in haar *fairness* opinie bij het openbaar bod ten onrechte gewicht toegekend aan de koers van het aandeel OCI over het recente verleden en aan koersdoelen die door analisten zijn afgegeven. De koers en koersdoelen zijn immers verregaand beïnvloed door het aansturen op de transactie. De samenvatting van het rapport van A&M van 7 juni 2026 en de *fairness* opinie van AXECO werpen onvoldoende licht op de Fertiglobe-items. Niet gebleken is dat A&M zich een zelfstandig oordeel heeft kunnen vormen van de risico's waaraan OCI blootstaat. Verder rekent A&M met onbegrijpelijk hoge holdingkosten in een liquidatiescenario en met een opbrengst van de OCIN-transactie die voor VEB c.s. en verzoeker 13 niet verifieerbaar is. Als aandeelhouders van OCI niet ingaan op het openbaar bod, wordt hen een onaantrekkelijk aandeelhouderschap in Orascom opgedrongen, met onder meer het risico van een koersval na de transactie. Dit alles leidt tot de conclusie dat de aanbeveling van het openbaar bod door het bestuur reden geeft tot twijfel aan het beleid van OCI.

Het verweer

- 4.2 OCI, de Onafhankelijke Bestuurders en NNS hebben gemotiveerd verweer gevoerd. Dat verweer zal hierna, voor zover relevant, worden besproken.
- 4.3 De OK-bestuurders hebben de Ondernemingskamer geïnformeerd over de wijze waarop zij hun taak hebben uitgeoefend. Zij hebben onder meer verklaard dat zij steeds constructief met het bestuur, het management en de adviseurs van OCI hebben samengewerkt, en dat het bestuur en het management hen steeds tijdig hebben voorzien van de gevraagde informatie en toelichtingen. Ter zitting hebben zij verduidelijkt dat de stelling uit hun verweerschrift dat het bestuur hun verificatievragen over de Orascom-transactie gedeeltelijk niet heeft beantwoord, aldus moet worden opgevat dat een bevredigend antwoord op een deel van die vragen is uitgebleven, wat mede grondslag heeft gevormd voor hun conclusie als verwoord in het persbericht van 1 juli 2026, dat de belangen van minderheidsaandeelhouders onvoldoende zijn betrokken in de besluitvorming van het bestuur over de Orascom-transactie voorafgaand aan de eerste beschikking.

De beoordeling in het kort

- 4.4 De Ondernemingskamer komt op grond van de nadere door partijen verschaft informatie en de ontwikkelingen die zich na de eerste beschikking hebben voorgedaan tot het oordeel dat er geen gegronde redenen zijn voor twijfel aan een juist beleid of een juiste gang van zaken van OCI die het gelasten van een onderzoek rechtvaardigen.
- 4.5 Kort gezegd, zijn de twijfels van de Ondernemingskamer over het besluitvormingsproces bij OCI over de transactie met Orascom tot aan de eerste beschikking niet geheel weggenomen, maar zijn de bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen die transactie inmiddels achterhaald. De aandeelhouders kunnen nu, als zij geen aandeelhouder in Orascom willen worden, kiezen voor het bod in contanten van NNS. De OK-bestuurders hebben besloten in te stemmen met de bijeenroeping van een aandeelhoudersvergadering van OCI ter goedkeuring van de Orascom-transactie in combinatie met het bod in contanten. Dat besluit wordt gedragen door twee onafhankelijke *fairness* opinies ten aanzien van het bod in contanten, de *fairness* opinie van Rothschild ten aanzien van de Orascom-transactie, die door AXECO redelijk en verdedigbaar is bevonden vanuit het perspectief van OCI en daarnaast steun vindt in de inmiddels sterk gestegen beurskoers en de recente resultaten van Orascom, en een analyse van het liquidatiescenario door zowel A&M als AXECO, waaruit blijkt dat de uitkomst van een dergelijk scenario voor de aandeelhouders ongunstiger is dan de nu voorliggende opties. De

Ondernemingskamer onderschrijft de visie van de OK-bestuurders dat met de thans voorliggende besluiten voldoende rekening is gehouden met de gerechtvaardigde belangen van de minderheidsaandeelhouders. De Ondernemingskamer gaat voorbij aan de bezwaren tegen de verkoop van OCIN, tegen de wijze waarop de Fertiglobe-escrow en de Fertiglobe-vrijwaringen in de waardering van OCI zijn betrokken en tegen de berichtgeving over deze Fertiglobe-items vanaf het moment dat de transactie in zicht kwam. Voor die bezwaren bestaan onvoldoende concrete aanknopingspunten. Bij de huidige stand van zaken rechtvaardigt de twijfel van de Ondernemingskamer over het besluitvormingsproces bij OCI voorafgaand aan de eerste beschikking niet het gelasten van een onderzoek. Een belangenafweging dient te leiden tot afwijzing van het enquêteverzoek. Een en ander wordt hierna nader toegelicht.

De Fertiglobe-items

- 4.6 De stelling van VEB c.s. en verzoeker 13 dat OCI in de aanloop naar de transactie, vanaf 16 maart 2025, steeds negatiever is gaan berichten over de risico's waaraan zij bloot stond op grond van de Fertiglobe-vrijwaringen, vindt geen steun in de feiten als vermeld in 3.58 e.v. Wel is vanaf 16 maart 2026 meer toelichting gegeven op de bandbreedte van het bedrag aan verplichtingen waartoe verwezenlijking van die risico's in verschillende scenarios zou kunnen leiden. OCI c.s. hebben afdoende uitgelegd waarom die nadere toelichting die op zichzelf niet strijdig was met eerdere berichtgeving op dat moment op zijn plaats was. Relevant was onder meer dat de materialiteitsgrens in de loop van 2025 veel lager werd door de ontmanteling van OCI; ook waren er analisten die aan de escrow waarde bleven toekennen in afwijking van OCIs eigen berichtgeving daaromtrent.
- 4.7 Verder zijn er geen aanwijzingen dat de berichtgeving van OCI over de Fertiglobe-items niet verantwoord dan wel onvoldoende was. Daarmee is er ook geen grond voor de verdenking van VEB c.s. en verzoeker 13 dat die berichtgeving was afgestemd op de wens van OCI om de acceptatie van de transactie met Orascom te vergroten. Uit de goedkeurende accountantsverklaring bij de jaarrekeningen over 2024 en 2025 blijkt dat de Fertiglobe-items voor de accountant in beide jaren *key audit matter* zijn geweest. In de accountsverklaring bij de jaarrekening over 2025 is onder meer vermeld op dit punt:

"Based on our procedures performed, we considered managements valuation of the Escrow Indemnifications to be reasonable. Furthermore, we considered the related disclosure () to be adequate."

De accountant heeft verder op de algemene vergadering van OCI van 2 juni 2026 verklaard dat hij ook de inschatting van de minimale en maximale exposure als onderdeel van zijn controle heeft beoordeeld; en dat hij kan instemmen met OCIs besluit om op basis van de uitzonderingsmogelijkheden in IAS 37 bepaalde toelichtingen niet te verschaffen. Verder hebben de OK-bestuurders en het door hen ingeschakelde AXECO bijzondere aandacht aan de Fertiglobe-items besteed. Zij hebben toegang gehad tot alle onderliggende informatie en alle eerder opgestelde analyses en ontvangen adviezen, en hun bevindingen met OCI en de adviseurs van OCI besproken. Ter zitting hebben de OK-bestuurders desgevraagd bevestigd dat zij onder meer zijn geïnformeerd door de accountant van OCI en door (verschillende memoranda van en gesprekken met) Cleary Gottlieb Steen & Hamilton LLP (hierna: Cleary Gottlieb). Cleary Gottlieb is het advocatenkantoor dat de Fertiglobe-transactie voor OCI heeft begeleid en daarna OCI is blijven adviseren, onder meer (i) over de reikwijdte van de geheimhoudingsverplichting die in de Fertiglobe-transactie is overeengekomen en (ii) over de invloed van ontwikkelingen in de zaken waarop de vrijwaringen betrekking hebben op de risico's waaraan OCI blootstaat. De OK-bestuurders en het door hen ingeschakelde AXECO hebben uiteindelijk, in lijn met de visie van het bestuur van OCI en de bevindingen van de accountant, geconcludeerd dat geen waarde aan de Fertiglobe-escrow kan worden toegekend. De Ondernemingskamer acht het verder voldoende aannemelijk dat OCI geen nadere inhoudelijke duiding kan geven van de onderliggende claims en de positie van OCI daarin, omdat zij geheimhouding op dat punt is overeengekomen en omdat zij bij verdere openheid van zaken het risico loopt

aansprakelijkheden juist te triggeren. Dit wordt ook bevestigd in een memorandum van 30 juli 2026 dat is opgesteld door Cleary Gottlieb.

4.8 Verder wijst niets erop dat familielid 1 uit hoofde van zijn posities bij OCI, Fertiglobe (tot februari 2026) en XRG invloed kan of kon uitoefenen op de mate waarin OCI onder de Fertiglobe-vrijwaringen (mogelijk) aansprakelijk zal worden gesteld. Cleary Gottlieb heeft in haar memorandum van 30 juli 2026 verklaard dat van een dergelijke invloed geen sprake is en de OK-bestuurders hebben dat ter zitting bevestigd.

4.9 Tot slot hebben VEB c.s. en verzoeker 13 in het licht van het gemotiveerde verweer van OCI c.s. onvoldoende onderbouwd dat de aard en inhoud van de Fertiglobe-vrijwaringen op zichzelf al vragen oproepen of dat het aangaan van de Fertiglobe-transactie niet in het belang van OCI is geweest.

De verkoop van OCIN

4.10 Tegenover de bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen de verkoop van OCIN hebben OCI c.s., samengevat, het volgende aangevoerd.

- In april 2024 heeft OCI opnieuw opdracht gegeven aan Morgan Stanley om de markt te verkennen voor een verkoop van OCIN en OTE, nadat een eerdere poging om OCIN/OTE te verkopen in 2023 was mislukt, onder andere door geopolitieke onzekerheden en toenemende regulatoire druk.

- Het verkoopproces bleek opnieuw uitdagend als gevolg van specifieke omstandigheden waarmee OCIN te maken had, onder andere vanwege haar vestiging op het Chemelotterrein. Dat terrein is een sterk geïntegreerd ecosysteem, waarin verschillende bedrijven gebruik maken van gedeelde infrastructuur, de kosten van bepaalde diensten gezamenlijk dragen en afhankelijk zijn van elkaars productie. Het concurrentievermogen van Chemelot is sterk verminderd ten opzichte van met name Aziatische concurrenten. Dit heeft geleid tot recente herstructureringen en fabriekssluitingen op het Chemelotterrein, wat negatieve gevolgen heeft gehad voor andere daar gevestigde bedrijven, waaronder OCIN. Ontwikkelingen bij met name Fibrant hebben geleid tot een aanzienlijke vermindering van de afname van ammoniak bij OCIN in 2026 en ontwikkelingen bij Anqore dreigen daar ook toe te leiden. Gezamenlijk waren Fibrant en Anqore in de jaren 2021-2025 verantwoordelijk voor 70% van OCINs ammoniakverkoop.

- OCIN had over de jaren 2023-2025 een negatieve *free cash flow*.

- Om het verkoopproces van OCIN/OTE te faciliteren zijn de activiteiten van OCIN en OTE begin 2025 geherstructureerd. Dat heeft geleid tot het samenvoegen van de ammoniakdistributieactiviteiten van OCIN met de activiteiten van OTE in een nieuwe entiteit, OCI Ammonia Holding B.V. (hiervoor, in 3.8 genoemd). Deze entiteit is in november 2025 aan Agrofert verkocht voor 290 miljoen. Dat wijst erop dat de herstructurering waardeverhogend is geweest: de verkoop van OCIN is uiteindelijk tegen een *enterprise value* van 110 miljoen gedaan, waarbij OCI in de tweede tranche door de overeengekomen formule voor de verkoopprijs (met de voor OCI gunstige EBITDA-multiplier van 7) kan profiteren van een hogere opbrengst als OCIN in de komende periode beter gaat presteren.

- OCIN is de moeilijkst te verkopen deelneming van OCI gebleken. Biedingen op OCIN, met name van Agrofert, zijn er voorafgaand aan 2026 wel geweest, maar afgewezen als te laag. Begin april 2026 zijn de gesprekken met Agrofert over een verkoop van OCIN hervat. Agrofert was de enige gegadigde. De structuur van de verkoop, in twee fasen, met een put- en calloptie voor de tweede fase, is op instigatie van Agrofert overeengekomen. OCI heeft vervolgens een voor haar gunstige formule voor de koopprijs van de tweede tranche kunnen uitonderhandelen. Een beter onderhandelingsresultaat was niet haalbaar, waarbij heeft te gelden dat het bestuur van OCI bij haar besluitvorming niet alleen de belangen van haar aandeelhouders diende te betrekken maar de belangen van al haar stakeholders, waaronder die van het personeel en de afnemers van OCIN.

- In het Fairness Opinion Report van Rothschild bij het openbaar bod en in het rapport van A&M van 7 juni 2026 is separaat berekend wat de impact zal zijn indien de verkoop van OCIN geen doorgang kan vinden. Daaruit blijkt dat het scenario met verkoop van OCIN voor de aandeelhouders meer waarde creëert dan het scenario zonder die verkoop. De relevante passages in deze rapporten zijn vanwege de commerciële gevoeligheid zwart gemaakt.

- Het besluit tot verkoop is een unaniem genomen besluit, dat derhalve ook de instemming van de OK-bestuurders heeft. Familielid 1 heeft niet deelgenomen aan de beraadslaging en besluitvorming omdat hij mogelijk (in de ogen van de minderheidsaandeelhouders) een tegenstrijdig belang zou hebben.

OCI c.s. hebben ter onderbouwing van deze argumenten onder meer een presentatie van Morgan Stanley d.d. 15 april 2026 over het verkoopproces overgelegd en een analyse van CFF

Communications d.d. mei 2026 van persberichten en berichten in de media over de complexe situatie op het Chemelotterrein.

4.11 In het licht van deze toelichting zijn er onvoldoende aanwijzingen voor de stelling van VEB c.s. en verzoeker 13 dat de verkoop van OCIN niet in het belang van OCI was of dat de belangen van de minderheidsaandeelhouders door die verkoop, gelet op de beoogde transactie met Orascom, onevenredig worden geschaad. Niet ter discussie staat dat aan de verkoop een langdurig en competitief verkoopproces van jaren is voorafgegaan dat door Morgan Stanley werd begeleid. Ook overigens is voldoende gebleken dat de verkoop met veel complicaties was omgeven. Twee onafhankelijke adviseurs van OCI hebben berekend dat de verkoop van OCIN voor de aandeelhouders waarde creëert. De OK-bestuurders hebben, na volledig te zijn geïnformeerd en toegang te hebben gehad tot alle adviseurs van OCI, ingestemd met de verkoop.

4.12 De stelling van VEB c.s. en verzoeker 13 dat OCI de eerste 50%-tranche van haar belang in OCIN voor een onbegrijpelijk laag bedrag heeft verkocht, steunt vooral op analistenrapporten betreffende OCI uit de periode van 8 oktober 2025 tot 1 juni 2026, die gemiddeld een *enterprise value* van USD 376 miljoen aan OCIN toekennen. OCI c.s. hebben er echter op gewezen dat de analistenconsensus voor de *enterprise value* van de combinatie OCIN/OTE voor de herstructurering van begin 2025 USD 480 miljoen (415 miljoen) bedroeg. Gemiddeld hebben de analisten van dit bedrag voor hun waardering van OCIN na de herstructurering slechts 85 miljoen afgetrokken, waarna de door VEB c.s. en verzoeker 13 ingeroepen gemiddelde waardering van USD 376 miljoen voor OCIN overbleef. De werkelijke verkoopopbrengst van OCI Ammonia Holding B.V. is echter 290 miljoen geweest, een opbrengst die naar de CEO van OCI ter zitting heeft verklaard niet veel verschilde van de *enterprise value* waar partijen bij de transactie van zijn uitgegaan. Dat wijst erop dat de analisten het wegvallen van de ammoniakdistributieactiviteiten bij OCIN begin 2025 niet op adequate wijze hebben verdisconteerd in hun waardering van OCIN na de afsplitsing.

4.13 Gelet op het voorgaande zijn er ook geen aanknopingspunten voor de stelling van VEB c.s. en verzoeker 13 dat OCI met de verkoop van OCIN erop uit was zoveel mogelijk onzekerheid te creëren, opdat aandeelhouders zekerheidshalve in zullen gaan op het (volgens VEB c.s. en verzoeker 13 te lage) openbaar bod van NNS. Dat de CEO van OCI de onderhandelingen over de verkoop heeft gevoerd, is niet een dergelijk aanknopingspunt. Hij deed dat onder leiding van onafhankelijk bestuurder OCI 2. Gegeven de wens van Agrofert om de transactie in twee fasen op te delen, waarbij zij de tweede tranche pas na medio 2029 wilde overnemen, was onzekerheid over de opbrengst van de tweede tranche onvermijdelijk. De systematiek van de formule die voor de koopprijs van de tweede tranche is overeengekomen, is niet ongebruikelijk. Het bestuur van OCI heeft onder ogen gezien, zo hebben de OK-bestuurders ter zitting bevestigd, dat bepaalde minderheidsaandeelhouders in de transactiestructuur het oogmerk zouden kunnen zien om de Orascom-transactie aantrekkelijker te maken ten opzichte van het liquidatiescenario, maar heeft niettemin unaniem, gelet op alle betrokken belangen, tot het aangaan van de transactie met Agrofert besloten. Er zijn geen aanwijzingen dat het bestuur daartoe in redelijkheid niet heeft kunnen besluiten.

4.14 De Ondernemingskamer gaat derhalve voorbij aan de bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen de verkoop van OCIN.

De Orascom-transactie

4.15 OCI c.s. hebben een nadere toelichting gegeven bij de gang van zaken voorafgaand aan het bestuursbesluit van 5 december 2025 tot het aangaan van de transactie met Orascom.

- 4.16 Voorafgaand aan de eerste beschikking hadden OCI c.s. uitsluitend de *fairness* opinie van Rothschild van 8 december 2025 (zie 3.30) in het geding gebracht. Inmiddels hebben zij ook de schriftelijke opdracht aan Rothschild, getekend op 14 september 2025, en het Fairness Opinion Report van Rothschild van 5 december 2025 overgelegd. Daaruit blijkt in de eerste plaats dat de opdracht aan Rothschild van aanvang af ook zag op aspecten die in het bijzonder voor de minderheidsaandeelhouders relevant waren, zoals de liquiditeit van de aandelen Orascom, het flowback-risico (het risico dat aandeelhouders in het kader van de transactie ontvangen aandelen snel weer verkopen omdat deze niet passen in hun mandaat of strategie) en alternatieve strategische opties voor de transactie. Onder de bijlagen bij het Fairness Opinion Report bevinden zich een "Liquidity and flowback analysis" (waarover nader in 4.20) en een "Liquidation scenario analysis" van Rothschild (zie 3.26). Deze laatste analyse mondt uit in de conclusie van Rothschild dat de "*implied price*" van het aandeel OCI in een liquidatiescenario destijds significant lager (28-37% lager) was dan de waardering die daaraan werd toegeschreven in het kader van de transactie. OCI c.s. hebben bovendien toegelicht dat en waarom deze bevinding voor hen geen verrassing was. Verder heeft A&M na de eerste beschikking een eigen onderzoek naar mogelijke liquidatiescenarios gedaan, waarvan de uitkomst ook was dat een dergelijk scenario voor aandeelhouders onaantrekkelijker is dan de transactie met Orascom. Hiermee is de aanvankelijke twijfel van de Ondernemingskamer of het bestuur de transactie voldoende zorgvuldig had afgewogen tegen een liquidatiescenario, weggenomen.
- 4.17 Het Fairness Opinion Report biedt ook inzicht in de wijze waarop de *fairness* opinie tot stand is gekomen. Ter zitting hebben OCI c.s. aan de hand van het Fairness Opinion Report laten zien dat Rothschild voor Orascom de discounted-cash-flow-methode tot uitgangspunt heeft genomen en derhalve niet de consensus onder brokers. De uitkomst van de discounted-cash-flow-methode is slechts aan die consensus getoetst. De deugdelijkheid van de door Rothschild in de *fairness* opinie en het Fairness Opinion Report ten aanzien van de transactie met Orascom gepresenteerde bevindingen, waaronder de redelijkheid van de ruilverhouding vanuit het perspectief van OCI, zijn verder inmiddels in opdracht van de OK-bestuurders bevestigd door AXECO. Rothschild en AXECO hebben daarbij ook aandacht besteed aan de voorwaardelijke rechten en voorwaardelijke verplichtingen van OCI uit hoofde van de verrichte desinvesteringen in de afgelopen jaren, waaronder de hiervoor besproken Fertiglobe-items. De redelijkheid van de ruilverhouding vanuit het perspectief van OCI vindt ook steun in de ontwikkeling die de beurskoers van het aandeel Orascom inmiddels heeft doorgemaakt. De stijging van die beurskoers aan de ADX met circa 60%, en aan de EGX met circa 73%, sinds 13 januari 2026 laat niet veel ruimte meer voor de vrees van VEB c.s. en verzoeker 13 dat Rothschild Orascom bij het vaststellen van de ruilverhouding heeft overgewaardeerd. De Ondernemingskamer volgt VEB c.s. en verzoeker 13 niet in hun stelling dat aan deze koersbewegingen geen betekenis toekomt gezien de "flinterdunne liquiditeit van het aandeel Orascom" en omdat NNS steunaankopen heeft verricht. Diverse professionele beleggers in OCI hebben er immers blijk van gegeven wel waarde te hechten aan de stijging van de beurskoers van Orascom en te wensen dat de transactie doorgang vindt. Verder wordt de stijging van de beurskoers ondersteund door (i) de jaarcijfers over 2025 van Orascom, die op 31 maart 2026 zijn gepubliceerd en een sterk positief beeld laten zien, met een ruime verdubbeling van de EBITDA en een stijging van de nettowinst met 65,1% ten opzichte van het voorafgaande jaar, (ii) de cijfers over het eerste kwartaal van 2026, die op 14 mei 2026 zijn gepubliceerd en (ten minste) soortgelijke stijgingen laten zien ten opzichte van de cijfers over het eerste kwartaal van 2025 en (iii) de bekendmaking op 31 maart 2026 van een orderportefeuille van een omvang die Orascom niet eerder had bereikt. Ten slotte betroffen de aankopen van de NNS-groep, verricht tussen eind maart en medio april 2026, circa 1,59% van de aandelen Orascom en is de beurskoers ook na deze aankopen met nog eens 20% gestegen.
- 4.18 Uit de verschillende beoordelingen van de transactie door financieel deskundigen en de OK-bestuurders en het rapport van A&M van 7 juni 2026 blijkt ook genoegzaam wat voor OCI de strategische rationale van de transactie met Orascom is: de waarde van de activa en passiva van OCI op een going-concern-basis is hoger dan in een liquidatiescenario, terwijl er geen reële andere alternatieven voor OCI voorhanden zijn. Dat het bestuur op 5 december 2025 redelijkerwijs ervan mocht uitgaan dat er geen reële andere alternatieven waren, is inmiddels ook voldoende aannemelijk

geworden, mede gelet op de nadere toelichting door OCI c.s. Dat er geen reële andere alternatieven voorhanden zijn, wordt ook onderschreven door de OK-bestuurders.

4.19 OCI c.s. hebben ook een nadere toelichting gegeven op de timing van de voorbereiding van de transactie. Het komt erop neer dat (1) richting de vergadering van 21 mei 2025 bij het bestuur van OCI meer vertrouwen was ontstaan dat de verkoop van Metco (met een ondernemingswaarde van USD 1,6 miljard) de vereiste goedkeuring zou krijgen van de Amerikaanse mededingingsautoriteit, (2) OCI dan enkel OCIN en OTE zou overhouden, en (3) er geen uitzicht was op snelle verkoop van OCIN en OTE terwijl deze activiteiten te klein waren om de voortzetting van OCI als beursgenoteerd bedrijf te rechtvaardigen en (4) OCI daarnaast nog aanzienlijke voorwaardelijke en langlopende verplichtingen uit hoofde van desinvesteringen had uitstaan, die actief gemanaged moesten worden. De Ondernemingskamer is, gelet op dit alles, van oordeel dat het bestuur op 21 mei 2025 in redelijkheid kon menen dat het moment gekomen was om de mogelijkheid van een transactie met Orascom te onderzoeken. De twijfel die de Ondernemingskamer aanvankelijk bij de timing had, is daarmee ook weggenomen.

4.20 Niet weggenomen is echter de twijfel van de Ondernemingskamer of het bestuur bij het besluit tot het aangaan van de transactie met Orascom de belangen van minderheidsaandeelhouders voldoende heeft verdisconteerd. De Ondernemingskamer onderschrijft de bevindingen van de OK-bestuurders op dit punt, als neergelegd in het persbericht van 1 juli 2026 (zie 3.51). Het gaat, kort gezegd, om de optelsom van de volgende aspecten van de transactie.

- Na de bekendmaking van de voorgenomen fusie met Orascom op 22 september 2025 is de beurskoers van het aandeel OCI aanzienlijk gedaald en na de bekendmaking van het besluit tot het aangaan van de transactie is de beurskoers verder gedaald, tot 2,55, om vervolgens weer wat te stijgen.
- Die ontwikkeling maakte het voor de minderheidsaandeelhouders onaantrekkelijk hun aandelen op de beurs te verkopen. Als zij dat niet deden, werden zij door de Orascom-transactie gedwongen aandeelhouder in Orascom.
- Orascom is een onderneming van geheel andere aard dan OCI en is uitsluitend aan beurzen in het Midden-Oosten genoteerd.
- NNS zou over de verkrijging van aandelen in Orascom geen dividendbelasting zijn verschuldigd, maar een groot aantal minderheidsaandeelhouders wel.
- Weliswaar is naar inmiddels wel tussen partijen vaststaat voor alle minderheidsaandeelhouders een (online, Nederlandse) broker beschikbaar die de mogelijkheid biedt om ADX-genoteerde aandelen aan te houden, maar voor een flinke groep aandeelhouders is dat een andere broker dan hun bestaande broker.
- Rothschilds analyse van de liquiditeit van het aandeel Orascom en het flowback-risico die bij het Fairness Opinion Report van 5 december 2025 was gevoegd (zie 3.26) was, bezien vanuit de belangen van minderheidsaandeelhouders, weinig geruststellend, terwijl haar *fairness* opinie uitsluitend zag op de redelijkheid van de ruilverhouding, bezien vanuit OCI. Het bestuur kon in deze stukken dus geen grondslag vinden voor de visie dat de transactie, bezien vanuit de minderheidsaandeelhouders, redelijk was.

Niet gebleken is dat het bestuur in de voor minderheidsaandeelhouders (mogelijk) bezwarende aspecten van de Orascom-transactie aanleiding heeft gezien te onderzoeken of de belangen van minderheidsaandeelhouders konden worden ontzien, bijvoorbeeld door de mogelijkheid van een openbaar bod door NNS te onderzoeken. Dat geeft reden tot twijfel aan een juist beleid en een juiste gang van zaken.

4.21 Inmiddels is de positie van OCIs minderheidsaandeelhouders verbeterd. Daarbij is relevant dat de groep van minderheidsaandeelhouders diffuus is. Een aanzienlijke groep aandeelhouders vindt de transactie aantrekkelijk en wil aandeelhouder in Orascom worden; een andere groep vindt dat bezwaarlijk en wil dat niet. Aan de laatste groep wordt nu het alternatief van een verkoop aan NNS in contanten geboden, waarbij over de ontvangen prijs geen dividendbelasting verschuldigd is. De

transactie zal pas ter goedkeuring aan de algemene vergadering van OCI worden voorgelegd na afwikkeling van het openbaar bod van NNS. Dit maakt de beoordeling van de transactie met Orascom anders. Aandeelhouders worden nu niet meer gedwongen aandeelhouder in Orascom, met alle daaraan voor hen mogelijk verbonden nadelen, waaronder de mogelijke verschuldigdheid van dividendbelasting. Door de mogelijkheid voor minderheidsaandeelhouders om op het openbaar bod in te gaan wordt ook het flow-back-risico na de transactie geringer. In verband met het flow-back-risico is bovendien relevant dat de hernieuwde analyse van Rabobank inzake de liquiditeit van het aandeel Orascom, uitgevoerd per 23 juni 2026 in opdracht van het bestuur van OCI, steun biedt aan de verwachting van OCI dat het aandeel Orascom na de transactie een hogere liquiditeit zal hebben (aan de ADX en EGX samen) dan het aandeel OCI als de transactie niet doorgaat.

4.22 Met de OK-bestuurders is de Ondernemingskamer van oordeel dat de combinatie van de Orascom-transactie met het bod van NNS in contanten voldoende en redelijk gewicht geeft aan de belangen van OCIs minderheidsaandeelhouders.

4.23 Tot slot kan niet worden gezegd dat de door OCI genomen maatregelen om het belangenconflict aan de zijde van familielid 1 bij de Orascom-transactie te beheersen, te laat zijn genomen. In de bestuursvergadering van 21 mei 2025 is de tegenstrijdig-belangsituatie onderkend en na die vergadering heeft het bestuur steeds zonder familielid 1 en zijn dochter over de transactie met Orascom beraadslaagd. Zij hebben ook niet deelgenomen aan de besluitvorming betreffende de transactie.

Het bod in contanten

4.24 De Ondernemingskamer verwierpt de bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen het openbaar bod van NNS en tegen de aanbeveling daarvan door het bestuur. Bij het bod zijn twee *fairness* opinies afgegeven. Verder heeft NNS zich in het openbaar bereid verklaard haar aandelen aan te bieden aan een derde die een hogere prijs voor de aandelen OCI biedt. Er is vervolgens geen belangstelling van derden gebleken. Ook de OK-bestuurders zijn tot de conclusie gekomen dat het bod binnen de bandbreedte van een redelijke ruilverhouding ligt, zij het aan de onderkant daarvan. Verder leidt het bod voor de aandeelhouders tot een aanzienlijk betere uitkomst dan een liquidatiescenario volgens de analyse van A&M van 7 juni 2026. Tot slot hebben VEB c.s. en verzoeker 13 ter zitting zelf te kennen gegeven dat zij het doorgaan van het openbaar bod en de Orascom-transactie niet wensen te verhinderen, wat hun stelling dat zij die transacties niet in het belang van de minderheidsaandeelhouders achten, ook niet versterkt. De bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen het openbaar bod leggen tegenover dit alles onvoldoende gewicht in de schaal.

4.25 De stelling van VEB c.s. en verzoeker 13 dat het bod onredelijk laag is en de bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen de analyse van A&M van een liquidatiescenario steunen onder meer op de hiervoor reeds verworpen bezwaren tegen de waardering van de Fertiglobe-items. Daarnaast stellen VEB c.s. en verzoeker 13 dat A&M met onbegrijpelijk hoge holdingkosten rekent en met een voor hen onverifieerbare opbrengst van de tweede tranche aandelen in OCIN. Die holdingkosten zijn echter gebaseerd op de uitkomsten van een onderzoek van KPMG, waarvan het verslag van 10 juni 2026 door OCI in het geding is gebracht. VEB c.s. en verzoeker 13 hebben daar onvoldoende tegenover gesteld. Ter zitting hebben VEB c.s. en verzoeker 13 gesteld dat het hoge niveau van deze kosten op zichzelf reden is om aan een juist beleid te twijfelen, maar dat is een nieuwe grond voor het enquêteverzoek, die de Ondernemingskamer buiten beschouwing laat als te laat voorgedragen. Afgezien daarvan vormt de enkele omstandigheid dat de holdingkosten (nog steeds) omvangrijk zijn, mede gezien het verslag van KPMG, geen reden voor twijfel aan een juist beleid. Er zijn evenmin aanwijzingen dat A&M in haar analyse van het liquidatiescenario niet een verantwoorde inschatting heeft gemaakt van de opbrengst van de verkoop van OCIN.

Tussenconclusie

4.26 De bezwaren van VEB c.s. en verzoeker 13 tegen het beleid en de gang van zaken bij OCI worden derhalve verworpen, met dien verstande dat bij de Ondernemingskamer niet is weggenomen de twijfel

of het bestuur voorafgaand aan de eerste beschikking bij de besluitvorming over de transactie met Orascom de belangen van minderheidsaandeelhouders voldoende heeft verdisconteerd (zie 4.20).

Belangenafweging

- 4.27 Die twijfel kan echter niet het gelasten van een enquête rechtvaardigen. De bevoegdheid een enquête te bevelen is, ook als er gegronde redenen zijn om aan een juist beleid of een juiste gang van zaken te twijfelen, een discretionaire. Daarbij dient een afweging van de betrokken belangen plaats te vinden. De belangenafweging moet steunen op de feiten en omstandigheden van het concrete geval, waarbij naast de doeleinden van het enquêterecht mede moeten worden betrokken de aard van het tussen de verzoeker en de rechtspersoon bestaande geschil en de bezwaren tegen een ruime toepassing van het middel van enquête. De regeling van het enquêterecht is gericht op het belang van de rechtspersoon en bij de belangenafweging staat dat belang daarom voorop.
- 4.28 De aspecten van de besluitvorming waarop de twijfel van de Ondernemingskamer ziet, zijn inmiddels, mede door tussenkomst van de OK-bestuurders, geadresseerd. Er is nu een oplossing gekomen voor het einde van het desinvesteringstraject van OCI dat op instigatie van aandeelhouders is ingezet en waaraan aanzienlijke complicaties kleefden en kleven met een groot draagvlak en waarin met de belangen van de diffuse groep minderheidsaandeelhouders voldoende rekening is gehouden. Verder is er in deze procedure door OCI en de Onafhankelijke Bestuurders al veel openheid van zaken gegeven. Onduidelijk is welke feiten nog zouden moeten worden opgehelderd bij een enquête naar de vraag of de belangen van de minderheidsaandeelhouders voldoende zijn meegewogen bij de besluitvorming door het bestuur van OCI voorafgaand aan de eerste beschikking.
- 4.29 Een enquête leidt tot een aanzienlijke belasting en aanzienlijke kosten voor OCI. Verder is het geenszins ondenkbaar dat het doorgaan van de transactie door het gelasten van een enquête in gevaar zou worden gebracht, bijvoorbeeld doordat Orascom een beroep zou doen op de clausule betreffende "*material adverse change*". Dat is niet in het belang van OCI. Een aanzienlijke groep professionele minderheidsaandeelhouders heeft ook laten weten te wensen dat de transactie met Orascom doorgaat, terwijl VEB c.s. en verzoeker 13 te kennen hebben gegeven de transactie niet te willen verhinderen.
- 4.30 Tot slot is het gezamenlijke belang van VEB c.s. en verzoeker 13 in OCI in relatieve zin beperkt. Zij stellen gezamenlijk 1,36% van het kapitaal te bezitten. Ook als dat juist zou zijn het is vooralsnog niet vast komen te staan is dat een relatief beperkt belang.
- 4.31 Het belang van OCI en haar stakeholders bij het uitblijven van een enquête weegt onder deze omstandigheden zwaarder dan het belang van verzoekers om het eerdere beleid ten aanzien van de transactie met Orascom alsnog te laten onderzoeken. Het verzoek van VEB c.s. en verzoeker 13 om een onderzoek te bevelen naar het beleid en de gang van zaken van OCI zal dus worden afgewezen.
- 4.32 In de eerste beschikking heeft de Ondernemingskamer voor de duur van de procedure een aantal onmiddellijke voorzieningen getroffen. Indien deze voorzieningen niet door de Ondernemingskamer worden opgeheven, blijven zij in stand totdat de enquêteprocedure is geëindigd, dat wil geval zeggen totdat deze beschikking waarbij het enquêteverzoek wordt afgewezen onherroepelijk is geworden (vgl. Hoge Raad 23 maart 2012, ECLI:NL:HR:2012:BV1056). OCI c.s. hebben ter zitting te kennen gegeven geen bezwaar te hebben tegen het nog enige tijd van kracht blijven van de onmiddellijke voorzieningen na de datum van deze beschikking. De Ondernemingskamer ziet om die reden geen aanleiding om deze voorzieningen nu per direct op te heffen. Daartegenover staat dat in dit geval, indien cassatie wordt ingesteld, de onmiddellijke voorzieningen mogelijk onnodig lang zouden kunnen voortduren. De noodzaak van de getroffen voorzieningen komt naar het oordeel van de Ondernemingskamer in ieder geval te vervallen als de transactie met Orascom is uitgevoerd. Gelet op de huidige Long Stop Date van 30 december 2026, zal de Ondernemingskamer de onmiddellijke voorzieningen daarom, in afwijking van de eerste beschikking, in ieder geval beëindigen met ingang van 1 januari 2027 en die beslissing uitvoerbaar bij voorraad verklaren. Het voorgaande laat onverlet

dat partijen zo nodig ook eerder om opheffing van de voorzieningen kunnen verzoeken en de OK-functionarissen desgewenst op ieder moment de Ondernemingskamer kunnen verzoeken om uit hun functie te worden ontheven.

Proceskosten

4.33 VEB c.s. en verzoeker 13 zullen als de in het ongelijk gestelde partijen worden veroordeeld in de proceskosten aan de zijde van OCI, de Onafhankelijke Bestuurders, de OK-bestuurders en NNS.

5 De beslissing

De Ondernemingskamer:

- a. wijst het verzoek van VEB c.s. en verzoeker 13 af;
- b. heft met ingang van 1 januari 2027 de onmiddellijke voorzieningen op die in de beschikking van de Ondernemingskamer van 19 januari 2026 in deze zaak zijn getroffen;
- c. veroordeelt VEB c.s. en verzoeker 13 hoofdelijk in de kosten van de procedure, tot op heden aan de kant van OCI begroot op 4.721, aan de kant van de Onafhankelijk Bestuurders begroot op 4.243, aan de kant van de OK-bestuurders begroot op 4.243 en aan de kant van NNS begroot op 4.721;
- d. verklaart deze beschikking uitvoerbaar bij voorraad.

Deze beschikking is gegeven door mr. A.P. Wessels, voorzitter, mr. W.A.H. Melissen en mr. E. Loesberg, raadsheren, en drs. V.G. Moolenaar en mr. drs. F. Marring RA, raden, in tegenwoordigheid van mr. G.M.C. van Breukelen, griffier, en in het openbaar uitgesproken door mr. A.P. Wessels op 7 oktober 2026.