

226C1128
FR0000035719-OP009-A02

23 juillet 2026

Décision de conformité du projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société.

ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR

(Euronext Paris)

1. Dans sa séance du 23 juillet 2026, l'Autorité des marchés financiers a examiné le projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR (« la **Société** »), déposé en application des articles 232-1 et 234-2 du règlement général par Invest Securities le 1^{er} juillet 2025, tel que modifié le 27 avril 2026¹ (cf. D&I 226C0591 du 27 avril 2026), agissant pour le compte de la société par actions simplifiée Le Clezio Industrie² (« l'**Initiateur** ») agissant de concert avec M. Le Helloco, la société Degemer Group³ et la société Financière VLH⁴ (« le **Concert Valéry Le Helloco** ») (cf. D&I 225C1139 du 2 juillet 2025).
2. Il est rappelé que l'Autorité avait décidé, le 11 octobre 2024⁵, de ne pas octroyer la dérogation demandée par M. Le Helloco, à titre individuel et pour le compte des sociétés qu'il contrôle, à la suite du franchissement du seuil de 30% des droits de vote de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR intervenu le 31 août 2023 et déclaré le 13 août 2024⁶. En conséquence, M. Le Helloco était tenu de procéder, à titre individuel et pour le compte des sociétés qu'il contrôle, au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat visant les actions de la Société à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme (cf. D&I 224C1938 du 14 octobre 2024).
3. A ce jour, l'Initiateur détient directement et de concert avec M. Le Helloco, la société Degemer Group et la société Financière VLH, 1 626 962 actions ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR représentant 1 903 146 droits de vote, soit 28,35% du capital et 29,49% des droits de vote théoriques de cette société⁷, répartis comme suit :

	Actions	% capital	Droits de vote	% droits de vote
M. Valéry Le Helloco	246 829	4,30	393 658	6,1
Degemer Group SAS ¹	900 087	15,69	900 087	13,95
Le Clézio Industrie SAS ¹	460 691	8,03	570 691	8,84
Financière VLH SARL ¹	19 355	0,34	38 710	0,60
Total Concert Valéry Le Helloco	1 626 962	28,35	1 903 146	29,49

¹ Il est rappelé que le projet a été modifié à cette date en ce qu'il prévoit désormais que les actionnaires qui apporteront leurs actions ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR dans le cadre de l'offre publique d'achat, bénéficieront de mécanismes de compléments de prix permettant potentiellement la rétrocession à leur profit d'une partie des sommes nettes que la Société viendrait effectivement à encaisser au titre (i) de décisions de justice favorables purgées de tout recours ou d'accords transactionnels afférents à différents contentieux (cf. section 2.7.2 du projet de note d'information modifié) ou (ii) de toute extraction de valeur afférente au périmètre Victoria Angkor Resort (« VAK ») (cf. section 2.7.3 du projet de note d'information modifié), étant précisé que les autres modalités et conditions du projet d'offre publique d'achat, en particulier le prix de 1,50 € par action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR sont inchangées.

² Société contrôlée par M. Valéry Le Helloco.

³ Société par actions simplifiée contrôlée par M. Valéry Le Helloco.

⁴ Société à responsabilité limitée de droit luxembourgeoise contrôlée par M. Valéry Le Helloco.

⁵ Cf. D&I 224C1938 du 14 octobre 2024. Le recours intenté contre cette décision de l'AMF a été rejeté par la Cour d'appel de Paris (CA Paris, Pôle 5, ch. 7, 20 mars 2025, n°24/17529).

⁶ Cf. D&I 224C1442 du 13 août 2024.

⁷ Sur la base d'un capital composé de 5 738 299 actions représentant 6 454 062 droits de vote théoriques au 31 mai 2026, conformément aux dispositions de l'article 223-11 du RGAMF.

Il est précisé que, dans un arrêt en date du 28 mai 2025⁸, la Cour d'appel de Paris a prononcé la **privation de la totalité des droits de vote** attachés aux actions de M. Le Helloco, la société Financière VLH, la société Degemer Group et la société Le Clézio Industrie dans la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR pour une durée de cinq ans à compter du 28 mai 2025.

4. L'Initiateur s'engage irrévocablement à acquérir au prix de **1,50 euro par action**, la totalité des actions en circulation de la Société non détenues par le Concert Valéry Le Helloco, soit 4 111 337 actions.
5. Par ailleurs, le prix d'offre par action pourrait être augmenté (i) d'une part, de cinq compléments de prix permettant la « rétrocession » aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'offre publique d'achat d'une partie des sommes nettes que la Société viendrait effectivement à encaisser⁹ au titre de décisions de justice favorables purgées de tout recours ou d'accord transactionnels ayant force de chose jugée portant sur les contentieux détaillés à la section 2.7.2 « *Contentieux éligibles* » du projet de note d'information modifié¹⁰ et (ii) d'un complément de prix relatif à la participation de la Société dans sa filiale Victoria Angkor¹¹ (« **VAK** ») dans l'hypothèse où la Société encaisserait effectivement des sommes nettes résultant (a) de la perception par la Société de produits de cession totale ou partielle des titres de sa filiale VAK détenus par la Société, (b) du remboursement total, en principal, et le cas échéant, intérêts, de tout compte courant d'actionnaire, prêt intragroupe ou autre créance détenue par la Société sur sa filiale VAK, (c) de la distribution effective au profit de la Société par sa filiale VAK de tout dividende, acompte sur dividende, réserve, boni de liquidation ou autre distribution en numéraire selon la mécanisme détaillé en section 2.7.3 « *Complément de Prix n° 6 – Opérations d'extraction de valeur du Périmètre VAK* » du projet de note d'information modifié (ensemble, « les **Compléments de prix** »).
6. Il est rappelé que l'Initiateur n'a pas l'intention de demander la mise en œuvre d'un retrait obligatoire sur les actions de la Société à l'issue de l'offre publique d'achat, ni de demander la radiation des actions de la Société, même dans le cas où les conditions réglementaires seraient réunies. Il est également rappelé que la présente offre publique d'achat est soumise au seuil de caducité visé à l'article 231-9 I du règlement général.
7. Il est rappelé que :
 - le cabinet Ledouble, représenté par M. Olivier Cretté et Mme Agnès Piniot, a été mandaté, le 17 juillet 2025, par le conseil d'administration de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR (il est précisé que l'Autorité des marchés financiers n'a pas fait usage de la faculté que lui donne l'article 261-1-1 III du règlement général de s'opposer à cette nomination), en qualité d'expert indépendant, en application des dispositions de l'article 261-3 du règlement général, pour se prononcer sur les conditions financières de l'offre publique d'achat ;
 - à l'appui du projet d'offre, conformément aux articles 231-13, 231-16 et 231-26 du règlement général, le projet de note d'information de l'Initiateur a été déposé le 1^{er} juillet 2025 et diffusé le 2 juillet 2025 (cf. D&I 225C1139 du 2 juillet 2025) et le projet de note en réponse de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR a été déposé et diffusé le 16 décembre 2025 (cf. D&I 225C2135 du 16 décembre 2025). Ces documents ont été établis respectivement en application des articles 231-18 et 231-19 du règlement général ;
 - l'Initiateur a déposé un projet de note d'information modifié le 27 avril 2026, diffusé à cette même date (cf. D&I 226C0591 du 27 avril 2026) faisant suite à la modification des termes de son offre qui prévoit, à compter de cette date, les Compléments de prix, étant précisé que les autres modalités et conditions du projet d'offre publique d'achat, en particulier le prix de 1,50 € par action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR sont inchangées. Le projet de note d'information modifié a été établi en application de l'article 231-18 du règlement général ;

⁸ CA Paris, Pôle 5, ch. 9, 28 mai 2025, n°23 18691.

⁹ Il est précisé, au sein du projet de note d'information modifié (cf. section 2.7.2 « *Contentieux éligibles* ») pour chacun de ces cinq compléments de prix que « *L'Initiateur accepte de mettre en place un mécanisme de prix uniquement dans l'hypothèse où la Société encaisserait effectivement des sommes nettes, après déduction (i) de l'ensemble des frais engagés, déboursés ou dus par la Société ou l'une de ses filiales au titre de l'obtention, de la poursuite, de l'exécution, de la transaction, du recouvrement ou de la perception des sommes concernées, et (ii) du montant de l'impôt sur les sociétés payé ou dû par la Société ou l'une de ses filiales au titre de ces sommes, à la suite d'une décision de justice définitive et pleinement exécutée ou d'un accord transactionnel ayant force de chose jugée afférent à ce contentieux* »

¹⁰ Cf. Projet de note d'information modifié déposé le 27 avril 2026 (D&I 226C0591 du 27 avril 2026).

¹¹ Société détenue à 100% par la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR.

- la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR a déposé un projet de note en réponse modifié le 17 juin 2026, diffusé à cette même date (cf. D&I 226C0856 du 17 juin 2026) qui contient notamment (i) un addendum en date du 16 juin 2026 au rapport établi par le cabinet Ledouble, le 15 décembre 2025, représenté par M. Oliver Cretté et Mme Agnès Piniot, et (ii) le nouvel avis motivé du conseil d'administration de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR en date du 16 juin 2026 en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général. Le projet de note en réponse modifié a été établi en application de l'article 231-19 du règlement général.
8. Dans le cadre de l'examen de la conformité du projet d'offre, en application des articles 231-20 à 231-22 du règlement général, l'Autorité a pris connaissance :
- du projet de note d'information modifié de l'Initiateur, en ce compris les éléments d'appréciation des conditions financières de l'offre publique d'achat visant les actions ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR retenus par l'établissement présentateur, et a notamment constaté que le fait générateur de l'offre est intervenu le 31 août 2023, date à laquelle M. Le Helloco et les sociétés du Concert Valéry Le Helloco ont franchi le seuil de 30% des droits de vote théoriques de la Société compte tenu d'une diminution du nombre total des droits de vote théoriques de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR (cf. D&I 224C1442 du 13 août 2024) et que le Concert Valéry Le Helloco déclare n'avoir acquis aucune action de la Société au cours des douze mois précédant cette date¹² de sorte que le prix de l'offre doit être déterminé en application du dernier alinéa de l'article 234-6 du règlement général ;
 - du projet de note en réponse modifié de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR, ce dernier comportant notamment, (i) en application des dispositions de l'article 231-19, 3° du règlement général, le rapport de l'expert indépendant (cabinet Ledouble) en date du 15 décembre 2025 et son addendum et date du 16 juin 2026 et (ii) en application des dispositions de l'article 231-19, 4° du règlement général, l'avis motivé défavorable du conseil d'administration de la Société en date du 15 décembre 2025 tel que complété par l'avis motivé défavorable du conseil d'administration de la Société en date du 16 juin 2026 à la suite de dépôt et de la diffusion par l'Initiateur de son projet de note d'information modifié, au sein duquel il est notamment précisé qu'« *Après en avoir délibéré, le Conseil d'administration a, à l'unanimité de ses membres, décidé de maintenir son avis défavorable au Projet d'Offre Modifié qu'il considère comme sous-évaluant de toute évidence les actifs de la Société, au mépris des exigences de l'article 234-6 du RGAMF en matière de prix minimal. Pour le Conseil d'administration, le projet d'Offre, assorti des Compléments de Prix dont la régularité est juridiquement contestable et les modalités de paiement préjudiciables à la Société, est dénué d'intérêt pour les actionnaires minoritaires à défaut de leur offrir une véritable liquidité à un prix équitable. Dès lors, le Conseil d'administration d'EEM ne saurait recommander aux actionnaires de la Société d'apporter leurs Actions à l'Offre sur la base de ses conditions financières actuelles* »¹³ ;
 - des arguments soulevés par l'Initiateur, M. Le Helloco, et Invest Securities (« **l'Etablissement présentateur** ») et notamment (i) le fait que la Société a cessé de publier ses comptes sociaux semestriels au 30 juin 2025 et que l'Etablissement présentateur aurait besoin de ces informations en vue de calculer l'actif net réévalué de la Société dans le cadre de ses travaux de valorisation et (ii) les différentes critiques formulées sur les travaux de valorisation réalisés par l'expert indépendant ;
 - de l'existence de plusieurs contentieux auxquels la Société est partie, notamment en ce qui concerne l'hôtel *Victoria Angkor Resort & Spa* situé au Cambodge détenu au travers de sa filiale, la société VAK, et le terrain sur lequel il est construit d'une part, et du fait que la Société est en proie à des conflits actionnariaux depuis plusieurs années d'autre part.
9. L'Autorité a relevé que :
- l'expert indépendant conclut, dans son rapport en date du 15 décembre 2025, que le prix d'offre de 1,50 euro par action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR n'est pas équitable pour les actionnaires de la Société. L'expert indépendant indique en particulier que « *le Prix de l'Offre est inférieur aux valeurs de l'Action ressortant de l'ensemble des critères et méthodes d'évaluation que nous avons mis en œuvre* » et qu'« *à l'issue de nos travaux d'évaluation de l'Action, et dans le contexte de l'Offre, nous sommes d'avis que le Prix de l'Offre de 1,50 € n'est pas équitable d'un point de vue financier pour les Actionnaires apportant leurs titres à l'Offre* ». De plus, l'expert indépendant, après avoir examiné (i) les Compléments de prix présentés par l'Initiateur au sein de son projet de note d'information modifié déposé le 27 avril 2026 et (ii) les impacts éventuels liés à la publication par la société

¹² Cf. section 1.1.3.4 « Acquisition d'Actions par l'Initiateur au cours des douze derniers mois » du projet de note d'information modifié qui précise que « aucune Action n'a été acquise par l'Initiateur ni par les autres membres du Concert au cours des douze mois précédant le fait générateur de l'Offre, à savoir le franchissement du seuil de 30 % des droits de vote de la Société ».

¹³ Cf. Section 3.3 « Recommandation sur l'Offre » du projet de note en réponse modifié de la Société.

ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR de ses comptes annuels pour l'exercice clos le 31 décembre 2025 intervenue le 27 avril 2026, a réitéré, au sein de l'addendum en date du 16 juin 2026, sa conclusion quant au caractère non équitable du prix d'offre de 1,50 euro par action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR pour les actionnaires de la Société ;

- L'Etablissement présentateur, dans le cadre de son analyse multicritères présentée au sein du projet de note d'information modifié déposé le 27 avril 2026, a retenu trois méthodes de valorisation de la Société, à savoir (i) à titre principal, la méthode de l'actif net réévalué (« l'ANR ») faisant ressortir une fourchette de valorisation de l'action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR comprise entre 0,54 € et 1,21 € (permettant d'extérioriser une prime comprise entre +24% et +180% sur le prix d'offre de 1,50 € par action), puis à titre indicatif uniquement, (ii) la référence au cours de bourse faisant ressortir une fourchette de valorisation de l'action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR comprise entre 2,80 € et 4,44 € (dont il résulte que le prix d'offre de 1,50 € par action présente une décote comprise entre -46% et -66% sur le prix d'offre de 1,50 € par action) et (iii) la référence à l'actif net comptable sur la base des comptes sociaux au 30 juin 2025¹⁴ faisant ressortir une valorisation de l'action ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR à 2,15 € (dont il résulte que le prix d'offre de 1,50 € par action présente une décote d'environ -30%)¹⁵. Dès lors, l'Autorité des marchés financiers constate que la méthode de l'ANR revêt une importance notable dans l'évaluation de l'Etablissement présentateur pour soutenir le prix d'offre proposé. Sur cette base, l'Autorité relève également que :
 - i. à ce jour, le principal actif¹⁶ de la Société est l'hôtel *Victoria Angkor Resort & Spa* situé au Cambodge, fermé depuis la crise de la Covid-19 et nécessitant des travaux de rénovation, détenu au travers de sa participation de 100% dans la société VAK¹⁷. Il est précisé que la société VAK détient également 49% dans la société *Victoria Angkor Estate*¹⁸ (« VAE ») détenant l'actif foncier sur lequel l'hôtel est situé ;
 - ii. l'Etablissement présentateur ne valorise pas, pour établir l'ANR de la Société, la participation détenue par ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR dans la société VAK (soit son principal actif) tout comme sa participation de 49% dans la société VAE et précise que « *VAK, filiale à 100% d'EEM, et VAE, filiale à 49% de VAK, font l'objet d'un complément de prix de la part de l'initiateur. Dans cette logique, il n'est pas pertinent de les revaloriser* »¹⁹. L'Autorité constate qu'en procédant ainsi, l'Etablissement présentateur n'apporte aucune justification quant à une absence de valeur des participations détenues par la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR dans les sociétés VAK et VAE, de nature à permettre aux actionnaires minoritaires de s'assurer de son fondement le cas échéant, et d'apprécier la pertinence et le bien-fondé du complément de prix n°6 relatif au périmètre VAK ;
 - iii. Concernant plus particulièrement le grief de l'Initiateur et de l'Etablissement présentateur tiré du fait que la Société n'a pas publié ses comptes sociaux semestriels au 30 juin 2025, lesquels seraient nécessaires au calcul de l'ANR de la Société par l'Etablissement présentateur, l'Autorité constate que (i) la Société n'est pas tenue par la réglementation de publier ses comptes sociaux semestriels et que (ii) la Société a publié le 30 avril 2025 ses comptes sociaux annuels relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2024 et a également publié le 27 avril 2026 ses comptes sociaux annuels relatifs à l'exercice clos le 31 décembre 2025, de sorte que l'Etablissement présentateur disposait de ces informations et qu'il avait, au moins depuis le 27 avril 2026, la possibilité de mettre à jour son évaluation en utilisant, pour les besoins du calcul de son ANR, ces informations publiques.

Dans ces conditions, l'Autorité des marchés financiers considère, qu'en l'état de la documentation, l'information fournie au sein du projet de note d'information modifié ne permet pas aux actionnaires, sollicités dans le cadre de l'offre publique d'achat, d'apprécier correctement l'ANR qui leur est présenté compte tenu de l'absence d'information sur la valeur des participations que détient la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR dans les sociétés VAK (soit le principal actif de la Société) et VAE. Ainsi, les actionnaires ne disposent pas de l'information nécessaire pour apprécier le montant et la pertinence de la prime extériorisée par la méthode de l'ANR.

¹⁴ Il est précisé au sein du projet de note d'information modifié que « *La société EEM ne communiquant pas publiquement les comptes sociaux de la maison-mère et de ses filiales au 30 juin 2025, nous nous sommes appuyés sur les informations figurant dans le rapport du Cabinet Ledouble du 15 décembre 2025 intégré à la note en réponse* » (cf. page 46, paragraphe « 3.2.1. Approche par l'Actif Net Réévalué »).

¹⁵ Est également présenté au sein de cette méthode, un actif net comptable retraité des comptes courants vis-à-vis de la société *Victoria Angkor* détenant l'hôtel situé au Cambodge (valorisation de l'action EEM à 1,66 €, dont il résulte que le prix d'offre de 1,50 € par action présente une décote d'environ -10%).

¹⁶ Il est observé que cet hôtel est présenté par l'Initiateur, au sein du projet de note d'information modifié, comme étant le principal actif de la Société (par exemple, il est indiqué que « *Il ne reste aujourd'hui plus que deux actifs dont le principal (l'hôtel au Cambodge) pour lequel la reprise d'exploitation est grandement incertaine et les engagements de passifs nombreux* » en page 11 du projet de note d'information modifié).

¹⁷ Société détenue à 100% par la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR. Il est précisé que la société VAK est notamment propriétaire des constructions de l'hôtel et dispose d'un droit au bail attaché au terrain sur lequel l'hôtel est implanté.

¹⁸ Société détenue à 49% par VAK (les 51% restants étant détenus par des nominés locaux conformément aux lois cambodgiennes).

¹⁹ Cf. Paragraphe « 3.2.1.1 Revalorisation de VAE et VAK », page 47 du projet de note d'information modifié.

- L'Initiateur précise, dans le projet de note d'information modifié, que « *les Compléments de prix ne sont pas couverts par la garantie de l'établissement présentateur, les sommes éventuelles ayant vocation à être rétrocédées directement par la Société* »²⁰ et que « *l'Initiateur accepte de mettre en place [...] des mécanismes de compléments de Prix de l'Offre permettant la rétrocession aux actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre [...] d'une partie des sommes nettes que la Société viendrait effectivement à encaisser* ». Ainsi, l'Autorité relève plus particulièrement que :

- i. les sommes éventuellement dues au titre des six Compléments de prix ont « *vocation à être rétrocédées directement par la Société* » de sorte que les Compléments de prix, le cas échéant, ne seraient pas payés par l'Initiateur aux actionnaires minoritaires ayant décidé d'apporter leurs actions à l'offre publique d'achat, mais par la Société elle-même, dans une situation où au demeurant, l'Initiateur n'a pas l'intention de demander le retrait obligatoire de la Société à l'issue de l'offre de sorte qu'il ne pourrait être considéré une quelconque confusion de son patrimoine avec celui de la Société ;
- ii. la Cour d'appel de Paris ayant prononcé, dans son arrêt en date du 28 mai 2025²¹, la privation de la totalité des droits de vote attachés aux actions de M. Valéry le Helloco, la société Financière VLH, la société Degemer Group et la société Le Clézio Industrie dans la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR pour une durée de cinq ans à compter du 28 mai 2025 (soit jusqu'au 28 mai 2030) d'une part, que les Compléments de prix n°1 à 5 expireront au-delà d'une période de cinq ans à partir de la date à laquelle l'offre serait déclarée conforme (soit une date d'expiration qui interviendrait au plus tôt au cours du troisième trimestre 2031), tandis que le Complément de prix n°6 expirera au-delà d'une période de trois ans à partir de la date à laquelle l'offre serait déclarée conforme (soit une date d'expiration qui interviendrait au plus tôt au cours du troisième trimestre 2029) d'autre part, l'Autorité relève que l'Initiateur, qui ne contrôle pas la Société à ce jour, n'apporte aucune justification sur la manière dont il assurera l'effectivité des engagements qu'il prend concernant le paiement du Complément de prix n°6 en cas d'occurrence ou le paiement des Compléments de prix n°1 à 5 en cas d'occurrence avant le 28 mai 2030, ni la manière dont il entend s'assurer que les sommes éventuelles dues au titre de ses engagements seront effectivement « *rétrocédées directement par la Société* » ;
- iii. l'expert indépendant indique, dans son addendum en date du 16 juin 2026 que « *les compléments de prix s'assimilent à un financement de l'Offre assuré non pas par l'Initiateur, mais par la Société elle-même [...]* » et précise notamment « *la différence de traitement entre, d'une part, les Actionnaires ayant apporté leurs titres à l'Offre, qui bénéficieront du mécanisme de complément de prix et, d'autre part, ceux n'ayant pas apporté leurs titres à l'Offre, auxquels ce mécanisme n'est pas applicable, le dispositif, par construction, introduit une rupture d'égalité de traitement des Actionnaires en affectant la valeur de la participation des Actionnaires ayant fait le choix de rester au capital de la Société, qui en définitive assumeront les conséquences financières des compléments de prix au bénéfice des Actionnaires sortants* »²².

Au regard de ce qui précède, l'Autorité considère que, en l'état de la documentation, l'information fournie, notamment au sein du projet de note d'information modifié concernant les Compléments de prix et leur mise en œuvre, ne permet pas d'apporter aux actionnaires, sollicités dans le cadre de l'offre publique d'achat, une information complète, compréhensible et cohérente au sens des dispositions de l'article L.621-8-1 du code monétaire et financier, de nature à leur permettre d'apprécier pleinement la justification des conditions financières de l'offre envisagée et la portée des engagements pris par l'Initiateur et leur pertinence.

10. Dans ce contexte et sur la base de ces constats, l'Autorité a décidé, en application des dispositions de l'article 231-23 du règlement général, de **déclarer non conforme** le projet d'offre publique d'achat visant les actions de la société ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR.
11. Par conséquent, et conformément à la décision de l'Autorité du 11 octobre 2024 (cf. D&I 114C1938 du 14 octobre 2024), M. Le Helloco devra procéder, à titre individuel et pour le compte des sociétés qu'il contrôle, au dépôt d'un projet d'offre publique d'achat visant les actions ELECTRICITE ET EAUX DE MADAGASCAR dans un délai fixé à **trois mois** et à des conditions telles qu'il puisse être déclaré conforme.

²⁰ Cf. Paragraphe « 1. Présentation de l'offre », page 6 du projet de note d'information modifié.

²¹ RG n°23/18691.

²² Cf. paragraphe 5.2 « Commentaires sur le mécanisme de complément de prix » figurant au sein de l'addendum en date du 16 juin 2026.