

FINANCEMENT D'ENTREPRISE — AFRIQUE & INTERNATIONAL

VOLUME 2 · NÉGOCIATION ET DOCUMENTATION JURIDIQUE

Négocier sa levée

Term sheet, pacte d'actionnaires et documentation juridique : conclure une levée de capitaux sans perdre la maîtrise de son entreprise — en Afrique et dans le monde

Direction de la collection : Martial Kpochan

Édition 2027

Financement d'entreprise — Afrique & International

Négociier sa levée

Term sheet, pacte d'actionnaires et documentation juridique : conclure une levée de capitaux sans perdre la maîtrise de son entreprise — en Afrique et dans le monde

Volume 2 de la collection — Édition 2027

Dépôt légal : novembre 2026. ISBN : voir la quatrième de couverture.

© 2026 Martial Kpochan. Tous droits réservés. DealReady, DealReady Score, QuickScore, Critical Gates, Capital Fit, Evidence Confidence Index et Capital Readiness Sprint sont des marques ou dénominations de GREENBRIDGE CORP LIMITED.

Le Code de la propriété intellectuelle interdit les copies ou reproductions destinées à une utilisation collective. Toute représentation ou reproduction intégrale ou partielle faite par quelque procédé que ce soit, sans le consentement des titulaires des droits, est illicite et constitue une contrefaçon sanctionnée par les articles L.335-2 et suivants du Code de la propriété intellectuelle.

Avertissement. Cet ouvrage a une finalité exclusivement pédagogique. Il ne constitue ni un conseil en investissement, ni une recommandation d'acheter ou de vendre un instrument financier, ni un avis juridique ou fiscal, et ne promet aucun financement. Les informations sont à jour au 1^{er} novembre 2026 et proviennent de sources publiques citées en notes ; elles peuvent avoir évolué depuis. Avant toute décision, consultez les textes et publications officiels ainsi qu'un professionnel agréé. Les sociétés, institutions et opérations réelles sont citées à titre d'illustration. La collection est indépendante : elle n'est ni approuvée ni parrainée par les institutions citées.

Sommaire

Introduction — Le prix n'est qu'une clause parmi dix.....	13
---	----

PARTIE I — AVANT DE NÉGOCIER

Chapitre 1 — Ce que vous négociez vraiment.....	21
Les quatre familles d'enjeux	21
La valeur : le prix et ce qui s'y cache	23
La protection : ce que l'investisseur sécurise avant de parler de prix	24
Le pouvoir et la liquidité : ce que l'on ne retrouve pas	25
La carte des compromis	27
L'erreur la plus fréquente : deux offres, un seul regard	29
Synthèse pratique	31
Chapitre 2 — Connaître la partie d'en face	33
Le rendement que chacun doit rapporter.....	34
Six apporteurs, six modèles	35
Ce qui est négociable, et ce qui ne l'est pas, pour eux.....	39
Le calendrier interne : comité, approbations, conditions	41
Lire une politique d'investissement	42
Synthèse pratique	44
Chapitre 3 — Préparer sa position	47
Une valorisation que vous savez défendre.....	48
Votre meilleure solution de repli	49
Le temps et la trésorerie : levier ou faiblesse	51
L'équipe de négociation	52
Mandats et lettres de mission	54
Le processus compétitif, meilleur argument du dirigeant	55
Synthèse pratique	58

PARTIE II — LA LETTRE D'INTENTION ET LE TERM SHEET

Chapitre 4 — Anatomie d'une lettre d'intention et d'un term sheet.....	63
Deux documents, un même moment	64
Ce qui engage, et ce qui n'engage pas	65
La structure type d'un term sheet de fonds propres	67
Trois cultures juridiques, un même vocabulaire.....	68

Les modèles de place : s'en servir sans s'y soumettre	70
Lire un term sheet en vingt minutes	73
Synthèse pratique	75
Chapitre 5 — Les clauses économiques	77
Le prix et ce qu'il contient	77
La préférence de liquidation, calculée	78
L'anti-dilution : cliquet intégral contre moyenne pondérée.....	80
Dividendes préférentiels et clauses de rachat	82
Avant le tour : instruments convertibles et financements d'attente	83
Le management package et l'intéressement	85
Synthèse pratique	88
Chapitre 6 — Les clauses de gouvernance	91
Les organes : conseil, comité, sièges et observateurs.....	92
Les matières réservées et les droits de veto.....	93
Les droits d'information et de reporting	95
Rémunération des dirigeants, non-concurrence et exclusivité du fondateur	96
Vesting, good leaver et bad leaver	98
Synthèse pratique	102
Chapitre 7 — Les clauses de transfert et de sortie	105
Pourquoi un investisseur pense à la sortie avant d'entrer	106
Filtrer : inaliénabilité, agrément, préemption.....	107
Organiser : sortie conjointe et sortie forcée	109
Liquidité : horizon, mandat de cession, promesses d'achat et de vente	111
L'introduction en bourse comme sortie	113
Quand personne ne veut vendre, ou personne ne veut acheter	114
Synthèse pratique	116
Chapitre 8 — Le calendrier, les conditions et les pièges	119
Le calendrier d'une levée, de la signature au closing	120
Les conditions : ce qui permet à l'investisseur de ne pas investir.....	122
L'exclusivité et son prix.....	124
Les frais et les indemnités de rupture.....	125
Les signaux d'alerte d'un term sheet.....	126
Négociier : point par point ou globalement, et la lettre de contre-proposition	128
Synthèse pratique	130
PARTIE III — DE LA DUE DILIGENCE À LA DOCUMENTATION DÉFINITIVE	
Chapitre 9 — La due diligence comme négociation	135
Ce que cherche une due diligence, et ce qu'elle produit.....	136

Du constat à la conséquence : la grille de traduction	137
Répondre au rapport de constats	139
Négocier les conséquences : prix, séquestre, indemnisation, conditions	140
La data room et la préparation : réduire les constats avant qu'ils n'existent	142
Synthèse pratique	144
Chapitre 10 — Le contrat d'investissement et la garantie d'actif et de passif	147
Le contrat d'investissement : ce qu'il fait et ce qu'il ne fait pas	148
Les déclarations et garanties : rédiger ce qui est vrai	149
La garantie d'actif et de passif : les paramètres qui se négocient	150
Sécuriser la garantie : séquestre, garantie bancaire, assurance	153
Indemnisations spécifiques, responsabilité du dirigeant et ajustements de prix.....	154
Synthèse pratique	157
Chapitre 11 — Le pacte d'actionnaires et les statuts.....	159
Deux documents, deux forces.....	160
Dans l'espace OHADA : le cadre de l'AUSCGIE révisé.....	161
En France et en common law	164
Les clauses usuelles et leur hiérarchie	166
Réviser le pacte à chaque tour.....	168
Synthèse pratique	170
Chapitre 12 — Conditions suspensives, closing et post-closing	173
Signature et closing : deux moments distincts	174
Les conditions suspensives : les identifier, les négocier, les lever	175
Libération des fonds et augmentation de capital	177
Les formalités : RCCM, greffe, Companies House.....	178
La checklist de closing et les documents de clôture.....	181
Après le closing : les premiers mois.....	182
Synthèse pratique	184
PARTIE IV — NÉGOCIER AVEC LES AUTRES APORTEURS	
Chapitre 13 — Négocier avec un prêteur	189
Le term sheet de dette : une autre grammaire.....	189
Montant, maturité, profil de remboursement et prix	191
Les sûretés : ce que vous donnez en gage.....	192
Les covenants : les promesses qui déclenchent le défaut.....	193
Cas de défaut, garanties personnelles et remboursement anticipé	196
Plusieurs prêteurs : subordination et convention entre créanciers.....	198
Synthèse pratique	200

Chapitre 14 — Négocier avec une DFI, un investisseur stratégique ou un fonds d’impact	203
Trois apporteurs, trois logiques qui ne se confondent pas	204
Les conditions environnementales et sociales et le plan d’action.....	205
Les clauses d’intégrité et de conformité.....	207
Le reporting d’impact et les objectifs mesurés	208
Les droits spécifiques des investisseurs stratégiques	209
Co-investissement, syndication et harmonisation des exigences	212
Synthèse pratique	214
Conclusion — Une bonne négociation se reconnaît cinq ans plus tard	217
 ANNEXES	
Annexe A — Lexique des clauses	223
Annexe B — Structure type d’un term sheet.....	229
Annexe C — Checklist de closing.....	235
Annexe D — Glossaire	241
Annexe E — Sigles.....	251
Annexe F — Sources et bibliographie	255
Annexe G — Poursuivre : le parcours DealReady.....	261

Le prix n'est qu'une clause parmi dix

Le document fait neuf pages. Il est arrivé un mardi soir, en pièce jointe d'un courriel de trois lignes : « Veuillez trouver ci-joint notre lettre d'intention. Nous restons à votre disposition pour en discuter. » La dirigeante d'une entreprise de logistique fictive de Lomé l'ouvre sur son téléphone, dans sa voiture. Elle cherche une ligne, une seule : la valorisation. Elle la trouve en page deux. Le chiffre est inférieur de quinze pour cent à ce qu'elle espérait. Elle est déçue, puis soulagée : c'est une offre, la première, après onze mois de travail. Elle appelle son associé. Ils parlent du chiffre pendant quarante minutes. Les huit autres pages, ils les liront le lendemain, vite, et les trouveront « techniques ». Elles contiennent une préférence de liquidation participante, une clause d'anti-dilution à cliquet intégral, une liste de quatorze matières réservées, une option de vente à prix garanti au bout de cinq ans et une période d'exclusivité de douze semaines qui commence à la signature. Dans trois ans, c'est de ces huit pages qu'ils parleront.

Ce volume est écrit pour cette dirigeante, pour son associé, pour le directeur financier qui construira le tableur, pour l'expert-comptable qui vérifiera les chiffres et pour l'avocat qui rédigera les actes. Il part d'un constat fait, d'un dossier à l'autre, du côté de ceux qui vérifient : la plupart des dirigeants négocient le prix et subissent le reste. Ils arrivent à la table avec une conviction sur la valeur de leur entreprise et sans opinion sur les neuf autres clauses qui détermineront ce qu'ils en retireront, ce qu'ils pourront encore décider et dans quelles conditions ils en sortiront. En face, l'investisseur a signé des dizaines de documents identiques. Il connaît chaque clause, sait ce qu'elle vaut, et sait surtout ce qu'il peut céder sur l'une pour obtenir l'autre.

Le constat : le capital circule, et il arrive avec ses documents

Le premier volume de cette collection, *Devenir investissable*, a montré que le capital n'est pas absent du continent ; il est sélectif. Les chiffres n'ont pas changé. En 2025, les start-up africaines ont levé 4,1 milliards de dollars en fonds propres et en dette, en hausse de 25 % sur un an ; les fonds

de capital-investissement africains ont investi 5,1 milliards de dollars dans 530 opérations et réalisé 81 sorties, dont 38 % au profit d'acheteurs industriels.¹ Chacune de ces opérations a commencé par une lettre d'intention et s'est conclue par un pacte d'actionnaires. Chacune a été négociée.

Elle l'a été, le plus souvent, sur des documents que l'investisseur n'a pas écrits pour vous. Aux États-Unis, la National Venture Capital Association publie depuis des années des modèles d'actes de financement, « adoptés par l'industrie », qu'elle présente comme un point de départ à adapter et qu'un comité de juristes révisé environ une fois par an.² Au Royaume-Uni, UK Private Capital, l'ancienne BVCA, met à disposition une suite de modèles pour les tours de série A — statuts, pacte d'actionnaires, contrat de souscription et, depuis l'édition de février 2025, un résumé des termes destiné au stade du term sheet (feuille de conditions) — afin, selon l'association, de permettre aux parties de se concentrer sur les questions propres à l'opération.³ Dans l'espace OHADA, l'Acte uniforme révisé relatif au droit des sociétés commerciales, adopté le 30 janvier 2014 et entré en vigueur le 5 mai 2014, a donné un cadre légal aux pactes d'actionnaires, aux actions de préférence, aux clauses d'inaliénabilité et à la société par actions simplifiée.⁴ Partout, les clauses portent les mêmes noms et produisent les mêmes effets. Partout, l'un des deux côtés de la table les a lus cent fois et l'autre les découvre.

Cette asymétrie n'est pas une injustice ; c'est un état de fait, et il se corrige. L'investisseur n'attend pas d'un dirigeant qu'il soit juriste. Il attend

1. Partech, *2025 Partech Africa Tech VC Report*, 22 janvier 2026, <https://partechpartners.com/news/2025-partech-africa-tech-vc-report-african-tech-funding-rebounds-to-us41b-driven-by-record-debt-activity-and-disciplined-equity-growth> ; AVCA, *2025 African Private Capital Activity Report*, <https://www.avca.africa/data-intelligence/research-publications/2025-african-private-capital-activity-report/> (consultés le 24 octobre 2026).

2. National Venture Capital Association (NVCA), *Model Legal Documents* (« the industry-embraced model documents to be used in venture capital financings » ; « intended to serve as a starting point only »), page consultée le 24 octobre 2026, <https://nvca.org/model-legal-documents/>

3. UK Private Capital (anciennement BVCA), *Model Documents for Early Stage Investments*, édition de février 2025 (« drafted for use on a Series A funding round » ; « new Summary of Terms to be used at the term sheet stage »), page consultée le 24 octobre 2026, <https://www.ukprivatecapital.co.uk/policy/industry-guidance-standardised-documents/model-documents-for-early-stage-investments.html>

4. OHADA, Acte uniforme révisé relatif au droit des sociétés commerciales et du groupement d'intérêt économique (AUSCGIE), adopté le 30 janvier 2014 à Ouagadougou. Article 2-1 (pactes d'actionnaires), articles 765-1 à 765-3 (clauses d'inaliénabilité dans la SA, durée maximale de dix ans) et articles 853-1 à 853-23 (SAS) : OHADA.com, « Plus que 4 mois avant l'entrée en vigueur de l'AUSCGIE révisé », note de présentation des innovations, <https://www.ohada.com/uploads/actualite/2869/plus-que-4-mois-avant-l-entree-en-vigueur-de-l-auscgie-revise.pdf> ; entrée en vigueur le 5 mai 2014 : Linklaters, *La réforme du droit des sociétés OHADA*, 1er février 2014, note publiée sur [ohada.com](https://www.ohada.com), <https://www.ohada.com/uploads/actualite/2110/Linklaters-La-reforme-du-droit-des-societes-OHADA.pdf> ; actions de préférence, articles 778-1 et suivants : Daouda Ba et Pierre Callède (Vaughan Avocats), « La consécration de la Société par Actions Simplifiée (SAS) par l'acte uniforme révisé », note publiée sur [ohada.com](https://www.ohada.com), non datée, <https://www.ohada.com/uploads/actualite/2123/consecration-sas-auscgie-revise.pdf> (consultés le 24 octobre 2026).

qu'il sache ce qu'il veut, qu'il comprenne ce qu'on lui propose et qu'il négocie l'ensemble plutôt qu'une ligne. Les dirigeants qui le font obtiennent, à valorisation égale, des opérations sensiblement meilleures ; ceux qui ne le font pas découvrent, au moment de la sortie ou du tour suivant, ce qu'ils ont signé.

La thèse : une levée se gagne ou se perd dans dix clauses

Le titre de cette introduction est une thèse. Le prix — la valorisation, et la dilution qui en découle — est l'une des clauses d'un term sheet ; ce n'est ni la seule ni, dans bien des cas, la plus importante. Neuf autres pèsent autant sur ce que vous retirerez de l'opération et sur ce que vous pourrez encore décider ensuite.

La **préférence de liquidation** décide qui est payé d'abord, et de combien, quand l'entreprise est vendue : à valorisation plus élevée mais préférence plus lourde, le fondateur peut recevoir moins qu'avec une offre moins chère. Le chapitre 1 en fait la démonstration chiffrée. L'**anti-dilution** protège l'investisseur si un tour ultérieur se fait à un prix inférieur ; selon son mécanisme, elle coûte aux fondateurs quelques points de capital ou le contrôle. Les **matières réservées** et la composition du **conseil** fixent ce que le dirigeant pourra encore décider seul. Les **droits d'information** fixent le rythme et le détail de ce dont il devra rendre compte. Les clauses de **transfert** — inaliénabilité, agrément, préemption — décident qui pourra entrer au capital et à quelles conditions. Les clauses de **sortie** — sortie conjointe, obligation de sortie, horizon de liquidité, options de vente — décident quand et comment l'investisseur partira, et s'il pourra vous contraindre à vendre avec lui. Les clauses relatives au **fondateur** — acquisition progressive de ses titres, départ en bon ou mauvais partant, non-concurrence, exclusivité — décident de ce qu'il garde s'il s'en va ou si on le fait partir. La **garantie d'actif et de passif** décide de ce qu'il devra rembourser si une déclaration se révèle inexacte. Les **conditions, l'exclusivité et les frais** décident enfin du chemin entre la signature du term sheet et l'arrivée des fonds, et de ce qu'il en coûte si ce chemin s'interrompt.

Dix clauses, donc, dont le prix est la première et la plus visible. Elles ne se négocient pas l'une après l'autre ; elles s'échangent. Une valorisation élevée se paie souvent d'une préférence plus forte ; une liste de matières réservées courte se paie parfois d'un droit d'information plus détaillé ; une exclusivité longue s'accepte contre un calendrier engageant. Le diri-

geant qui comprend cette économie des compromis négocie ; celui qui ne la comprend pas défend un chiffre et cède sur tout le reste sans le savoir.

Ce que vous trouverez dans ce volume

Le livre suit l'ordre d'une négociation réelle, en quatre parties.

La **première partie**, « **Avant de négocier** », pose les fondations. Le chapitre 1 décrit ce que vous négociez vraiment : la valeur, la protection, le pouvoir et la liquidité, et la carte des compromis entre ces quatre familles d'enjeux. Le chapitre 2 vous fait passer de l'autre côté de la table : le modèle de rendement d'un investisseur providentiel (business angel), d'un fonds de capital-risque, d'un fonds de capital-développement, d'un investisseur stratégique, d'une institution de financement du développement ou d'un fonds d'impact, ce que chacun doit rapporter à son comité, et ce qui, pour lui, n'est pas négociable. Le chapitre 3 prépare votre position : valorisation défendable, alternatives et solution de repli, calendrier et trésorerie, équipe de négociation, mandats des conseils.

La **deuxième partie**, « **La lettre d'intention et le term sheet** », lit le document clause par clause. Le chapitre 4 en donne l'anatomie : ce qui engage, ce qui n'engage pas, les différences entre les pratiques française, OHADA et de common law, les modèles de place. Les chapitres 5, 6 et 7 traitent respectivement des clauses économiques, de gouvernance, et de transfert et de sortie, avec des exemples fictifs calculés. Le chapitre 8 traite du calendrier, des conditions et des pièges, et de la lettre de contre-proposition.

La **troisième partie**, « **De la due diligence à la documentation définitive** », suit l'opération après la signature du term sheet. Le chapitre 9 montre comment les constats de la due diligence (vérification préalable) deviennent des ajustements de prix, des garanties ou des conditions, et comment y répondre. Le chapitre 10 détaille le contrat d'investissement et la garantie d'actif et de passif. Le chapitre 11 articule le pacte d'actionnaires et les statuts dans les trois grands cadres juridiques. Le chapitre 12 conduit jusqu'à la réalisation de l'opération (closing) et aux premiers mois.

La **quatrième partie**, « **Négocier avec les autres apporteurs** », élargit le propos : le chapitre 13 traite du term sheet de dette — sûretés, covenants, cas de défaut, garanties personnelles du dirigeant — et le chapitre 14 des

Fin de l'extrait

Le livre compte 263 pages.

La suite est disponible dans le livre (Amazon, broché et Kindle)
et, à leur ouverture, dans les cours vidéo sur natray.org.

Extrait gratuit, réservé à un usage personnel.
Toute reproduction ou diffusion est interdite.