Les contrats de nos infras : du projet idéal au projet finançable

27 juillet 2026

Auteurs

David Tournier

Associé, Avocat

Jessy Menard

Avocat

On débat beaucoup, ces temps-ci, du « bon » mode de réalisation des projets d'infrastructure : conception-construction-financement-entretien, mode collaboratif, alliance, etc. Les étiquettes changent, mais une réalité demeure : c'est la structure la mieux adaptée au financement, privé comme public, qui a les meilleures chances d'aboutir.

Après avoir exposé pourquoi le financement de nos infrastructures doit évoluer, puis passé en revue les modèles émergents, cette série en vient au cœur du sujet que sont le cadre contractuel et l'allocation des risques. C'est là que se joue le passage du projet de nos rêves à celui de notre réalité.

Car, si l'allocation des risques n'est pas vue de la même manière par tous les intervenants, c'est généralement celle que souhaite le financier ou le donneur d'ouvrage public qui finit par déterminer le succès ou l'échec d'un projet. Les parties prenantes ont donc tout intérêt à la garder à l'esprit dès la conception.

La *bankability* (finançabilité) d'un projet, c'est-à-dire sa capacité à obtenir un financement à des conditions acceptables, relève d'une discipline contractuelle visant à stabiliser les coûts et les revenus, à rendre les risques gérables et à permettre une gouvernance capable de traiter les écarts sans dérive. Autrement formulé, un projet se finance risque par risque. Pour chacun (l'approvisionnement, la construction, l'exploitation, le refinancement, etc.), il faut évaluer, atténuer, puis confier le risque, par contrat, à la partie la mieux placée pour l'assumer, peu importe que l'on cherche à convaincre une banque ou simplement à tenir un budget public, les mêmes principes s'appliquent. Dans cet article, et considérant son format, nous n'en permet qu'un survol.

Le financement de projet, en bref : société dédiée, modèle financier et bilan préservé

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

La structure la plus courante, surtout en partenariat public-privé (PPP), repose sur une société de projet dédiée, en anglais le *Special Purpose Vehicle* (SPV), qui, selon le type de projet, contracte avec l'autorité publique, détient l'infrastructure projetée et assume la dette. Cette entité réunit des capitaux propres auprès de promoteurs, de constructeurs, d'exploitants ou de fonds d'investissement et de la dette auprès de banques, d'investisseurs obligataires ou d'institutions de financement du développement. En financement de projet à recours limité, la raison d'être de ce SPV est le cloisonnement qui en résulte : les prêteurs sont remboursés par les flux de trésorerie du projet, sans garantie (ou avec une garantie limitée) sur les actifs des actionnaires. L'idée n'est pas neuve, la Compagnie universelle du canal de Suez, société par actions créée en 1858 pour réaliser un ouvrage unique en mobilisant l'épargne sur la seule foi du projet, en est un ancêtre célèbre[1]. Ce qui a changé, c'est la sophistication du modèle financier qui sous-tend l'opération. C'est dans ce labyrinthe en format Excel que court le fil d'Ariane des flux, tenu d'une main ferme par les prêteurs, et c'est à ce modèle que toute la documentation doit donner corps, dans un « système fermé » cohérent. De là découlent l'intensité de la vérification diligente, la hiérarchie d'affectation des flux (exploitation, réserves, service de la dette puis distributions) et l'encadrement strict des dividendes tant que les marges de sécurité ne sont pas tenues.

Cette architecture n'est pas la seule. Par exemple, pour des projets plus modestes ou des marchés moins liquides, on rencontre le financement corporatif à recours complet, où des SPV soutenus par des garanties corporatives qui débloquent la clôture lorsque le « sans recours » pur est hors d'atteinte. Le cloisonnement en est alors affaibli, et l'actionnaire davantage exposé. Quel que soit le modèle disponible ou retenu, la discipline d'un prêteur doit être appliquée par le donneur d'ouvrage et le promoteur, et ce, même lorsqu'il n'y a aucun financier à convaincre. Un projet réalisé et payé sur fonds publics n'échappe pas à la rigueur : il faut tenir un budget et la bonne question demeure l'optimisation des ressources (value for money), c'est-à-dire la même évaluation des risques et la même recherche de la partie la mieux placée pour les assumer[2]. Même lorsqu'on ne sollicite pas les fonds d'un banquier, on emprunte son regard.

Des revenus bancables

Entre une infrastructure dont les recettes sont contractualisées ou régulées et une autre livrée aux humeurs de la demande, des prix ou des décisions publiques, l'écart de risque est considérable. Cet écart se paie en taux, en niveau d'endettement admissible et, au bout du compte, en capacité même d'atteindre la clôture financière. Les remèdes dépendent du type de projet. On peut par exemple penser à une tarification encadrée par un régulateur crédible pour un projet de transport, à des contrats d'achat à long terme et à un prix fixe ou corrélé à la matière première dans les secteurs de l'énergie ou de la pétrochimie, ou encore à des paiements de disponibilité en PPP, où l'on rémunère la mise à disposition conforme plutôt que le nombre d'usagers. Bien sûr, beaucoup d'infrastructures civiles ne tirent aucun revenu de l'usager, mais c'est alors l'autorité publique qui rémunère l'exploitant pour la mise à disposition de l'infrastructure. Dans tous les cas, ce flux de trésorerie doit être prévisible et soutenable, mais encore faut-il que le mécanisme de paiement soit « exécutable » et à la portée du payeur final.

Les paiements de disponibilité d'un PPP transfèrent le risque de demande, mais concentrent les revenus sur une autorité publique, dont la solvabilité détermine si d'autres garanties sont requises (sécurisation budgétaire, mécanismes de paiement dédiés…). Un projet à péage, lui, reste finançable si les hypothèses de trafic sont prudentes, si la tarification peut s'ajuster et si l'acceptabilité sociale a été traitée en amont. Et des revenus prévisibles, à un prix qui couvre le service de la dette, permettent de signer un contrat d'exploitation crédible et donc finançable. Dans un projet industriel, un bon contrat de vente (*offtake*) doit donner corps aux prévisions du modèle financier. Et lorsqu'un coût ne peut être figé d'avance, il faut l'arrimer aux revenus qu'il sert, par indexation ou refacturation, pour que les deux varient de concert plutôt qu'en sens contraire.

Évaluer, atténuer et répartir les risques

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

L’exercice essentiel et préalable à toute rédaction contractuelle consiste à recenser les risques, à en mesurer la probabilité et l’impact, puis à chercher pour chacun une mesure d’atténuation. La cartographie contractuelle ne vient qu’ensuite ; elle attribue chaque risque résiduel à la partie la mieux placée pour le maîtriser. La dette, du reste, ne finance que des risques identifiés, chiffrés et attribués. D’où l’exigence de cohérence des prêteurs : si la société de projet promet un standard de service à l’autorité publique, elle doit pouvoir « acheter » ce même standard auprès de ses contractants, faute de quoi le risque reste coincé chez elle, et le projet devient difficilement finançable.

La construction en donne l’illustration la plus parlante. Pour fixer le prix d’un ouvrage, on procède par une estimation des coûts éprouvée par le marché (idéalement par de vraies soumissions), puis par un contrat *EPC* à prix et délai fermes, de type clé en main, que les prêteurs privilégient justement parce qu’il fixe le coût d’achèvement. L’entrepreneur y intègre une marge pour ses propres aléas, qui est le prix de la certitude. Restent les défaillances possibles, que l’on couvre par des cautionnements d’exécution (*performance bonds*) permettant de faire terminer l’ouvrage si l’entrepreneur flanche, par des lettres de crédit garantissant le remboursement des acomptes, par des retenues sur les paiements et par des pénalités de retard. Ceci permet d’assurer que, quoi qu’il advienne, l’ouvrage sera livré au prix prévu, conformément au modèle financier.

Reste que l’*EPC* à prix ferme, s’il a notre préférence, n’est pas la règle partout. Au Québec et en Ontario, on recourt souvent à des modes plus souples (*EPCM*, alliance, conception-construction progressive), où l’entrepreneur est mobilisé tôt dans le processus, mais où le prix n’est pas figé d’emblée. Un prix cible est établi en cours de conception, assorti d’un partage des dépassements et des économies, souvent plafonné, qui aligne les intérêts sans transférer tout le risque à une seule partie[3]. Toutefois, la règle d’or du financier demeure : moins le prix est ferme, plus l’incertitude grandit et plus le prêteur exige de capitaux propres, de garanties d’achèvement ou de soutien des actionnaires, au prix d’un financement renchéri pour tenir compte du risque.

Reste à armer le contrat pour la durée, car une infrastructure se finance sur des décennies, dans un monde qui change. Changement de loi, force majeure, aléas climatiques ou géotechniques sont autant de chocs à prévoir pour éviter qu’un événement extérieur ne déclenche mécaniquement un défaut. Par ailleurs, via une entente directe avec l’autorité contractante, les prêteurs se voient souvent octroyer des droits d’intervention leur permettant de reprendre la main en cas de défaillance, et ce, pour éviter la résiliation et préserver la continuité du service. Bien conçus, avec des déclencheurs précis et des délais de remédiation réalistes, ces mécanismes servent aussi l’intérêt public, en créant une capacité de correction avant que l’État n’ait à intervenir.

Capitalisation et levier

Le niveau de levier financier et la qualité de la capitalisation du SPV sont des déterminants directs de la finançabilité. Les actionnaires ont souvent intérêt à maximiser la dette, car elle est en principe moins coûteuse que les capitaux propres et en accroît le rendement. Les prêteurs, eux, veulent un SPV suffisamment capitalisé pour absorber des chocs et préserver l’alignement des incitatifs. Si la part des capitaux propres est marginale, la clôture financière est souvent plus difficile et les exigences de protections contractuelles peuvent augmenter. De plus, lorsque l’équilibre économique se dégrade, un exploitant faiblement exposé peut préférer se retirer plutôt que d’encourir des pertes prolongées, laissant l’autorité publique face à une renégociation sous contrainte. Des exigences minimales de capitaux propres, combinées à des restrictions de cession d’actions avant la mise en service et une période de stabilisation, visent précisément à éviter ce désalignement.

Enfin, lorsque le contrat est attribué avant que le financement ne soit définitivement engagé, l’intervalle entre l’attribution et la clôture financière expose le donneur d’ouvrage à une pression de renégociation, car les prêteurs finalisent leur vérification diligente et imposent des conditions

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

préalables. La réduction de ce risque implique encore de tenir compte de la perspective du banquier en son absence, en retenant dès l'appel d'offres des exigences de crédibilité du plan de financement et parfois par des mécanismes incitatifs ou disciplinaires (garanties de soumission, engagements de financement plus avancés, financement préarrangé optionnel). Sur la durée, la finançabilité exige que le contrat traite la répartition du risque de refinancement et, le cas échéant, l'affectation des gains de refinancement, afin d'éviter de difficiles discussions futures sur l'optimisation des ressources.

Leviers publics et garanties

L'intervention publique n'est pas incompatible avec le marché, à condition qu'elle vise la résolution de barrières précises plutôt que se substituer au marché. Une subvention ou un prêt public peut combler un déficit de viabilité, compenser l'absence de maturités longues ou tempérer une prime de risque excessive. Les garanties partielles et le rehaussement de crédit, qui permettent à un garant institutionnel de couvrir une tranche du risque de défaut, facilitent la disponibilité de la dette commerciale privée à moindre coût. D'autres montages vont plus loin encore. Dans une cession de créance (le *forfaiting*, bien connu des PPP européens, en est l'exemple type), l'autorité publique renonce, une fois l'ouvrage livré et accepté, à opposer aux prêteurs la plupart de ses moyens de défense. Sa dette de paiement devient quasi inconditionnelle et peut être cédée aux banques, qui ne portent plus le risque du projet, mais celui, bien plus avantageux, de l'autorité publique. Le coût du financement baisse d'autant. Bien sûr, il ne s'agit aucunement de mettre les deniers publics au service du privé ni de leur appliquer une rigueur moindre. Cet engagement des fonds publics appelle donc la même discipline dans la gestion des risques et le montage contractuel.

Conclusion

On peut tous rêver d'un monde meilleur. Encore faut-il s'en donner les moyens. Le financement privé a un coût, mais ce coût rémunère aussi la rigueur qu'il impose. Un prêteur qui engage ses fonds sans recours sur le bilan des actionnaires ne signe que ce qu'il a compris, chiffré et sécurisé, et cette exigence profite au projet tout entier. Qu'un banquier soit dans le voisinage ou non, structurer ses contrats avec cette même discipline demeure le meilleur gage de succès.

Sir William Cornelius Van Horne, qui dirigea la construction du chemin de fer transcontinental du Canadien Pacifique (achevée en 1885, en moins de la moitié du temps prévu), aurait dit avoir « toujours eu la conviction profonde que les choses que l'on tient pour quasi impossibles sont les plus faciles à accomplir ».[4] L'homme n'avait pourtant rien d'un rêveur. Il savait que les subventions, en argent et en terres, ne seraient versées qu'à mesure que les tronçons seraient achevés, inspectés et mis en service, et il était réputé pour sa discipline de fer dans l'enchaînement des paiements et le choix des cocontractants. Aujourd'hui encore, c'est ce qui distingue le projet de nos rêves de celui qu'on bâtit vraiment.

---

1. *Encyclopædia Britannica*, « Suez Canal », https://www.britannica.com/topic/Suez-Canal
2. OCDE (2012), *Recommandation du Conseil sur les Principes applicables à la gouvernance publique des partenariats public-privé*, https://legalinstruments.oecd.org/public/doc/275/275.fr.pdf; et Banque mondiale (2017), *Public-Private Partnership Reference Guide* (3e éd.), https://ppp.worldbank.org/sites/default/files/2024-08/PPP%20Reference%20Guide%20Version%203.pdf
3. Gouvernement du Québec (2024), *Stratégie québécoise en infrastructures publiques — Des infrastructures de qualité, réalisées plus rapidement et à meilleur coût*, https://cdn-contenu.quebec.ca/cdn-contenu/adm/org/sous-secretariat-infrastructures-publiques/publications/strategie/strategie_infrastructures.pdf ; *Infrastructure Ontario, Choosing the Right Model for Each Project – IO's Procurement and Project Delivery Approach*, https://www.infrastructureontario.ca/en/what-we-do/major-projects/model-selection/
4. Citation originale : « It has always been a profound belief of mine that the things which people regard as next to impossible are the easiest things to do. », Red River North Heritage, Creating a Legacy: The Van Horne Farm part I, https://redrivernorthheritage.com/creating-a-legacy/; Dictionary of Canadian Biography (1998), *Van Horne, Sir William Cornelius*, https://www.biographi.ca/en/bio/van_horne_william_cornelius_14E.html
5. Source utilisée à travers l'article : Banque mondiale (2025), *Infrastructure Monitor 2024*,

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.

https://openknowledge.worldbank.org/server/api/core/bitstreams/de04d2f1-f59f-499d-9aa1-2bf052d74eb3/content

Copyright (c) Lavery, de Billy, S.E.N.C.R.L. - L.L.P.