

Rapport spécial

## La Commission et la gestion de la dette liée à NextGenerationEU

Débuts encourageants, mais nécessité de mieux  
tenir compte des bonnes pratiques



COUR DES  
COMPTES  
EUROPÉENNE

# Table des matières

	Points
<b>Synthèse</b>	I - VIII
<b>Introduction</b>	01 - 15
<b>Contexte de l'initiative de financement NextGenerationEU</b>	01 - 07
<b>Principales fonctions et responsabilités dans le financement de NextGenerationEU</b>	08 - 11
<b>Opérations d'emprunt: situation à la fin du mois de juin 2022</b>	12 - 15
<b>Étendue et approche de l'audit</b>	16 - 20
<b>Observations</b>	21 - 88
<b>Les nouvelles structures et compétences ont permis de financer rapidement NextGenerationEU, mais elles doivent être renforcées</b>	21 - 44
Les capacités rapidement établies de la Commission pour la gestion de la dette requièrent des ajustements pour être conformes aux bonnes pratiques	22 - 36
La Commission a utilisé de bons critères pour sélectionner ses principaux prestataires de services externes	37 - 44
<b>La Commission a emprunté les fonds à temps en respectant les limites réglementaires et à des coûts correspondant à sa position sur le marché</b>	45 - 72
La Commission a bien communiqué ses besoins d'emprunt et respecté les principales exigences réglementaires concernant la dette liée à NextGenerationEU	46 - 58
Les coûts d'emprunt correspondent aux conditions du marché et à l'objectif consistant à fournir un financement suffisant en temps utile	59 - 72
<b>La Commission n'a pas vraiment mesuré sa performance dans la gestion de NextGenerationEU et n'en a que trop peu rendu compte dans ses rapports</b>	73 - 88
Les objectifs en matière de gestion de la dette ne sont pas clairement définis, ce qui limite la communication sur la performance	74 - 85
Les analyses de la Commission sous-tendant les décisions relatives au prix et à l'échéance des obligations n'étaient pas systématiquement documentées	86 - 88

## **Conclusions et recommandations**

89 - 97

## **Annexes**

**Annexe I – Principaux rôles et responsabilités dans la gestion de la dette à la Commission**

**Annexe II – Types de risques relatifs à la gestion de la dette**

**Annexe III – Opérations d’emprunt NextGenerationEU sélectionnées aux fins de notre analyse**

**Annexe IV – Rapports de la Commission concernant les passifs résultant des opérations d’emprunt (situation au 30 juin 2022)**

## **Sigles et acronymes**

## **Glossaire**

## **Réponses de la Commission**

## **Calendrier**

## **Équipe d’audit**

## Synthèse

I En juin 2021, la Commission a lancé le plus grand programme d'emprunt de l'histoire de l'UE. [NextGenerationEU](#), qui est intégralement financé par de la dette, lèvera d'ici à 2026 jusqu'à 806,9 milliards d'euros par l'émission d'obligations. L'introduction de NextGenerationEU a obligé la Commission à élaborer dans l'urgence une nouvelle stratégie de gestion de la dette, assortie de procédures, d'une structure organisationnelle ainsi que d'un cadre de gestion des risques. Il lui a également fallu engager un certain nombre de prestataires de services externes. Cette nouvelle approche de la gestion de la dette a été baptisée «stratégie de financement diversifiée».

II Depuis décembre 2022, la stratégie de financement diversifiée est l'approche de gestion de la dette par défaut de l'UE. En publiant le présent rapport, nous entendons contribuer à la bonne gestion financière des opérations de gestion de la dette. Pour ce faire, nous avons examiné si la Commission avait mis en place des systèmes efficaces pour gérer la dette contractée afin de financer NextGenerationEU.

III Nous sommes arrivés à la conclusion que la Commission avait rapidement mis au point un système de gestion de la dette qui permettait d'emprunter en temps utile les fonds nécessaires à NextGenerationEU. À cet égard, nous estimons qu'au cours de la première année, les coûts d'emprunt correspondaient à la position de la Commission sur le marché. Celle-ci a également satisfait à toutes les principales exigences réglementaires en matière de portefeuille de dettes et de gestion des risques. Nous avons cependant relevé que certaines modalités de gestion de la dette adoptées par la Commission doivent être ajustées pour être conformes aux bonnes pratiques. Par ailleurs, elle n'a pas clairement défini les objectifs relatifs à la gestion de la dette contractée au titre de NextGenerationEU. De ce fait, elle n'a pas suffisamment mesuré sa performance dans cette gestion et n'en a que trop peu rendu compte dans ses rapports.

IV Malgré des conditions difficiles, la Commission a mis en place une équipe centrale compétente et expérimentée, mais elle est très tributaire d'agents temporaires pour gérer ses opérations de dette, ce qui représente un risque pour la continuité des activités. Elle s'est dotée du cadre de gestion des risques requis pour les activités de gestion de la dette liée à NextGenerationEU. Ce cadre comprend la toute nouvelle fonction de «directeur des risques» pour l'ensemble des programmes d'emprunts. Cette personne reçoit l'assistance de quelques agents et assume d'autres responsabilités opérationnelles en sus de la gestion des risques.

**V** Nous avons constaté que le portefeuille de dettes de NextGenerationEU respectait les exigences réglementaires relatives aux plafonds d'emprunt, à la devise des opérations d'emprunt et à l'échéance moyenne maximale. La Commission s'est montrée efficace dans sa communication avec les marchés des capitaux et les États membres de l'UE à propos de ses plans d'emprunt, et elle a géré les liquidités du compte bancaire de NextGenerationEU avec efficacité. L'évolution des rendements des obligations NextGenerationEU a été comparable à celle des rendements des obligations des États membres ayant une notation de crédit similaire.

**VI** Nous avons observé que ni la législation applicable ni la stratégie de financement de la Commission n'obligeaient clairement celle-ci à faire rapport sur sa performance en matière de gestion de la dette. De ce fait, elle n'est essentiellement responsable que de la fourniture en temps opportun de fonds d'un montant suffisant pour financer NextGenerationEU. L'obligation de rendre compte des autres objectifs en matière de gestion de la dette contractée au titre de NextGenerationEU reste peu claire. La Commission n'a pas systématiquement documenté les éléments fondamentaux sur la base desquels les décisions concernant le prix et l'échéance des obligations syndiquées ont été prises.

**VII** Chaque année, la Commission rend compte de la manière dont les mesures financées par les obligations vertes de NextGenerationEU cadrent avec les activités économiques définies dans le système de classification de l'UE en matière de durabilité (la taxinomie de l'UE). Par contre, elle ne fournit pas d'informations sur la part du produit de ces obligations vertes réellement dépensée en conformité avec la taxinomie de l'UE.

**VIII** Nous recommandons à la Commission:

- de mettre en place un *middle office* distinct afin d'améliorer ses capacités en matière d'analyse, d'évaluation des risques et d'établissement de rapports;
- de renforcer le rôle du directeur des risques afin de lui permettre de remplir son mandat de manière efficace et efficiente;
- de mettre en œuvre une stratégie en matière d'emploi pour les agents chargés de gérer la dette;
- de formuler des objectifs clairs pour la gestion de la dette et de faire rapport sur leur réalisation;

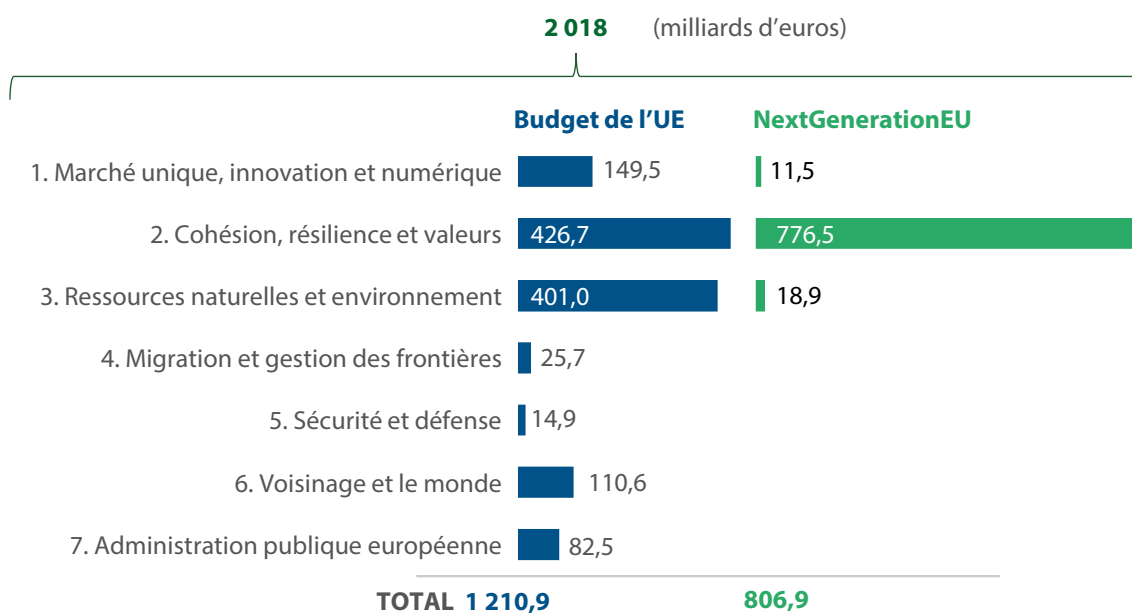
- o de documenter systématiquement ce qui a servi de base aux décisions de tarification dans le cas des obligations de l'UE syndiquées.

# Introduction

## Contexte de l'initiative de financement NextGenerationEU

**01** En décembre 2020, le Conseil a habilité<sup>1</sup> la Commission à emprunter des fonds sur les marchés des capitaux au nom de l'UE pour un montant maximal de 806,9 milliards d'euros (à prix courants) pour financer l'initiative NextGenerationEU. Cette dernière est une réaction à la crise économique et sociale provoquée par la pandémie de COVID-19. Les fonds de NextGenerationEU viennent s'ajouter au budget de l'UE à long terme de 1 211 milliards d'euros pour la période 2021-2027 (voir [figure 1](#)).

**Figure 1 – Budget de l'UE pour la période 2021-2027 et NextGenerationEU**



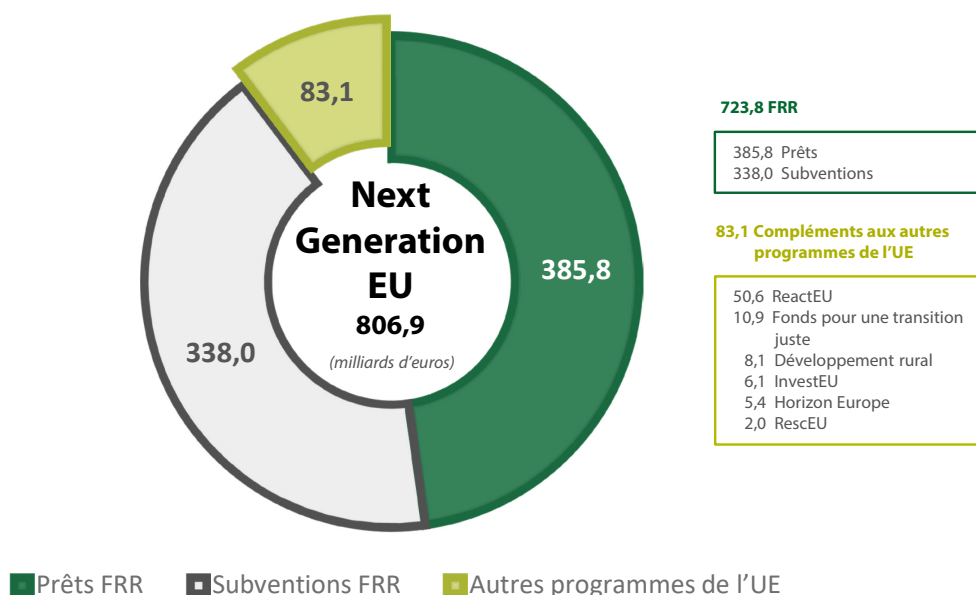
Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

**02** L'initiative NextGenerationEU finance la relance post-COVID ainsi que la transition verte et la transformation numérique de l'économie européenne au moyen de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR), qui représente 90 % de son budget total. La Commission utilisera les fonds empruntés pour accorder des prêts, mais aussi – et c'est une première dans l'histoire de l'Union – des subventions aux États membres

<sup>1</sup> [Décision \(UE, Euratom\) 2020/2053 du Conseil relative au système des ressources propres de l'Union européenne.](#)

(voir [figure 2](#)). Le montant réel que la Commission empruntera pour financer NextGenerationEU dépendra principalement de la mise en œuvre de la FRR par les pays concernés.

**Figure 2 – Répartition des fonds de NextGenerationEU**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

**03** Pendant quarante ans, la Commission a mené à bien plusieurs programmes de prêts en faisant appel à des «financements adossés», un régime dans lequel toute opération d'emprunt est liée à un décaissement unique. Dans ce système, les pays bénéficiaires ont perçu des financements remboursables au même coût et à la même échéance que les obligations dédiées de l'UE émises par la Commission. Le [tableau 1](#) présente les montants empruntés par la Commission dans ce cadre.



**Tableau 1 – Emprunts réciproques de la Commission (situation au 30 juin 2022)**

Programmes d'emprunts	Dettes maximale autorisée au titre du programme	Montants restant dus au 30.6.2022
Instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE)	100 milliards d'euros	91,8 milliards d'euros
Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF)	60 milliards d'euros	46,3 milliards d'euros
Mécanisme de soutien à la balance des paiements	50 milliards d'euros	0,2 milliard d'euros
Assistance macrofinancière (AMF)	En fonction des limites du budget de l'UE	8,9 milliards d'euros
Euratom	4 milliards d'euros	0,3 milliard d'euros
<b>Total</b>		<b>147,5 milliards d'euros</b>

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données communiquées par la Commission et par le [Parlement européen](#).

**04** En avril 2021, afin de répondre aux besoins de financement nettement plus substantiels mais moins prévisibles dans le cadre de NextGenerationEU, la Commission a adopté une [nouvelle stratégie de financement en vue du financement de NextGenerationEU](#) («la stratégie de financement de NextGenerationEU»), différente des financements adossés. Cette stratégie inaugure en effet une nouvelle approche – la stratégie de financement diversifiée – qui sépare le moment, l'ampleur et l'échéance des opérations d'emprunt du moment où les fonds doivent être remboursés. Le [tableau 2](#) présente une comparaison des deux approches.

**Tableau 2 – Différences dans les approches de financement suivies par la Commission**

Critère	Financements adossés	Stratégie de financement diversifiée
<b>Instruments de financement</b>	Essentiellement des obligations de l'UE à long terme	À la fois des obligations de l'UE à long terme et des bons du Trésor européens à court terme
<b>Méthodes de financement</b>	Syndications d'obligations et placements privés	Mélange de syndications d'obligations, d'adjudications et de placements privés
<b>Calendrier des émissions</b>	Déterminé entièrement par les besoins des bénéficiaires	Flexible et non déterminé par les besoins des bénéficiaires
<b>Décaissements en faveur des bénéficiaires</b>	Liés à des opérations d'emprunt uniques	Moment et montant du décaissement non liés à une opération d'emprunt unique
<b>Gestion du produit des emprunts</b>	Transfert direct du produit aux bénéficiaires	Regroupement et conservation du produit sur un compte bancaire centralisé jusqu'au décaissement
<b>Calcul des coûts d'emprunt</b>	Montant identique aux coûts d'emprunt des obligations dédiées de l'UE émises	Sur la base des coûts de toutes les opérations d'emprunt sur une période de six mois
<b>Garantie des emprunts</b>	Budget de l'UE et <b>fonds commun de provisionnement</b>	Budget de l'UE et engagement des États membres à fournir des fonds supplémentaires pouvant représenter jusqu'à 0,6 % de leur revenu national brut (RNB), le cas échéant

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

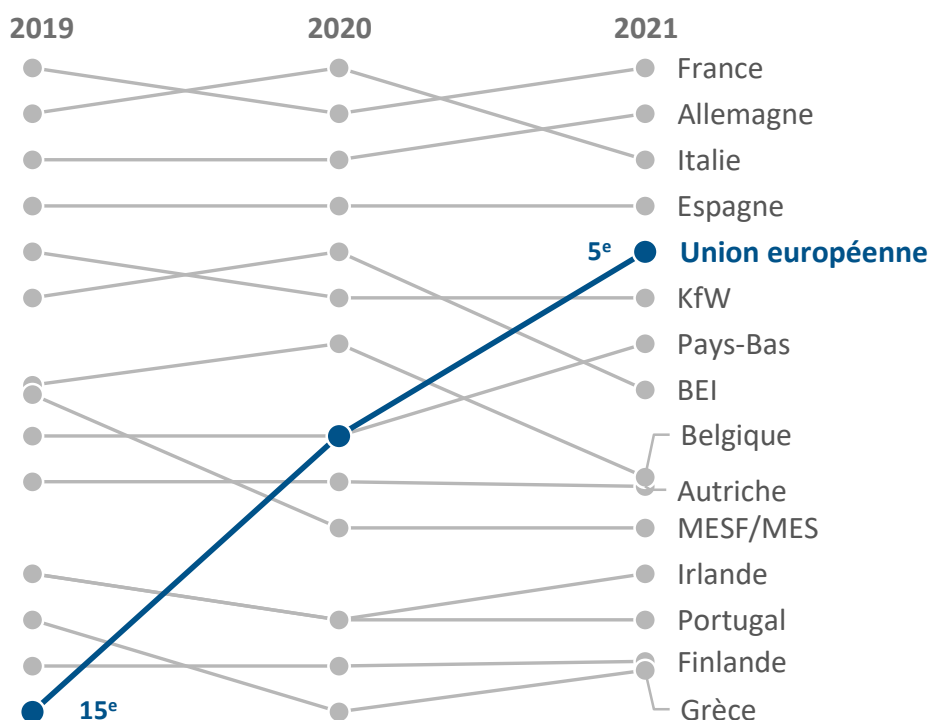
**05** En décembre 2022, les autorités législatives ont adopté la proposition de la Commission de modification du règlement financier<sup>2</sup> afin de faire de la stratégie de financement diversifiée, mise au point pour NextGenerationEU, la méthode d'emprunt par défaut de l'UE. Dans notre avis relatif à cette proposition<sup>3</sup>, nous avons conclu que le passage des financements adossés à la stratégie de financement diversifiée présentait des avantages, mais qu'il pouvait également entraîner un transfert des risques vers les futurs budgets de l'UE.

<sup>2</sup> [Règlement \(UE, Euratom\) 2022/2434](#) [...] en ce qui concerne l'établissement d'une stratégie de financement diversifiée en tant que méthode d'emprunt générale.

<sup>3</sup> [Avis 07/2022](#) sur la proposition [...] en ce qui concerne l'établissement d'une stratégie de financement diversifiée en tant que méthode d'emprunt générale.

**06** En juin 2021, la Commission a procédé à l'émission des premiers titres de créance destinés au financement de NextGenerationEU. Fin 2021, l'UE était devenue l'un des principaux émetteurs de dette d'Europe. La *figure 3* fournit davantage de précisions à cet égard.

**Figure 3 – Principaux émetteurs de dette dans l'UE en 2019, 2020 et 2021**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des [données de la Commission](#).

**07** La dette contractée au titre de NextGenerationEU est garantie par la «marge de manœuvre» du budget de l'UE, laquelle correspond à la différence entre le plafond des ressources propres<sup>4</sup> et les ressources propres nécessaires pour financer ledit budget. En *ratifiant*, en 2021, la décision du Conseil relative aux ressources propres, les États membres sont convenus de dégager des liquidités supplémentaires en relevant le plafond des ressources propres à un maximum de 0,6 % de leur RNB, et ce jusqu'à la fin de 2058. La Commission peut les utiliser si le budget de l'UE ne suffit pas à couvrir les engagements découlant de la dette liée à NextGenerationEU. Les opérations d'emprunt relèvent de l'exécution budgétaire au sens du règlement financier, ce qui implique également que la stratégie de financement de NextGenerationEU soit mise en œuvre conformément au principe de bonne gestion financière.

<sup>4</sup> Décision (UE, Euratom) 2020/2053 du Conseil relative au système des ressources propres de l'Union européenne.

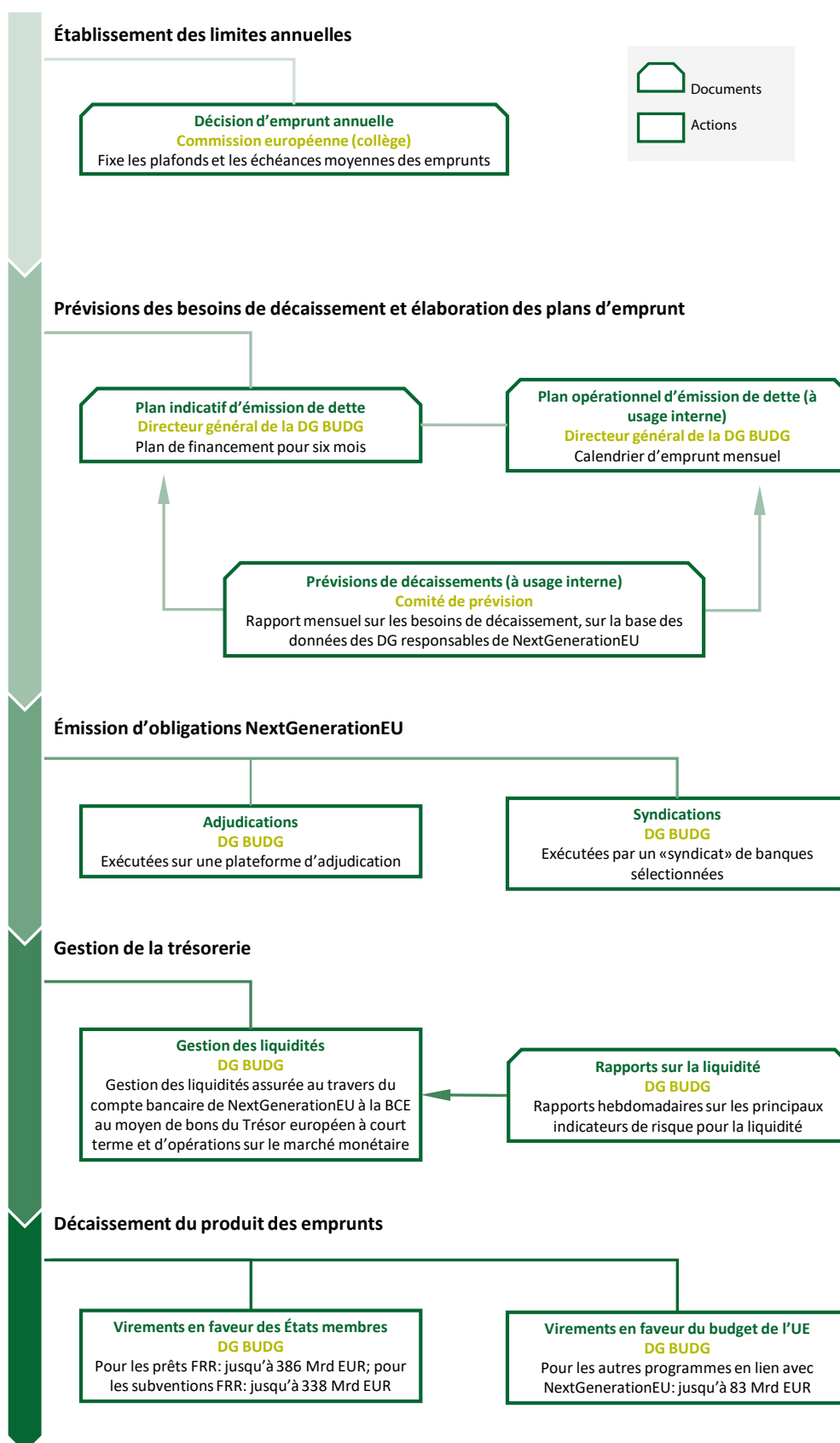
## Principales fonctions et responsabilités dans le financement de NextGenerationEU

**08** La mise en œuvre de la stratégie de financement diversifiée a nécessité de nouvelles modalités organisationnelles et de nouvelles procédures de gestion de la dette. La Commission a arrêté plusieurs décisions modifiant [la structure et les compétences](#) de la direction générale du budget (DG BUDG), définissant les procédures en matière d'[établissement de rapports](#) et de [répartition des coûts](#), et instaurant le [réseau des spécialistes en titres publics de l'UE](#). Le commissaire responsable du budget de l'UE a adopté la [politique de haut niveau en matière de risques et de conformité](#) pour l'appliquer à la dette liée à NextGenerationEU. La DG BUDG a mis en place des procédures internes pour la gestion des liquidités ainsi que pour les syndications et les adjudications d'obligations.

**09** La DG BUDG assure les principales fonctions de la gestion de la dette contractée au titre de NextGenerationEU: *front office*, *back office*, service juridique, sans oublier la nouvelle fonction de directeur des risques. L'[annexe I](#) décrit les principales responsabilités au sein des structures de gestion de la dette à la Commission.

**10** La [figure 4](#) présente les principales fonctions et responsabilités dans le processus de financement de l'initiative NextGenerationEU par des émissions d'obligations.

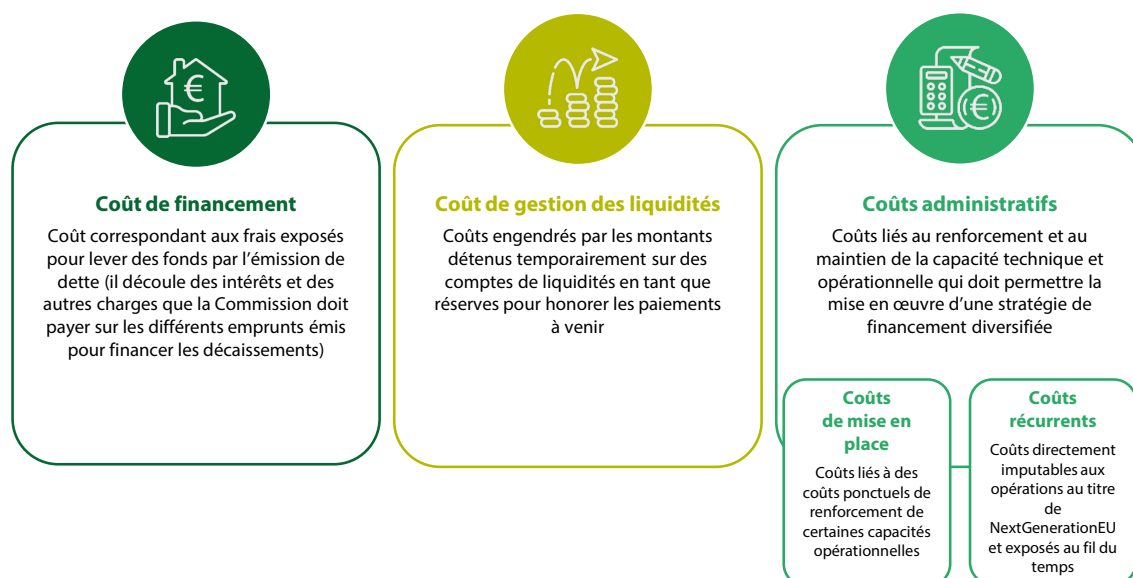
Figure 4 – Principales fonctions et responsabilités dans l'émission d'obligations NextGenerationEU



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

**11** Parallèlement à la stratégie de financement de NextGenerationEU, la Commission a élaboré une nouvelle méthode de répartition des coûts d'emprunt entre le budget de l'UE et les États membres<sup>5</sup>. Cette méthode lie les emprunts et les décaissements qui ont lieu au cours de la même période de six mois. Les bénéficiaires paient un coût de financement correspondant au coût supporté pour les fonds empruntés qu'ils ont utilisés dans le cadre du pool semestriel. Dans le cadre de cette procédure, les États membres paient les coûts des prêts dont ils bénéficient au titre de la FRR, tandis que le budget de l'UE couvre les coûts liés à l'ensemble des subventions accordées au titre de NextGenerationEU. La *figure 5* décrit les types de coûts relevant de la stratégie de financement de NextGenerationEU.

**Figure 5 – Types de coûts d'emprunt relevant de la stratégie de financement diversifiée**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

<sup>5</sup> [Décision d'exécution \(UE\) 2021/1095 de la Commission](#) établissant la méthode de répartition des coûts liés aux opérations d'emprunt et de gestion de la dette dans le cadre de NextGenerationEU.

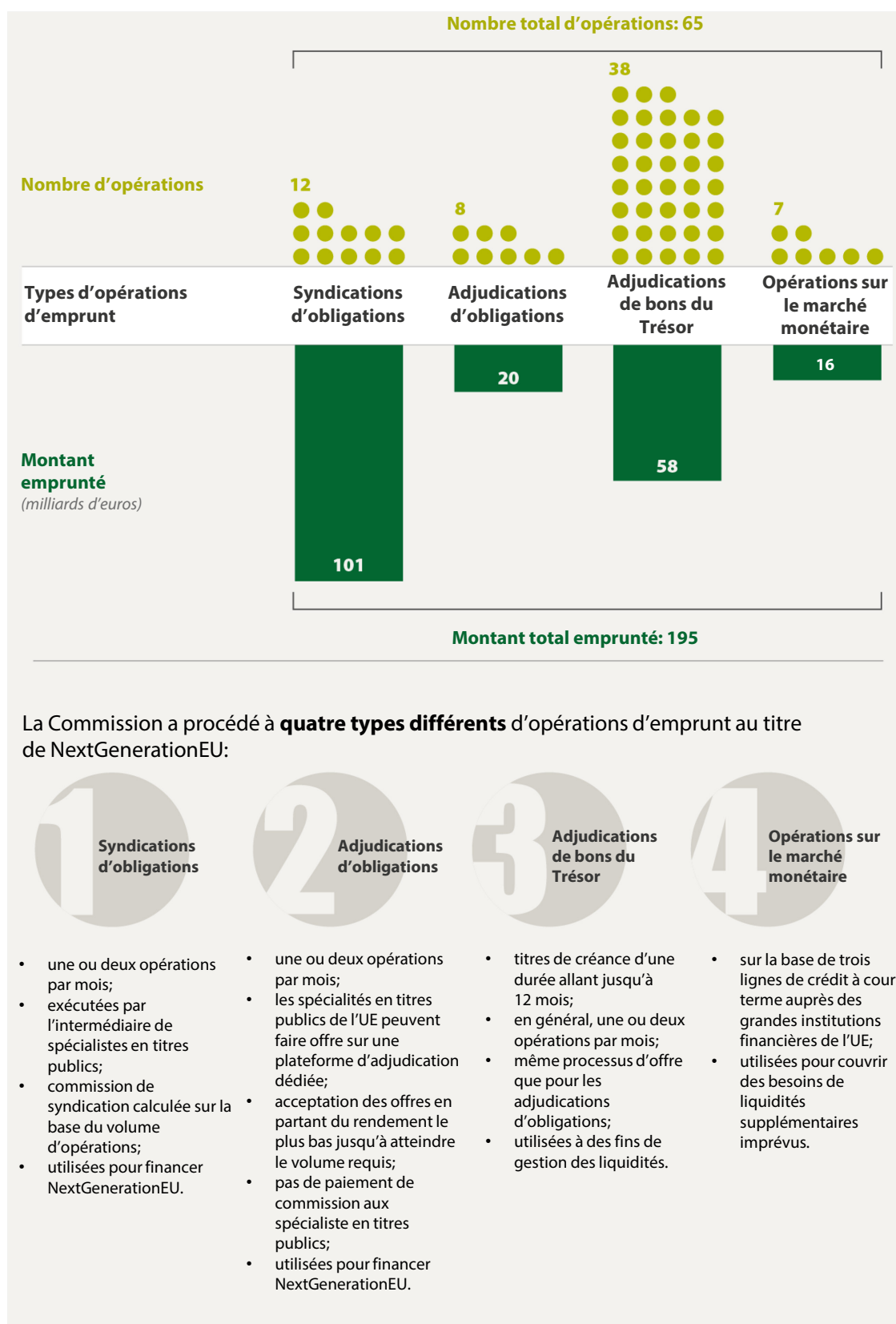
## Opérations d'emprunt: situation à la fin du mois de juin 2022

**12** La Commission a pu lancer des opérations d'emprunt au titre de NextGenerationEU à partir du 1<sup>er</sup> juin 2021, date à laquelle la décision du Conseil relative aux ressources propres de l'UE est entrée en vigueur. Entre le 15 juin 2021<sup>6</sup> et le 30 juin 2022, la Commission a effectué 65 opérations d'emprunt dans le cadre de NextGenerationEU, pour un montant total de 195 milliards d'euros. Toutes ces opérations avaient l'euro pour devise. Le montant des différentes émissions à long terme était compris entre 2,5 milliards et 20 milliards d'euros. La *figure 6* détaille les types d'opérations d'emprunt NextGenerationEU réalisées au cours de cette période ainsi que leurs montants.

---

<sup>6</sup> Site internet de la Commission européenne: *Transactions data*.

Figure 6 – Opérations d’emprunt dans le cadre de NextGenerationEU (situation au 30 juin 2022)

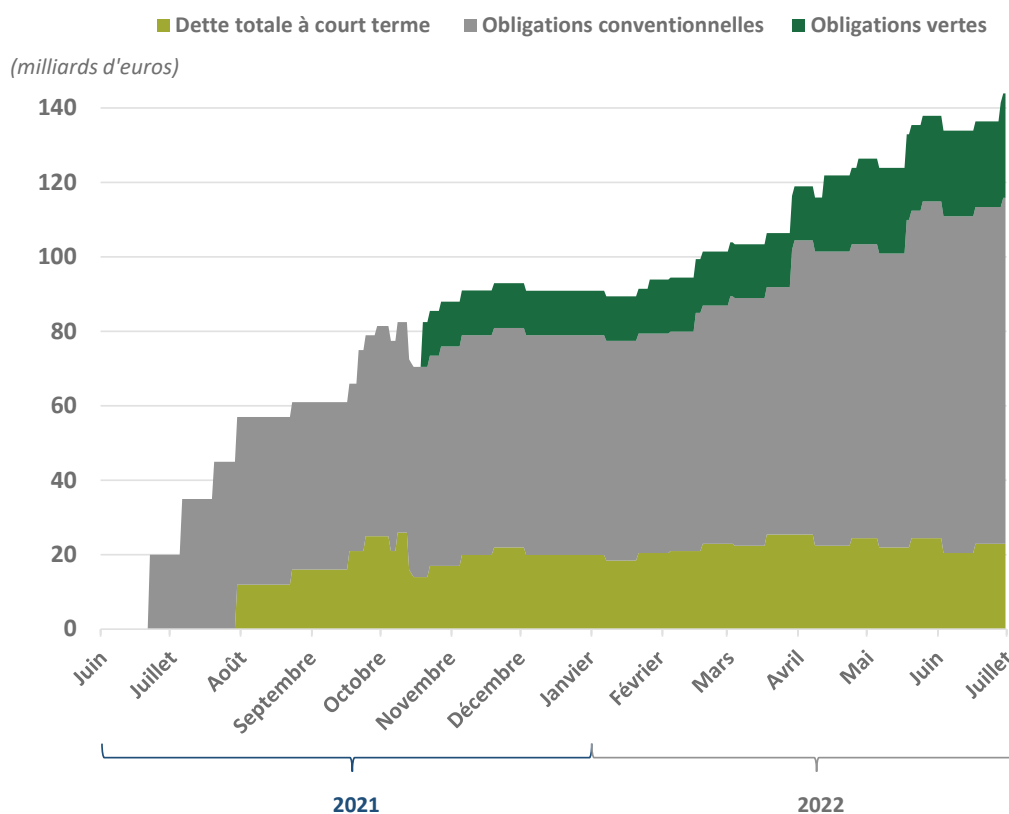


Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.



**13** À la suite du remboursement de toutes les lignes de crédit et d'une partie des bons du Trésor européens, l'encours de la dette contractée au titre de NextGenerationEU était de 144 milliards d'euros au 30 juin 2022. La *figure 7* illustre l'encours de la dette à court et à long terme de NextGenerationEU pour la période comprise entre la mi-juin 2021 et fin juin 2022.

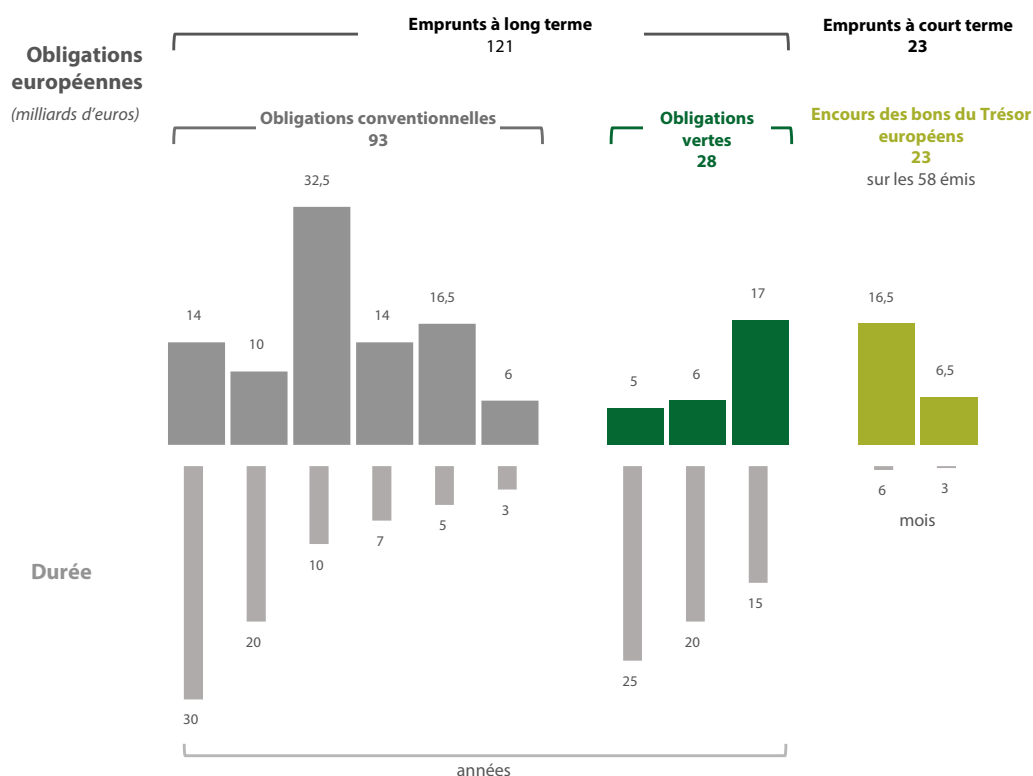
**Figure 7 – Encours de la dette de NextGenerationEU**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

**14** La *figure 8* détaille les types de titres de créance et leur importance.

**Figure 8 – Dette contractée au titre de NextGenerationEU (situation au 30 juin 2022)**

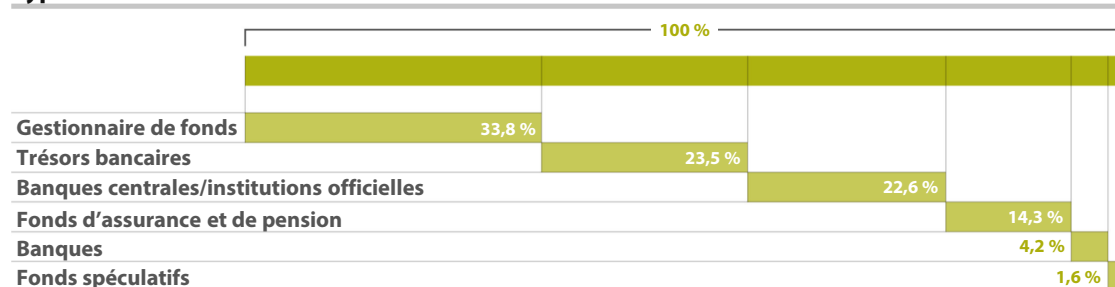


Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

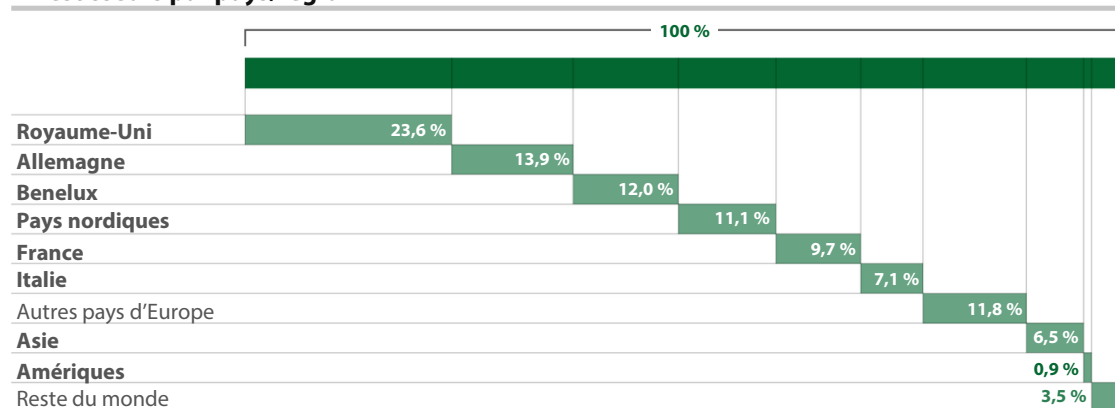
**15** De juin 2021 à juin 2022, les émissions syndiquées d'obligations de l'UE ont constitué la majorité (52 %) des emprunts NextGenerationEU et concernaient des obligations, des bons du Trésor et des opérations sur le marché monétaire. Selon la Commission, la base des investisseurs dans les opérations syndiquées en lien avec NextGenerationEU comptait, en août 2022, plus de 1 000 acteurs différents, originaires de 70 pays. La [figure 9](#) propose un gros plan de ces investisseurs en en présentant les principaux types ainsi que la répartition géographique.

**Figure 9 – Base des investisseurs en opérations syndiquées en lien avec NextGenerationEU (situation au 1<sup>er</sup> août 2022)**

#### Types d'investisseurs



#### Investisseurs par pays/région



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

## Étendue et approche de l'audit

**16** En réalisant l'audit objet du présent rapport, nous avons pour objectif de contribuer à la bonne gestion financière des futures opérations de gestion de la dette fondées sur la nouvelle stratégie de financement diversifiée, qui, en décembre 2022, est devenue l'approche par défaut de l'UE pour la gestion de la dette.

**17** Par notre question d'audit principale, nous avons voulu déterminer si la Commission avait établi un système efficace pour gérer la dette contractée afin de financer NextGenerationEU. Nous nous sommes concentrés sur la conception du système de gestion de la dette liée à NextGenerationEU et sur sa première année de fonctionnement (juin 2021-juin 2022). Nous avons examiné:

- si les nouvelles structures opérationnelles et de gestion des risques ainsi que les compétences y afférentes respectaient les principes internationaux en matière de gestion de la dette, et si elles avaient permis de mettre en œuvre les aspects clés de la stratégie de financement diversifiée;
- si la gestion de la dette liée à NextGenerationEU avait donné de bons résultats au cours de la première année de fonctionnement du système sur le plan des coûts d'emprunt tout en maintenant un niveau de risque peu élevé et en se conformant aux exigences réglementaires;
- si la Commission avait documenté l'analyse des compromis entre le coût et le risque des opérations d'emprunt, et avait fait rapport sur sa performance en matière de gestion de la dette en s'appuyant sur des objectifs et des indicateurs appropriés.

**18** Nous n'avons pas évalué le fonctionnement des systèmes d'information utilisés par la Commission pour gérer la dette, ni les processus de décaissement de fonds NextGenerationEU en faveur des États membres et du budget de l'UE. En ce qui concerne les coûts administratifs, nos travaux se sont limités à vérifier l'exactitude des montants indiqués dans la comptabilité budgétaire.

**19** Nous avons appliqué des critères d'évaluation fondés sur la législation et les décisions relatives à NextGenerationEU, sur les principes internationalement reconnus de gestion de la dette publique, ainsi que sur les orientations et le manuel d'audit de la gestion de la dette publique de l'INTOSAI<sup>7</sup>. Notre audit a reposé sur:

- o une analyse des dispositions réglementaires, contractuelles et organisationnelles qui déterminent la mise en place des cadres opérationnel et de gestion des risques;
- o les informations probantes recueillies lors de nos examens documentaires et de notre analyse de la documentation transmise par la DG BUDG, mais également au cours de nos entretiens avec des agents de la Commission responsables de la gestion de la dette liée à NextGenerationEU;
- o une évaluation des documents sélectionnés concernant 10 décisions d'emprunt et 10 candidatures au réseau des spécialistes en titres publics.

**20** En mai 2022, nous avons adressé un formulaire d'enquête aux services nationaux de gestion de la dette dans les 27 États membres afin de recueillir leurs avis sur les possibles améliorations à apporter aux modalités de gestion de la dette de l'UE. Nous avons reçu 12 réponses. Par ailleurs, nous avons consulté des experts en gestion de la dette pour débattre des résultats de nos analyses et de nos conclusions d'audit préliminaires.

---

<sup>7</sup> INTOSAI, *Audit de la gestion de la dette publique – Un manuel destiné aux Institutions Supérieures de Contrôle des finances publiques*.

# Observations

## Les nouvelles structures et compétences ont permis de financer rapidement NextGenerationEU, mais elles doivent être renforcées

**21** Dans cette section, nous nous intéressons plus particulièrement au cadre organisationnel mis en place pour le financement de NextGenerationEU. Nous avons vérifié si la structure, les capacités opérationnelles et la coopération avec les fournisseurs externes respectaient les bonnes pratiques internationalement reconnues en matière de gestion de la dette publique et si elles étaient adéquates pour exécuter les activités d'emprunt au titre de NextGenerationEU.

## Les capacités rapidement établies de la Commission pour la gestion de la dette requièrent des ajustements pour être conformes aux bonnes pratiques

**22** Nous avons examiné si la Commission avait rapidement établi les nouvelles structures et acquis les compétences nécessaires à la mise en œuvre de la stratégie de financement diversifiée et si elle y avait prévu notamment:

- des responsabilités opérationnelles clairement structurées en matière de gestion de la dette, séparées en fonctions de *front office* et de *back office*, conformément aux bonnes pratiques internationalement reconnues développées par le Fonds monétaire international (FMI), l'Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques (INTOSAI) et par la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement (CNUCED);
- des responsabilités et des rôles clairement définis en matière de gestion des risques, de manière que ceux-ci soient systématiquement signalés lorsque des problèmes surgissent;
- une politique adéquate de conservation et de remplacement du personnel, avec des dispositions spécifiques pour les agents chargés de gérer la dette.

## Fonctions opérationnelles concernant la gestion de la dette NextGenerationEU

**23** Dans sa stratégie de financement de NextGenerationEU<sup>8</sup>, la Commission a prévu d'organiser les opérations de financement d'une manière similaire à celle utilisée par les États souverains. Dans les pays où les marchés des capitaux sont la principale source de financement (comme c'est le cas pour la Commission), les services de gestion de la dette disposent généralement d'une structure organisationnelle composée d'un *front office*, d'un *middle office* et d'un *back office*, comme cela est illustré au [tableau 3](#).

**Tableau 3 – Responsabilités usuelles des *front*, *middle* et *back offices***

<i>Front office</i>	<i>Middle office</i>	<i>Back office</i>
<ul style="list-style-type: none"> <li>○ opérations d'emprunt</li> <li>○ relations avec les investisseurs et les spécialistes en titres publics</li> <li>○ mise en œuvre de la stratégie de gestion de la dette</li> <li>○ gestion du portefeuille de dettes par rapport à un référentiel</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ analyse et conseils à l'encadrement supérieur sur les stratégies pertinentes de gestion de la dette</li> <li>○ suivi de la performance du <i>front office</i> par rapport à des objectifs stratégiques et à des données de référence</li> <li>○ analyse et suivi des risques, établissement de rapports sur les risques</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>○ règlement des opérations d'emprunt</li> <li>○ saisie comptable et validation des données de la dette</li> <li>○ établissement de rapports sur la dette</li> <li>○ suivi et contrôle des décaissements</li> </ul>

Source: INTOSAI, [Audit de la gestion de la dette publique – Un manuel destiné aux Institutions Supérieures de Contrôle des finances publiques](#).

**24** La décision du Conseil relative aux ressources propres de l'UE a été adoptée en décembre 2020<sup>9</sup> et est entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> juin 2021. Les modalités organisationnelles de la Commission ont permis de lancer les opérations d'emprunt le 15 juin 2021. La structure organisationnelle de la gestion de la dette NextGenerationEU à la Commission (voir [annexe I](#)) concentre l'ensemble des fonctions du *front office* ainsi que certaines de celles relevant du *middle office* au sein d'une seule unité (BUDG E.3). Cette unité est chargée non seulement de développer la

<sup>8</sup> Communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur une nouvelle stratégie de financement en vue du financement de NextGenerationEU (COM(2021) 250).

<sup>9</sup> [Décision \(UE, Euratom\) 2020/2053 du Conseil](#) relative au système des ressources propres de l'Union européenne.

stratégie mais encore de la mettre en œuvre, activités qui sont généralement confiées à des unités différentes au sein d'une organisation.

**25** Les bonnes pratiques en matière de gestion de la dette exigent que les agents chargés de mettre en place et de suivre le cadre de gestion des risques et d'évaluer la performance soient indépendants de leurs collègues responsables de l'exécution des opérations de marché<sup>10</sup>. Disposer d'un *middle office* séparé sert cette indépendance. Le *middle office* est généralement chargé d'analyser les risques, en s'appuyant notamment sur différents scénarios en matière de risques et de coûts;

**26** Nous estimons que l'absence d'un *middle office* totalement distinct dans l'organisation de la gestion de la dette NextGenerationEU nuit à l'évaluation de la performance concernant la réalisation des objectifs de gestion de la dette par le *front office*. Nous avons constaté que ces modalités organisationnelles limitaient, tant en portée qu'en nombre, les analyses de la Commission relatives aux scénarios en matière de risques et de coûts au moment de planifier les émissions d'obligations NextGenerationEU. La Commission a jugé que cette structure était la plus appropriée en raison de la nature des activités et de la nécessité de développer les capacités à mesure que les ressources deviennent disponibles.

### **Établissement du nouveau cadre de gestion des risques et de conformité**

**27** La Commission a décidé<sup>11</sup> de confier au directeur des risques la responsabilité d'établir le cadre de gestion des risques et de conformité pour la mise en œuvre de la stratégie de financement de NextGenerationEU. Dans le cas de l'approche fondée sur les financements adossés, cette fonction n'existait pas. Toutefois, vu l'ampleur et la complexité de l'initiative NextGenerationEU ainsi que les risques inhérents à la nouvelle stratégie de financement diversifiée, la Commission a nommé un directeur des risques afin de gérer les risques présentés par les opérations effectuées dans le cadre du programme. Les nouvelles modalités de gouvernance visaient à garantir l'indépendance du directeur des risques par rapport à l'exécution des opérations de gestion de la dette.

---

<sup>10</sup> Document d'orientation du Fonds monétaire international, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, 2014, p. 21.

<sup>11</sup> Article 16 de la [décision d'exécution C\(2021\) 2502 de la Commission](#).

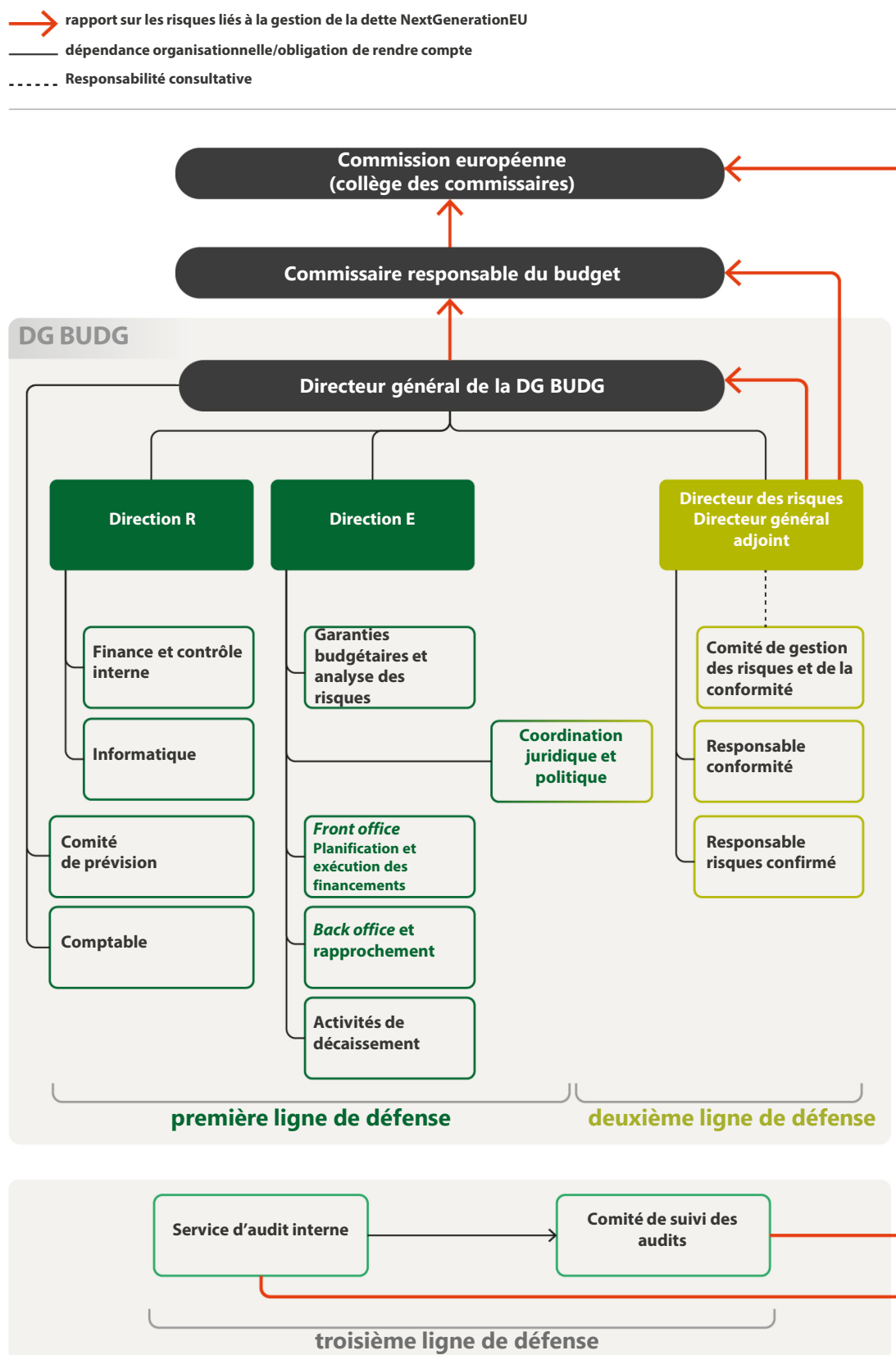


**28** La gouvernance mise en place pour les opérations de gestion de la dette NextGenerationEU s'appuie sur le modèle des «trois lignes de défense» tiré du [cadre COSO](#). Elle favorise un système efficace de gestion des risques, dans lequel la première ligne de défense est propriétaire des risques et les gère, tandis que la deuxième ligne en assure la surveillance. À la Commission:

- la DG BUDG (le *front office* et le *back office* pour la gestion de la dette NextGenerationEU) effectue les contrôles de première ligne prévus dans les opérations de gestion de la dette;
- le directeur des risques, qui est rattaché à la DG BUDG et peut compter sur l'appui du comité de gestion des risques et de la conformité, se charge des contrôles de deuxième ligne, des contrôles de conformité et de la surveillance des risques;
- le service d'audit interne, qui constitue la troisième ligne de défense, fournit une assurance indépendante sur la validité des systèmes de contrôle.

La [figure 10](#) illustre la structure de gouvernance mise en place pour gérer la dette liée à NextGenerationEU.

Figure 10 – Structure de gouvernance et lignes hiérarchiques pour la gestion de la dette NextGenerationEU



Source: Cour des comptes européenne, sur la base de la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité.

**29** La Commission a prévu<sup>12</sup> que le directeur des risques mène ses activités en toute indépendance et dans le respect de la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité. Celle-ci a défini les lignes hiérarchiques, les responsabilités générales, les objectifs ainsi que l'étendue des travaux du directeur des risques. Nous avons constaté que la distinction entre les fonctions de directeur général adjoint et de directeur des risques n'est pas claire et que les responsabilités de ce dernier en tant que directeur général adjoint ne sont pas bien établies. Étant donné que le directeur des risques est également l'un des directeurs généraux adjoints de la DG BUDG, il pourrait se voir confier des tâches supplémentaires incompatibles avec son mandat ou se retrouver avec une charge de travail plus importante. Cette situation peut nuire à l'efficacité du directeur des risques dans son action.

**30** Nous avons constaté qu'en application des dispositions de la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité, la Commission avait adopté des procédures écrites et des manuels détaillant les principaux indicateurs de risque et les contrôles internes relatifs aux risques particuliers. La liste des risques concernés figure à l'[annexe II](#). La Commission a ainsi pu déployer à temps le cadre de gestion des risques au cours de la première année de gestion de la dette NextGenerationEU.

**31** Nous estimons que le rôle du directeur des risques est devenu central dans la réalisation d'un changement organisationnel, où la sensibilisation aux risques a été intégrée dans la nouvelle structure de gestion de la dette à la Commission. L'établissement du nouveau cadre de gestion des risques et de conformité pour NextGenerationEU a entraîné la mise en place d'une nouvelle politique de haut niveau, de procédures et d'outils, complétée par des séances de formation et d'information, qui ont toutes été organisées par l'équipe du directeur des risques. Les analyses, avis et recommandations de ce dernier sur des questions comme les plans d'emprunt ont permis d'améliorer la gestion des risques relatifs aux activités d'emprunt dans le cadre de NextGenerationEU. Cela a également remplacé en partie les analyses des risques que le *middle office* est censé fournir.

**32** L'effectif de l'équipe du directeur des risques, soit 2,5 équivalents temps plein (ETP) au 30 juin 2022, représente un danger pour la continuité des activités, notamment si des membres de l'équipe sont inopinément absents (l'[annexe I](#) donne de plus amples informations sur les effectifs et leurs responsabilités). Nous avons également constaté que la charge de travail de l'équipe du directeur des risques

---

<sup>12</sup> Décision d'exécution C(2021) 2502 de la Commission.

requiert des ressources de la première ligne de défense, ce qui compromet l'indépendance de la surveillance des risques par la deuxième ligne.

**33** Jusqu'en décembre 2022, les responsabilités du directeur des risques ne couvraient ni l'analyse des risques afférents aux programmes d'emprunts réciproques (*back-to-back*) ni l'établissement de rapports les concernant, alors que les engagements correspondants s'élevaient à 148 milliards d'euros en juin 2022. En décembre 2022, la Commission a étendu le mandat du directeur des risques au-delà de l'initiative NextGenerationEU afin d'englober l'ensemble des emprunts relevant de la stratégie de financement diversifiée et des financements adossés<sup>13</sup>.

### **Gestion du personnel affecté à la gestion de la dette NextGenerationEU**

**34** En 2021, la Commission a créé la direction E au sein de la **DG BUDG**. Cette direction est responsable de la gestion des actifs, de la dette et des risques financiers. En l'espace de six mois à peine, la Commission a réussi à constituer une équipe centrale afin de lancer des activités d'emprunt sur une grande échelle.

**35** La Commission a dû rapidement pourvoir de nombreux nouveaux postes hautement spécialisés au sein de l'équipe chargée de la gestion de la dette. La plupart des profils requis sur le plan des compétences et de l'expérience n'étaient en effet pas disponibles en interne. Nous avons constaté que l'équipe de gestion de la dette au sein de la DG BUDG était composée à 46 % d'agents sous contrats à durée déterminée (voir **tableau 4**). Bon nombre d'agents étaient issus des autorités des États membres et de l'effectif du **Mécanisme européen de stabilité**. La proportion élevée d'agents externes et temporaires accroît le risque que la rotation du personnel compromette la qualité et l'efficacité de la gestion de la dette liée à NextGenerationEU et se traduise par une perte de connaissances institutionnelles.

---

<sup>13</sup> Article 2 de la **décision d'exécution (UE, Euratom) 2022/2544 de la Commission** établissant les modalités de gouvernance pour la stratégie de financement diversifiée.

**Tableau 4 – Agents engagés dans des activités de gestion de la dette NextGenerationEU au sein de la DG BUDG (situation fin juin 2022)**

Type d'emploi	Nombre d'agents (ETP)	Proportion (%)
Fonctionnaires	17,5	54 %
Experts nationaux détachés	8,0	25 %
Agents temporaires	5,0	15 %
Agents contractuels	2,0	6 %
<b>Effectif total</b>	<b>32,5</b>	

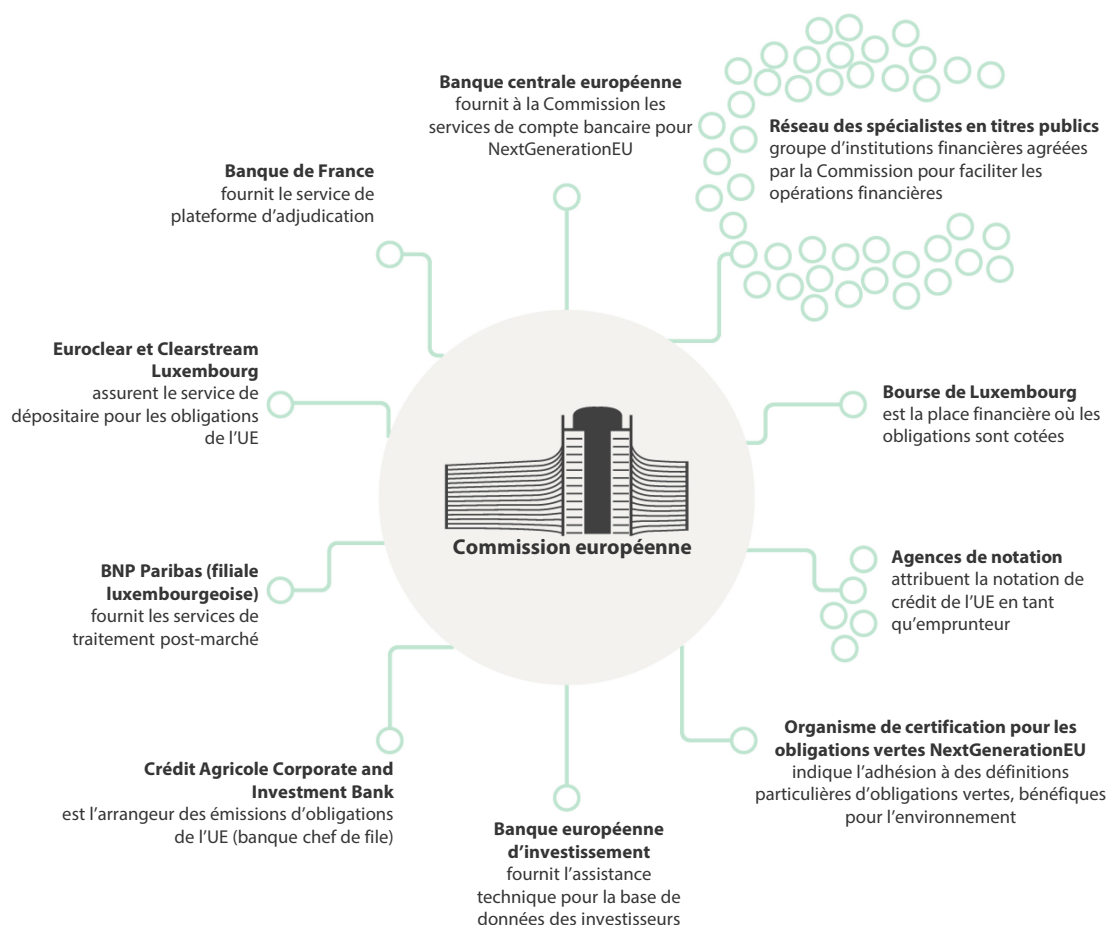
Source: Cour des comptes européenne, sur la base des chiffres de la DG BUDG relatifs au personnel ETP affecté à NextGenerationEU (direction E, unités E.1, E.2, E.3, E.4 et équipe du directeur des risques) au 30 juin 2022.

**36** En 2022, la DG BUDG a recensé un certain nombre de risques liés au recrutement, mais elle ne les a pas classés formellement comme critiques. Ces risques concernaient l'absence de suppléants pour certaines fonctions clés dans la gestion de la dette, l'incidence que l'indisponibilité d'agents essentiels pourrait avoir sur les activités de la direction, et le relatif manque d'attrait des rémunérations de départ proposées au sein de l'équipe chargée de la gestion de la dette NextGenerationEU (basée essentiellement à Luxembourg) pour des assistants et des spécialistes du secteur financier. La Commission n'a pas encore traité ces risques.

### La Commission a utilisé de bons critères pour sélectionner ses principaux prestataires de services externes

**37** La mise en œuvre de la stratégie de financement de NextGenerationEU a nécessité le recours à certains nouveaux prestataires de services externes. La Commission a par exemple eu besoin d'un service de compte bancaire fiable et sûr afin de conserver et de décaisser les montants empruntés sur une échelle sans précédent. La stratégie de financement de NextGenerationEU a également requis l'utilisation d'un système d'enchères (également appelé «système d'adjudication») comme nouvel outil pour l'émission d'obligations de l'UE et comme seule méthode pour l'émission de bons du Trésor européens. Vu le nombre élevé d'opérations d'emprunt relevant de la stratégie de financement de NextGenerationEU et leur volume, la Commission s'est également dotée d'un réseau de spécialistes en titres publics. La *figure 11* donne une description sommaire des différents prestataires de services retenus par la Commission dans le cadre de la gestion de la dette NextGenerationEU.

**Figure 11 – Les prestataires de services externes dans le cadre de la gestion de la dette NextGenerationEU**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission et du [prospectus des obligations de l'UE](#).

**38** Nous avons examiné si la Commission avait sélectionné les prestataires de services externes pour la gestion de la dette NextGenerationEU en s'appuyant sur des critères à la fois transparents et solides. Compte tenu de leur importance stratégique, nous avons analysé les contrats que la Commission a signés avec la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque de France, ainsi que les conditions de la création du [réseau des spécialistes en titres publics](#).

### Compte bancaire NextGenerationEU à la BCE

**39** La BCE fournit les services de compte bancaire à l'initiative NextGenerationEU pour ce qui est de la conservation des liquidités et des décaissements. La convention conclue par la Commission avec la BCE élimine quasiment tout risque de crédit lié au compte bancaire de NextGenerationEU. La Commission a considéré que la BCE était le seul prestataire de services capable de traiter de manière fiable les importants paiements à effectuer dans le cadre de NextGenerationEU.

## Système d'adjudication pour les obligations et les bons du Trésor NextGenerationEU

**40** La Commission recourt au système d'adjudication de la Banque de France. Elle l'a choisi sur la base de critères solides portant notamment sur les exigences techniques, la disponibilité et la sécurité du système en question, après avoir analysé cinq offres et consulté des acteurs du marché. En avril 2021, elle est arrivée à la conclusion que la fonctionnalité de ce système d'adjudication satisfaisait pleinement à ses exigences et qu'il pouvait être opérationnel pour le 1<sup>er</sup> septembre 2021, comme souhaité.

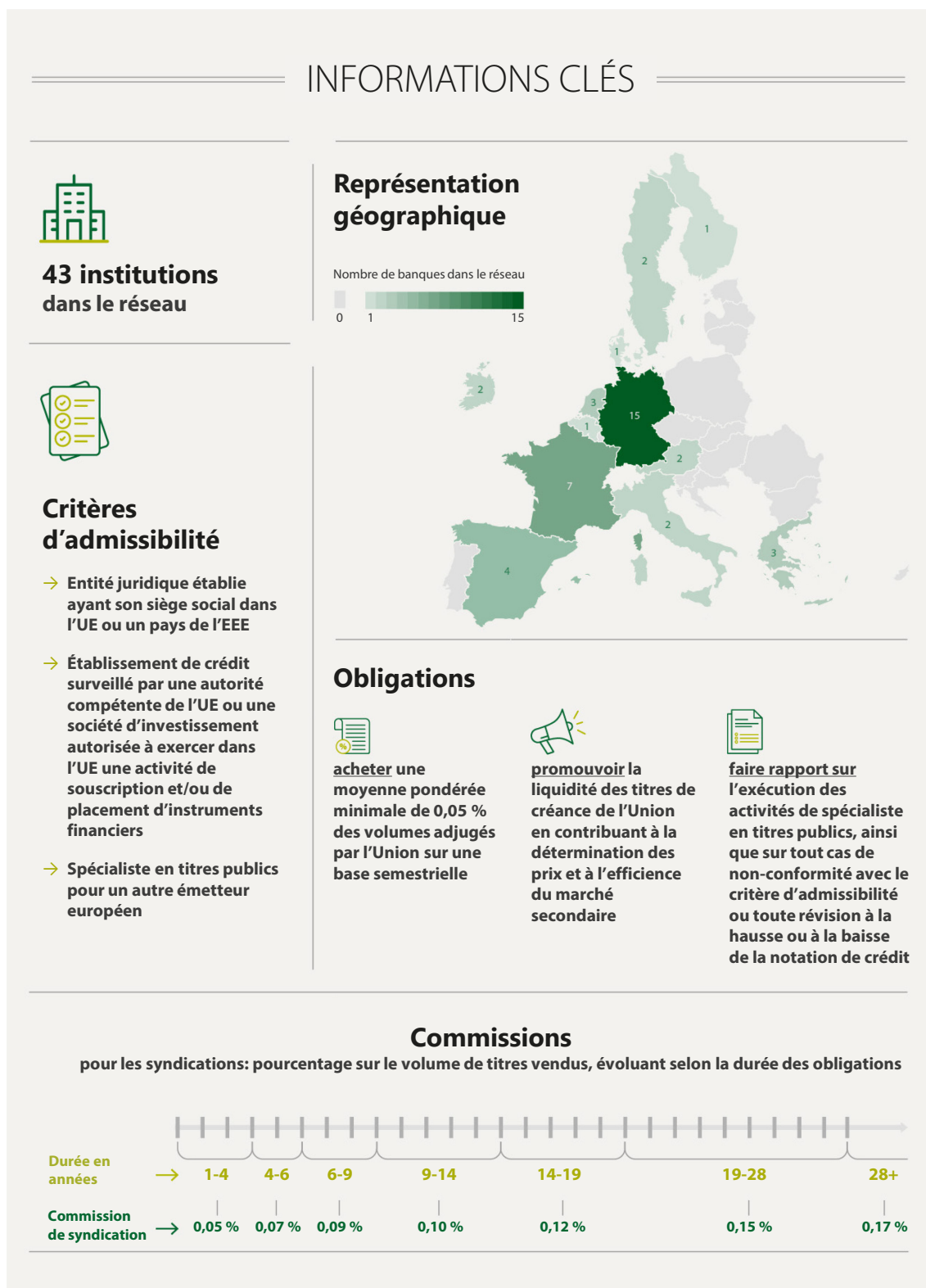
### Réseau des spécialistes en titres publics

**41** La Commission s'est dotée d'un réseau de spécialistes en titre publics pour faciliter les opérations syndiquées, les adjudications et les placements privés<sup>14</sup>. Ce réseau garantit une répartition de la dette de l'UE sur une large base d'investisseurs. À la fin du mois de juin 2022, il comptait 43 spécialistes en titres publics. Seuls ces derniers ont le droit de prendre part aux adjudications, aux syndications et aux placements privés (voir [figure 12](#)).

---

<sup>14</sup> Site internet de la Commission européenne: [How EU issuance works](#).

Figure 12 – Réseau des spécialistes en titres publics



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.



**42** La Commission a accepté toutes les candidatures à son réseau des spécialistes en titres publics. Nous avons relevé que la Commission s'est aperçue que 10 des 43 membres du réseau enregistrés à la fin de 2021 ne respectaient pas la législation de l'Union en matière de pratiques anticoncurrentielles, ce qui a entraîné la suspension de leur participation au réseau. Ces 10 acteurs financiers ont dès lors été invités à communiquer les mesures prises pour remédier à ces violations de la législation concernée. Après analyse des informations transmises, la Commission les a tous acceptés au sein du réseau des spécialistes en titres publics.

**43** Afin d'évaluer l'application des critères d'admissibilité ainsi que la transparence et l'étendue du processus de sélection, nous avons contrôlé un échantillon aléatoire de 10 des 43 candidatures de spécialistes en titres publics adressées à la Commission. Dans l'ensemble, celle-ci avait documenté la sélection des candidats de manière claire et transparente, et les institutions financières sélectionnées étaient admissibles à une participation au réseau. Quatre des 10 acteurs de notre échantillon avaient été suspendus pour violation de la législation de l'Union en matière de pratiques anticoncurrentielles. Nous avons constaté que la Commission avait recueilli suffisamment d'éléments probants pour justifier la levée de leur suspension et autoriser leur participation au réseau.

**44** Les membres du réseau de spécialistes en titres publics acceptent de se soumettre à des audits et à des vérifications des données qu'ils ont transmises à la Commission dans le cadre de leurs obligations d'information<sup>15</sup>. Jusqu'à présent, celle-ci n'a pas encore usé de son droit de faire appel à un tiers pour réaliser un audit dans ce domaine.

### **La Commission a emprunté les fonds à temps en respectant les limites réglementaires et à des coûts correspondant à sa position sur le marché**

**45** Cette section est consacrée à notre examen de la question de savoir si la Commission a élaboré et appliqué des procédures appropriées en matière de gestion de la dette afin d'emprunter les fonds requis à temps et dans le respect des exigences réglementaires. Les opérations de gestion de la dette relèvent de l'exécution

---

<sup>15</sup> Article 14 de la [décision \(UE, Euratom\) 2021/625 de la Commission](#) relative à la création du réseau des spécialistes en titres publics.

budgétaire<sup>16</sup> et doivent être conformes au principe de bonne gestion financière. C'est pourquoi nous avons également vérifié si la Commission avait évité les coûts inutiles pouvant résulter de soldes de trésorerie excessifs sur le compte en banque ouvert auprès de la BCE pour NextGenerationEU.

### **La Commission a bien communiqué ses besoins d'emprunt et respecté les principales exigences réglementaires concernant la dette liée à NextGenerationEU**

**46** Dans la stratégie de financement de NextGenerationEU, il était bien précisé que le succès de cette initiative passait inévitablement par une communication claire et ouverte avec les investisseurs et les émetteurs comparables. La Commission doit respecter les objectifs communiqués au marché, ainsi que les obligations légales et procédurales applicables à la dette contractée au titre de NextGenerationEU. Nous avons par conséquent examiné les éléments suivants:

- les analyses des besoins d'emprunt relatifs au financement de NextGenerationEU, réalisées par la Commission;
- la communication de celle-ci avec les marchés des capitaux et les parties prenantes à propos des émissions de titres de créance de l'UE;
- le respect, par la Commission, des principales obligations légales et procédurales concernant les opérations de gestion de la dette.

#### **Analyse des besoins d'emprunt**

**47** La DG BUDG procède à des analyses systémiques détaillées des besoins d'emprunt avant d'effectuer des opérations d'emprunt pour NextGenerationEU. La Commission utilise un outil informatique dédié pour communiquer sur les besoins de financement à court et à long terme. Le comité de prévision, créé au sein de la DG BUDG en mai 2021, établit des rapports mensuels sur les besoins de décaissement au titre de NextGenerationEU. Ces rapports, qui couvrent une période glissante de deux mois, servent de base aux calendriers d'emprunt mensuels.

---

<sup>16</sup> Considérant 5 de la [décision C\(2021\) 2501 de la Commission](#) relative aux règles internes spécifiques concernant la mise en œuvre des opérations d'emprunt, de gestion de la dette et de prêt.

**48** Notre analyse des deux rapports sur les besoins de décaissement au titre de NextGenerationEU adoptés en août et en décembre 2021 a permis d'établir que la grande majorité des décaissements effectués correspondaient à ce qui était initialement prévu. Le seul changement notable par rapport aux prévisions recensé dans ces rapports concernait un montant de 5,96 milliards d'euros en faveur d'un État membre. Précisons que les prévisions ont été mises à jour sur la base des nouvelles données.

**49** Nous avons constaté que les procédures de la Commission lui permettent de communiquer à l'avance ses besoins d'emprunt aux marchés des capitaux et aux parties prenantes, et de corriger les calendriers d'emprunt en temps opportun si nécessaire. En 2021 par exemple, les besoins réels de fonds pour NextGenerationEU étaient nettement inférieurs aux prévisions formulées au moment de la publication du plan de financement semestriel. Selon nous, la réponse de la Commission à l'évolution des besoins d'emprunt à la fin de 2021 était appropriée (voir [encadré 1](#)).

### Encadré 1

#### Adaptation de l'emprunt NextGenerationEU à l'évolution des besoins de financement en 2021

Le 28 octobre 2021, la DG BUDG a publié un rapport détaillant les besoins de décaissement au titre de NextGenerationEU pour les mois de novembre et de décembre 2021. Lesdits besoins y étaient de 18 milliards d'euros inférieurs aux projections initiales concernant ces deux mois.

Le lendemain, la Commission élaborait une analyse de scénarios pour les opérations restant à effectuer jusqu'à la fin de l'année. Elle a décidé de réduire le montant prévu de l'emprunt à long terme, mais de maintenir le calendrier fixé pour les adjudications à court terme.

À la même date, la DG BUDG a modifié le calendrier d'emprunt mensuel pour novembre et décembre 2021, la Commission publiant de son côté une [mise à jour de l'objectif de financement](#).

### Communication à propos des plans de financement

**50** L'une des conditions essentielles pour emprunter des fonds suffisants au moment voulu est une communication claire et en temps utile des plans de financement aux investisseurs et autres emprunteurs. Cela permet à ces derniers de préparer les fonds nécessaires pour acheter les obligations et les bons du Trésor proposés dans le cadre de NextGenerationEU. L'échange d'informations entre emprunteurs sur les plans de

financement favorise la coordination des émissions de titres de créance. À titre d'exemple, la concentration d'emprunts présentant des échéances similaires sur une même période risque d'entraîner une hausse des coûts d'emprunt et de compromettre l'exécution des opérations d'emprunt.

**51** Dans sa décision sur les ressources propres<sup>17</sup>, le Conseil a demandé à la Commission d'établir un dialogue structuré avec les services nationaux de gestion de la dette et les trésors publics nationaux en ce qui concerne ses calendriers d'émission et de remboursement. La Commission a obtempéré, notamment par l'intermédiaire du [sous-comité en charge des marchés des dettes souveraines européennes du Comité économique et financier de l'Union européenne](#) (le «sous-comité»).

**52** Dans leurs réponses à notre enquête, les services nationaux de gestion de la dette ont indiqué que, dans l'ensemble, l'échange d'informations entre la Commission et les États membres était actuellement satisfaisant en ce qui concerne les calendriers d'émission et de remboursement des titres de créance. Les répondants ont suggéré un certain nombre d'améliorations possibles, comme un plus grand partage d'informations, par la Commission, sur les échéances des titres de créance envisagés pour les adjudications et les syndications, ou encore la présentation d'un plan de financement ex ante au sous-comité. La Commission estime qu'elle doit maintenir une certaine souplesse afin de pouvoir réagir à la demande du marché. C'est la raison pour laquelle elle n'est pas en mesure de fixer longtemps à l'avance les échéances des titres de créance qui seront mis aux enchères. Elle affirme en outre qu'il n'est pas possible de soumettre le plan de financement au sous-comité avant de le communiquer au marché, étant donné qu'il contient des informations sensibles et non publiques.

**53** La Commission fixe ses limites d'emprunt annuelles dans ses décisions d'emprunt<sup>18</sup>. Une fois ces décisions adoptées, la Commission publie également des plans de financement semestriels<sup>19</sup> qui fournissent aux parties prenantes des informations plus précises sur le montant attendu des opérations de financement à long terme et sur la fréquence des émissions d'obligations et de bons du Trésor au titre de NextGenerationEU.

---

<sup>17</sup> Article 9, paragraphe 5, de la [décision \(UE, Euratom\) 2020/2053 du Conseil](#) relative au système des ressources propres de l'Union européenne.

<sup>18</sup> Site internet de la Commission européenne: [EU funding strategy, Legal Documents](#).

<sup>19</sup> Site internet de la Commission européenne: [Funding plans](#).

**54** Le [tableau 5](#) détaille les limites d'emprunt annuelles pour 2021 et 2022 et les plans semestriels relatifs au financement à long terme jusqu'à juin 2022.

**Tableau 5 – Limites et plans d'emprunt relatifs au financement à long terme**

2021		2022	
Limite annuelle	Plan de financement juin-décembre	Limite annuelle	Plan de financement janvier-juin
<b>125 milliards d'euros</b>	80 milliards d'euros*	<b>140 milliards d'euros</b>	50 milliards d'euros

*Remarque:* \* Avant la modification d'octobre 2021.

*Source:* Cour des comptes européenne, sur la base des décisions d'emprunt annuelles de la Commission pour 2021 et 2022 et des plans de financement semestriels jusqu'à juin 2022.

### **Conformité de la gestion de la dette NextGenerationEU avec les principales exigences réglementaires**

**55** Plusieurs dispositions réglementaires réduisent dans une certaine mesure la souplesse de la gestion de la dette NextGenerationEU. Elles concernent l'appétence au risque, la nécessité d'une stabilité du budget de l'UE et du marché financier, ainsi que le caractère temporaire de ce programme d'emprunt. Le [tableau 6](#) comporte des informations sur les principales limites dont la Commission a dû tenir compte lors de la planification et de la mise en œuvre des opérations d'emprunt.

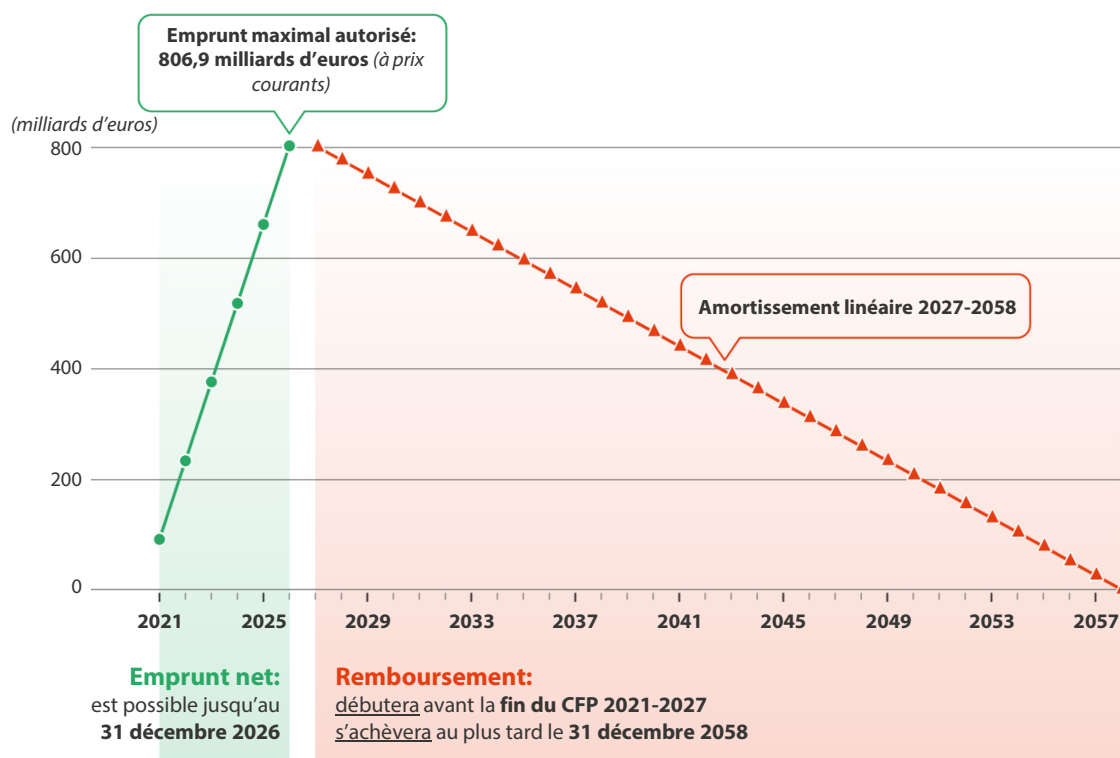
**Tableau 6 – Principales limites imposées à la gestion de la dette NextGenerationEU**

Source	Limite	Cadre temporel
Article 5 de la décision du Conseil relative aux ressources propres de l'UE	<b>807 milliards d'euros à prix courants</b> (750 milliards d'euros aux prix de 2018) – plafond de la dette totale au titre de NextGenerationEU	2021-2058
	<b>Euro</b> – la seule devise autorisée pour les opérations d'emprunt au titre de NextGenerationEU	
	<b>31 décembre 2026</b> – échéance de la nouvelle émission nette de titres de créance NextGenerationEU (après 2026, la Commission pourra continuer à emprunter pour renouveler les titres arrivant à échéance)	
	<b>31 décembre 2058</b> – échéance du remboursement de tous les titres de créance NextGenerationEU	
	Le remboursement de la dette NextGenerationEU doit être <b>constant et prévisible</b> .	
	<b>29,25 milliards d'euros (aux prix de 2018)</b> – limite annuelle de remboursement de la dette NextGenerationEU contractée pour financer les subventions à partir du budget de l'UE	
Décisions d'emprunt annuelles 2021 et 2022	<b>125 milliards d'euros (à prix courants)</b> – plafond du financement à long terme	2021
	<b>140 milliards d'euros (à prix courants)</b> – plafond du financement à long terme	2022
	<b>60 milliards d'euros (à prix courants)</b> – plafond de l'encours du financement à court terme	2021 et 2022
	<b>20 milliards d'euros (à prix courants)</b> – plafond du montant total d'une émission de dette à long terme	
	<b>17 ans</b> – échéance moyenne maximale des financements à long terme	

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des décisions du Conseil et de la Commission.

**56** La *figure 13* présente un exemple théorique d'augmentation et de diminution de la dette NextGenerationEU compte tenu des limites réglementaires. Dans la pratique, l'emprunt et le remboursement de dettes NextGenerationEU ne doivent pas suivre un schéma linéaire aussi strict.

Figure 13 – Simulation de l’encours de NextGenerationEU par année



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

**57** Nous avons constaté qu'à la fin de 2022, le portefeuille de dettes de NextGenerationEU respectait les exigences réglementaires relatives aux plafonds d'emprunt, à la devise des opérations d'emprunt et à l'échéance moyenne maximale. Les échéances et les montants des opérations d'emprunt exécutées jusqu'à la fin juin 2022 n'entravent pas le remboursement constant et prévisible de la dette NextGenerationEU jusqu'en 2058.

**58** Nous avons examiné la documentation relative à 10 opérations d'emprunt (pour un montant total de 55,5 milliards d'euros) sur les 65 lancées par la Commission jusqu'au 30 juin 2022. Notre sélection a tenu compte des montants les plus élevés et a inclus tous les types d'instruments d'emprunt utilisés pour NextGenerationEU (voir [annexe III](#)). Nous avons analysé l'application des manuels de procédure internes pour tous les types d'opérations d'emprunt. Nous avons également vérifié si les opérations d'emprunt respectaient les instructions. Nous avons constaté que la Commission appliquait correctement les procédures internes relatives à la planification et à l'exécution des syndications, des adjudications et des opérations sur le marché monétaire que nous avons analysées, ainsi qu'à l'établissement des rapports les concernant. Les 10 opérations que nous avons examinées de près respectaient les plans de financement semestriels appropriés et les instructions d'emprunt détaillées élaborées par la Commission.

## Les coûts d'emprunt correspondent aux conditions du marché et à l'objectif consistant à fournir un financement suffisant en temps utile

**59** La stratégie de financement de NextGenerationEU consiste à fournir en temps utile des fonds suffisants pour les programmes qui relèvent de cette initiative. Nous avons vérifié si l'évolution des coûts de financement de celle-ci était conforme aux conditions du marché et si les fonds avaient été obtenus à un coût comparable à celui payé par les États membres de l'UE bénéficiant d'une notation de crédit similaire. Nous avons également voulu savoir si la Commission avait évité des soldes de trésorerie excessifs ou insuffisants sur le compte bancaire de NextGenerationEU ouvert auprès de la BCE, afin d'échapper à des coûts superflus, tout en honorant ses obligations de financement dans les délais.

### Performance des opérations d'emprunt NextGenerationEU sur le plan du coût de financement

**60** La plupart des agences de notation, parmi lesquelles Fitch, Moody's, Scope et DBRS EU, attribuent la note la plus élevée à la dette de l'UE, en l'occurrence AAA, Aaa, AAA et AAA (perspective stable) respectivement. Depuis mai 2022, la dette de l'UE est notée AA+ (perspective stable) chez S&P Global Ratings<sup>20</sup>. Bien que la notation de crédit ne soit pas le seul facteur influant sur le coût de financement, elle permet à la Commission d'emprunter sur les marchés des capitaux à un coût inférieur à celui appliqué à la plupart des États membres de l'UE.

**61** Depuis début 2022, la hausse des taux de rendement et la volatilité des cours ont eu une incidence sur l'ensemble des obligations et des titres dans l'UE, notamment sur les obligations des grands émetteurs souverains de l'Union et sur la dette de NextGenerationEU. Cette dégradation était le corollaire du pic d'incertitude lié aux conflits géopolitiques. Il faut y ajouter le resserrement de la politique monétaire des banques centrales des économies avancées, qui s'est traduit par la fin progressive des politiques d'assouplissement quantitatif et par une augmentation des taux directeurs à court terme en réaction à la pression inflationniste croissante au niveau mondial.

**62** En 2022, les taux de rendement des obligations NextGenerationEU à l'émission étaient supérieurs à ceux de 2021. Dans le cas des syndications d'obligations NextGenerationEU effectuées entre juin et décembre 2021, le taux de rendement pondéré à l'émission était de 0,16 %, alors que pour celles réalisées entre janvier et juin 2022, ce taux a atteint 1,36 %, soit 1,2 point de pourcentage de plus qu'en 2021.

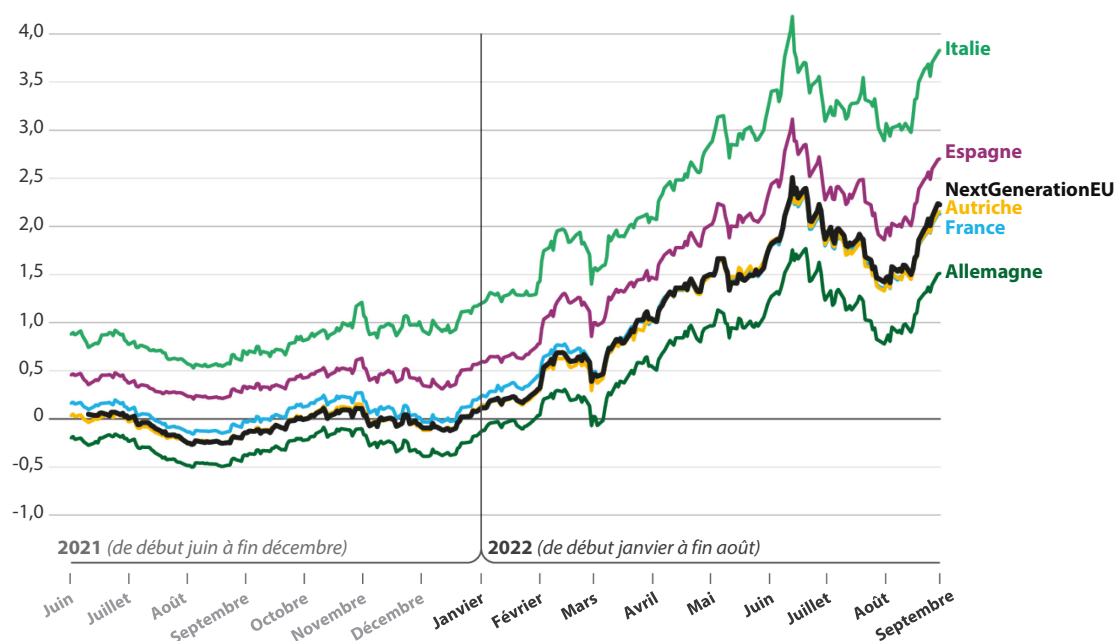
---

<sup>20</sup> Site internet de la Commission européenne: [EU credit strength](#).



**63** Depuis le lancement de l’initiative de financement NextGenerationEU, les taux de rendement des obligations NextGenerationEU – inhérents à leurs cours – ont été constamment proches de ceux des instruments de dette souveraine émis par la France et l’Autriche (voir *figure 14* pour une comparaison des rendements des obligations à 10 ans). L’évolution des rendements des obligations NextGenerationEU a été comparable à celle des rendements des obligations des États membres ayant une notation de crédit similaire. Nous avons observé que l’écart moyen entre les rendements des obligations de référence à 10 ans émises par l’Allemagne et ceux des obligations NextGenerationEU était de 0,24 point de pourcentage (soit 24 points de base) au cours de la période allant de juin à décembre 2021 et de 0,45 point de pourcentage (soit 45 points de base) pour la période de janvier à juin 2022.

**Figure 14 – Taux de rendement des obligations à 10 ans des grands émetteurs de l’UE**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données fournies par un expert externe.

**64** Les taux de rendement des obligations NextGenerationEU à l’émission reflétaient le statut de nouvel emprunteur de premier plan de la Commission. Par ailleurs, ils traduisent aussi la volonté de la Commission de s’assurer un niveau de participation élevé de la part des investisseurs lors du lancement d’emprunts ainsi que la disponibilité des fonds au moment requis.

## Gestion des liquidités

**65** Notre analyse des opérations d'emprunt et de la gestion des liquidités confirme que les procédures suivies garantissent la souplesse nécessaire dans l'utilisation des différentes méthodes d'emprunt et dans le choix du meilleur moment pour emprunter. Parmi les méthodes en question, citons les syndications d'obligations, les adjudications d'obligations et de bons du Trésor, ainsi que les opérations sur le marché monétaire. La Commission peut éviter les conditions de marché temporairement défavorables pour l'emprunt en puisant dans ses réserves ou en conservant des liquidités sur le compte NextGenerationEU ouvert auprès de la BCE, le cas échéant.

**66** La gestion des liquidités peut perdre en efficacité par exemple en cas de retard dans la réception d'une demande de paiement d'un État membre ou si la Commission rencontre des difficultés dans l'examen de certains jalons et cibles conditionnant le versement de fonds au titre de la FRR<sup>21</sup>. Au 30 juin 2022, 21 États membres avaient reçu des subventions et des prêts au titre de la FRR, y compris des préfinancements. Les six pays qui n'y avaient pas encore eu recours étaient la Bulgarie, l'Irlande, la Hongrie, les Pays-Bas, la Pologne et la Suède<sup>22</sup>.

**67** Nous avons constaté qu'à la fin du mois de juin 2022, le délai de paiement moyen pour l'ensemble des subventions et des prêts accordés au titre de la FRR avoisinait cinq jours ouvrés une fois que la Commission avait confirmé que toutes les exigences étaient satisfaites. C'est nettement moins que les seuils fixés dans la réglementation applicable (deux mois pour le versement des préfinancements<sup>23</sup> et 30 jours civils pour les paiements liés aux jalons et aux cibles<sup>24</sup>). Notre analyse confirme que la Commission a procédé aux décaissements des fonds relevant de la FRR en temps utile.

---

<sup>21</sup> [Rapport spécial 21/2022](#) intitulé «Évaluation des plans nationaux pour la reprise et la résilience par la Commission», point 82.

<sup>22</sup> Rapport semestriel sur l'exécution des opérations de financement au titre de NextGenerationEU (1<sup>er</sup> janvier 2022-30 juin 2022), [COM\(2022\) 335](#), p. 3.

<sup>23</sup> Article 13, paragraphe 1, du [règlement \(UE\) 2021/241](#) établissant la FRR.

<sup>24</sup> Article 24, paragraphe 7, du [règlement \(UE\) 2021/241](#) établissant la FRR, en liaison avec l'article 116, paragraphes 1 et 2, du [règlement \(UE, Euratom\) 2018/1046](#) relatif aux règles financières applicables au budget général de l'Union.

**68** Les orientations internes de la Commission soulignent que l'objectif primordial de la gestion des liquidités est de veiller à ce que les sommes conservées sur le compte bancaire de NextGenerationEU soient suffisantes pour couvrir tous les futurs besoins de décaissement et pour maintenir un certain coussin de sécurité sans présenter pour autant des soldes excessifs. Pour atteindre cet objectif, la Commission a mis en œuvre une politique de gestion des liquidités qui respecte les limites présentées au [tableau 7](#).

**Tableau 7 – Limites de liquidité**

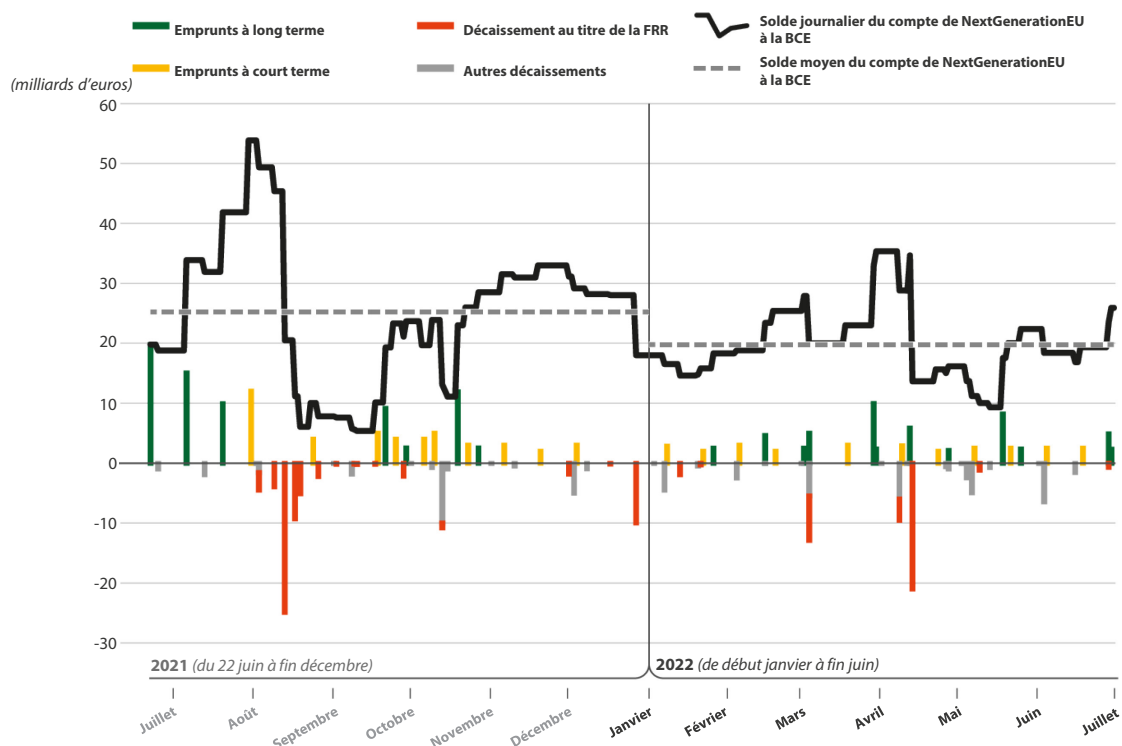
Limites	Valeurs	Détails
<b>Solde d'argent frais</b>	≥ 0	Chaque jour ouvré, le compte de NextGenerationEU à la BCE doit présenter un solde d'argent frais égal ou supérieur à la réserve prudentielle de trésorerie, qui correspond au total des paiements à effectuer par l'intermédiaire dudit compte au cours des 10 jours ouvrés suivants.
<b>Solde d'argent frais minimal</b>	0,1 milliard d'euros	La Commission a également fixé une réserve minimale de 0,1 milliard d'euros en sus de la réserve de trésorerie prudentielle: ce coussin supplémentaire doit être disponible chaque jour ouvré afin de pouvoir faire face à des dépenses imprévues.
<b>Limite supérieure (plafond) de la liquidité moyenne</b>	30 milliards d'euros	Ce paramètre concerne la période semestrielle de chaque plan de financement. Il tient compte de la liquidité moyenne passée et attendue disponible sur le compte de NextGenerationEU à la BCE au cours de cette période semestrielle.

Source: Cour des comptes européenne, sur la base du manuel de la Commission relatif aux prévisions et à la gestion des liquidités.

**69** La Commission établit des rapports hebdomadaires qu'elle consacre à la liquidité du compte de NextGenerationEU à la BCE et dans lesquels elle met en évidence tout risque de non-respect des limites fixées. Si un tel manquement se produit, elle peut différer les décaissements planifiés pour les programmes NextGenerationEU ou réduire les volumes prévus pour les futures opérations d'emprunt.

**70** Nous avons examiné l'ensemble des rapports hebdomadaires de suivi de la liquidité rédigés entre juin 2021 et juin 2022. Nous avons constaté que pendant toute cette période, la Commission avait respecté les trois limites imposées dans la gestion des liquidités. Sur la base des soldes journaliers du compte de NextGenerationEU à la BCE, le solde de trésorerie moyen réel était de 25 milliards d'euros en 2021 et de 20 milliards d'euros au premier semestre de 2022 (voir [figure 15](#)). Nous avons relevé que les limites de liquidité sont restées inchangées au cours de cette période.

**Figure 15 – Soldes de trésorerie journaliers et moyens, produit des emprunts et décaissement des fonds relatifs au compte de NextGenerationEU à la BCE**



Source: Cour des comptes européenne, sur la base des relevés du compte bancaire de NextGenerationEU à la BCE et de documents de la Commission.

**71** De juin à août 2021, le solde de trésorerie sur le compte de NextGenerationEU à la BCE a été anormalement volatil. La cause en était le décaissement de préfinancements au titre de la FRR sous la forme d'un important montant forfaitaire. De juin 2021 à juin 2022, les soldes de trésorerie du compte de NextGenerationEU à la BCE supérieurs à 20 milliards d'euros se sont vu appliquer des taux créditeurs négatifs. En 2021 par exemple, ce taux était de - 0,50 % et la BCE a réclamé 21,1 millions d'euros de frais au titre de ces intérêts négatifs.

**72** Selon la méthode de répartition des coûts de la Commission<sup>25</sup>, le coût de la gestion des liquidités correspond à la différence entre l'intérêt rapporté par le compte bancaire de NextGenerationEU à la BCE et le rendement payé sur les instruments à court terme utilisés pour financer les réserves de liquidités. Notre analyse de la gestion des liquidités en 2021 a montré que les instruments de dette à court terme, utilisés

<sup>25</sup> [Décision d'exécution \(UE\) 2021/1095 de la Commission](#) établissant la méthode de répartition des coûts liés aux opérations d'emprunt et de gestion de la dette dans le cadre de NextGenerationEU.

pour financer les réserves de liquidités, avaient un rendement négatif et que, au lieu d'entraîner un coût sous la forme d'intérêts à payer, ils ont produit des recettes pour l'UE. Par conséquent, le coût de la gestion des liquidités a été négatif. En d'autres termes, il a valu un excédent à la Commission, qui l'a réparti entre le budget de l'UE (11 millions d'euros) et les États membres (3,6 millions d'euros), proportionnellement à l'utilisation de l'ensemble des montants empruntés pour financer les subventions et les prêts.

## **La Commission n'a pas vraiment mesuré sa performance dans la gestion de NextGenerationEU et n'en a que trop peu rendu compte dans ses rapports**

**73** Dans cette section, nous nous concentrons sur les objectifs de performance en matière de gestion de la dette NextGenerationEU ainsi que sur la communication d'informations la concernant. Nous avons également examiné comment la Commission documentait les compromis entre le coût et le risque dans les opérations d'emprunt analysées, car il s'agit d'un élément important pour la mesure de la performance.

### **Les objectifs en matière de gestion de la dette ne sont pas clairement définis, ce qui limite la communication sur la performance**

**74** D'après la bonne pratique internationalement reconnue du FMI<sup>26</sup> et de la Banque mondiale<sup>27</sup>, une stratégie de gestion de la dette publique est un plan qui rend opérationnels les objectifs dans ce domaine. L'article 5, paragraphe 3, de la décision sur les ressources propres<sup>28</sup> dispose que la Commission est tenue d'informer régulièrement et de manière exhaustive le Parlement européen et le Conseil sur tous les aspects de sa stratégie de gestion de la dette. Nous avons examiné si la Commission avait clairement fixé ses objectifs en matière de gestion de la dette dans la stratégie y afférente et si elle avait adressé régulièrement des rapports sur leur réalisation à l'autorité budgétaire de l'UE.

---

<sup>26</sup> Document d'orientation du Fonds monétaire international, *Revised Guidelines for Public Debt Management*, 2014.

<sup>27</sup> Banque mondiale, *Government Debt Management: Designing Debt Management Strategies*, 2017.

<sup>28</sup> Décision (UE, Euratom) 2020/2053 du Conseil relative au système des ressources propres de l'Union européenne.

## Objectifs en matière de gestion de la dette et rapports sur leur réalisation

**75** Dans sa stratégie de gestion de la dette, la Commission ne décrit pas clairement ses objectifs en la matière ni la manière dont elle compte s’y prendre pour les atteindre, bien qu’il s’agisse là d’une bonne pratique reconnue au niveau international. La stratégie de financement de NextGenerationEU met l’accent sur les méthodes et instruments de financement permettant de lever de 150 à 200 milliards d’euros par an pour les prêts et subventions relevant de l’initiative jusqu’à la fin de 2026.

**76** La Commission estime qu’elle tient compte des principaux objectifs largement admis en matière de gestion de la dette lorsqu’elle lance ses opérations d’emprunt au titre de NextGenerationEU, à savoir l’emprunt en temps utile des fonds requis et la réduction maximale des coûts d’emprunt, avec maintien du risque à long terme à un niveau prudent. Elle cite en outre d’autres objectifs importants à propos de la gestion de la dette NextGenerationEU: le maintien d’une large base d’investisseurs, la promotion des obligations vertes, la conservation de notations de crédit élevées, la réduction maximale du risque de contrepartie et la mise en place de processus adéquats pour faire face aux événements imprévus (les turbulences du marché, par exemple).

**77** Aucun de ces objectifs ne figure toutefois explicitement dans la stratégie de financement de NextGenerationEU, même si nous y avons trouvé, disséminés, des renvois aux principes pertinents de gestion de la dette. La Commission n’a pas non plus précisé les indicateurs qu’elle utilise pour faire rapport sur la réalisation des objectifs de performance spécifiques. Selon nous, des informations générales ne permettent pas à la Commission de rendre dûment compte de la réalisation de ces objectifs.

**78** La Commission établit divers rapports qui présentent une vue d’ensemble et couvrent différents types de programmes d’emprunts, de passifs et de gestion de trésorerie (voir [annexe IV](#)). Cependant, ces documents ne contiennent pas d’informations exhaustives sur la réalisation des objectifs de gestion de la dette en lien avec le financement de NextGenerationEU. Ainsi, les rapports semestriels relatifs aux opérations d’emprunt lancées au titre de l’initiative indiquent les coûts d’emprunt ainsi que la taille et la composition de la base d’investisseurs, mais ne comportent pas suffisamment d’informations sur la performance, notamment en ce qui concerne:

- la réduction maximale des coûts d’emprunt à moyen et à long terme, avec le maintien des caractéristiques de risque prudentiel dans la gestion de la dette;
- la nécessité d’éviter une concentration des opérations d’emprunt de l’UE dans les mains d’un petit groupe de spécialistes en titres public ou d’investisseurs finals.

**79** Dans son [rapport d'octobre 2021](#) sur la révision du règlement financier, le Parlement européen a demandé la révision des obligations de communication d'informations sur la stratégie de la Commission en matière de gestion de la dette. Il a invoqué l'augmentation de la complexité et des risques que comportent les opérations d'emprunt et de prêt pour le budget de l'Union. Le 16 mai 2022, la Commission a proposé une [refonte du règlement financier](#), notamment de son article 52, paragraphe 1, point d) iii), qui dispose que le projet de budget devra comporter «une vue d'ensemble complète des opérations d'emprunt et de prêt». Cette proposition ne dit toutefois pas clairement que la Commission doit faire rapport sur la réalisation des objectifs en matière de gestion de la dette. Nous avons également fait état de ce problème dans notre avis sur la proposition de la Commission concernant la modification de l'article 52 du règlement financier<sup>29</sup>.

**80** En application de l'article 12 de sa décision d'exécution de décembre 2022 relative aux modalités concernant la stratégie de financement diversifiée<sup>30</sup>, la Commission est tenue d'établir «deux fois par an un rapport sur tous les aspects de sa stratégie d'emprunt et de gestion de la dette». L'obligation énoncée dans cet article ne va pas jusqu'à exiger clairement que l'autorité budgétaire de l'UE soit informée de la réalisation des objectifs fixés pour la gestion de la dette.

### **Rapports sur les obligations vertes de NextGenerationEU**

**81** Selon la stratégie de financement de NextGenerationEU, les obligations vertes émises dans le cadre de cette initiative élargiront encore la base d'investisseurs et renforceront le rôle de premier plan de l'UE au niveau mondial dans le domaine de la finance verte sur le marché libellé en euros. La Commission ambitionne de financer 30 % de NextGenerationEU au moyen d'obligations vertes. Le produit de ces obligations fournira des fonds pour financer les contributions des États membres à la transition verte dans le cadre de leurs plans pour la reprise et la résilience, et notamment des jalons et des cibles à atteindre en lien avec le climat.

---

<sup>29</sup> [Avis 06/2022](#) sur la proposition concernant le règlement relatif aux règles financières applicables au budget général de l'Union, p. 12 et 13.

<sup>30</sup> [Décision d'exécution \(UE, Euratom\) 2022/2544 de la Commission](#).

**82** Selon la Commission, le cadre des obligations vertes de NextGenerationEU<sup>31</sup> tiendra compte de la future norme de l'UE en matière d'obligations vertes<sup>32</sup> chaque fois que cela sera possible. La principale exigence de cette norme est que le produit des obligations vertes soit intégralement affecté à des dépenses respectant le système de classification de l'UE en matière de durabilité (la «taxinomie de l'UE»)<sup>33</sup>.

**83** La Commission a déclaré qu'elle vérifie si le produit des obligations vertes de NextGenerationEU finance bien la transition écologique. À cette fin, les États membres ont accepté de déclarer le montant réel des dépenses en rapport avec les réformes et les investissements assortis d'un coefficient climatique positif lorsqu'ils adressent une demande de paiement au titre de la FRR. La fiabilité et l'exactitude de cette déclaration dépendent principalement des autorités des États membres et de leurs systèmes de contrôle. À l'heure actuelle, les pièces justificatives des dépenses financées au moyen des obligations vertes de NextGenerationEU ne sont pas soumises à des contrôles par la Commission.

**84** Nous avons constaté que, dans certains cas (par exemple la rénovation énergétique de bâtiments), les réformes et les investissements doivent satisfaire à certains des critères d'examen technique de la taxinomie de l'UE pour obtenir un coefficient climatique de 100 %. Toutefois, pour le calcul de la contribution à la transition verte, la Commission a également tenu compte d'activités qui ne respectent aucun des critères de la taxinomie de l'UE<sup>34</sup>. En d'autres termes, une partie du produit tiré des obligations vertes de NextGenerationEU ne sera pas utilisée conformément aux critères de la taxinomie de l'UE ou à la future norme de l'UE en matière d'obligations vertes.

---

<sup>31</sup> Communication de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur une nouvelle stratégie de financement en vue du financement de NextGenerationEU (COM(2021) 250), p. 9.

<sup>32</sup> Site internet de la Commission européenne: [Commission proposal for a European green bond standard](#).

<sup>33</sup> Site internet de la Commission européenne: [EU taxonomy for sustainable activities](#).

<sup>34</sup> [Rapport spécial 22/2021](#) intitulé «Finance durable: l'UE doit agir de façon plus cohérente pour réorienter les financements vers les investissements durables», points 80 et 90.



**85** À la fin du mois de mars 2022, la Commission a lancé le [tableau de bord des obligations vertes de NextGenerationEU](#). Ce tableau de bord comporte des informations actualisées sur la répartition du produit des obligations vertes de NextGenerationEU entre les États membres, les catégories de dépenses et les domaines d'intervention de la FRR. En décembre 2022, la Commission a publié son premier [rapport annuel sur l'affectation des obligations vertes de NextGenerationEU](#). Ce rapport contient des informations détaillées sur le degré de conformité avec la taxinomie de l'UE pour les réformes et investissements réalisés dans le cadre de la FRR, inclus dans le «pool» de dépenses admissibles au titre des obligations vertes de NextGenerationEU. Aucun de ces outils d'information ne donne d'indications sur le montant réel des dépenses financées au moyen des obligations vertes de NextGenerationEU et considérées par la Commission comme conformes à la taxinomie de l'UE.

### **Les analyses de la Commission sous-tendant les décisions relatives au prix et à l'échéance des obligations n'étaient pas systématiquement documentées**

**86** La gestion de la dette requiert une évaluation du compromis entre le coût et le risque, étant donné qu'un coût inférieur va généralement de pair avec un risque supérieur. C'est pourquoi les arbitrages ont une incidence directe sur la performance pour ce qui est des coûts d'emprunt. Nous avons examiné si les décisions de la Commission en matière de prix des obligations syndiquées étaient étayées par une documentation solide des compromis relatifs aux coûts et aux risques. Il s'agit en particulier des risques de liquidité, de marché, de financement, de crédit, de contrepartie et opérationnel relatifs à la gestion de la dette (voir [annexe II](#)). Une telle documentation entre dans le cadre de l'obligation de rendre compte et permet de suivre la logique sous-tendant les décisions de tarification qui ont des conséquences à long terme.

**87** Les marchés financiers, y compris le marché secondaire des obligations de l'UE et les activités des émetteurs comparables et souverains de titres de créance, font l'objet d'un suivi et d'une documentation hebdomadaire par la DG BUDG. Pour obtenir des informations sur la tarification des obligations et sur les meilleures possibilités d'emprunt en fonction du moment, du volume et de l'échéance, la Commission a utilisé les informations en retour ainsi que les recommandations des membres du réseau des spécialistes en titres publics. Selon elle, ces informations sont complétées par ses propres études de marché.

**88** La Commission et les spécialistes en titres publics concernés conviennent oralement – lors de conférences téléphoniques dédiées – du prix des obligations émises dans le cadre de syndications. Ce prix fait l’objet d’une décision fondée sur une appréciation et résultant de l’analyse de la situation sur le marché des capitaux, des compromis acceptables et des négociations entre la Commission et ses spécialistes en titres publics. En ce qui concerne les opérations syndiquées figurant dans notre échantillon (voir point **58**), nous avons relevé que la Commission n’avait systématiquement documenté ni ses propres études de marché détaillées ni ses analyses des prix expliquant le raisonnement suivi pour les décisions en matière de tarification. Nous avons posé le même constat pour les analyses des compromis entre les échéances et les coûts des différentes obligations lors de la planification des futures émissions obligataires.

## Conclusions et recommandations

**89** Notre conclusion générale est que la Commission a rapidement mis au point un système de gestion de la dette qui a permis de fournir en temps utile les fonds nécessaires à NextGenerationEU. À cet égard, nous estimons qu'au cours de la première année, les coûts d'emprunt correspondaient à la position de la Commission sur le marché. Celle-ci a également satisfait à toutes les principales exigences réglementaires en matière de portefeuille de dettes et de gestion des risques. Nous avons cependant constaté que les capacités rapidement établies pour la gestion de la dette NextGenerationEU ne sont pas totalement conformes aux bonnes pratiques. Nous concluons également que la Commission ne prête pas une attention suffisante à la définition d'objectifs stratégiques clairs ni à la mesure de sa performance en matière de gestion de la dette et à la communication d'informations la concernant.

**90** En quelques mois, la Commission a établi de nouvelles modalités organisationnelles et mis en place un réseau approprié de prestataires de services externes pour lancer les activités d'emprunt au titre de NextGenerationEU. Étant donné qu'il était urgent de développer les capacités mais que l'effectif était limité, aucun *middle office* distinct n'a été créé. Généralement, ce dernier a pour mission d'assurer, entre autres, le suivi de la performance du *front office* par rapport à des objectifs stratégiques et à des données de référence. Actuellement, certaines fonctions du *middle office*, comme l'élaboration d'une stratégie de gestion de la dette, sont prises en charge par le *front office* lui-même. De ce fait, la performance des gestionnaires de la dette au sein du *front office* ne fait pas l'objet d'un suivi permanent. Si le directeur des risques pouvait critiquer et suivre la performance du *front office*, son équipe ne disposait que d'une capacité limitée pour des travaux de ce type. Voir points [22](#) à [26](#), [31](#) et [32](#), ainsi que [37](#) à [44](#).

## Recommandation n° 1 – Mettre en place un *middle office* distinct

---

Compte tenu de l'ampleur, de la complexité et de l'importance accrue des activités de gestion de la dette, la Commission devrait établir un *middle office* distinct afin d'améliorer ses capacités en matière d'analyse, d'évaluation des risques et d'établissement de rapports. Ce *middle office* serait chargé, par exemple, de surveiller l'application des compromis intervenus dans le cadre de la gestion de la dette et d'en faire rapport, ou encore d'évaluer la performance des gestionnaires de la dette du *front office* à l'aune des objectifs stratégiques.

**Quand? D'ici à la mi-2024.**

**91** La Commission s'est dotée d'un cadre de gestion des risques pour les activités de gestion de la dette liée à NextGenerationEU. Ce cadre comprend la toute nouvelle fonction de «directeur des risques». Nous estimons que l'équipe de ce dernier a réalisé un important travail d'évaluation des risques au cours de la période examinée. Toutefois, le fait que le directeur des risques soit aussi directeur général adjoint de la DG BUDG n'est pas une bonne chose, parce qu'il peut être amené à la fois à exécuter des tâches en lien avec les risques et à mener des activités de gestion opérationnelle au sein de la DG BUDG, avec, pour corollaire, une surveillance des risques potentiellement moins efficace. Il n'existe pas de description claire des responsabilités de directeur général adjoint. Tous ces éléments mis ensemble font que le directeur des risques pourrait ne pas être en mesure de remplir correctement ses obligations en matière d'évaluation des risques et d'établissement des rapports y afférents. Voir points [27](#) à [32](#).

**92** En décembre 2022, la Commission a étendu le mandat du directeur des risques afin d'englober l'ensemble des programmes d'emprunts relevant de la stratégie de financement diversifiée et des financements adossés. Les informations relatives à l'exposition au risque en lien avec la dette de l'UE et fournies aux organes de décision seront ainsi plus complètes. Voir point [33](#).

## Recommandation n° 2 – Renforcer le rôle du directeur des risques

---

Afin de garantir que le directeur des risques remplisse son mandat de manière indépendante, efficace et efficiente, la Commission devrait:

- a) rédiger une charte expliquant les activités de gestion opérationnelle relevant de la responsabilité du directeur des risques en tant que directeur général adjoint;
- b) renforcer la capacité de l'équipe du directeur des risques afin qu'elle puisse assurer ses missions, notamment en prévoyant des suppléants.

**Quand? D'ici à fin 2023.**

**93** Malgré des conditions difficiles, la Commission a mis en place une équipe centrale possédant les compétences et l'expérience requises, mais elle est très tributaire d'agents temporaires pour gérer ses opérations de dette. Cette situation représente un risque pour la continuité des activités et pourrait, à long terme, nuire à la qualité et à l'efficacité des opérations de gestion de la dette. Voir points [34](#) à [36](#).

## Recommandation n° 3 – Mettre en œuvre une stratégie pour les agents chargés de gérer la dette

---

Compte tenu de la complexité et de l'importance des activités de gestion de la dette ainsi que du besoin d'attirer et de conserver du personnel compétent, la Commission devrait mettre en œuvre une stratégie appropriée pour les agents chargés de gérer la dette.

**Quand? D'ici à fin 2023.**

**94** La Commission a structuré sa communication à l'intention du marché et des parties prenantes afin d'offrir un bon niveau de prévisibilité de l'initiative de financement NextGenerationEU et de garantir une confiance élevée dans la dette de l'UE de la part des acteurs du marché. Nous avons constaté que la Commission avait adapté ses plans de financement et ses opérations d'emprunt à l'évolution des besoins d'emprunt réels pour NextGenerationEU. Voir points [46](#) à [54](#).

**95** Durant la période couverte par notre audit, le portefeuille de dettes de NextGenerationEU a respecté les exigences réglementaires relatives aux plafonds d'emprunt, à la devise des opérations d'emprunt et à l'échéance moyenne maximale. L'évolution des rendements des obligations NextGenerationEU a été comparable à celle des rendements des obligations des États membres ayant une notation de crédit similaire. La Commission a également fait preuve d'efficacité dans la gestion des liquidités du compte bancaire de NextGenerationEU ouvert auprès de la Banque centrale européenne. Au cours de la période examinée, les soldes de trésorerie moyens ont diminué sur le compte en question et les limites de liquidité sont restées inchangées. Voir points **55** à **72**.

**96** La Commission est juridiquement tenue d'informer de manière régulière et exhaustive l'autorité budgétaire de l'UE sur tous les aspects de sa stratégie de gestion de la dette. Nous avons toutefois constaté que la stratégie de financement de NextGenerationEU ne fixe pas clairement les objectifs en matière de gestion de la dette ni les indicateurs correspondants. Ni la législation applicable ni la stratégie de financement de la Commission n'obligent explicitement celle-ci à faire rapport sur sa performance en matière de gestion de la dette. La Commission n'établit pas non plus de rapport sur la part du produit des obligations vertes de NextGenerationEU réellement dépensée en conformité avec le système de classification de l'UE en matière de durabilité (la taxinomie de l'UE). De ce fait, la Commission n'est essentiellement responsable que de la fourniture en temps opportun de fonds d'un montant suffisant pour financer NextGenerationEU. L'obligation de rendre compte des autres objectifs en matière de gestion de la dette contractée au titre de NextGenerationEU reste peu claire. Voir points **75** à **85**.

## Recommandation n° 4 – Formuler des objectifs clairs pour la gestion de la dette et faire rapport sur leur réalisation

---

Pour renforcer l'obligation de rendre compte de sa gestion de la dette et en améliorer la transparence, la Commission devrait:

- a) adopter une stratégie de gestion de la dette englobant tous les instruments d'emprunt, avec une déclaration claire des objectifs en la matière, assortis des indicateurs pertinents, et faire rapport à intervalles réguliers sur la réalisation desdits objectifs;
- b) publier régulièrement des informations sur la part du produit des obligations vertes de NextGenerationEU réellement dépensée en conformité avec la taxinomie de l'UE.

**Quand? D'ici à fin 2023.**

**97** La Commission et les spécialistes en titres publics concernés conviennent oralement – lors de conférences téléphoniques dédiées – du prix des obligations émises dans le cadre de syndications. Ce prix est le résultat d'une décision fondée sur une appréciation qui s'appuie elle-même sur l'analyse de la situation sur le marché des capitaux, des compromis acceptables et des négociations entre la Commission et ses spécialistes en titres publics. La Commission n'a pas systématiquement documenté les analyses qui ont servi de base aux décisions concernant le prix et l'échéance des obligations syndiquées. Voir points [86](#) à [88](#).

## Recommandation n° 5 – Documenter systématiquement les décisions de tarification

---

Afin de renforcer son obligation de rendre compte et d'améliorer la piste d'audit de ses décisions de tarification relatives aux syndications d'obligations de l'UE, la Commission devrait documenter clairement, à des fins internes, les analyses et les processus décisionnels qui ont conduit à la fixation du prix final.

**Quand? D'ici à septembre 2023.**

Le présent rapport a été adopté par la Cour des comptes à Luxembourg en sa réunion du 11 mai 2023.





*Par la Cour des comptes*

Tony Murphy  
*Président*



# Annexes

## Annexe I – Principaux rôles et responsabilités dans la gestion de la dette à la Commission

	<p><b>Front office</b> (assurant aussi certaines fonctions de <i>middle office</i>)</p>	<p><b>Unité BUDG E.3 — Opérations d’emprunt et de prêt</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>→ organise l’émission des titres de créance et le prêt du produit des emprunts destiné aux programmes d’assistance financière de l’UE;</li> <li>→ développe et met en œuvre une stratégie de gestion de la dette, y compris les émissions, l’administration des prêts et la révision des calendriers de remboursement;</li> <li>→ gère la communication avec les parties prenantes, telles que les agences de notation, les banques d’investissement, les institutions homologues et les services nationaux de gestion de la dette.</li> </ul> <p><b>Effectif: 15 ETP</b></p>
	<p><b>Back office</b></p>	<p><b>Unité BUDG E.2 — Comptabilité et reporting back office</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>→ s’occupe de la comptabilité relative aux prêts et aux emprunts, ainsi qu’aux différents portefeuilles d’actifs;</li> <li>→ effectue les tâches de règlement, de traitement des paiements, de rapprochement des opérations et de reporting final.</li> </ul> <p><b>Effectif: 8,7 ETP</b></p>
	<p><b>Service juridique</b></p>	<p><b>Unité BUDG E.4 — Coordination juridique et politique</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>→ fournit l’assistance juridique au <i>front office</i>, au <i>back office</i> et à l’équipe du directeur des risques.</li> </ul> <p><b>Effectif: 4,1 ETP</b></p>
	<p><b>Directeur des risques et son équipe</b></p>	<p><b>Équipe du directeur des risques</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>→ élabore la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité en veillant à traiter les principaux risques liés à l’exécution des opérations au titre de NextGenerationEU et menaçant les intérêts financiers de l’UE, et en supervise la mise en œuvre;</li> <li>→ établit les normes d’identification, d’évaluation et de quantification des risques, veille à leur respect et élabore des lignes directrices ainsi que des politiques et des procédures internes en matière de risque;</li> <li>→ rend régulièrement compte des risques importants et de la conformité aux règles et procédures (au membre du collège chargé du budget, au comité de gestion des risques et de la conformité, au directeur général de la direction générale du budget et au comptable);</li> <li>→ informe régulièrement les personnes chargées de l’exécution opérationnelle de la stratégie de financement diversifiée au sujet des risques et des limites;</li> <li>→ rend compte une fois par an de la mise en œuvre de la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité.</li> </ul> <p><b>Effectif: 2,5 ETP</b></p>

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

## Annexe II – Types de risques relatifs à la gestion de la dette

Risque	Description
<b>Risque de liquidité</b>	Risque que la Commission ne soit pas en mesure de lever les fonds au moment requis et à des conditions de marché avantageuses.
<b>Risque pour la viabilité budgétaire</b>	Risque que le montant total des paiements des intérêts et du principal au cours d'une année donnée dépasse les crédits disponibles au niveau de la ligne budgétaire de l'instrument de l'Union européenne pour la relance dans la section du budget annuel adopté relative à la Commission. Ce risque englobe également celui de voir les passifs liés aux opérations effectuées au titre de NextGenerationEU (y compris les passifs éventuels résultant des prêts accordés aux États membres), excéder la capacité financière de l'Union.
<b>Risque de marché</b>	Risque de taux d'intérêt concernant les futures activités de financement par émission de nouvelles obligations ou renouvellement de titres de créance arrivant à échéance dans le cadre de la stratégie de financement diversifiée.
<b>Risque de crédit</b>	Risque de pertes lié à l'exposition à des contreparties et à des émetteurs/emprunteurs rencontrant des difficultés à remplir leurs obligations. Il se décline lui-même en différents risques.
a) Risque de prêt	Risque de déficit de liquidités dû au fait qu'un État membre ayant bénéficié de prêts au titre de la FRR ne puisse honorer ses obligations financières initiales à l'égard de l'UE.
b) Risque de contrepartie	Risque qu'une ou plusieurs parties à une opération financière se retrouvent en défaut de paiement ou ne soient pas en mesure d'honorer leurs obligations.
c) Risque de règlement	Forme particulière de risque de contrepartie. Risque de pertes lié à la défaillance d'une ou de plusieurs parties dans le règlement d'une opération d'échange contre valeur.
d) Risque de concentration	Risque d'une exposition toujours plus importante des fonds à des catégories limitées d'investisseurs ou de contreparties.
<b>Risque opérationnel</b>	Risque de pertes directes ou indirectes découlant d'une inadéquation ou d'une défaillance des processus, du personnel et des systèmes internes ou d'événements extérieurs.
<b>Risque pour la réputation</b>	Risque de pertes ou de dommages lié à la détérioration du nom ou du statut de la Commission européenne.
<b>Risque lié à la mise en œuvre du programme d'obligations vertes de NextGenerationEU</b>	Risque lié à l'incapacité potentielle de l'UE à garantir une utilisation du produit de ces obligations qui soit conforme au cadre des obligations vertes de NextGenerationEU et à faire rapport aux investisseurs sur les retombées.

Source: Cour des comptes européenne, sur la base de la politique de haut niveau en matière de risques et de conformité.

### Annexe III – Opérations d’emprunt NextGenerationEU sélectionnées aux fins de notre analyse

Numéro	Date	Type	Durée	Rendement	Valeur nominale
EU000A3KT6B1	13.7.2021	Syndication d’obligations	20 ans	0,47 %	10 Mrd EUR
EU000A3K4C42	12.10.2021	Syndication d’obligations vertes	15 ans	0,45 %	12 Mrd EUR
EU000A3KWCF4	25.10.2021	Adjudication d’obligations (au robinet)	7 ans	-0,12 %	2,5 Mrd EUR
EU000A3K4C42	24.1.2022	Syndication d’obligations vertes	15 ans	0,37 %	2,5 Mrd EUR
EU000A3K4C18	22.9.2021	Adjudication de bons du Trésor européens	6 mois	-0,74 %	2 Mrd EUR
EU000A3K4C26	6.10.2021	Adjudication de bons du Trésor européens	3 mois	-0,79 %	3 Mrd EUR
Non publiée	30.7.2021	Ligne de crédit	75 jours	-0,48 %	9 Mrd EUR
EU000A3K4DD8	22.3.2022	Syndication d’obligations	10 ans	1,02 %	10 Mrd EUR
EU000A3KWCF4	28.3.2022	Adjudication d’obligations	7 ans	0,80 %	2,5 Mrd EUR
EU000A3K4C75	16.3.2022	Adjudication de bons du Trésor européens	3 mois	-0,67 %	2 Mrd EUR
<b>Total</b>					<b>55,5 Mrd EUR</b>

Source: Cour des comptes européenne, sur la base des données de la Commission.

## Annexe IV – Rapports de la Commission concernant les passifs résultant des opérations d'emprunt (situation au 30 juin 2022)

N°	Titre du rapport ou du document (hyperlien vers le plus récent)	Base juridique
1.	<a href="#">Rapports semestriels</a> sur l'exécution des opérations de financement au titre de NextGenerationEU	Article 12 de la <a href="#">décision d'exécution C(2021) 2502</a> de la Commission  Article 5, paragraphe 3, de la <a href="#">décision (UE, Euratom) 2020/2053</a> du Conseil
2.	<i>NextGenerationEU Quarterly Update</i> – Note trimestrielle sur les créances en cours liées aux conventions de prêt et sur les passifs relatifs aux emprunts.  (Une fois par trimestre, la DG BUDG envoie ce document non publié par courriel au Parlement européen et au Conseil.)	Ce point trimestriel complète les rapports établis conformément aux obligations imposées par les différents textes juridiques pertinents (par exemple la <a href="#">décision (UE, Euratom) 2020/2053</a> , le <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier) et la <a href="#">décision d'exécution C(2021) 2502</a> de la Commission).
3.	<a href="#">Rapport sur la transparence budgétaire</a> ( <i>Budget transparency report</i> )	Conformément aux points 16 et 17 de l' <a href="#">accord interinstitutionnel</a>
4.	<a href="#">Rapport</a> de la Commission au Parlement européen et au Conseil sur les instruments financiers, les garanties budgétaires, l'assistance financière et les passifs éventuels	Article 250 du <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier)
5.	<a href="#">Rapport</a> de la Commission au Parlement européen et au Conseil – Prévisions à long terme concernant les entrées et les sorties futures du budget de l'UE (2021-2027)	Article 247, paragraphe 1, point c), du <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier)
6.	États financiers séparés en fin d'exercice pour NextGenerationEU, SURE, le MESF et l'AMF	Article 80 du <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier)
7.	<a href="#">Plan de financement</a> de NextGenerationEU	Article 5, paragraphe 3, de la <a href="#">décision (UE, Euratom) 2020/2053</a> et article 4 de la <a href="#">décision d'exécution C(2021) 2502</a> de la Commission.
8.	<a href="#">Projet de budget</a> et documents de travail I, V et XI	Article 41 du <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier) et points 41, 44, 46, 47 et 48 de l' <a href="#">annexe I</a> de l' <a href="#">accord interinstitutionnel</a>
9.	<a href="#">Comptes annuels consolidés</a> de l'Union européenne	Article 246 et article 247, paragraphe 1, point a), du <a href="#">règlement (UE, Euratom) 2018/1046</a> (règlement financier)

Source: Cour des comptes européenne.

# Sigles et acronymes

**AMF:** assistance macrofinancière

**BCE:** Banque centrale européenne

**CNUCED:** Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement

**DG BUDG:** direction générale du budget (à la Commission européenne)

**ETP:** équivalent temps plein

**FMI:** Fonds monétaire international

**FRR:** facilité pour la reprise et la résilience

**INTOSAI:** Organisation internationale des institutions supérieures de contrôle des finances publiques

**MESF:** mécanisme européen de stabilisation financière

**SURE:** instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence

# Glossaire

**Adjudication ou enchères:** processus concurrentiel par lequel des obligations de l'UE et des bons du Trésor européens sont vendus aux plus offrants parmi les spécialistes en titres publics agréés par la Commission.

**Bon du Trésor:** titre de créance à court terme vendu sous le pair, c'est-à-dire sous la valeur nominale à laquelle il sera remboursé, ce qui permet d'éviter le paiement d'un taux d'intérêt annuel fixe.

**Durée (résiduelle):** temps restant jusqu'à l'échéance d'une obligation ou d'un bon du Trésor.

**Échéance:** date à laquelle une obligation ou un bon du Trésor sera remboursé(e).

**Gestion de la dette:** action entreprise pour émettre de la dette ou optimiser le montant et le moment des remboursements de l'encours et pour atténuer le risque de défaut.

**Marché des capitaux:** marché sur lequel se négocient des actifs financiers.

**Marché secondaire:** marché sur lequel les investisseurs négocient des actifs financiers entre eux plutôt qu'avec l'émetteur.

**Notation de crédit:** évaluation objective de la solvabilité d'un emprunteur, soit en termes généraux, soit par rapport à une dette ou à une obligation financière particulière.

**Obligation verte:** titre de créance servant à financer ou à refinancer des investissements, des projets, des dépenses ou des actifs qui répondent à des problématiques climatiques et environnementales.

**Obligation:** titre de créance à moyen ou long terme assorti d'un taux d'intérêt annuel fixe.

**Passif éventuel:** obligation de paiement potentielle dont la naissance dépend de l'issue d'un événement futur.

**Ressources propres:** fonds utilisés pour financer le budget de l'UE, qui proviennent dans leur grande majorité des contributions des États membres.

**Spécialiste en titres publics:** institution financière agréée par la Commission et autorisée à mettre sur le marché et à négocier des titres de créance de l'UE au travers d'un processus appelé «syndication».

## Réponses de la Commission

<https://www.eca.europa.eu/fr/publications/sr-2023-16>

## Calendrier

<https://www.eca.europa.eu/fr/publications/sr-2023-16>

## Équipe d'audit

Les rapports spéciaux de la Cour présentent les résultats de ses audits relatifs aux politiques et programmes de l'UE ou à des questions de gestion concernant des domaines budgétaires spécifiques. La Cour sélectionne et conçoit ces activités d'audit de manière à maximiser leur impact en tenant compte des risques pour la performance ou la conformité, du niveau des recettes ou des dépenses concernées, des évolutions escomptées ainsi que de l'importance politique et de l'intérêt du public.

L'audit de la performance objet du présent rapport a été réalisé par la Chambre V (Financement et administration de l'Union européenne), présidée par Jan Gregor, Membre de la Cour. L'audit a été effectué sous la responsabilité de Jorg Kristijan Petrovič, Membre de la Cour, assisté de: Martin Puc, chef de cabinet; Mirko Iaconisi, attaché de cabinet; Colm Friel, manager principal; Tomasz Plebanowicz, chef de mission; Daria Bochnar et David Macken, auditeurs. L'assistance graphique a été fournie par Jesús Nieto Muñoz et Alexandra Mazilu, l'assistance linguistique, par Richard Moore.



*De gauche à droite:* Jesús Nieto Muñoz, Mirko Iaconisi, Daria Bochnar, Jorg Kristijan Petrovič, Martin Puc, Tomasz Plebanowicz, Colm Friel et David Macken.



# DROITS D’AUTEUR

© Union européenne, 2023

La politique de réutilisation de la Cour des comptes européenne est définie dans la [décision n° 6-2019 de la Cour des comptes européenne](#) sur la politique d’ouverture des données et la réutilisation des documents.

Sauf indication contraire (par exemple dans une déclaration distincte concernant les droits d’auteur), le contenu des documents de la Cour, qui appartient à l’UE, fait l’objet d’une [licence Creative Commons Attribution 4.0 International \(CC BY 4.0\)](#). Ainsi, en règle générale, vous pouvez en réutiliser le contenu à condition de mentionner la source et d’indiquer les modifications éventuelles que vous avez apportées. Si vous réutilisez du contenu de la Cour des comptes européenne, vous avez l’obligation de ne pas altérer le sens ou le message initial des documents. La Cour des comptes européenne ne répond pas des conséquences de la réutilisation.

Vous êtes tenu(e) d’obtenir une autorisation supplémentaire si un contenu spécifique représente des personnes physiques identifiables (par exemple sur des photos des agents de la Cour) ou comprend des travaux de tiers.

Lorsqu’une telle autorisation a été obtenue, elle annule et remplace l’autorisation générale susmentionnée et doit clairement indiquer toute restriction d’utilisation.

Pour utiliser ou reproduire des contenus qui n’appartiennent pas à l’UE, il peut être nécessaire de demander l’autorisation directement aux titulaires des droits d’auteur.

Figure 5 – Icônes: cette figure a été conçue à l’aide de ressources provenant du site [Flaticon.com](#). © Freepik Company S.L. Tous droits réservés.

Les logiciels ou documents couverts par les droits de propriété industrielle tels que les brevets, les marques, les modèles déposés, les logos et les noms, sont exclus de la politique de réutilisation de la Cour des comptes européenne.

La famille de sites internet institutionnels de l’Union européenne relevant du domaine europa.eu fournit des liens vers des sites tiers. Étant donné que la Cour n’a aucun contrôle sur leur contenu, vous êtes invité(e) à prendre connaissance de leurs politiques respectives en matière de droits d’auteur et de protection des données.

## Utilisation du logo de la Cour des comptes européenne

Le logo de la Cour des comptes européenne ne peut être utilisé sans l’accord préalable de celle-ci.

HTML	ISBN 978-92-849-0396-2	ISSN 1977-5695	doi:10.2865/75815	QJ-AB-23-015-FR-Q
PDF	ISBN 978-92-849-0364-1	ISSN 1977-5695	doi:10.2865/549119	QJ-AB-23-015-FR-N

L'initiative NextGenerationEU accorde des subventions et des prêts aux États membres afin de soutenir la relance de leur économie après la pandémie de COVID-19. La Commission la financera par l'émission d'obligations pour un montant maximal de 807 milliards d'euros sur les marchés des capitaux. Nous avons examiné si la Commission avait mis en place des systèmes efficaces pour gérer la dette contractée afin de financer NextGenerationEU. Nous avons constaté qu'elle avait rapidement établi la stratégie de financement ainsi que les modalités organisationnelles, ce qui a permis de disposer des fonds nécessaires en temps utile. Il convient toutefois d'ajuster les capacités de gestion de la dette, élaborées dans l'urgence, afin de tenir compte des bonnes pratiques en la matière. La Commission n'a pas prêté une attention suffisante à la définition des objectifs stratégiques ni à la mesure de sa performance en matière de gestion de la dette et à la communication d'informations la concernant. Nous formulons plusieurs recommandations pour remédier à ces problèmes.

Rapport spécial de la Cour des comptes européenne présenté en vertu de l'article 287, paragraphe 4, deuxième alinéa, du TFUE.



COUR DES  
COMPTES  
EUROPÉENNE



Office des publications  
de l'Union européenne

COUR DES COMPTES EUROPÉENNE  
12, rue Alcide De Gasperi  
1615 Luxembourg  
LUXEMBOURG

Tél. +352 4398-1

Contact: [eca.europa.eu/fr/Pages/ContactForm.aspx](https://eca.europa.eu/fr/Pages/ContactForm.aspx)  
Site web: [eca.europa.eu](https://eca.europa.eu)  
Twitter: @EUAuditors