



GRUND- OG NÆRHEDSNOTAT TIL FOLKETINGETS EUROPAUDVALG

29. Maj 2012

Forslag til Europa-Parlamentets og Rådets forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i Den Europæiske Union og om værdipapircentraler (CSD'er) samt om ændring af direktiv 98/26/EF, KOM (2012)73

1. Resumé

Kommissionen har fremsat forslag til en forordning om forbedring af værdipapirafviklingen i EU og om værdipapircentraler (CSD'er – central securities depositories) samt om ændring af direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer. Der foreslås iværksat forskellige foranstaltninger på europæisk niveau, som skal medvirke til at forbedre sikkerheden i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandlen. Derudover indeholder forordningen et forslag til en fælles europæisk regulering af værdipapircentraler, herunder regler om hvilke kerneaktiviteter en værdipapircentral kan udøve, hvilke aktiviteter en værdipapircentral kan udøve som accessorisk virksomhed som et supplement til kerneaktiviteterne samt fælles regler om godkendelse af og tilsyn med værdipapircentraler.

2. Baggrund

Når et værdipapir handles på eller uden for en markedsplads, fx en børs, udføres der efter selve handlen en række processer, som fører til afvikling af den pågældende handel, dvs. levering af værdipapiret til køber og betaling til sælger. Disse processer varetages af clearingcentraler, der kan være en central modpart (CCP) og værdipapircentraler (CSD'er), i forbindelse med afvikling og registrering af handlen. I Danmark opererer fx i dag en hollandsk CCP - European Multilateral Clearing Facility - i forbindelse med størstedelen af aktiehandlen indgået på børsen i København, og værdipapirer udstedes, afvikles og opbevares i værdipapircentralen VP Securities A/S.

CSD'ers kerneopgaver er generelt at sikre registrering, deponering og afvikling af værdipapirer. Desuden spiller CSD'er en afgørende rolle for markedet for sikkerhedsstillelse i Europa, særligt til pengepolitiske formål, da næsten al belånbar sikkerhed for pengepolitiske operationer i EU afvikles i CSD'erne.

CSD'erne i EU afviklede i 2010 transaktioner til en værdi af ca. 920 billioner euro og opbevarede ved udgangen af 2010 en værdipapirbeholdning på næsten 39 billioner euro.

CSD'er er således systemisk vigtige for de markeder, som de opererer på, og idet der er en stigning i de grænseoverskridende værdipapirtransaktioner, bliver der også flere indbyrdes relationer mellem CSD'erne. De indbyrdes relationer mellem CSD'er og de processer, som går i gang efter en værdipapirhandel er aftalt, bliver endog endnu tættere i forbindelse med, at projektet Target2Securities (T2S) efter planen går i drift i 2015. T2S er et projekt, der er lanceret af eurosystemet, og som skal skabe en fælles platform for værdipapirafvikling i Europa. De enkelte CSD'er vil dermed komme til at bruge det samme afviklingssystem i stedet for at basere sig på hver deres. Der vil også være adgang for afvikling af værdipapirer, som er udstedt i andre valutaer end euro.

Kommissionen anfører, at CSD'er normalt fungerer sikkert og effektivt inden for nationale grænser, men kombinerer og kommunikerer omvendt mindre sikkert på tværs af grænser. Ifølge Kommissionens oplysninger er omkostningerne til en grænseoverskridende værdipapirafvikling op til fire gange større end omkostningerne til den indenlandske værdipapirafvikling.

3. Formål og indhold

Kommissionens forslag har to hovedformål. For det første skal sikkerheden i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler øges, og for det andet foreslås det, at der fastsættes et sæt fælles europæiske regler for CSD'er.

Forbedring af værdipapirafviklingen

Et af hovedformålene med Kommissionens forslag er at øge sikkerheden i forbindelse med afviklingen af værdipapirhandler, og forordningen indeholder tre sæt foranstaltninger, som skal medvirke til at nå dette mål.

For det første foreslås det, at værdipapirer, der handles på regulerede markeder, obligatorisk skal udstedes i elektronisk form. Dette vil gøre afviklingsprocessen mere effektiv, og det bliver lettere at afkorte afviklingsperioder og at sikre værdipapiremissioners integritet, idet det bliver lettere at flytte og afstemme værdipapirbeholdninger.

For det andet foreslås det at harmonisere afviklingsperioden for værdipapirtransaktioner i hele EU, således at perioden fastsættes til to dage efter handelsdagen. Der vil dog være mulighed for at aftale kortere afviklingsperioder.

For det tredje foreslås det at harmonisere de foranstaltninger, som skal fremme afviklingsdisciplinen, således at købere og sælgere af værdipapirer rent faktisk leverer de værdipapirer eller betaler de penge, som de har forpligtet sig til til den aftalte tid. Bestemmelserne herom indeholder forpligtelser for markedsdeltagerne, som foreslås underlagt en harmoniseret procedure for dækningskøb (såkaldt "buy-in"), hvis der ikke leveres værdipapirer på den planlagte afviklingsdato. Hovedformålet er at begrænse antallet af fejl i afviklingen af værdipapirhandel og modvirke, at der konkurreres på at sænke standarderne for afviklingsdisciplinen fx mellem markeder, der har forskellige sanktionsordninger.

CSD'er – fælles europæisk regelsæt

Kommissionen foreslår samtidig, at der fastsættes fælles europæiske regler for CSD'er, hvor reglerne modsat for andre markedsvirksomheder ikke er harmoniseret endnu. Markedspladserne, hvor værdipapirerne handles, er reguleret med direktiv 2004/39/EF om markeder for finansielle instrumenter (MiFID). Ofte cleares handlen via en central modpart (CCP), og denne virksomhedsform er reguleret med forordningen om OTC-derivater, centrale modparter og centrale handelsregistre (EMIR).

Tilladte aktiviteter for CSD'er

Ifølge Kommissionens forslag skal der være tre kerneaktiviteter, som en CSD kan udøve. De tre aktiviteter er registrering af værdipapirer i et elektronisk bogføringssystem, forvaltning af værdipapirer på øverste niveau/i det øverste led i værdipapirkæden samt værdipapirafvikling. En CSD defineres som en juridisk person, der driver et værdipapirafviklingssystem og yderligere mindst én af de øvrige to nævnte kerneaktiviteter.

Endvidere foreslås det, at CSD'er kan udøve en række accessoriske aktiviteter. Der er tale om ydelser, der er med til at forbedre værdipapirmarkedernes sikkerhed, effektivitet og gennemsigtighed. Fx kan en CSD fungere som mellemlid i forbindelse med værdipapirudlån, levere serviceydelser i forbindelse med aktionærregistre og medvirke ved håndtering af forskellige aktiviteter i de virksomheder, der har aktier registeret i CSD'en (corporate actions), fx i relation til indberetninger til skattemyndighederne og generalforsamlinger.

Det er karakteristisk for de oplyste accessoriske aktiviteter, at de er af ikke-banklignende karakter. På listen er også nævnt aktiviteten forvaltning af værdipapirkonti. Et system, hvor hver enkelt investor har sin egen konto i en CSD – enkeltinvestorkonto - vil være omfattet heraf.

CSD'ers mulighed for at drive kreditvirksomhed

Som udgangspunkt gives der efter forslaget ikke mulighed for, at en CSD kan drive kreditvirksomhed. Forslaget indeholder dog en ekstraordinær mulighed for at undtage herfra, idet det foreslås, at det skal være muligt

for en kompetent myndighed at indgive en anmodning til Kommissionen om at give en CSD tilladelse til også at udøve banklignende accessorisk virksomhed.

Forslaget indeholder en liste med et begrænset antal accessoriske aktiviteter af banklignende karakter. Der er tale om aktiviteter, som er forbundet med kerneaktiviteterne værdipapirafvikling, fx værdipapirudlån, den første registrering eller forvaltning af værdipapirer på øverste niveau. Endvidere gives der også mulighed for at udøve accessoriske aktiviteter af banklignende karakter, der er med til at lette behandlingen af corporate actions fx for finansiering af skattetilbagebetalinger.

Godkendelse af og tilsyn med CSD'er

Forslaget indeholder regler om godkendelse af og tilsyn med CSD'er. Der indføres et europæisk pas, således at en CSD, der er godkendt i henhold til forordningen i én medlemsstat, kan åbne en filial i en anden medlemsstat eller udbyde serviceydelser fra hjemlandet direkte i en anden medlemsstat. Kommissionen lægger desuden op til, at en CSD fra et tredjeland kan få adgang til EU, hvis den pågældende CSD anerkendes af den europæiske markeds- og værdipapirtilsynsmyndighed – ESMA. Konkret kan en CSD fra et tredjeland levere CSD-ydelser enten gennem en filial eller direkte fra et tredjeland, hvis de er anerkendt af ESMA. En anerkendelse fra ESMA vil også give mulighed for at etablere links, som er et samarbejde mellem CSD'er, hvor det er muligt at opbevare et værdipapir i en anden CSD end den, hvor det er udstedt.

Organisatoriske krav

Forslaget indeholder organisatoriske krav til CSD'er, herunder forslag til regler om en CSD's outsourcing af serviceydelser. Som hovedregel foreslås det, at der skal gælde det almindeligt anerkendte princip om, at ansvaret for en opgave ikke kan outsources. En CSD kan godt outsource en opgave, men kun hvis der stilles de samme krav til leverandøren, som reglerne stiller til CSD'en og CSD'en i øvrigt efter aftalen kan kontrollere, om leverandøren lever op til sine forpligtelser. Særligt i relation til outsourcing til en offentlig enhed, som fx Eurosystemet, indeholder forordningen et forslag om, at der stilles noget lempeligere krav til en CSD's mulighed for at bevare kontrollen i relation til de aktiviteter, der outsources.

Lovvalg

Forslaget indeholder en bestemmelse om lovvalg i relation til hvilken lovgivning, der finder anvendelse på de ejendomsretlige aspekter i forhold til et værdipapir. Det vil som udgangspunkt være lovgivningen i det land, hvor kontoen føres. Hvis en konto anvendes til afvikling i et værdipapirafviklingssystem, afgøres de ejendomsretlige aspekter efter den lovgivning, der finder anvendelse på værdipapirafviklingssystemet.

I forslaget er der indsat en bestemmelse om, at en CSD skal tilbyde at have fortegnelser og konti, som gør en deltager i stand til at skelne mellem hvilke værdipapirer, som deltagerens enkelte kunder har.

Fri adgang til udstedelse, links og adgang mellem infrastrukturvirksomhederne

Forslaget indeholder endvidere regler om adgangen for en udsteder af værdipapirer til frit at vælge hvilken CSD inden for EU, der skal forestå udstedelsen. På denne måde kan et tysk aktieselskab i princippet vælge at få udstedt sine aktier gennem en dansk CSD, hvis det vurderes mest hensigtsmæssigt, fx fordi der reelt er flest købere til aktien i Danmark. Der foreslås endvidere regler om en CSD's ret til at få et link til en anden CSD. Et link mellem CSD'er gør det muligt at opbevare et værdipapir i en anden CSD end den CSD, hvorigennem det er udstedt. Der eksisterer i dag allerede en del af denne type samarbejder mellem CSD'er, men det er på aftalebasis. Endelig foreslås der regler om en CSD's ret til at få adgang til de øvrige markedsvirksomheder, dvs. markedspladser og CCP'er, hvilket er nødvendigt, hvis markedet skal åbnes. Hvis en dansk investor køber et værdipapir på en markedsplads i Frankrig og ønsker at opbevare papiret i fx en dansk CSD, kan det kun lade sig gøre, hvis der er forbindelse mellem de involverede infrastrukturvirksomheder.

Sanktioner

Kommissionen foreslår, at medlemsstaterne skal vedtage bestemmelser om, at der kan indføres administrative sanktioner og andre reaktioner ved overtrædelse af forordningen.

Direktiv om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer

Endelig er det nødvendigt at ændre direktiv 98/26/EF om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer, for så vidt angår de beføjelser, der i forbindelse med oprettelsen af de europæiske tilsynsmyndigheder er tillagt Den Europæiske Værdipapir- og Markedstilsynsmyndighed – ESMA i relation til værdipapirafviklingssystemer, der er registreret i henhold til direktiv 98/26/EF, og som fremover skal anmeldes til ESMA i stedet for til Kommissionen.

4. Europa-Parlamentets udtalelser

Europa-Parlamentet har endnu ikke udtalt sig om forslaget.

5. Nærhedsprincippet

Forslaget har hovedsagelig til formål at gøre det europæiske værdipapirmarked mere sikkert og effektivt. Det er Kommissionens vurdering, at dette

kræver en koordineret EU-indsats, idet der i al væsentlighed er tale om grænseoverskridende forhold. Hvis det overlades til de enkelte medlemsstater at gennemføre lokale foranstaltninger til forbedring af værdipapirmarkedet, vil effekten af sådanne foranstaltninger efter Kommissionens vurdering sandsynligvis være meget lav i en grænseoverskridende sammenhæng.

En EU-indsats er efter Kommissionens vurdering endvidere berettiget på grund af CSD'ernes systemiske karakter samt deres øgede interaktion i Europa. Ifølge Kommissionen er visse aspekter af de identificerede problemer omfattet af den gældende fællesskabsret. Det drejer sig fx om direktivet om aftaler om finansiel sikkerhedsstillelse, direktivet om endelig afregning i betalingssystemer og værdipapirafviklingssystemer.

Det er på den baggrund regeringens foreløbige vurdering, at forslaget er i overensstemmelse med nærhedsprincippet.

6. Gældende dansk ret

Gældende dansk ret på området er lov om værdipapirhandel m.v., hvor en værdipapircentral i dag er omfattet af lovens fællesbestemmelser i kapitel 3 samt lovens afsnit III om clearing, afvikling og finansiel sikkerhedsstillelse m.v. og afsnit IV om registrering. Endelig gælder lovens afsnit V om fondsråd og tilsyn og afsnit VI om straffebestemmelser m.v.

7. Lovgivningsmæssige og statsfinansielle konsekvenser

Forslaget vil medføre et behov for at tilpasse lov om værdipapirhandel m.v., således at loven ikke indeholder regler, der strider imod forordningen. De gældende danske regler om tilladelse til at drive virksomhed som værdipapircentral vil fx skulle ophæves.

8. Samfundsøkonomiske konsekvenser

De nuværende systemer som drives af CSD'er er generelt sikre og effektive inden for de nationale grænser, hvor de omvendt kombinerer og kommunikerer mindre effektivt og sikkert på tværs af grænserne. Investorerne har derfor højere omkostninger og større risiko i forbindelse med en grænseoverskridende investering. Kommissionen vurderer, at forslaget samlet set vil kunne fremme værdipapirudstedernes evne til at rejse kapital og investorerne evne til at placere deres midler mere sikkert og omkostningseffektivt med væsentlige fordele for økonomien.

9. Administrative konsekvenser for erhvervslivet

Erhvervslivet vil få mulighed for at udstede og opbevare værdipapirer der, hvor det vurderes mest hensigtsmæssigt. Efter Kommissionens vurdering

vil dette fremme evnen til at rejse kapital, idet en virksomhed kan foretage en udstedelse i det land, hvor der er flest potentielle investorer. Se under punkt 8 – samfundsøkonomiske konsekvenser.

10. Høring

VP Securities A/S (VP) støtter generelt initiativer til yderligere harmonisering af ”post-trade” markedet i Europa og har noteret sig, at dette foreslås at ske gennem en forordning med vide beføjelser til ESMA omkring fastlæggelse af tekniske standarder. Ændringer af tekniske standarder for finansielle infrastrukturer kræver ofte indgående analyse og grundig dialog med markedet forud for implementering. Dette gør sig særligt gældende i markeder med meget integrerede kapitalmarkeder som det danske. VP anbefaler derfor, at rammerne for ESMA’s fastlæggelse af tekniske standarder åbner mulighed for den nødvendige analyse og dialog mellem VP og markedet omkring harmonisering af tekniske standarder for afviklingsvirksomhed.

VP er i dag underlagt nationale regler, som rækker videre, end hvad der foreslås reguleret i CSD forordningen. VP peger i den sammenhæng på tre danske særregler, som i et mere harmoniseret post-trade marked kan virke hæmmende for VP’s konkurrencemuligheder.

Det drejer sig for det første om kravet om gratis opbevaring af værdipapirer registreret i en dansk CSD, som følger af selskabslovens § 62, stk. 3, og lov om investeringsforeninger § 61. VP peger på, at udstederens forpligtelse til at dække depotomkostninger ikke gør sig gældende ved udstedelse gennem udenlandske CSD’er. For en udstedelse med mange investorer overstiger omkostningen til opbevaring langt udgiften til selve udstedelsen. VP påpeger, at Økonomi- og Erhvervsministeriet ved flere lejligheder har påpeget de negative konkurrencemæssige aspekter for udstederne af denne regel.

Med den foreslåede øgede valgfrihed for udstedere med hensyn til valg af udstedersted vil en opretholdelse af den danske særregel om udsteders dækning af depotomkostninger ifølge VP resultere i, at en række danske aktieselskaber formentlig fremover vil vælge at lade deres aktier udstede gennem udenlandske CSD’er, der ikke er underlagt samme omkostningsregulering, således at aktierne ikke længere vil være omfattet af dansk regulering.

VP påpeger for det andet, at reglerne om objektivi ansvar og kapitalberedskab i værdipapirhandelslovens kapitel 24 ikke gælder for øvrige CSD’er. De øvrige europæiske CSD’er er ligeledes ansvarlige for deres fejl, men ikke på et objektivi grundlag. Den danske særregel om lovpligtig afdækning af tab for registreringsfejl m.v. gennem kapitalberedskabet i henhold til værdipapirhandelslovens § 82 vil kunne virke direkte afskrækkende på fremmede pengeinstitutters ønske om tilslutning som kontoførende institutter.

For det tredje indeholder værdipapirhandelslovens § 60, stk. 2, en særlig tavshedsbestemmelse, der rækker videre end reguleringen i henhold til persondataloven. VP finder det ønskeligt, at denne særlige tavshedsbestemmelse erstattes af persondatalovgivningen.

VP støtter forslaget om regler omkring fælles minimumsregler til CSD'ernes kapitalgrundlag og mener, at det foreslåede niveau med kapital svarende til 6 måneders drift er passende.

Kommissionens forslag indeholder bestemmelser om brugerudvalg, og VP anerkender fuldt ud behovet for og nytten af brugerindflydelse på CSD'ernes løsninger. VP anser dog forslaget om, at brugerudvalgets anbefalinger skal være uafhængige af indflydelse fra CSD'ens ledelse for at være for vidtgående og med risiko for, at brugerudvalgets anbefalinger til bestyrelsen sker på et ufuldstændigt grundlag. Tilsvarende gælder forslaget om indrapportering til den kompetente myndighed af eventuelle beslutninger fra CSD'ens bestyrelse om ikke at følge en anbefaling fra brugerudvalget.

I relation til forslaget om sondring mellem en CSD's aktiviteter i kerneaktiviteter, ikke-bankmæssige accessoriske aktiviteter og bankmæssige accessoriske aktiviteter anbefaler VP, at listen med ikke-bankmæssige accessoriske aktiviteter alene er en vejledende opremsning af accessoriske aktiviteter. I det mindste bør det fortsat være muligt at tilbyde sådanne løsninger i CSD'ens hjemmemarked.

VP formoder ikke, at forslaget om outsourcing medfører, at der kræves godkendelse i tilfælde af, at en deltager i VP's afviklingsystem i euro ønsker at afvikle kontantdelen af en værdipapirtransaktion via en anden europæisk centralbank end Danmarks Nationalbank.

Endvidere formoder VP, at den eksisterende lovbestemte decentrale struktur for registrering af værdipapirer i det danske marked, hvor kontoførende institutter efter endt prøvelse foretager registrering på VP's vegne, ikke anses som outsourcing omfattet af forslaget om outsourcing.

Finansrådet (FR) og Børsmæglerforeningen (BM) er overordnet set positive over for forslaget til regulering af CSD'er samt forbedring af værdipapirafviklingen i EU.

FR og BM finder det hensigtsmæssigt, at der kan afviges fra en to-dages afviklingsperiode, således at det vil være muligt at aftale kortere afviklingsperioder. Samtidig bør det også være muligt for parterne at aftale længere afviklingsperioder fx i forbindelse med repoaftaler. Der kan være

tungtvejende forretningsmæssige hensyn for både at have en kortere og længere afviklingsperiode, hvilket forordningen bør afspejle.

FR og BM støtter som udgangspunkt forslaget om, at CSD'er kan udøve banklignende accessoriske ydelser forbundet med kerneaktiviteterne, fx værdipapirudlån, i en separat juridisk enhed. Som forslaget fra Kommissionen er fremlagt, kan der ved anmodning om og godkendelse fra Kommissionen udøves banklignende accessoriske ydelser i samme juridiske enhed som CSD'en. Set i lyset af CSD'ernes betydelige systemiske karakter, kan FR og BM ikke støtte op om denne bestemmelse, da det vil skabe ulige konkurrencevilkår og øge risikoen for kernevirkomheden.

FR og BM mener, at forslagets regler om godkendelse af og tilsyn med CSD'er bør afstemmes med bestemmelserne i kapitalkravsdirektivet (CRD IV) og direktivet om markeder for finansielle instrumenter (MiFID).

FR og BM peger på, at forslaget om, at en udsteder af værdipapirer frit kan vælge, hvilken CSD inden for EU, der skal forestå en udstedelse, åbner op for konkurrence mellem CSD'erne. I forlængelse heraf bør skævvridning over for den danske CSD og danske udstedelsesansvarlige institutter undgås, hvilket kan ske ved en ophævelse af selskabslovens § 62, stk. 3, og lignende bestemmelser i lov om investeringsforeninger § 61.

FR og BM finder det hensigtsmæssigt, at regeringen vil arbejde for at opretholde den nationale enkeltinvestorkontostruktur, eftersom en ændring vil være forbundet med en stor udviklingsopgave og heraf betydelige omkostninger for sektoren.

Dansk Aktionærforening støtter indstillingerne til regeringens generelle holdning. Foreningen mener, det ville være en styrkelse af den enkelte aktionærs rettigheder og lette muligheden for at udøve stemmeret på generalforsamlinger, hvis den danske registreringsform med enkeltinvestorkonti blev mere udbredt. Foreningen mener derfor, at Danmark bør arbejde for, at adgangen til registrering af rettigheder på enkeltkonti opretholdes, samt at anvendelsen af enkeltinvestorkonti fremmes.

11. Generelle forventninger til andre landes holdninger

Forhandlingerne er påbegyndt under dansk EU-formandskab i april 2012. Det er Regeringens forventning, at andre lande vil bakke op om en harmonisering af området, men det kan ikke udelukkes, at der vil være divergerende holdninger til konkrete dele af forslaget.

12. Regeringens foreløbige generelle holdning

Regeringen støtter forslaget om at regulere området med henblik på at forbedre vilkårene for grænseoverskridende værdipapirhandel, da det i sidste ende formodes at medføre bedre forhold for investorer og lettere adgang for virksomheder til at rejse kapital.

Regeringen støtter, at det nationalt fortsat skal være muligt for markedsdeltagerne at have konti i en CSD på enkeltinvestorniveau, således at det eksisterende system i bl.a. det danske VP Securities kan bevares. På denne måde kan ejerne af de enkelte værdipapirer let identificeres, såfremt et pengeinstitut kommer i problemer.

Regeringen vil endvidere arbejde for, at forordningens regler afspejler, at en CSD kan have andre væsentlige kerneaktiviteter end det at administrere et værdipapirafviklingssystem, herunder særligt udstedelse og registrering af rettigheder over værdipapirer samt (elektronisk) opbevaring af disse. Kommissionens forslag forhindrer ikke disse aktiviteter, og regeringen støtter, at der ikke ændres herpå.

Regeringen vil ligeledes arbejde for, at en CSD i videst muligt omfang ikke skal have adgang til at påtage sig kreditrisici i forbindelse med afviklingen, da sådanne risici i sidste ende kan påvirke stabiliteten i værdipapirafviklingssystemet.

Regeringen vil endelig arbejde for, at der fastsættes regler om en CSD's outsourcing, hvor der tages udgangspunkt i det almindeligt gældende princip om, at ansvaret ikke kan outsources.

Regeringen støtter, at afviklingsperioden for værdipapirtransaktioner fastsættes til to dage efter handelsdagen (T+2), samt at det skal være muligt at aftale kortere afviklingsperioder.

13. Tidligere forelæggelse for Folketingets Europaudvalg

Forslaget har ikke tidligere været forelagt for Folketingets Europaudvalg.