

30 November 2020

MELALUI SUREL DAN SURAT YANG DISERAHKAN LANGSUNG

Direktur Eksekutif,
Kepala Departemen Penelitian dan Pengaturan Perbankan,
Otoritas Jasa Keuangan,
Gedung Sumitro Djohadikusumo,
Jl. Lapangan Banteng Timur No. 1 - 4,
Jakarta 10710.

Dengan hormat,

Consultation Paper OJK tentang Persyaratan Margin untuk Transaksi Derivatif yang Bersifat Non-Centrally Cleared

1. Pendahuluan

International Swaps and Derivatives Association, Inc. (“ISDA”)¹ mengucapkan terima kasih kepada Otoritas Jasa Keuangan (“OJK”) atas hubungan Anda yang berkesinambungan dan berkelanjutan dengan kami dalam berbagai prakarsa peraturan dan pasar yang penting, termasuk diskusi terkait dengan penerapan persyaratan margin untuk transaksi derivatif yang bersifat *non-centrally cleared* (“**Persyaratan Margin**”).

Kami merasa senang karena berkesempatan untuk memberikan komentar atas Consultation Paper tentang Persyaratan Margin untuk Transaksi Derivatif yang Bersifat Non-Centrally Cleared² (“**Konsultasi**”) yang diterbitkan oleh OJK pada tanggal 31 Agustus 2020. Kami juga berterima kasih atas diskusi tentang Konsultasi tersebut yang kami laksanakan dengan OJK melalui *videoconference* pada tanggal 10 September 2020 (“**Rapat**”).

Poin-poin yang dikemukakan dalam tanggapan atas Konsultasi ini mempertimbangkan pengalaman dan keterlibatan aktif kami terkait dengan Persyaratan Margin dengan lembaga pengatur dan anggota ISDA di berbagai yurisdiksi di Asia seperti Hong Kong, Singapura, dan Australia serta yurisdiksi lainnya di seluruh dunia seperti Amerika Serikat (“**AS**”) dan di Uni Eropa (“**UE**”), dan menyertakan umpan balik dari para pelaku pasar derivatif. ISDA telah berperan penting dalam berbagai upaya advokasi dan implementasi Persyaratan Margin di Asia serta di banyak yurisdiksi di seluruh dunia, dan kami percaya bahwa kami dapat memberikan perspektif khusus kepada OJK tentang permasalahan yang dihadapi oleh yurisdiksi-yurisdiksi tersebut dalam penerapan Persyaratan Margin di Indonesia.

Tema utama dalam tanggapan kami atas Konsultasi adalah penyesuaian Persyaratan Margin OJK dengan persyaratan dalam kerangka kerja kebijakan yang diterbitkan oleh *Basel Committee on Banking Supervision* dan *International Organization of Securities Commissions* pada bulan

¹ Sejak tahun 1985, ISDA telah berupaya untuk membuat pasar-pasar derivatif global menjadi lebih aman dan lebih efisien. Saat ini, ISDA memiliki lebih dari 925 lembaga anggota dari 75 negara. Para anggota tersebut terdiri atas berbagai jenis pelaku pasar derivatif, termasuk korporasi, manajer investasi, entitas pemerintah dan supranasional, perusahaan asuransi, perusahaan energi dan komoditas, serta bank-bank internasional dan regional. Selain pelaku pasar, para anggotanya juga mencakup komponen-komponen utama dari infrastruktur pasar derivatif, seperti bursa efek, lembaga perantara, lembaga kliring dan lembaga penyimpanan, serta kantor hukum, kantor akuntan dan penyedia jasa lainnya. Informasi tentang ISDA dan berbagai kegiatannya tersedia di situs web: www.isda.org. Ikuti kami di Twitter, LinkedIn, Facebook dan YouTube.

² <https://www.ojk.go.id/id/kanal/perbankan/implementasi-basel/Documents/Pages/Consultative-Papers/Consultative%20Paper%20Margin%20Requirement%20for%20Non%20Centrally%20Cleared%20Derivative.pdf>, OJK, *Consultation Paper on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared Derivatives*. **Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.**

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

April 2020³ (“**Kerangka Kerja BCBS-IOSCO**”), serta dengan persyaratan di yurisdiksi lainnya di Asia dan di seluruh dunia, dengan mengingat tujuan keseluruhan berupa penguatan ketahanan di dalam pasar *non-centrally cleared derivatives* (“**NCCD**”).

Kami menyadari bahwa Konsultasi hanya diterbitkan dalam bahasa Indonesia. Untuk memfasilitasi umpan balik dari para anggota kami, ISDA telah mengupayakan dibuatnya terjemahan Konsultasi dalam bahasa Inggris⁴, dan semua komentar yang diberikan dalam tanggapan ini mengacu kepada terjemahan bahasa Inggris tersebut. Dikarenakan perbedaan dalam tata bahasa dan peristilahan hukum, istilah-istilah atau kata-kata yang digunakan dalam terjemahan Konsultasi dalam bahasa Inggris mungkin memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli dalam bahasa Indonesia, dan kami menantikan diskusi lebih lanjut dengan OJK apabila perbedaan tersebut mungkin ditemukan. Masing-masing anggota mungkin memiliki pandangannya sendiri atas Konsultasi dan oleh karenanya mungkin memberikan komentarnya secara langsung kepada OJK.

Meskipun Konsultasi tersebut menandakan sebuah langkah yang penting untuk menetapkan serangkaian persyaratan terperinci untuk pengumpulan dan perlindungan margin dalam pasar derivatif OTC di Indonesia, kami mengakui bahwa penting bagi OJK untuk tetap berfokus pada permasalahan praktik terkait dengan penerapan setiap peraturan dan tujuan keseluruhan berupa pengurangan risiko sistemik. Dengan demikian, pernyataan ini difokuskan pada permasalahan dan risiko praktis terkait dengan penerapan Persyaratan Margin, serta penyelarasan aturan-aturan tersebut dengan aturan dari lembaga pengatur lainnya di seluruh dunia.

2. Komentar umum

Meskipun kami membahas tentang usulan-usulan khusus yang dinyatakan dalam Konsultasi pada Bagian 3 (*Komentar Khusus*) dari tanggapan ini, kami ingin terlebih dahulu memberikan umpan balik umum tentang pekerjaan mendasar yang harus dilakukan untuk mempersiapkan rezim penyediaan margin yang efektif untuk transaksi *non-cleared derivative* di Indonesia.

a. *Close-out netting*

1. *Nilai penting dan manfaat dari close-out netting*

Close-out netting atas transaksi derivatif berdasarkan perjanjian *netting*, seperti *ISDA Master Agreement* (“**ISDA MA**”) adalah suatu mekanisme yang paling penting untuk pengurangan risiko kredit dalam pasar derivatif. Tanpa *close-out netting*, pihak lawan lembaga keuangan akan diharuskan untuk mengelola risiko kreditnya secara bruto, yang akan sangat mengurangi likuiditas dan kemampuan kredit di dalam sistem. Risiko pasar dan kredit terkait dengan transaksi derivatif juga akan menjadi semakin sulit dikelola secara bruto.

Apabila terdapat tingkat kepastian hukum yang cukup tinggi terkait dengan keberlakuan *close-out netting*, lembaga pengawas keuangan dapat mengizinkannya untuk diakui sebagai pengurang risiko untuk menentukan tingkat modal yang dipersyaratkan berdasarkan peraturan yang harus dimiliki oleh sebuah lembaga yang diawasi terkait dengan posisi derivatifnya, meningkatkan efisiensi penggunaan modal yang dipersyaratkan berdasarkan peraturan dan mengurangi biaya yang terkait. Hal ini merupakan aspek yang sangat penting dari penggunaan *close-out netting* dan oleh karenanya *close-out netting* penting untuk dapat diberlakukan,

³ <https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf>, BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*

⁴ <http://assets.isda.org/media/3cd23482/635d07d2.pdf>, ISDA, Terjemahan bahasa Inggris dari *Consultation Paper OJK tentang Persyaratan Margin untuk Transaksi Derivatif yang Bersifat Non-Centrally Cleared*.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

termasuk dalam hal insolvensi suatu pihak, dengan tingkat kepastian hukum yang tinggi.

II. Sifat dan mekanisme close-out netting

Perdagangan derivatif OTC berdasarkan perjanjian *netting*, seperti ISDA MA, adalah sebuah praktik yang dilakukan di seluruh dunia (termasuk di Indonesia). Kelebihan dari melakukan perdagangan berdasarkan ISDA MA adalah bahwa, berdasarkan kontrak, hal tersebut mengatur tentang *close-out netting* di mana, setelah terjadinya suatu peristiwa wanprestasi atau peristiwa pengakhiran:

- (i) transaksi-transaksi diakhiri melalui pemberitahuan yang disampaikan oleh pihak yang tidak melakukan wanprestasi atau, dalam keadaan tertentu, secara otomatis;
- (ii) transaksi-transaksi yang diakhiri tersebut ditentukan nilainya sesuai dengan nilai *mark-to-market* pada saat itu (yaitu nilai penggantian) pada atau sekitar waktu pengakhiran dini; dan
- (iii) saldo bersih dihitung yang setara dengan selisih antara (a) nilai *mark-to-market* keseluruhan dari transaksi-transaksi yang diakhiri secara “*in the money*” bagi pihak yang tidak melakukan wanprestasi dan (b) nilai *mark-to-market* keseluruhan dari transaksi-transaksi yang diakhiri secara “*out of the money*” bagi pihak yang tidak melakukan wanprestasi. Apabila (a) lebih besar dari (b), jumlah bersihnya dibayarkan kepada pihak yang tidak melakukan wanprestasi. Apabila (b) lebih besar dari (a), jumlah bersihnya, biasanya, dibayarkan kepada pihak yang melakukan wanprestasi.

Hal ini dapat berjalan karena semua transaksi berdasarkan ISDA membentuk sebuah perjanjian tunggal di antara para pihak sehingga, setelah terjadinya suatu peristiwa wanprestasi atau peristiwa pengakhiran, transaksi-transaksi tersebut diakhiri, tanpa percepatan masing-masing kewajiban yang harus dipenuhi berdasarkan transaksi-transaksi tersebut, dan agar kewajiban-kewajiban yang harus dipenuhi berdasarkan transaksi-transaksi tersebut dilunasi, dengan mempertimbangkan sebuah kewajiban tunggal yang terpisah (yang dihitung dengan mengacu kepada nilai penggantian pasar dari transaksi yang diakhiri) yang timbul berdasarkan ketentuan *close-out netting*. Tidak ada *set-off* kontraktual yang terlibat dalam mekanisme *close-out netting* utama ini, karena *set-off* hanya dapat terjadi apabila terdapat lebih dari satu kewajiban, dan hanya sebuah kewajiban yang timbul berdasarkan ketentuan *close-out*. Apabila jumlah-jumlah telah menjadi harus dibayar sebelum pengakhiran dini atas transaksi-transaksi, jumlah-jumlah tersebut biasanya akan disertakan dalam perhitungan bersih final, dan oleh karenanya *set-off* kontraktual terjadi terkait dengan jumlah-jumlah tersebut, namun hanya sejauh taraf yang dibatasi tersebut.

Close-out netting dapat dibedakan dari *netting* pembayaran di mana tujuan dari *netting* pembayaran adalah untuk memfasilitasi penyelesaian secara efisien dan mengurangi risiko penyelesaian dengan menggabungkan kewajiban-kewajiban arus kas *offsetting* di antara dua pihak pada suatu hari tertentu dalam suatu mata uang tertentu ke dalam sebuah utang atau piutang bersih. Karena *netting* pembayaran berlaku sebelum suatu peristiwa wanprestasi atau pengakhiran, keberlakuannya biasanya tidak perlu dilindungi oleh undang-undang.

III. Close-out netting berdasarkan undang-undang Indonesia

Sebuah permasalahan penting bagi para pelaku pasar pada saat memperdagangkan transaksi derivatif dengan pihak lawan dari sebuah yurisdiksi adalah menetapkan apakah *close-out netting* dapat diberlakukan setelah terjadinya suatu peristiwa wanprestasi atau pengakhiran berdasarkan perjanjian *netting* baik:

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

- (i) sebelum (“**keberlakuan prainsolvensi**”); maupun
- (ii) setelah (“**keberlakuan pascainsolvensi**”),
dimulainya proses hukum insolvensi, sesuai dengan ketentuan perjanjian *netting*.

Ingat bahwa keberlakuan berdasarkan undang-undang kepailitan di yurisdiksi di mana pihak lawan tersebut berada merupakan hal yang sangat penting karena, terlepas dari hukum yang dipilih untuk mengatur kontrak tersebut, undang-undang insolvensi setempat di yurisdiksi suatu pihak yang insolven akan selalu menjadi yang berlaku apabila terjadi insolvensi dan mungkin terdapat aturan wajib yang berlaku tentang insolvensi yang dapat mengganggu suatu pengaturan *close-out netting*.

Harap diingat bahwa “keberlakuan” dalam konteks ini terkait dengan kemampuan untuk menghasilkan suatu jumlah bersih, bukan pada ketepatan dari jumlah yang ditentukan. Para pihak dari waktu ke waktu mungkin menghadapi ketidaksepakatan komersial terkait dengan valuasi atas transaksi derivatif, sebagaimana yang dapat terjadi dalam instrumen keuangan lainnya, namun ketidaksepakatan tersebut tidak terkait dengan pertanyaan apakah *close-out netting* dapat diberlakukan. Demikian pula, keberlakuan *close-out netting* adalah permasalahan yang terpisah dari permasalahan kapasitas hukum suatu pihak untuk mengadakan transaksi derivatif.

Sebagaimana yang kami pahami, *close-out netting* harus dapat diberlakukan atas dasar prainsolvensi berdasarkan hukum Indonesia karena pengadilan Indonesia mengakui kebebasan berkontrak sebagai permasalahan undang-undang tentang kontrak.

Namun demikian, terdapat permasalahan terkait dengan keberlakuan pascainsolvensi dari *close-out netting* di Indonesia. Sebagaimana yang kami pahami, undang-undang yang wajib terkait dengan insolvensi di Indonesia (termasuk Undang-Undang No. 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (“**Undang-Undang Indonesia tentang Kepailitan**”)) dapat memengaruhi kemampuan pihak yang tidak melakukan wanprestasi untuk mengakhiri dan melaksanakan ketentuan *close-out netting* termasuk risiko apakah persetujuan pengadilan mungkin diperlukan untuk melaksanakan *close-out netting*⁵, seorang kurator dalam proses hukum kepailitan mungkin memiliki hak atau kekuasaan untuk memutuskan apakah akan melanjutkan transaksi apa pun antara debitur yang pailit dengan pihak lawannya atau tidak⁶.

IV. Pentingnya *close-out netting* untuk persyaratan margin

Berdasarkan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO, pertukaran *variation margin* (“**VM**”) secara bersih tunduk pada persyaratan bahwa “*netting agreement yang berlaku yang digunakan oleh pelaku pasar ... harus berlaku secara efektif berdasarkan hukum dari yurisdiksi terkait dan didukung oleh opini hukum yang diperbarui secara berkala*”⁷, dan persyaratan ini juga ditunjukkan dalam paragraf 38 Konsultasi.

Berdasarkan permasalahan yang diuraikan di atas, opini hukum Indonesia yang diminta oleh ISDA terkait dengan keberlakuan *close out netting* di Indonesia mungkin tidak cukup untuk memenuhi persyaratan tersebut, dan oleh karena itu, para pelaku pasar mungkin harus menukarkan VM secara bruto.

⁵ Pasal 51 Undang-Undang Indonesia tentang Kepailitan.

⁶ Pasal 36 Undang-Undang Indonesia tentang Kepailitan.

⁷ <https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf>, BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, Paragraf 3(ii), Halaman 15.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Kami ingin mengemukakan bahwa pertukaran VM secara bruto (dan bukan neto) akan menimbulkan biaya yang jauh lebih tinggi dan tidak sejalan dengan pergerakan secara global yang mendorong penyediaan margin NCCD secara bilateral.

Oleh karena itu, OJK hendaknya mengupayakan adanya konsistensi yang lebih baik dalam pelaksanaan *close-out netting* di Indonesia dan menyelaraskan persyaratan margin Indonesia dengan standar global untuk memenuhi komitmennya dalam G20. Kami ingin mengemukakan pula bahwa pengagungan transaksi secara bruto juga akan memperbesar eksposur kredit pihak lawan. Sebuah contoh ilustratif yang menguraikan skenario tersebut diberikan dalam **Lampiran 1** tanggapan ini.

V. *Permintaan kepada OJK*

Sejak tahun 2017, ISDA telah berhubungan dengan Bank Indonesia (“BI”) terkait dengan langkah perundang-undangan untuk mendukung keberlakuan *close out netting*, dan pada tanggal 1 Februari 2018 Bank Indonesia mengeluarkan siaran pers yang menyatakan kembali dukungannya untuk memperkuat landasan hukum terkait pendalaman pasar keuangan dan komitmen untuk mengupayakan kepastian hukum bagi keberlakuan *close out netting* di Indonesia⁸.

Selanjutnya, pada bulan Oktober 2018 ISDA menerbitkan *2018 Model Netting Act and Guide*⁹ beserta terjemahannya dalam bahasa Indonesia¹⁰ yang diberikan kepada BI, disertai dengan terjemahan bahasa Indonesia dari ISDA *Research Note* tentang pentingnya *close out netting*¹¹ dan memorandum ISDA tentang manfaat dari *close-out netting*¹². Dokumen-dokumen tersebut juga diberikan kepada OJK setelah Rapat, dan kami bersedia dengan senang hati untuk mendiskusikan dokumen-dokumen tersebut serta manfaat dan nilai penting dari *close-out netting* secara lebih detail dengan OJK dan BI.

ISDA dan para anggota kami percaya bahwa penerbitan undang-undang tentang *netting* akan memberikan solusi yang paling efektif dan menyeluruh atas permasalahan yang saat ini dihadapi dalam keberlakuan *close out netting* untuk pasar Indonesia, dan kami akan dengan senang hati mendukung dan membantu proses ini. ISDA secara aktif mendorong adanya undang-undang tentang *netting* di seluruh dunia dan membuat sebuah daftar¹³ yang menunjukkan yurisdiksi-yurisdiksi yang, berdasarkan informasi dari para anggota kepada ISDA, telah menerapkan undang-undang tentang *netting*¹⁴. Beberapa yurisdiksi tersebut, khususnya di wilayah Asia Pasifik, mungkin menarik dari perspektif Indonesia, dan kami akan dengan senang hati mendiskusikan tentang pendekatan-pendekatan khusus terkait

⁸ <http://www.bi.go.id/en/ruang-media/info-terbaru/Pages/BI-Dukung-Penguatan-Landasan-Hukum-terkait-Pendalaman-Pasar-Keuangan.aspx>, Bank Indonesia, Bank Indonesia Dukung Penguatan Landasan Hukum terkait Pendalaman Pasar Keuangan.

⁹ https://www.isda.org/a/X2dEE/FINAL_2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide_Oct15.pdf, ISDA, *2018 Model Netting Act and Guide*.

¹⁰ <https://www.isda.org/a/VDyTE/2018-ISDA-Model-Netting-Act-and-Guide-%E2%80%93-Bahasa-Indonesia-translation.pdf>, ISDA, *2018 Model Netting Act and Guide – Terjemahan dalam bahasa Indonesia*.

¹¹ <http://assets.isda.org/media/14f74a0c/cb2ed93a-pdf/>, ISDA, *Importance of close-out netting – Terjemahan dalam bahasa Indonesia*.

¹² <http://assets.isda.org/media/6010c365/1e4e9b54-pdf/>, ISDA, *Benefits of close-out netting – Terjemahan dalam bahasa Indonesia*.

¹³ <https://www.isda.org/2020/07/03/status-of-netting-legislation/>, ISDA, *Status of Netting Legislation* (per tanggal 23 September 2020).

¹⁴ Harap diingat bahwa daftar ini bersifat indikatif dan dapat mengalami perubahan, dan tidak dimaksudkan sebagai rangkuman menyeluruh dari semua yurisdiksi di seluruh dunia yang mungkin telah menerapkan undang-undang tentang *netting*.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

undang-undang yang telah digunakan untuk menegaskan keberlakuan *close-out netting* oleh berbagai yurisdiksi tersebut secara lebih terperinci.

Kami mendorong agar OJK bekerja sama dengan BI dan pembuat kebijakan terkait lainnya di Indonesia untuk menerapkan sebuah solusi undang-undang untuk memberikan kepastian terkait dengan keberlakuan *close out netting* di Indonesia, sebelum mengimplementasikan Persyaratan Margin yang diusulkan di dalam Konsultasi.

b. *Tujuan persyaratan margin dan central clearing*

Sebagaimana yang dinyatakan dalam Kerangka Kerja BCBS-IOSCO, salah satu tujuan dari persyaratan margin untuk NCCD adalah mengurangi risiko sistemik dan mendorong *central clearing* atas transaksi derivatif terstandarisasi, dan *central clearing* adalah salah satu dari empat elemen program reformasi pascakrisis G20 awal di tahun 2009. Tujuan tersebut juga telah dinyatakan sebagai salah satu tujuan OJK di dalam Konsultasi.

Akan tetapi, untuk mendorong adanya *central clearing*, harus terdapat *central counterparty* (“**CCP**”) transaksi derivatif yang diakui secara internasional sebagai *qualified central counterparty* (“**QCCP**”) di mana firma-firma internasional dapat menjadi anggota kliring langsung. Pengakuan QCCP tersebut mengharuskan adanya pendaftaran atau pengakuan CCP negara ketiga dari berbagai lembaga pengatur di dunia, seperti menerima pendaftaran sebagai *derivatives clearing organization* (“**DCO**”) pada *Commodities Futures Trading Commission* (“**CFTC**”) (atau, sebagai alternatif, permohonan untuk pengecualian DCO)¹⁵. Hal tersebut juga akan mengharuskan diterimanya pengakuan dari *European Securities and Markets Authority* (“**ESMA**”) untuk menawarkan layanan dan kegiatan sesuai dengan *European Market Infrastructure Regulation* (“**EMIR**”)¹⁶, serta pengakuan berdasarkan *Temporary Recognition Regime* dari Bank of England¹⁷. Tanpa adanya pengakuan QCCP yang relevan, bank-bank di seluruh dunia (termasuk yang beroperasi di Indonesia) tidak akan dapat melakukan kliring pada CCP negara ketiga.

Selanjutnya, CCP transaksi derivatif juga harus menawarkan kliring dalam berbagai jenis produk likuid yang terstandarisasi, untuk dapat menawarkan alternatif bagi penyediaan margin transaksi derivatif OTC, serta menawarkan layanan kliring nasabah agar para pengguna akhir di dalam pasar keuangan juga dapat melakukan kliring, dan bukan penyediaan margin, atas transaksi derivatif OTC. Dalam hal ini, kami mencatat bahwa saat ini kliring belum tersedia dan belum digunakan di Indonesia dan belum terdapat CCP transaksi derivatif.

Kami mencatat bahwa pada tanggal 2 Oktober 2019 BI mengeluarkan Peraturan Nomor 21/11/PBI/2019 tentang penyelenggaraan CCP untuk transaksi derivatif¹⁸. Kami ingin mengemukakan bahwa persyaratan kliring wajib mungkin bukan alat yang sesuai di yurisdiksi yang memiliki kendali pasar atau bursa derivatif yang relatif kecil, seperti Indonesia. Pasar seperti itu mungkin tidak memiliki tingkat standarisasi dalam seluruh

¹⁵ <https://www.ecfr.gov/cgi-bin/text-idx?SID=94d8efe9165bc8f2fc7b749dde1082cb&mc=true&node=pt17.1.39&rgn=div5>, CFTC, *Electronic Code of Federal Regulations*, Bagian 39 – DCO.

¹⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A32012R0648>, *European Parliament and Council, Regulation (EU) No 648/2012 on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories*.

¹⁷ <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/eu-withdrawal/practical-guidance-for-applications-for-recognition-and-entry-into-temporary-recognition-regime.pdf?la=en&hash=F5929716EC865A13C34A227BD3B5D6F7E473D13F>, Bank of England, *Practical guidance for applications for recognition and entry into the Temporary Recognition Regime*.

¹⁸ https://www.bi.go.id/en/peraturan/moneter/Pages/PBI_211119.aspx, BI, Peraturan Bank Indonesia Nomor 21/11/PBI/2019 Tentang Penyelenggaraan *Central Counterparty* Untuk Transaksi Derivatif Suku Bunga Dan Nilai Tukar *Over-The-Counter*.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

kontrak derivatif atau kedalaman pasar yang cukup untuk menyelenggarakan sebuah CCP hemat biaya yang dikelola dengan baik. ISDA telah menerbitkan sebuah buku putih tentang kliring di dalam yurisdiksi yang lebih kecil atau tertutup yang memberikan lebih banyak detail tentang permasalahan utama yang telah kami kemukakan di sini¹⁹.

Oleh karena itu, untuk memungkinkan pengembangan pasar derivatif yang lebih likuid dan terstandardisasi dan dengan demikian meningkatkan penyelenggaraan CCP di Indonesia, kami mendorong agar OJK bekerja sama dengan BI dan pembuat kebijakan terkait lainnya di Indonesia untuk menerapkan sebuah solusi undang-undang untuk memberikan kepastian terkait dengan keberlakuan *close-out netting* di Indonesia. Selain itu, hal tersebut hendaknya dilakukan sebelum menetapkan kewajiban kliring.

c. *Persyaratan penyediaan initial margin yang terlalu konservatif*

I. *Permasalahan dalam mewajibkan penggunaan standardized IM schedule*

Dalam upaya untuk menerapkan persyaratan margin secara seragam, OJK telah mengusulkan di dalam Konsultasi untuk hanya mengizinkan penggunaan *standardized initial margin ("IM") schedule* sebagai metode penghitungan IM, dan tidak memperbolehkan penggunaan model kuantitatif dalam menghitung IM.

Perhatian kami adalah bahwa *standardized IM schedule* merupakan sebuah alat perhitungan yang terlalu tumpul yang tidak bersifat *risk sensitive*. Nilai margin yang dihasilkannya akan membuat keekonomian dari hampir semua perdagangan derivatif OTC menjadi tidak menarik, dan disertai dengan ketiadaan fasilitas untuk mengkliringkan perdagangan tersebut, kegiatan dalam banyak produk lindung nilai yang berguna pada akhirnya akan berhenti.

Diwajibkannya penggunaan *standardized IM schedule* yang memberikan hasil yang jauh lebih tinggi daripada model IM yang biasa digunakan, seperti *ISDA Standard Initial Margin Model ("ISDA SIMM™")*, dapat menyebabkan harga transaksi derivatif di Indonesia mencapai tingkat yang akan mencegah dari dilakukannya kegiatan lindung nilai, mengharuskan adanya kenaikan yang signifikan dalam kebutuhan pendanaan bank, dan menimbulkan perubahan dalam perilaku perdagangan bank yang mengakibatkan fragmentasi likuiditas pasar. Hal tersebut pada akhirnya akan membawa konsekuensi yang tidak diinginkan berupa terhambatnya pertumbuhan ekonomi.

Harus juga dicatat bahwa usulan dari OJK tersebut tidak sejalan dengan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO dan rezim margin di semua yurisdiksi lainnya.

II. *Model-model IM seperti ISDA SIMM*

Oleh karena itu, kami meminta agar OJK mempertimbangkan diakuinya penggunaan model-model IM, seperti ISDA SIMM, yang dirancang bersifat konservatif untuk memenuhi persyaratan interval keyakinan 99% selama 10 hari yang dipersyaratkan berdasarkan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO, dan sekaligus mendukung penerapan IM secara seragam mengingat bahwa model tersebut merupakan model yang terstandardisasi.

Selain itu, ISDA SIMM telah dirancang untuk memenuhi kriteria tertentu yang telah ditetapkan dan didasarkan pada sensitivitas urutan pertama. ISDA SIMM tersedia untuk semua pelaku pasar, dan merupakan sebuah model sederhana yang dihasilkan dari *Sensitivity Based Approach* dalam kerangka kerja risiko pasar BCBS.

¹⁹ <https://www.isda.org/a/tsvEE/ITC-Small-Jurisdictions-final.pdf>, ISDA, Whitepaper series "Incentives to Clear" Clearing in Smaller or Closed Jurisdictions.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Model tersebut mudah digunakan dan dirancang untuk memberikan hasil yang konservatif. IM yang dihitung berdasarkan model tersebut akan tetap memberikan penahan yang bersifat hati-hati terhadap risiko-risiko yang ditimbulkan tanpa menyebabkan para pihak mendapatkan tingkat margin tinggi yang tidak terkendali. Oleh karena itu, penggunaan ISDA SIMM memberikan kepada para pelaku pasar perkiraan yang akurat namun konservatif atas risiko yang ditimbulkan, tanpa adanya kelemahan berupa penurunan likuiditas.

Selain hal tersebut, ISDA SIMM bekerja berdasarkan sebuah kerangka kerja tata kelola²⁰, yang merupakan persyaratan yang sangat penting untuk model IM berdasarkan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO. Sebagai bagian dari kerangka kerja tata kelola tersebut, *ISDA SIMM Governance Forum* memberikan Laporan Pemantauan Triwulanan kepada lembaga-lembaga pengatur, yang mencakup:

- (i) Pemberitahuan triwulanan tentang kekurangan dan permasalahan rekonsiliasi;
- (ii) Hasil pelaporan (data yang diminta & kelompok yang berpartisipasi);
- (iii) Pemeriksaan kesehatan ISDA SIMM secara menyeluruh (atau rata-rata tingkat *backtesting exceedance*);
- (iv) Pemeriksaan peringatan dini ISDA SIMM; dan
- (v) Deskripsi portofolio dan lima portofolio teratas berdasarkan jumlah kekurangan.

Bersama dengan pelaksanaan *backtesting* ISDA SIMM tahunan, pelaksanaan Pemantauan Triwulanan ISDA SIMM menjadi landasan utama dari pendekatan berbasis bukti yang digunakan untuk mengidentifikasi, menilai dan menyepakati perubahan-perubahan yang mungkin terjadi, untuk memastikan agar ISDA SIMM memenuhi atau melampaui persyaratan interval keyakinan 99% selama 10 hari. Sebagaimana disebutkan di atas, para pengguna ISDA SIMM melaporkan tentang kekurangan dan permasalahan rekonsiliasi ISDA SIMM, dan OJK akan memiliki transparansi dan pengetahuan penuh tentang setiap permasalahan dan perbaikan yang diidentifikasi dengan ISDA SIMM.

Kami akan dengan senang hati mengadakan rapat lagi untuk mendiskusikan lebih lanjut dengan Anda tentang mekanisme cara kerja ISDA SIMM, beserta kerangka kerja tata kelola dan pemantauannya.

III. Permintaan kepada OJK

Oleh karena itu, kami meminta agar OJK menghapus persyaratan untuk hanya menggunakan *standardized IM schedule*, dan mengizinkan penggunaan model-model IM termasuk ISDA SIMM.

d. Cakupan yang luas atas entitas-entitas yang tercakup

Konsultasi mengatur tentang lingkup yang luas atas entitas-entitas yang tercakup, termasuk lembaga dan korporasi non-keuangan.

Kami ingin mengemukakan bahwa Kerangka Kerja BCBS-IOSCO hanya berlaku untuk lembaga keuangan dan entitas non-keuangan yang penting secara sistemik. Dalam hal ini, kami mencatat bahwa lingkup entitas yang dikenakan aturan margin di masing-masing yurisdiksi berbeda-beda, khususnya terkait dengan korporasi. Sebagai contoh, aturan margin di AS, Singapura dan Australia tidak berlaku untuk korporasi, sementara aturan margin di UE dan Hong Kong mencakup korporasi yang dianggap penting secara sistemik, yang ditentukan berdasarkan ambang batas (*threshold*) nosional minimum.

²⁰<https://www.isda.org/a/7FIDE/isda-simm-governance-framework-19-september-2017-public.pdf>, ISDA, *ISDA SIMM Governance Framework* (diterbitkan pada tanggal 19 September 2017).

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Lembaga dan korporasi non-keuangan di Indonesia kemungkinan tidak memiliki kapasitas operasional atau infrastruktur untuk pertukaran margin, serta tidak memiliki akses terhadap kliring. Penerapan Persyaratan Margin untuk lembaga dan korporasi non-keuangan akan sangat membatasi akses entitas-entitas tersebut terhadap pasar derivatif dan kemampuan mereka untuk melakukan lindung nilai atas risiko, dan oleh karena itu kami meminta OJK untuk mempertimbangkan pengecualian lembaga dan korporasi non-keuangan dari Persyaratan Margin.

e. *Ketiadaan penyedia kustodian dalam negeri yang memenuhi persyaratan IM*

Untuk memenuhi persyaratan segregasi IM berdasarkan standar global, pihak lawan harus mengadakan pengaturan dengan suatu pihak ketiga atau kustodian *triparty* untuk menetapkan syarat-syarat berdasarkan mana pemberi atau penerima agunan dapat mengakses agunan tersebut. Kami ingin mengingatkan OJK bahwa penyusunan dokumentasi tersebut memakan waktu yang lama dan koordinasi industri yang tinggi.

Dokumentasi tersebut hanya mempertimbangkan persyaratan penyediaan margin dari yurisdiksi-yurisdiksi yang telah menuntaskan pembuatan aturannya, dan oleh karena itu pada saat ini tidak mempertimbangkan persyaratan penyediaan margin di Indonesia. Hal tersebut berarti bahwa entitas-entitas yang tercakup tidak akan dapat menggunakan dokumentasi tersebut apabila Persyaratan Margin OJK sangat berbeda dengan standar di seluruh dunia.

Berdasarkan pemahaman para anggota kami, pertukaran agunan terkait dengan transaksi derivatif OTC bukanlah praktik yang lazim di Indonesia. Sebagian besar pelaku pasar derivatif, khususnya entitas lokal, kurang memahami tentang cara penerapan persyaratan penyediaan margin dan infrastruktur operasional untuk memproses pengalihan agunan. Infrastruktur kustodian yang ada saat ini masih belum cukup dikembangkan, khususnya untuk memenuhi persyaratan segregasi IM.

Mengingat hal tersebut di atas, dan khususnya untuk memfasilitasi pertukaran agunan dalam denominasi Rupiah Indonesia, kami menganggap terdapat kebutuhan untuk membentuk satu atau lebih penyedia layanan kustodian pihak ketiga di Indonesia yang memiliki pengaturan infrastruktur yang memenuhi persyaratan IM berdasarkan Persyaratan Margin *sebelum* tanggal mulai berlakunya Persyaratan Margin. Selain itu, setiap infrastruktur kustodian pihak ketiga yang dibentuk di Indonesia juga harus memungkinkan cabang-cabang bank asing di Indonesia untuk memenuhi persyaratan segregasi IM dan persyaratan lainnya berdasarkan aturan margin yurisdiksi asalnya (contohnya terkait dengan kualitas kredit dari kustodian dan struktur rekening).

Oleh karena itu, kami ingin mengingatkan OJK bahwa hendaknya diberikan waktu untuk pengembangan (para) penyedia layanan kustodian pihak ketiga IM tersebut di Indonesia sebelum tanggal mulai berlakunya Persyaratan Margin.

f. *Dampak persyaratan pelokalan data terhadap kegiatan operasional agunan*

Mengingat sifat lintas batas dari pasar derivatif, banyak bank yang mengelola kegiatan operasional agunannya untuk wilayah tertentu dari sebuah lokasi tunggal. Meski demikian, kami memahami bahwa peraturan OJK tentang pelokalan data²¹ untuk bank umum hanya mengizinkan bank-bank untuk menggunakan sistem yang dijalankan dari pusat data di luar negeri apabila bank tersebut tunduk pada persyaratan persetujuan berdasarkan peraturan yang sangat memberatkan. Persyaratan tersebut dapat

²¹ <https://www.ojk.go.id/id/kanal/perbankan/regulasi/peraturan-ojk/Documents/Pages/POJK-tentang-Penerapan-Manajemen-Risiko-dalam-Penggunaan-Teknologi-Informasi-Oleh-Bank-Umum/POJK%20MRTI.pdf>, OJK, POJK Nomor 38/POJK.03/2016.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

menghalangi bank-bank dari menerapkan setiap proses atau sistem manajemen agunan yang canggih di Indonesia, dan kami meminta agar OJK menyederhanakan syarat persetujuan untuk mengizinkan kegiatan operasional agunan yang terpusat untuk tujuan dari Persyaratan Margin tersebut.

g. Jadwal implementasi

Para pelaku pasar yang termasuk di dalam cakupan akan memerlukan sumber daya dan waktu operasional yang substansial untuk mengimplementasikan Persyaratan Margin. Oleh karena itu, kami meminta agar OJK memberikan waktu yang cukup sebelum tanggal pemenuhan Persyaratan Margin bagi para pelaku pasar untuk melakukan persiapan yang diperlukan, seperti menyusun kembali semua perjanjian menjadi dokumentasi yang sesuai dengan peraturan serta menyiapkan proses-proses dari sudut pandang operasional dan infrastruktur untuk memungkinkan perhitungan dan pertukaran margin.

Kami mendorong agar OJK memerhatikan berbagai permasalahan yang telah kami kemukakan di atas sebelum mengimplementasikan Persyaratan Margin, untuk memastikan agar permasalahan terkait dengan keberlakuan *close out netting* diperhatikan dan agar persyaratan margin di Indonesia selaras dengan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO serta dengan aturan margin di seluruh dunia, untuk memastikan bahwa tidak terdapat konsekuensi yang tidak diinginkan berupa fragmentasi likuiditas pasar, disinsentif terhadap kegiatan lindung nilai, atau dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

3. Komentar Khusus

Untuk kemudahan acuan, judul dan nomor paragraf yang digunakan di bawah ini sesuai dengan yang digunakan dalam Konsultasi.

a. Cakupan Pengaturan – Instrumen yang Diatur (Elemen 1)

l. Forward nilai tukar dan swap nilai tukar yang diselesaikan secara fisik

ISDA menyambut baik pengecualian *forward* dan *swap* ("FX") nilai tukar yang diselesaikan secara fisik dari persyaratan IM sebagaimana yang tercantum dalam paragraf 8 Konsultasi. Akan tetapi, OJK mengindikasikan bahwa persyaratan VM akan berlaku untuk *forward* dan *swap* FX yang diselesaikan secara fisik.

Forward dan *swap* FX yang diselesaikan secara fisik dikecualikan dari persyaratan VM berdasarkan aturan margin Amerika Serikat yang bersifat final serta di Singapura, Korea, Hong Kong dan Australia. Kami meminta agar OJK mengambil pendekatan yang sejalan dengan yurisdiksi lain dan mengecualikan *forward* dan *swap* nilai tukar yang diselesaikan secara fisik dari persyaratan VM.

Selanjutnya, agar sejalan dengan persyaratan margin di Singapura, Korea, Hong Kong dan Australia, ISDA meminta agar OJK juga secara tegas mengecualikan transaksi-transaksi berikut ini dari Persyaratan Margin VM maupun IM:

- (i) transaksi *spot* FX, dan menjelaskan bahwa *overnight FX swap* atau *deliverable FX forward* dengan tanggal penyelesaian yang lebih dekat daripada tanggal penyelesaian untuk perdagangan *spot* akan termasuk sebagai perdagangan *spot* atau perdagangan *forward* FX; dan
- (ii) komponen FX yang terdapat dalam *cross-currency swap* yang terkait dengan pertukaran pokok.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

II. Opsi Equity

ISDA meminta agar OJK mengecualikan juga opsi *single-stock*, opsi *equity basket* and opsi *equity index* dari persyaratan margin untuk menghindari adanya arena yang tidak seimbang bagi para pelaku pasar Indonesia.

Hal ini akan sejalan dengan berbagai yurisdiksi yang belum mengimplementasikan persyaratan margin untuk opsi *single-stock*, opsi *equity basket* dan opsi *equity index*, atau yang menentukan bahwa transaksi-transaksi tersebut berada di luar cakupan aturan margin mereka yang terkait; atau setidaknya telah menerapkan pengurangan sementara atau memberikan pengecualian secara tetap untuk transaksi-transaksi tersebut. Sebagai contoh, di Singapura, *Monetary Authority of Singapore* telah mengeluarkan pedoman yang mengecualikan opsi *equity* dan opsi *equity index* dari cakupan aturan marginnya secara keseluruhan²². Demikian pula, di Amerika Serikat, opsi *equity* dan opsi *equity index* tidak dibahas dalam cakupan *Dodd Frank Title VII*, dan persyaratan margin berdasarkan peraturan pada praktiknya tidak berlaku untuk para pedagang *swap* berdasarkan peraturan Amerika Serikat.

Pengenaan persyaratan margin terkait dengan opsi *equity* akan membawa dampak yang tidak proporsional bagi pihak lawan yang lebih kecil yang datang dalam cakupan Persyaratan Margin, yang dapat menyebabkan entitas-entitas yang saat ini menggunakan opsi *equity* (sejauh yang diizinkan bagi mereka) untuk lindung nilai dan mitigasi risiko untuk tidak lagi memperdagangkan produk-produk tersebut dikarenakan peningkatan biaya.

III. Produk-produk derivatif yang diizinkan

Sebagai alternatif dari menentukan transaksi mana saja yang dikecualikan dari Persyaratan Margin, untuk memfasilitasi kemudahan implementasi Persyaratan Margin dan menghindari adanya ketidakpastian, kami menyarankan agar OJK menentukan sebuah daftar produk-produk derivatif yang akan dikenakan Persyaratan Margin yang diusulkan.

b. Cakupan Pengaturan – Cakupan Penerapan (Elemen 2)

Paragraf 16 Konsultasi menyatakan bahwa definisi secara rinci dari lembaga jasa keuangan dan entitas non-keuangan akan ditentukan oleh regulasi yang akan dikeluarkan OJK. Kami menyambut baik penjelasan hal ini di masa mendatang dan ingin memberikan saran berikut ini pada saat menentukan entitas mana saja yang tercakup.

I. Pengecualian korporasi dan entitas non-keuangan

Paragraf 10 Konsultasi mengindikasikan bahwa Persyaratan Margin akan berlaku untuk semua lembaga keuangan dan non-keuangan. Sebagaimana yang dikemukakan dalam paragraf 1(d) tanggapan ini dan untuk alasan-alasan yang telah disebutkan, kami menyampaikan kembali permintaan kami kepada OJK untuk mengecualikan korporasi dan entitas non-keuangan dari Persyaratan Margin.

²² <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/Regulations-Guidance-and-Licensing/Guidelines/Guidelines-on-Margin-Requirements-for-NonCentrally-Cleared-OTC-Derivatives-Contracts-8-Apr-2020.pdf>, MAS, *Guidelines on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives Contracts*, Paragraf 4.2(f), Halaman 6.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Akan tetapi, apabila OJK mempertimbangkan bahwa korporasi dan/atau entitas non-keuangan harus tercakup, kami meminta agar OJK mencakup korporasi dan/atau entitas non-keuangan yang penting secara sistemik yang ditentukan berdasarkan *threshold* tertentu. Sebagai contoh, berdasarkan aturan margin di Hong Kong, hanya pihak lawan non-keuangan signifikan yang memiliki rata-rata jumlah nosional NCCD keseluruhan lebih dari HKD 60 miliar yang merupakan entitas yang tercakup.

II. *Pengecualian lindung nilai*

Apabila korporasi akan tercakup sebagai pihak lawan yang termasuk dalam cakupan, kami meminta agar OJK mengecualikan transaksi-transaksi yang dilaksanakan oleh korporasi tersebut untuk melakukan lindung nilai atas risiko bisnis yang mendasari dari Persyaratan Margin, sejalan dengan yurisdiksi lainnya di seluruh dunia. Keharusan bagi para pengguna akhir non-keuangan yang melakukan transaksi derivatif untuk melakukan lindung nilai risiko bisnis yang mendasari untuk mempertukarkan margin dapat menghalangi entitas-entitas tersebut dari melakukan perdagangan derivatif untuk tujuan bisnis yang sesungguhnya apabila biaya lindung nilai meningkat tajam bagi mereka atau membebani secara operasional. Hal tersebut dapat membawa konsekuensi yang tidak diinginkan berupa disinsentif terhadap kegiatan lindung nilai yang sah atau yang mengurangi risiko.

III. *Entitas yang dikecualikan*

Kami menyambut baik pernyataan OJK dalam paragraf 14 Konsultasi yang mengindikasikan bahwa bank sentral, pemerintah (termasuk entitas sektor publik), bank pembangunan multilateral, dan Bank for International Settlements tidak termasuk entitas yang dicakup untuk tujuan aturan tersebut. Meski demikian, kami meminta agar OJK secara tegas menjelaskan bahwa pengecualian tersebut juga mencakup bank sentral *asing*, pemerintah *asing*, dan entitas sektor publik *asing*.

Mengingat adanya catatan kaki yang menyatakan bahwa daftar pengecualian tunduk pada diskresi nasional, untuk kejelasan, kami meminta agar OJK memberikan daftar menyeluruh entitas-entitas yang diatur yang akan dikenakan Persyaratan Margin.

IV. *Entitas yang diatur*

Kami mencatat bahwa Paragraf 14 mengacu kepada “*entitas yang diatur*” yang merupakan “*seluruh lembaga jasa keuangan dan entitas non-keuangan*”, dan kemudian paragraf 16 menyebutkan bahwa “*kerangka ini hanya berlaku untuk transaksi derivatif yang bersifat non-centrally cleared yang dilakukan antara dua entitas yang diatur oleh persyaratan ini*”.

Di yurisdiksi lainnya, seperti Hong Kong, aturan margin hanya berlaku untuk lembaga keuangannya yang diatur secara lokal (“**AI**”), yang dibedakan dari “*entitas yang dicakup*”, yang merupakan pihak lawan AI yang transaksi derivatifnya tercakup dalam *threshold*.

Kami meminta agar OJK menjelaskan bahwa maksudnya adalah bahwa persyaratan margin hanya berlaku untuk transaksi-transaksi (dengan ketentuan bahwa persyaratan *threshold* lainnya terpenuhi) di mana *kedua* pihak adalah lembaga jasa keuangan dan entitas non-keuangan yang diatur di Indonesia.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Oleh karena itu, kami akan berterima kasih apabila OJK menjelaskan bahwa apabila salah satu “entitas yang diatur” memperdagangkan derivatif dengan sebuah entitas yang tidak diatur atau entitas yang diatur di luar negeri, transaksi tersebut tidak tercakup dalam *threshold* untuk penerapan Persyaratan Margin.

V. Definisi dari “diklirinkan (cleared)”

Untuk kejelasan terkait dengan penerapan Persyaratan Margin, kami menyarankan agar OJK memberikan definisi untuk “*non-centrally cleared derivatives*”.

Contoh pendekatan yang digunakan di yurisdiksi lain tercantum di bawah ini:

- (i) Hong Kong: transaksi derivatif OTC yang tidak diklirinkan melalui sebuah entitas yang, untuk tujuan kliring dan menyelesaikan perdagangan di dalam kontrak, menempatkan pihaknya sendiri di antara pihak-pihak lawan di dalam kontrak dengan menjadi pembeli bagi setiap penjual dan penjual bagi setiap pembeli berdasarkan kontrak²³;
- (ii) Singapura: kontrak derivatif yang tidak, atau tidak dimaksudkan untuk, diklirinkan atau diselesaikan oleh seseorang yang mengoperasikan fasilitas kliring yang melaluinya para pihak dalam sebuah kontrak melakukan substitusi, melalui novasi atau dengan cara lain, atas kredit dari orang yang mengoperasikan fasilitas kliring tersebut untuk kredit para pihak²⁴;
- (iii) Australia: derivatif yang tidak diklirinkan oleh sebuah *clearing house* yang menempatkan pihaknya sendiri di antara pihak-pihak lawan di dalam kontrak yang diperdagangkan dalam satu pasar keuangan atau lebih, yang menjadi pembeli bagi setiap penjual dan penjual bagi setiap pembeli. *Clearing house* tersebut menjadi pihak lawan dalam perdagangan dengan para pelaku pasar melalui novasi, sistem penawaran terbuka, atau pengaturan lain yang mengikat secara hukum²⁵.

c. Jumlah Minimum dan Metodologi untuk Perhitungan Initial Margin dan Variation Margin (Elemen 3)

I. Model-Model IM

Paragraf 28 mengindikasikan bahwa OJK akan mempersyaratkan penggunaan *standardized IM schedule* untuk semua perhitungan IM. Akan tetapi paragraf 23-27 Konsultasi membahas tentang penggunaan model kuantitatif IM dengan sangat mendetail, yang kami harap merupakan indikasi bahwa OJK mungkin mempertimbangkan pula penggunaan model-model kuantitatif IM.

Sebagaimana yang dikemukakan dalam paragraf 2(c) di atas, kami memiliki perhatian dalam hal penggunaan *standardized IM schedule* dan menganjurkan penggunaan Model IM, seperti ISDA SIMM.

²³ <https://www.hkma.gov.hk/media/eng/doc/key-information/guidelines-and-circular/2020/20200911e1a1.pdf>, HKMA, *Supervisory Policy Manual CR-G-14, Non-centrally Cleared OTC Derivatives Transactions - Margin and Other Risk Mitigation Standards*

²⁴ <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Regulations-and-Financial-Stability/Regulations-Guidance-and-Licensing/Securities-Futures-and-Fund-Management/Regulations-Guidance-and-Licensing/Guidelines/Guidelines-on-Margin-Requirements-for-NonCentrally-Cleared-OTC-Derivatives-Contracts-8-Apr-2020.pdf>, MAS, *Guidelines on Margin Requirements for Non-Centrally Cleared OTC Derivatives Contracts*, Paragraf 4.2(f), Halaman 6.

²⁵ https://www.apra.gov.au/sites/default/files/prudential_standard_cps_226_margining_and_risk_mitigation_for_non-centrally_cleared_derivatives.pdf, APRA, *Prudential Standard CPS 226, Margining and risk mitigation for non-centrally cleared derivatives*.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Selain poin-poin yang dinyatakan dalam paragraf 2(c) di atas tentang ISDA SIMM, kami ingin menambahkan pula bahwa ISDA SIMM telah disetujui oleh lembaga-lembaga pengatur di seluruh dunia dan digunakan secara luas di antara para pelaku pasar.

Oleh karena itu, kami meminta agar OJK mengizinkan para pelaku pasar di Indonesia untuk menggunakan model-model IM standar di dalam industri seperti ISDA SIMM untuk perhitungan IM. Selain itu, sejalan dengan pendekatan yang diikuti di yurisdiksi lainnya, kami menyarankan agar para pelaku pasar dapat menggunakan ISDA SIMM setelah adanya pemberitahuan satu kali tentang model IM kepada OJK, dan agar pemberitahuan tentang model IM tersebut akan mencakup semua portofolio untuk mana para pihak sepakat untuk menggunakan ISDA SIMM.

II. Add-On

Paragraf 39 menyebutkan bahwa OJK akan memberikan ruang bagi “pengawas” untuk mengubah Persyaratan Margin menjadi lebih konservatif dari yang ditetapkan dalam Konsultasi ini dalam rangka mencapai hasil tertentu, seperti membatasi penumpukan *leverage* dan perluasan neraca bank, termasuk penetapan “*add-on*” di atas tingkat margin dasar.

Pertama, kami akan berterima kasih apabila OJK dapat menjelaskan arti dari istilah “pengawas”, karena Konsultasi mengindikasikan bahwa OJK adalah satu-satunya otoritas pengawasan.

Kedua, terkait dengan kemungkinan adanya “*add-on*”, meskipun hal tersebut dibahas dalam paragraf 3(iii) Kerangka Kerja BCBS-IOSCO²⁶, paragraf yang sama menyatakan bahwa “*meskipun tidak ada kesimpulan yang telah dicapai tentang permasalahan ini, BCBS dan IOSCO terus memberikan pertimbangan lebih lanjut atas permasalahan koordinasi yang mungkin timbul terkait dengan hal tersebut*”. Kami meminta agar OJK mengoordinasikan implementasi “*add-on*” tersebut dengan BCBS-IOSCO dan lembaga pengatur lainnya di seluruh dunia setelah berkonsultasi lebih lanjut dengan para pelaku pasar, dan agar “*add-on*” tersebut, apabila diimplementasikan, diterapkan secara kasus per kasus.

Penting untuk dicatat pula bahwa implementasi “*add-on*” tersebut akan menimbulkan ketidakpastian hukum bagi pihak lawan, khususnya apabila “*add-on*” tersebut akan diterapkan secara berlaku surut.

III. Jadwal penyelesaian

Yang kami pahami adalah bahwa jadwal penyelesaian untuk pertukaran VM & IM belum ditentukan di dalam Konsultasi.

Mengingat sifat lintas batas dari pasar derivatif dan fakta bahwa banyak pelaku pasar memiliki kegiatan operasional agunan di luar Indonesia, kami meminta agar OJK mengizinkan pertukaran margin sekurang-kurangnya atas dasar T+3 sebagai batas terluar. Hal tersebut akan memastikan bahwa pertukaran VM & IM tidak akan menimbulkan permasalahan operasional yang signifikan dan juga akan sejalan dengan persyaratan di yurisdiksi lainnya di Asia seperti Hong Kong dan Singapura. Sebagai contoh, batas waktu penyelesaian margin di yurisdiksi lainnya dicantumkan dalam Tabel 1 di bawah ini.

²⁶ <https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf>, BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, Paragraf 3(iii), Halaman 16.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Elemen	Korea Selatan	Hong Kong	Singapura	Australia
Penyelesaian VM	Perhitungan, <i>call</i> , dan penyelesaian VM tidak boleh melebihi tiga hari kerja setempat sejak tanggal perdagangan (T+3).	<i>Call</i> atas VM harus dilakukan dalam waktu T+1 dan ditagih dalam waktu 2 hari kerja sejak <i>call</i> atas VM tersebut.	VM harus ditukarkan selambat-lambatnya tiga hari kerja setempat sejak tanggal transaksi (T+3).	Penyelesaian VM harus dilakukan dengan segera.
Penyelesaian IM	Perhitungan, <i>call</i> , dan penyelesaian IM tidak boleh melebihi tiga hari kerja setempat sejak tanggal timbulnya kewajiban untuk menukarkan margin (T+3).	<i>Call</i> atas IM harus dilakukan dalam waktu T+1 dan ditagih dalam waktu 2 hari kerja sejak <i>call</i> atas IM tersebut.	<i>Call</i> atas IM harus dilakukan selambat-lambatnya pada akhir hari kerja setempat berikutnya (T+1). IM harus ditukarkan selambat-lambatnya tiga hari kerja setempat sejak tanggal transaksi (T+3).	<i>Call</i> atas IM harus dilakukan pada permulaan sebuah transaksi dan secara teratur dan konsisten apabila terdapat perubahan dalam potensi eksposur di masa mendatang. Penyelesaian jumlah-jumlah IM harus cepat.

Tabel 1: Perbandingan batas waktu penyelesaian margin untuk yurisdiksi-yurisdiksi di Asia

d. Jaminan yang Memenuhi Persyaratan untuk Margin (Elemen 4) & Lampiran B

i. Jenis agunan yang memenuhi syarat - VM dan IM

Kami mencatat bahwa paragraf 42 dan Lampiran B Konsultasi menguraikan tentang daftar agunan yang memenuhi syarat yang dapat dipertukarkan berdasarkan Persyaratan Margin, dan kami meminta agar OJK menegaskan secara eksplisit bahwa daftar agunan yang memenuhi syarat tersebut akan berlaku untuk VM & IM.

ii. Jenis agunan yang memenuhi syarat – jangka waktu

Jenis-jenis agunan yang memenuhi syarat yang tercantum dalam paragraf 42 dan Lampiran B Konsultasi mempersyaratkan surat berharga pemerintah dan bank sentral yang berkualitas tinggi, obligasi korporasi berkualitas tinggi, dan *covered bond* berkualitas tinggi dengan “*jangka waktu yang lebih panjang dari jangka waktu kontrak derivatif*”.

Penting untuk dicatat bahwa margin dipertukarkan berdasarkan portofolio dan bukan per transaksi/kontrak derivatif, dan oleh karenanya akan sulit bagi para pelaku pasar untuk memastikan bahwa agunannya memenuhi kriteria tersebut.

Persyaratan tersebut juga tidak sejalan dengan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO, dan oleh karenanya kami meminta agar OJK menghapus kriteria tersebut dari persyaratan agunan yang memenuhi syarat. Untuk gambaran yang menyeluruh tentang agunan yang memenuhi syarat, silakan mengacu kepada tabel ISDA yang membandingkan agunan yang memenuhi syarat di 16 yurisdiksi di seluruh dunia, beserta *haircut* yang terkait²⁷.

²⁷ <https://www.isda.org/a/Z9uTE/Eligible-Collateral-Comparison-3.21.20.pdf>, ISDA, *Eligible Collateral Comparison by Jurisdiction* (per tanggal 21 Maret 2020).

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

III. Jenis agunan yang memenuhi syarat - haircut nilai tukar

Selain itu, paragraf 42 Konsultasi menyatakan bahwa apabila agunan yang memenuhi syarat tersebut adalah dalam mata uang yang memiliki likuiditas tinggi, *haircut* yang sesuai harus diterapkan untuk mencerminkan risiko nilai tukar yang inheren. Agar selaras dengan kerangka kerja BCBS-IOSCO dan yurisdiksi lainnya, hal tersebut biasanya dinyatakan apabila mata uang dari agunan berbeda dengan mata uang “terminasi” penyelesaian dari kontrak yang terkait yang mengatur transaksi tersebut. Kami meminta agar OJK juga menggunakan formulasi yang serupa untuk menerapkan *haircut* nilai tukar.

OJK dapat pula mempertimbangkan untuk tidak menerapkan *haircut* nilai tukar untuk kas yang diberikan sebagai agunan untuk VM, yang merupakan aturan berdasarkan margin di Singapura, Hong Kong, Australia dan Korea.

IV. Standardised haircut schedule

Standardized haircut schedule dalam Lampiran B menentukan *haircut* untuk surat berharga pemerintah dan bank sentral yang berkualitas tinggi, dan obligasi korporasi atau *covered bond* berkualitas tinggi dengan sisa jangka waktu:

- (i) kurang dari 1 tahun;
- (ii) antara 1 dan 5 tahun; dan
- (iii) lebih dari 5 tahun.

Namun demikian, tidaklah jelas benar surat berharga dengan sisa jangka waktu setara dengan 1 tahun atau 5 tahun termasuk dalam kelas aset yang mana. Kami akan berterima kasih apabila OJK dapat menjelaskan tentang hal tersebut.

e. Perlakuan Terhadap Initial Margin yang Diberikan (Elemen 5)

I. Penghipotekan kembali, Segregasi dan pelaporan

Meskipun kami mengakui bahwa perlu untuk melakukan segregasi IM dan membatasi kemampuan untuk menghipotekan kembali agunan yang diterima sebagai IM, persyaratan segregasi dan penghipotekan kembali tersebut tidak berlaku untuk VM berdasarkan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO. Persyaratan yang membatasi penghipotekan kembali VM tersebut juga tidak sejalan dengan aturan margin di yurisdiksi lainnya di seluruh dunia (termasuk Singapura, Hong Kong, Australia), yang umumnya mengizinkan penghipotekan kembali VM tanpa pembatasan tanpa adanya persyaratan segregasi. Tidak diizinkan penghipotekan kembali VM dapat memengaruhi penentuan harga derivatif dan pada akhirnya menyebabkan peningkatan biaya lindung nilai bagi para pengguna akhir.

Oleh karena itu, kami meminta agar OJK mengizinkan penghipotekan kembali VM dan tidak mempersyaratkan bahwa VM harus disegregasi, mengizinkan penggunaan agunan secara lebih efisien dan membebaskan likuiditas dari agunan tersebut.

Selain itu, paragraf 55 mempersyaratkan bahwa tingkat dan volume dalam menghipotekan kembali agunan harus dilaporkan kepada OJK. Kami tidak mengetahui adanya lembaga pengatur lain yang mengenakan persyaratan tersebut, dan persyaratan tersebut akan mencerminkan beban administrasi yang besar bagi firma yang melaksanakannya. Oleh karena itu, kami meminta agar OJK menghapus persyaratan untuk melaporkan tingkat dan volume penghipotekan kembali.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

f. *Perlakuan Transaksi dengan Afiliasi (Elemen 6)*

Kami memahami dari paragraf 56 & 57 Konsultasi bahwa OJK bermaksud untuk mengecualikan transaksi dengan afiliasi dari cakupan Persyaratan Margin dan dapat meninjau serta menerapkan persyaratan tersebut pada tahap selanjutnya.

Mengingat bahwa batasan (*threshold*) margin dipertimbangkan terkait dengan grup terkonsolidasi, transaksi antarafiliasi biasanya tidak akan menimbulkan risiko sistemik atau risiko pihak lawan tambahan, kami meminta agar OJK memberikan penegasan secara eksplisit bahwa transaksi dengan afiliasi akan dikecualikan dari cakupan Persyaratan Margin.

Apabila OJK bermaksud untuk mencakup transaksi dengan afiliasi di masa mendatang, kami meminta agar OJK berkonsultasi dengan para pelaku pasar sebelum penerapan tersebut.

g. *Interaksi Rezim Nasional dalam Transaksi Lintas Batas (Elemen 7)*

I. *Kepatuhan yang disubstitusi*

ISDA memuji OJK karena mempertimbangkan interaksi rezim nasional dalam transaksi lintas batas di dalam Konsultasi, dan karena menyelaraskan dengan prinsip 7 dalam Kerangka Kerja BCBS-IOSCO²⁸ yang diformulasikan untuk menangani penerapan rangkaian aturan yang duplikatif dalam konteks lintas batas di mana sebuah entitas asing (atau cabang lokalnya) melakukan perdagangan dengan sebuah entitas lokal.

Namun demikian, kami ingin meminta penjelasan lebih lanjut tentang penerapan kepatuhan yang disubstitusi berdasarkan paragraf 59.

Secara khusus, kami meminta agar OJK secara tegas mengizinkan kepatuhan yang disubstitusi penuh sejalan dengan lembaga pengatur lainnya di seluruh dunia, termasuk di Asia seperti Hong Kong, Singapura, dan Australia, agar:

- i. anak perusahaan atau cabang yang diatur dari lembaga keuangan asing diizinkan untuk mematuhi aturan margin asing yang dianggap atau dinilai sebanding, daripada Persyaratan Margin pada saat melakukan perdagangan dengan entitas lokal Indonesia, atau anak perusahaan atau cabang lembaga keuangan asing lain di Indonesia; dan
- ii. entitas lokal yang diatur diizinkan untuk mematuhi aturan margin asing yang berlaku terhadap pihak lawannya termasuk anak perusahaan atau cabang lokal yang diatur dari lembaga keuangan asing, apabila aturan margin asing tersebut dianggap atau dinilai sebanding.

II. *Yurisdiksi yang sebanding*

Untuk memfasilitasi kemudahan implementasi, kami juga meminta agar OJK secara eksplisit mencantumkan yurisdiksi-yurisdiksi yang aturan marginnya dianggap atau dinilai sebanding dengan Persyaratan Margin dan dapat diterapkan sebagai kepatuhan yang disubstitusi berdasarkan Persyaratan Margin.

Untuk itu, kami meminta agar OJK mengikuti pendekatan yang serupa dengan Singapura dan Hong Kong serta menyatakan bahwa semua yurisdiksi BCBS-

²⁸ <https://www.bis.org/bcbs/publ/d499.pdf>, BCBS-IOSCO, *Margin requirements for non-centrally cleared derivatives*, Halaman 23, Paragraf 7(i).

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

IOSCO sebanding berdasarkan paragraf 60 Konsultasi. Sebagai alternatif, kami meminta agar OJK mencantumkan daftar yurisdiksi yang sebanding yang tersedia sebelum Persyaratan Margin mulai berlaku. Pendekatan tersebut akan membantu OJK dalam mencapai kerangka kerja lintas batas yang dapat dijalankan, yang dimaksudkan dalam paragraf 58 Konsultasi.

h. Pentahapan dalam Penerapan (Elemen 8)

i. Penerapan berlaku surut

Kami memahami dari paragraf 63 Konsultasi bahwa OJK mengusulkan untuk menerapkan VM secara berlaku surut sejak tanggal 1 Maret 2017.

Demikian pula, paragraf 65-67 mengindikasikan jadwal pentahapan untuk IM antara tanggal 1 September 2019 - 1 September 2022. Namun demikian, kami memahami dari Rapat kita bahwa OJK bermaksud untuk menerapkan Persyaratan Margin setelah tahun 2022, yang mengisyaratkan bahwa IM juga akan diterapkan secara berlaku surut.

Pendekatan tersebut tidak sejalan dengan lembaga pengatur di yurisdiksi lainnya, di mana lembaga-lembaga pengatur tersebut umumnya tidak menerapkan persyaratan VM atau IM atas transaksi NCCD yang dilaksanakan sebelum tanggal mulai berlakunya Persyaratan Margin tersebut ("**Legacy Derivatives**").

Selain itu, pada saat *Legacy Derivatives* dibuat, pihak lawan tidak memaksudkan penerapan Persyaratan Margin, dan tidak mempertimbangkan kebutuhan untuk memasukkan pos margin dalam penentuan harga kontrak. Diwajibkannya Persyaratan Margin untuk *Legacy Derivatives* akan sangat memengaruhi keekonomian dari *Legacy Derivatives* dan akan mengharuskan adanya pengalihan nilai di antara pihak-pihak lawan yang mungkin tidak mudah untuk disepakati. Oleh karena itu, agar sejalan dengan yurisdiksi-yurisdiksi lainnya dan untuk mengurangi beban yang tidak perlu pada para pelaku pasar, kami meminta agar OJK hanya mewajibkan penerapan Persyaratan Margin untuk kontrak-kontrak NCCD baru yang dibuat pada atau setelah tanggal mulai berlakunya Persyaratan Margin, dan mengecualikan *Legacy Derivatives* dari Persyaratan Margin.

ii. Amendemen yang sesungguhnya atas Legacy Derivatives

Sejalan dengan Kerangka Kerja BCBS-IOSCO dan yurisdiksi lainnya,²⁹ kami juga ingin meminta agar OJK mencantumkan sebuah paragraf untuk menegaskan bahwa amendemen yang sesungguhnya atas *Legacy Derivatives* tidak dianggap sebagai kontrak NCCD baru dan oleh karenanya tidak akan membuat transaksi tersebut termasuk dalam cakupan. Hal ini untuk mengurangi setiap beban operasional yang tidak perlu pada para pelaku pasar dan mempertahankan maksud bahwa *Legacy Derivatives* tidak tercakup dalam Persyaratan Margin.

Selain itu, kami meminta penegasan khusus dari OJK bahwa *Legacy Derivatives* dengan amendemen berikut ini tidak akan dikenakan persyaratan margin:

²⁹ Catatan kaki 20 dalam Kerangka Kerja BCBS-IOSCO menyatakan bahwa "*amandemen yang sesungguhnya atas kontrak derivatif yang sudah ada tidak dianggap sebagai kontrak derivatif baru. Setiap amendemen yang dimaksudkan untuk memperpanjang sebuah kontrak derivatif yang sudah ada dengan tujuan untuk menghindari persyaratan margin akan dianggap sebagai kontrak derivatif baru.*"

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

- i. Perdagangan yang diamendemen secara non-materiil (atau yang timbul karena peristiwa siklus hidup): sepanjang suatu amendemen tidak menimbulkan eksposur baru yang signifikan berdasarkan *Legacy Derivatives* tersebut, tindakan mengamendemen derivatif tersebut (atau terjadinya suatu peristiwa siklus hidup) tidak akan menyebabkannya termasuk dalam cakupan Persyaratan Margin;
- ii. Transaksi derivatif baru yang dihasilkan dari kompresi portofolio multilateral: kompresi portofolio dirancang untuk mengurangi kompleksitas dalam pasar derivatif dan telah dianjurkan secara umum oleh lembaga-lembaga pengatur. Akan tetapi, apabila hasil dari kompresi portofolio multilateral atas *Legacy Derivatives* akan menyebabkan perdagangan yang dihasilkan terkena Persyaratan Margin, hal tersebut akan sangat mengurangi insentif para pelaku pasar untuk melakukan kompresi portofolio multilateral;
- iii. Novasi besar-besaran yang diselesaikan untuk restrukturisasi sebuah grup: novasi secara besar-besaran (*wholesale novation*) dalam hal restrukturisasi sebuah grup tidak boleh dianggap sebagai perdagangan 'baru'; dan
- iv. Amendemen yang sesungguhnya atas *Legacy Derivatives* mencakup semua reformasi *benchmark*: ISDA telah mengidentifikasi kekhawatiran terkait dengan disertakannya *Legacy Derivatives* ke dalam cakupan kewajiban kliring dan penyediaan margin sebagai permasalahan penting dalam upaya untuk memastikan keberhasilan peralihan dari *interbank offered rates* ("IBOR") dan penggunaan *fallback* kontraktual untuk transaksi derivatif yang mengacu kepada *benchmark*. Hal tersebut mencakup *fallback* yang bukan hanya untuk suku bunga antarbank seperti IBORs, namun juga *fallback* umum yang terdapat dalam *ISDA Benchmarks Supplement*³⁰. *ISDA Benchmarks Supplement* diterbitkan sebagai tanggapan atas Pasal 28(2) dari *EU Benchmarks Regulation* ("EU BMR")³¹ dan mencakup suku bunga, indeks ekuitas, indeks komoditas dan nilai tukar valas. Cakupan yang luas dari EU BMR berarti bahwa banyak transaksi NCCD antara sebuah entitas Indonesia dan sebuah entitas yang diatur Uni Eropa dapat dikenakan persyaratannya. Kepastian yang lebih besar akan diberikan apabila OJK menjelaskan bahwa amendemen atas *Legacy Derivatives* untuk (a) mencantumkan ketentuan *fallback* untuk semua *benchmark*, daripada dibatasi pada *benchmark* untuk suku bunga; atau (b) peralihan sukarela³² dari IBOR, dalam masing-masing kasus, tidak akan menjadi kontrak baru. Hal tersebut akan menyingkirkan setiap hambatan yang mungkin dirasakan oleh para pelaku pasar untuk memastikan bahwa ketentuan *fallback* dalam transaksi mereka yang sudah ada (tanpa memerhatikan kapan transaksi tersebut dilaksanakan atau *benchmark* yang diacunya) sejalan dengan ketentuan *fallback* di dalam transaksi baru mereka dan dengan demikian, membantu mengurangi risiko basis di seluruh portofolio transaksi mereka sejauh mungkin. Selanjutnya, kejelasan tersebut akan membantu dalam memfasilitasi penerapan pernyataan IOSCO secara efisien dan hemat biaya

³⁰ <https://www.isda.org/book/isda-benchmarks-supplement>, ISDA, *ISDA Benchmarks Supplement*.

³¹ https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=uriserv:OJ.L_.2016.171.01.0001.01.ENG&toc=OJ:L:2016:171:TOC, Parlemen UE dan Dewan UE, Peraturan (UE) 2016/1011 tentang indeks-indeks yang digunakan sebagai *benchmark* dalam instrumen keuangan dan kontrak keuangan atau untuk mengukur kinerja dana investasi.

³² Sebagaimana yang diuraikan secara terperinci dalam Lampiran 2 surat ARRC kepada lembaga pengatur di Amerika Serikat, peralihan secara sukarela dapat memiliki berbagai bentuk termasuk kompresi portofolio. Surat ARRC tersebut tersedia di: https://www.newyorkfed.org/medialibrary/Microsites/arrc/files/2019/ARRC_Letter_CFTC_Regulatory_Derivatives_Treatment_05132019.pdf.

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

atas penggunaan *benchmark* keuangan serta kepatuhan terhadap EU BMR. Kejelasan tentang penanganan peralihan sukarela dari IBOR terkait dengan Persyaratan Margin OJK akan memastikan peralihan secara tertib di seluruh pasar yang sejalan dengan ekspektasi sektor publik untuk beralih dari IBOR³³.

4. Kesimpulan

Kami kembali mengucapkan terima kasih kepada OJK atas kesempatan untuk menanggapi Konsultasi ini dan diskusi kami yang terkait di dalam Rapat. Kami berharap agar komentar kami dalam pernyataan ini akan membantu OJK dalam penyusunan persyaratan margin yang baru oleh pihaknya untuk transaksi derivatif OTC *non-centrally cleared* di Indonesia.

Meski demikian, kami mendorong OJK agar menangani kekhawatiran yang telah kami kemukakan di atas dan bekerja sama dengan BI serta para pembuat kebijakan sebelum menerapkan Persyaratan Margin dan komitmen G20 lainnya, untuk memastikan bahwa kekhawatiran terkait keberlakuan *close-out netting* ditangani guna memastikan bahwa tidak terdapat konsekuensi yang tidak diinginkan dari fragmentasi likuiditas pasar, disinsentif atas kegiatan lindung nilai, atau dampak negatif terhadap pertumbuhan ekonomi.

Kami menantikan dialog selanjutnya dengan OJK tentang setiap poin yang dikemukakan dalam tanggapan ini. Silakan menghubungi ISDA melalui Rahul Advani, *Interim Head of Public Policy, Asia Pacific* (radvani@isda.org atau di nomor telepon +65 6653 4171), atau Monica Chiu, *Senior Counsel, Asia Pacific* (mchiu@isda.org atau di nomor telepon +852 2200 5908).

Hormat kami,

Untuk *International Swaps and Derivatives Association, Inc.*

Rahul Advani
Interim Head of Public Policy,
Asia Pacific

Monica Chiu
Senior Counsel,
Asia Pacific

³³ *Commodity Futures Trading Commission* (“**CFTC**”) Amerika Serikat telah menerbitkan beberapa surat *no-action* yang memberikan keringanan bagi para pedagang *swap* dan pelaku pasar lainnya terkait dengan inisiatif di seluruh industri untuk beralih dari *swap* yang mengacu kepada LIBOR dan suku bunga antarbank yang ditawarkan lainnya menuju *swap* yang mengacu kepada *benchmark* alternatif: <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8228-20>

Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

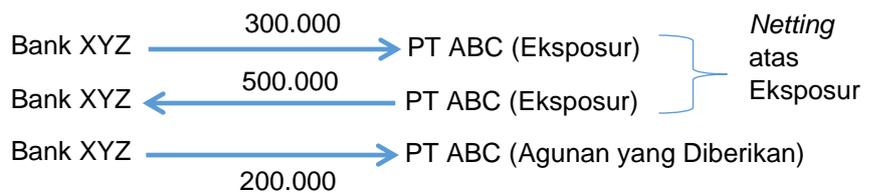
Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

LAMPIRAN 1
Contoh ilustratif pengagunan secara neto vs. bruto

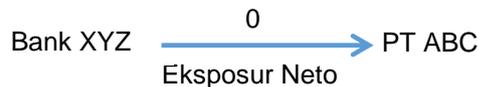
Bank XYZ memiliki eksposur MTM sebesar IDR 300.000 kepada PT ABC. PT ABC memiliki eksposur MTM sebesar IDR 500.000 kepada Bank XYZ. Apabila *netting* diakui (skenario 1), Bank XYZ harus menyerahkan agunan sebesar IDR 200.000 kepada PT ABC. Apabila *netting* tidak diakui dan marginnya adalah secara bruto (skenario 2), Bank XYZ akan memberikan agunan sebesar IDR 500.000 kepada PT ABC, dan PT ABC akan memberikan agunan sebesar IDR 300.000 kepada Bank XYZ. Dalam hal ini, apabila PT ABC menjadi insolven, eksposur Bank XYZ terhadapnya adalah sebesar IDR 800.000 dikarenakan pertukaran agunan tanpa *netting*. Bank XYZ seharusnya berada dalam keadaan lebih baik tanpa adanya agunan (skenario 3), karena eksposurnya terhadap PT ABC akan dibatasi sebesar IDR 500.000.

Skenario 1:

Netting atas eksposur:

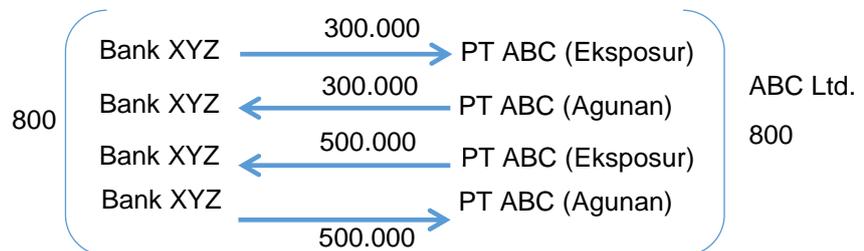


Insolvensi PT ABC:



Skenario 2:

Agunan secara bruto:



Insolvensi PT ABC:

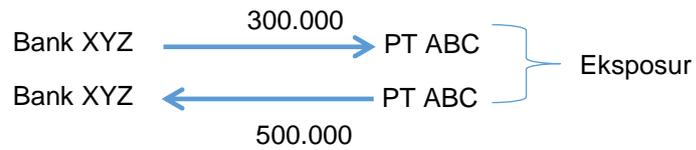


Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.

Skenario 3:

Tidak ada *netting*, tidak ada pengagungan:



Insolvensi PT ABC:



Terjemahan bahasa Indonesia ini hanya untuk rujukan semata.

Meskipun segala upaya telah dilakukan untuk memastikan ketepatan terjemahan ini, karena perbedaan dalam tata bahasa dan terminologi hukum, terdapat kemungkinan bahwa istilah atau kata yang digunakan dalam terjemahan bahasa Indonesia memiliki arti atau konotasi yang berbeda dari versi asli bahasa Inggris. Oleh karena itu, terjemahan bahasa Indonesia ini tidak untuk diandalkan oleh siapa pun dalam membuat keputusan atau mengambil tindakan apa pun. Apabila terdapat perbedaan apa pun antara versi bahasa Indonesia dan versi bahasa Inggris, harap merujuk ke versi bahasa Inggris.