

BAB II

TINJAUAN UMUM MENGENAI SEKURITISASI ASET

A. PENGERTIAN

Pada dasarnya secara singkat dapat dikatakan bahwa transaksi yang menggunakan sekuritisasi aset didasari dari konsep transaksi jual beli piutang. Transaksi jenis ini diatur dalam Kitab Undang-undang Hukum Perdata (KUHPerdata) pasal 1534, 1535, 1536 dan 1540. Perihal mengenai jual beli piutang ini akan dijabarkan lebih lanjut. Namun untuk memulai kajian teori mengenai Efek Beragun Aset terutama di Indonesia, maka materi tulisan pada bab ini akan diawali dengan pengertian yang lahir dari sejarah keberadaan sekuritisasi aset dan Efek Beragun Aset di Amerika Serikat.

Sekuritisasi pertama terjadi di Amerika Serikat pada tahun 1970an dan meliputi pengelompokkan dan pengemasan ulang hipotik rumah untuk dijual kembali sebagai efek yang dapat diperjualbelikan oleh pemberi

pinjaman. Produk sekuritisasi tersebut dikenal sebagai *Mortgage Backed Securities* (MBS)³⁵.

Setelah sukses diterapkan pada aset yang berupa hipotik rumah, kemudian model sekuritisasi aset ini terus berkembang ke sektor lainnya seperti perbankan hingga telekomunikasi seperti yang dilakukan oleh Telmex (Mexico) pada 1987 yang melakukan sekuritisasi aset berupa *telephone receivables*, yaitu tagihan atas penggunaan pulsa telepon di masa mendatang³⁶. Perkembangannya terus berlanjut sampai kepada sekuritisasi aset berupa *credit card receivables*, car loan dan sebagainya seperti telah dijelaskan pada bab sebelumnya.

Indonesia belum memiliki suatu Undang-undang yang secara khusus mengatur tentang sekuritisasi ataupun sarana khusus untuk itu, kecuali yang tersurat dan tersirat dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya. Oleh karena minimnya peraturan tentang sekuritisasi aset tersebut dan dalam rangka memberikan pedoman kepada perbankan di Indonesia, maka Bank Indonesia telah menerbitkan

³⁵ Sadli Siregar, "Stimulus Pajak untuk EBA", *Bisnis Indonesia*, tersedia di <http://www.kanwilpajakhusus.depkeu.go.id/content.asp?contentid=206> 28 April 2005.

³⁶ *Ibid.*

Peraturan Bank Indonesia (PBI) Nomor 7/4/PBI/2005 tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Aset Bagi Bank Umum.

1. Pengertian Sekuritisasi Aset

Gastineau mengutarakan definisi sekuritisasi aset sebagai "transaction created securities backed by financial assets such as loans or lower quality bonds or notes."³⁷ Dalam terjemahan bebas artinya bahwa sekuritisasi aset merupakan transaksi efek dengan agunan aset finansial seperti tagihan atau surat berharga.

Hal senada diungkapkan Barmat bahwa "*Securitization is the open market selling of financial instruments backed by asset cash flow or asset value*"³⁸.

Menurut Allen & Overy yang dikutip dari Iswnawangsih, sekuritisasi aset merupakan proses pengemasan sekelompok (*pool*) tagihan (*loans* atau *receivables*), yang dijamin (*underwritten*) dan

³⁷ Gary L. Gastineau, *Swiss Bank Corporation - Dictionary of Financial Risk Management* (Kuala Lumpur: Golden Book Center SDN BHD), 1992, hal. 223.

³⁸ Joan Barmat, "*Securitization: An Overview*" dalam *The Handbook of Asset-backed Securities*, edited by Jess Ledderman, (New York: New York Institute of Finance, 1990), hal. 4.

didistribusikan ke investor dalam bentuk obligasi atau surat berharga lainnya (notes).³⁹

Leon T. Kendall memberi pengertian sekuritisasi sebagai berikut :

*"Securitization can be defined as process of packaging individual loans and other debt instruments, converting the package into a security or securities, and enhancing their credit status or rating to further their sale to third party investor"*⁴⁰.

Bila diterjemahkan secara bebas "sekuritisasi dapat didefinisikan sebagai proses memaketkan pinjaman perorangan dan instrumen hutang lainnya, mengubah paket tersebut menjadi efek, dan meningkatkan status atau peringkat kredit tersebut untuk selanjutnya dijual kepada Pihak Ketiga."

Selain pengertian diatas, Widjaja juga mengutip dari *Dictionary of Financial Risk Management* menguraikan pengertian sekuritisasi aset sebagai :

*"The process of converting assets which would normally serve as collateral for bank loan into securities which are more liquid and can be traded at a lower cost than the underlying assets..."*⁴¹

³⁹ Definisi dari Allen & Overy dalam buku *Basic of Securitization* yang dikutip Agnes Isnawangsih, "Sekuritisasi Aset di Indonesia", (Makalah disampaikan pada workshop Bank Indonesia di bagian Urusan Riset Ekonomi dan Kebijakan Moneter, Bank Indonesia, Jakarta, 30 Oktober 1998), hal. 1.

⁴⁰ Leon T. Kendall, "Securitization: A New Era in American Finance" dalam *A Primer On Securitization*, edited by Leon T. Kendall dan Michael J. Fishman, (Massachusetts Institute of Technology, 2000), p. 1.

⁴¹ *Dictionary of Financial Risk Management, Securitization*, dikutip dari Gunawan Widjaja, SH., MH., MM., "Beberapa Konsep

Bila diterjemahkan secara bebas "sekuritisasi diartikan sebagai proses mengubah aset yang lazimnya merupakan jaminan untuk pinjaman bank menjadi efek yang lebih likuid dan bisa diperdagangkan pada harga yang lebih rendah dari aset yang mendasarinya."

Seperti yang telah dijelaskan pada bab sebelumnya Tumbuan berpendapat bahwa sekuritisasi pada hakikatnya adalah teknik pembiayaan dengan mana dikumpulkan dan dikemas sejumlah aset (aktiva) keuangan berupa piutang (tagihan) yang lahir dari transaksi keuangan atau transaksi perdagangan yang biasanya kurang likuid menjadi Efek yang likuid karena mudah diperjualbelikan⁴².

Dari pengertian sarjana-sarjana tersebut di atas, kemudian dapat dibandingkan dengan definisi sekuritisasi aset yang disediakan oleh Bank Indonesia. PBI No. 7/4/PBI/2005 Pasal 1 butir 2, memberikan definisi sekuritisasi aset sebagai penerbitan surat berharga oleh penerbit efek beragun aset yang didasarkan pada pengalihan aset keuangan dari kreditur

Hukum yang Harus Diperhatikan dalam rangka Penyusunan RUU Sekuritisasi, hal. 1, tersedia di <http://www.legalitas.org/database/artikel/perdata/sekuritisasi.pdf>

⁴² Fred BG Tumbuan, op. Cit, hal. 31.

asal yang diikuti dengan pembayaran yang berasal dari hasil penjualan efek beragun aset kepada pemodal.

Dapat disimpulkan secara sederhana dari perbandingan tersebut di atas bahwa Sekuritisasi Aset pada dasarnya adalah sebuah proses pengumpulan piutang yang kemudian dijual dalam bentuk efek.

2. Pengertian Efek Beragun Aset

Pengertian yang pasti mengenai Efek Beragun Aset sebagai wahana sekuritisasi aset akan berbeda antara setiap negara, tergantung dengan sistem peraturan masing-masing negara. Namun berdasarkan hasil pengamatan dan penelitian esensi yang dikandung dalam pengertian tersebut adalah tidak jauh berbeda. Sebagai negara yang memperkenalkan Efek Beragun Aset, Badan Pasar Modal Amerika Serikat yaitu *Securities Exchange Commission* (SEC) mendefinisikan Efek Beragun Aset sebagai:

"...securities that are primarily serviced by the cashflows of a discrete pool of receivables or other financial assets, either fixed or revolving, that by their terms convert into cash within a finite time period plus any rights or other assets designed to assure the servicing or timely

*distribution of proceeds to the securities holders*⁴³

Sebagai perbandingan, berdasarkan Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Tentang Pedoman Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (*Asset-Backed Securities*), Peraturan Nomor IX.K.1, Keputusan Ketua BAPEPAM Nomor Kep-53/PM/1997 angka 1 butir b, yang dimaksud dengan Efek Beragun Aset adalah :

"Unit Penyertaan Kontrak Investasi Kolektif yang portofolionya terdiri dari surat berharga komersial, sewa guna usaha, perjanjian jual beli bersyarat, perjanjian pinjaman cicilan, tagihan kartu kredit, pemberian kredit termasuk kredit pemilikan rumah atau apartemen, Efek bersifat hutang yang dijamin oleh Pemerintah, Sarana Peningkatan kredit (*Credit Enhancement*)/Arus Kas (*Cash Flow*), serta asset keuangan setara dan asset keuangan lain yang berkaitan dengan aset keuangan tersebut. Dengan demikian Efek Beragun Aset bukan merupakan Reksa Dana sebagaimana dimaksud dengan Pasal 1 angka 27 Undang-undang Nomor 8 Tahun 1997 tentang Pasar Modal."⁴⁴

B. LANDASAN HUKUM SEKURITISASI ASET

Seperti telah disinggung sebelumnya, ditinjau dari hukum perdata Indonesia, landasan hukum transaksi Sekuritisasi dengan Efek Beragun Aset secara filosofis dapat dikatakan sebagai transaksi jual beli piutang

⁴³ SEC Release 33-6964, *Simplification of Registration Procedures for Primary Securities Offerings*, 22 Oktober 1992, tersedia di http://content.lawyerlinks.com/default.htm#http://content.lawyerlinks.com/library/sec/sec_releases/33-6964.htm

⁴⁴ Indonesia (a), op. Cit., angka 1 butir b.

yang diatur dalam pasal 1534, 1535, 1536 dan 1540 KUHPerduta. Kemudian daripada itu, selain hal yang tersirat dan tersurat dalam Undang-undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal dan Peraturan Pelaksanaannya, dalam perkembangannya Efek Beragun Aset telah diatur dalam beberapa ketentuan antara lain:

1. Peraturan Bapepam Nomor V.G.5 tentang Fungsi Manajer Investasi berkaitan dengan Efek Beragun Aset;
2. Peraturan Bapepam Nomor VI.A.2 tentang Fungsi Bank Kustodian berkaitan dengan Efek Beragun Aset;
3. Peraturan Bapepam Nomor IX.C.9 tentang Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum Efek Beragun Aset;
4. Peraturan Bapepam Nomor IX.C.10 tentang Pedoman Bentuk Dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum Efek Beragun Aset;
5. Peraturan Bapepam Nomor IX.K.1 tentang Pedoman Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset;
6. Keputusan Direktur Jenderal Pajak Nomor Kep-147/PJ/2003 tanggal 13 Mei 2003 tentang Pajak Penghasilan Atas Penghasilan Yang Diterima Atau Diperoleh Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset Dan Para Investornya;

7. Peraturan Bank Indonesia (PBI) Nomor 7/4/2005 tanggal 20 Januari 2005 tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Aset Bagi Bank Umum.

Menurut penelitian dan informasi yang didapatkan, Pemerintah saat ini sedang mengkaji Rancangan Undang-undang mengenai Sekuritisasi Aset yang dapat diprediksi tentunya akan mengatur pula perihal mengenai Efek Beragun Aset. Suatu kritisi terhadap RUU ini telah diutarakan oleh Widjaja dalam sebuah kajian hukum⁴⁵.

C. STRUKTUR DALAM SEKURITISASI

Hermanto dan Manurung berpendapat bahwa menarik tidaknya suatu sekuritisasi aset sangat tergantung kepada struktur sekuritisasi dan jaminan yang digunakan. Dasar utama dalam menstruktur aset tersebut adalah arus kas dari aset yang distruktur tersebut atau nilai estimasi dari aset tersebut sampai jatuh tempo⁴⁶. Estimasi dari arus kas atau nilai dari aset dapat didasarkan pada jadwal pembayaran yang akan diterima,

⁴⁵ Gunawan Widjaja, "Sekuritisasi Aset di Indonesia (Kritisi terhadap RUU Sekuritisasi)", Jurnal Hukum & Pasal Modal, Vol. 2, Ed. 3, April-Juli, 2006.

⁴⁶ Bambang Hermanto dan Adler Haymans Manurung, "Sekuritisasi Kredit dan Aset di Indonesia", Manajemen Usahawan Indonesia No. 01/TH.XXXI (Januari 2003), hal. 14.

kontrak yang ada, atau juga pola pembayaran historis dari aset⁴⁷. Dalam kasus estimasi tersebut harus telah dimasukkan segala sesuatu yang terburuk sekalipun yang mungkin terjadi di masa mendatang misalnya, adanya kemungkinan gagal bayar (*default*), bahaya alam, dan sebagainya.

Dalam menstruktur sekuritisasi aset terdapat tiga macam struktur dasar, yaitu :

a. *Collateral Debt*

Collateral Debt merupakan bentuk struktur yang paling sederhana seperti yang berlaku di sektor perbankan dan merupakan sekuritisasi aset untuk mendapatkan pinjaman. Pinjaman dilakukan melalui penerbitan *debt instrument* dengan jaminan aset untuk mendukung pembayaran kembali pinjaman tersebut⁴⁸. Aset yang dijaminan tersebut dapat diukur berdasarkan nilai pasar dari aset tersebut atau tergantung dari kemampuan pasar menghasilkan aliran kas⁴⁹. Biasanya nilai aset yang dijaminan tidak selalu sesuai dengan nilai instrumen karena

⁴⁷ *Ibid*

⁴⁸ Leny Harstady, "Sekuritisasi Aset (*Asset-Backed Securitization*) Pada Tagihan KPR Bank BTN", (Tesis Program Magister Manajemen Universitas Indonesia, Jakarta 2004), hal. 15.

⁴⁹ Bambang Hermanto dan Adler Haymans Manurung, *op. Cit.*

peminjam bertanggung jawab terhadap instrumen tersebut⁵⁰.

b. *Pass Through Obligation*

Pass-Through Obligation merupakan bentuk struktur sekuritisasi aset yang mempunyai arus kas reguler. Dilakukan dengan cara menjual secara langsung seluruh tagihan baik yang berupa pembayaran bunga maupun angsuran pokok kepada suatu *grantor trust*⁵¹. Grantor trust ini kemudian akan menerbitkan sertifikat sekuritas (*Security Certificate*) untuk dijual kepada investor.

Dalam struktur *pass through*, investor mendapat hak kepemilikan atau aset yang diagunkan termasuk aliran kas yang dihasilkannya⁵². Aliran kas dari aset tersebut tidak dapat direkonfigurasi dan nilai hutang sama dengan asetnya. Aliran kas dari aset tersebut kemudian diteruskan kepada investor secara *pro rata*.

Struktur *pass through* ini mendominasi sekuritisasi di Amerika Serikat. *Pass through* yang

⁵⁰ Adler Haymans Manurung dan Eko Lesmana Nasution, *op. Cit.*, hal. 14.

⁵¹ Di Indonesia, *grantor trust* dan *trustee* dilakukan oleh perbankan. Dikutip dari Adler Haymans Manurung dan Eko Lesmana Nasution, *op. Cit.*, hal. 15.

⁵² Agnes Isnawangsih, *op. cit.*

paling terkenal adalah *Mortgage Backed Securities* (MBS) yang dikembangkan oleh Fannie Mae dan sertifikat partisipasi yang dikembangkan oleh *Federal Home Loan Mortgage Association*⁵³.

c. *Pay-Through Obligation*

Pay-Through Obligation merupakan sekuritisasi dengan melakukan rekonfigurasi arus kas *underlying asset*. Struktur sekuritisasi ini dilaksanakan dengan cara pemilik aset atau *originator* menjual asetnya kepada sebuah lembaga yang dikenal sebagai *Special Purpose Vehicle* (SPV). Lembaga ini kemudian menerbitkan sekuritas yang beragun aliran kas aset tersebut (sekuritas beragun aset) dan disimpan oleh trustee untuk selanjutnya dijual kepada investor. Struktur ini mendominasi pasar sekuritisasi di luar Amerika Serikat. Di Amerika Serikat sendiri *Pay Through* yang paling lazim dikenal adalah *Collateral Mortgage Obligation* (CMO)⁵⁴.

⁵³ Lamia Obay, *Financial Innovation In The Banking Industry* (New York: Garland Publishing In, 2000), hal. 62.

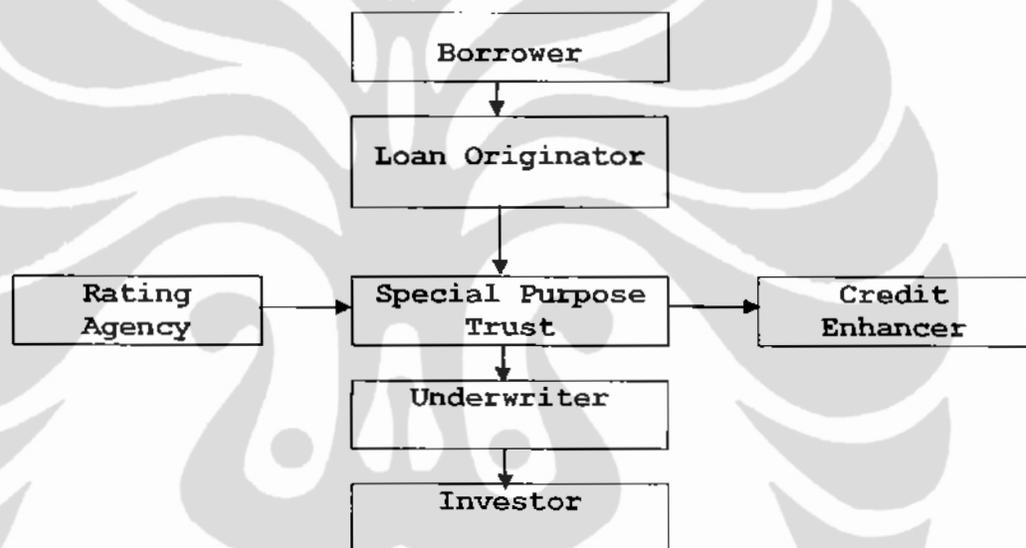
⁵⁴ CMO adalah *bonds* yang terdiri dari beberapa kelas yang dapat mengarahkan *cash flow* dari produk yang berhubungan dengan *mortgage* (*pass through* atau *whole loan* ataupun *strips*) sehingga dapat meminimalkan risiko *prepayment*. Dikutip dari Munir Fuady, *Pasar Modal Modern (Tinjauan Hukum)* Buku Kedua, cet. 2 (Bandung: PT. Citra Aditya Bakti, 2003), hal. 73.

D. PROSES SEKURITISASI ASET

Proses yang melibatkan sekuritisasi dari Asset Backed Securities dapat digambarkan pada bagan di bawah ini :

Bagan 1

Struktur Dasar dari Asset Backed Securities⁵⁵



Bagan di atas menunjukkan tahap-tahap yang diperlukan untuk menerbitkan sebuah instrumen Efek Beragun Aset. Proses ini melibatkan minimal enam pihak. Pihak-pihak yang terkait dan terlibat antara lain:

⁵⁵ DR. Adler Haymans Manurung, M. Com., ME, ChFC, RFC dan Eko Surya Lesmana, SE, MSM, *Investasi Sekuritisasi Aset*, hal. 18, mengutip dari Professor Leon T. Kendall dalam tulisannya yang berjudul *Securitization: A New Era in American Finance* bagian dari isi buku *A Primer on Securitization*.

a. *Loan Originator* atau Kreditur Asal⁵⁶

Fungsinya memberikan pinjaman dan pelayanan yang meliputi penagihan pembayaran dan berbagai tindakan yang diperlukan agar peminjam memenuhi kewajibannya dan hak-hak dari peminjam tersebut terlindungi sepanjang masa kontrak pinjam-meminjam tersebut⁵⁷.

b. *Trust*, merupakan sebuah lembaga dengan tujuan khusus yang dibentuk dengan tujuan membeli pinjaman-pinjaman. Lembaga inilah yang menerbitkan *Asset-Backed Securities* berdasarkan agunan yang dijadikan sebagai jaminan. *Trust* bisa merupakan cabang tambahan dari originator atau bank investasi yang menanggung dan mendistribusikan instrumen sekuritisasi. Struktur suatu *Trust* secara hukum haruslah dibebaskan dari pajak agar fungsinya memungkinkan *originator* untuk memperlakukan transaksinya sebagai

⁵⁶ *Loan Originator* atau Kreditur Asal, merupakan pihak yang mengalihkan aset keuangan kepada penerbit. Bank Indonesia (1), *Peraturan Bank Indonesia Tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Bagi Bank Umum*, PBI No. 7/4/PBI/2005, LN No. 14 Tahun 2005, TLN 4473, ps. 1 angka 2.

⁵⁷ DR. Adler Haymans Manurung dan Eko Surya Lesmana, *op. Cit.*, hal. 19-20.

penjualan pinjaman dan mengurangi kewajiban dari *originator*. *Trust* juga dapat mengawasi agunan, melakukan administrasi atas arus kas dan menyalurkan bunga dan pokok pinjaman yang telah dibayarkan kepada investor.

c. *Servicer* atau Penyedia Jasa⁵⁸

d. *Issuer* (Penerbit), adalah pihak yang melakukan penerbitan EBA. *Issuer* ini dapat mengambil bentuk:

- i) *Trust*
- ii) *Special Purpose Vehicle*
- iii) *Conduit*

Trust

Trust merupakan suatu lembaga yang hanya dikenal dalam sistem hukum *Common Law*. *Trust* merupakan suatu konsep pemisahan kepemilikan antara pemilik benda secara hukum (*legal owner*) dan pemilik manfaat atas benda tersebut (*beneficiary owner*). *Trust* ini terjadi apabila

⁵⁸ *Servicer* atau penyedia jasa adalah pihak yang memperoleh kuasa dari *issuer* untuk melakukan *collection* atas piutang yang menjadi jaminan penerbitan EBA tersebut⁵⁸. *Servicer* ini umumnya *originator* atau bank kustodian. Dalam menjalankan tugasnya, *servicer* mendapat imbalan atau *fee* dari penerbit atau *issuer* yang disebut *administration fee*.

Gunawan Widjaja dan E. Paramitha Sapardan, *op. Cit.*, hal. 22, yang dikutip dari RL. Hyderabad, "Asset Securitization: A Financial Services to be Nurtured" dalam *Financial Services Text, Cases and Strategy*. Edited by P. Mohana Rao dan RL. Hyderabad (New Delhi: Deep & Deep Publications Pvt Ltd, 2002), p. 171.

terdapat suatu pihak yang mula-mula menguasai dan memiliki atas benda tersebut (*settlor*) kemudian menyerahkan hak milik atas benda kepada pihak lain (*trustee*) untuk kepentingan dan manfaat pihak ketiga (*beneficiary*). Benda yang dikuasai oleh trustee akibat penyerahan tersebut tidaklah kemudian dapat dimanfaatkan untuk kepentingan dirinya, trustee (walaupun berperan sebagai *legal owner* atas benda tersebut) sebenarnya hanyalah berkedudukan sebagai pengurus, pengelola, dan pemegang benda tersebut. Sedangkan, manfaat atau kegunaannya harus diberikan kepada pihak ketiga.

Trust berdasarkan objeknya terdiri atas 2 macam, yaitu *Private Trust*⁵⁹ dan *Public Trust*⁶⁰.

Dalam penggunaannya sekarang ini, Trust telah banyak digunakan dalam transaksi komersial misalnya di dalam transaksi pasar modal. Diantaranya adalah dalam transaksi sekuritisasi, reksadana, dan penerbitan obligasi. Dalam transaksi-transaksi ini trustee terwujud sebagai bank kustodian atau manajer investasi yang merupakan *legal owner* atas efek-efek yang

⁵⁹ *Private Trust*⁵⁹ yaitu trust untuk kepentingan seseorang tertentu atau sekelompok orang;

⁶⁰ *Public Trust* yaitu trust untuk tujuan kepentingan umum, misalnya trust untuk kepentingan kemajuan pendidikan.

diperdagangkan. Sedangkan *beneficiary* dari transaksi ini adalah investor sendiri.

Special Purpose Vehicle (SPV)

Special Purpose Vehicle atau SPV adalah sebuah entitas hukum yang dibuat oleh sebuah perusahaan (disebut sebagai sponsor atau *originator*) dengan memindahkan aset kepada SPV. SPV ini harus dibuat jauh dari sponsornya baik dalam hal manajemen maupun kepemilikan, karena jika SPV dimiliki atau dikuasai atau dikontrol oleh sponsor, maka SPV tidak ada bedanya dengan anak perusahaan.

SPV, sesuai dengan namanya, dibentuk untuk tujuan khusus, oleh karena itu kekuasaannya terbatas pada apa yang diperlukan untuk mencapai tujuan tersebut dan akan berakhir ketika tujuan tersebut tercapai⁶¹.

Agar investor pembeli EBA merasa aman dengan aset atau harta kekayaan yang menjadi dasar atau jaminan penerbitan ABS atau EBA tersebut, SPV haruslah menjadi lembaga yang susah untuk dipailitkan atau jika mungkin merupakan lembaga

⁶¹ *Ibid.*, hal. 48.

yang tidak dapat dipailitkan (*bankruptcy proof* atau *bankruptcy remote*)⁶².

Untuk mengantisipasi keadaan yang *bankruptcy remote* tersebut, SPV tidak diperkenankan untuk memiliki kegiatan atau aktivitas usaha selain hanya dalam rangka penerbitan EBA/ABS tersebut, yang hanya dilakukan sekali selama "kehidupan" SPV tersebut⁶³.

Conduit⁶⁴

Secara umum, proses penjualan piutang oleh *originator* kepada *conduit* adalah hampir sama dengan proses penjualan piutang kepada SPV, yang menjadi perbedaan adalah *conduit* dapat membeli piutang dari beberapa institusi yang berbeda, sementara SPV hanya dapat melakukan pembelian piutang dari satu institusi dan mensekuritisasinya secara langsung.

Perbedaan lainnya adalah *conduit* dalam penerbitan EBA dapat menerbitkannya dalam bentuk efek bersifat ekuitas, misalnya dalam bentuk saham

⁶² *Ibid.*

⁶³ *Ibid.*

⁶⁴ *Conduit* adalah suatu lembaga yang secara khusus didirikan atau dibentuk dengan tujuan untuk membeli piutang dari berbagai institusi dan selanjutnya menjualnya kembali kepada investor, baik melalui *public offering* ataupun *private placement*. Gunawan Widjaja dan E. Paramita Sapardan, *op. cit.*, hal. 71.

atau unit penyertaan maupun efek bersifat utang yaitu dalam bentuk obligasi, sedangkan SPV dalam menerbitkan EBA hanya dapat menerbitkannya dalam bentuk efek bersifat utang yaitu dalam bentuk obligasi.

Sebagai contoh dari conduit adalah *Federal National Mortgage Association (FNMA)* atau yang lebih dikenal dengan sebutan *Fannie Mae*. *Fannie Mae* merupakan conduit yang dibentuk oleh pihak swasta, namun pada kenyataannya lembaga ini merupakan perusahaan yang disponsori oleh pemerintah Amerika Serikat. Contoh conduit lainnya adalah *Government National Mortgage Association (GNMA)* atau yang lebih dikenal dengan *Ginnie Mae*. *Ginnie Mae* merupakan conduit yang sepenuhnya dimiliki oleh pemerintah Amerika Serikat.

e. *Underwriter* atau Penjamin Emisi⁶⁵

f. *Trustee* atau Wali Amanat⁶⁶

⁶⁵ *Underwriter* adalah pihak yang menjamin penjualan securities. *Underwriter*, biasanya bank investasi, bertindak sebagai penghubung antara *issuer* dengan investor. Biasanya, *underwriter* akan berunding bagaimana struktur EBA berdasarkan permintaan investor. *Underwriter* juga turut membantu menentukan apakah EBA ini ditawarkan kepada investor melalui *public offering* (penawaran umum) atau *private placement*.

⁶⁶ *Trustee* merupakan pihak yang ditunjuk untuk memegang tagihan, menerima pembayaran dari tagihan dan memberikan pembayaran kepada pemegang sekuritas. *Trustee* terdiri atas dua macam yaitu *Owner Trustee* dan *Indenture Trustee*. *Owner Trustee* adalah pihak yang menjadi pemilik terdaftar dalam hukum (*Legal Owner*) dari piutang-piutang yang menjadi *underlying asset* dalam penerbitan EBA. Sedangkan *Indenture Trustee* adalah pihak yang

g. *Credit Enhancer* atau Lembaga Sarana Peningkatan Kredit⁶⁷

h. *Rating Agency* atau Lembaga Pemeringkat⁶⁸

Pada umumnya evaluasi yang dilakukan oleh Rating Agency meliputi :

1. Portofolio Aset, yakni analisa mengenai kualitas aset berdasarkan atas data empiris.
2. Aspek Hukum, yakni analisa terhadap pengalihan hak tagih atas aset berdasarkan "true asset sales" dan analisa hukum terhadap dokumen pendukung.
3. Struktur Arus Kas, yakni analisa *specific risk* pengembalian pembayaran dari *underlying asset*.
4. Para Pihak, yakni analisa terhadap kemampuan dan kredibilitas para pihak yaitu antara lain *servicer*, *trustee* dan *credit enhancer*.

mewakili kepentingan pemegang EBA yang diterbitkan dalam bentuk surat utang, atas jaminan berupa piutang-piutang yang dibeli oleh issuer. Di Indonesia, hanya dikenal bentuk *Indenture Trustee* yang dikenal sebagai wali amanat.

⁶⁷ *Credit Enhancer* adalah pihak yang berfungsi untuk mengurangi risiko yang terkait dalam penerbitan *securities*.

⁶⁸ *Rating Agency* merupakan pihak yang memberikan peringkat (*rating*) atas instrumen yang disekuritisasi menjadi instrumen investasi. Dengan kata lain, *rating agency* adalah pihak yang memberikan peringkat atas kualitas dari aset yang disekuritisasi. Contoh *rating agency* adalah Moody's, Standard & Poor (S&P), Fitch IBCA dan Duff & Phelps. Di Indonesia, lembaga pemeringkat hanya ada dua, yaitu PT. Pemeringkat Efek Indonesia (Pefindo) yang berafiliasi dengan Standard & Poor dari Amerika Serikat dan PT. Kasnic Duff & Phelps Credit Rating Indonesia yang berafiliasi dengan Kasnic Duff & Phelps di Amerika Serikat.

i. Investor atau Pemodal⁶⁹

g. Pihak Pendukung⁷⁰.

E. PENGALIHAN HAK DALAM SEKURITISASI ASET

1. Jual Beli Piutang

Pengaturan mengenai jual beli piutang dapat dilihat dalam Pasal 1534⁷¹, 1535⁷², 1536⁷³ dan 1540⁷⁴ KUHPerduta.

⁶⁹ Investor adalah pihak yang membeli dan memiliki sekuritas. Secara umum, investor dapat dikelompokkan menjadi dua, individual (perorangan) dan institusi (lembaga). Sedangkan berdasarkan jenis usahanya, investor dapat dikategorikan menjadi investor yang termasuk lembaga keuangan dan investor yang termasuk non lembaga keuangan. Kategori investor lembaga keuangan terbesar di Indonesia masih dipegang oleh dana pensiun dan asuransi. Soebowo Musa, "Investor Dalam Transaksi Sekuritisasi", Bisnis Indonesia, 23 Agustus 2005, B3.

⁷⁰ Pihak pendukung dalam proses sekuritisasi aset adalah Konsultan Hukum dan Akuntan. Konsultan Hukum adalah pihak yang ditunjuk untuk melakukan legal review dan legal opinion atas penerbitan sekuritas. Batas tanggung jawab dari konsultan hukum adalah sebatas dari nilai kebenaran atas dokumen-dokumen yang dipergunakan dalam proses sekuritisasi yang dilakukan. Atas pendapat konsultan hukum tersebut para pihak yang memberikan keputusan dapat menolak atau menerima diciptakannya sekuritisasi aset tersebut. Sedangkan Akuntan Publik adalah pihak yang memberikan informasi keuangan dalam rangka proses sekuritisasi. Akuntan Publik bertanggung jawab terhadap kewajaran laporan keuangan yang disusun berdasarkan prinsip akuntansi yang berlaku umum serta peraturan pihak yang berwenang misalnya Bapepam. Bambang Hermanto dan Adler Haymans Manurung, *op. cit.*, hal. 15.

⁷¹ Pasal 1534 KUHPerduta mengatakan bahwa barangsiapa menjual suatu piutang atau suatu hak bertubuh lainnya, harus menanggung bahwa hak-hak itu benar dan sewaktu diserahkan, biarpun penjualan dilakukan tanpa janji penanggungan.

⁷² Pasal 1535 KUHPerduta menyebutkan bahwa : "Ia tidak bertanggung jawab tentang cukup mempunya si berutang, kecuali jika ia telah mengikatkan dirinya untuk itu, dan hanya untuk jumlah harga pembelian, yang telah diterimanya untuk piutangnya".

⁷³ Pasal 1536 KUHPerduta mengatakan bahwa jika ia telah berjanji untuk menanggung terhadap cukup mempunya si berutang, maka janji ini harus diartikan sebagai mengenai kemampuannya

Secara konseptual KUHPerdato tidak melarang atau membatasi benda yang dapat diperjualbelikan selain yang diatur dalam Pasal 1471⁷⁵ KUHPerdato dan Pasal 1334 ayat (2)⁷⁶ KUHPerdato.

Sekuritisasi Aset biasanya diawali dengan kegiatan yang dilakukan oleh pemilik piutang asal (originator). Kegiatan tersebut merupakan tindakan yang bertujuan untuk melakukan pemisahan harta kekayaannya yang tertentu, yang kemudian dinamakan aset yang disekuritisasikan ke dalam suatu pool yang dinamakan collateral pool. Dinamakan demikian, karena EBA ini hanya dan hanya akan dibayar oleh piutang yang berada dalam collateral pool ini.

Setelah piutang-piutang tersebut dipisahkan ke dalam suatu pool tertentu yang telah diperingkat (collateral pool), piutang-piutang tersebut sebenarnya dapat diefektifkan atau disekuritisasi

sekarang, dan tidak mengenai keadaan di kemudian hari, kecuali dengan tegas dijanjikan sebaliknya.

⁷⁴Menurut Pasal 1540 KUHPerdato apabila sebelum penyerahan suatu piutang yang telah dijual, orangnya yang berutang membayar utangnya kepada si penjual, maka itu cukuplah untuk membebaskan si berutang.

⁷⁵ Dalam pasal ini menjelaskan bahwa jual beli barang milik orang lain adalah batal demi hukum.

⁷⁶ Pasal ini menyebutkan bahwa setiap benda yang berada dalam budel/harta milik bersama yang diperjanjikan untuk diserahkan kepada orang lain melahirkan suatu perikatan bersyarat, yang menjadikan pelaksanaan perjanjian tersebut bergantung sepenuhnya apakah pada saat pemisahan dan pembagian harta bersama tersebut, benda yang diperjanjikan akan diserahkan kepemilikannya pada pihak yang telah membuat janji tersebut. Dalam hal ternyata benda tersebut, pada alat pemisahan dan pembagian harta bersama tidak memperoleh hak milik dari benda tersebut, maka sesuai Pasal 1471 KUHPerdato, jual beli yang dilangsungkan adalah batal demi hukum.

sendiri dan langsung dijual kepada investor yang berminat⁷⁷. Namun dengan mengingat bahwa dalam tradisi hukum Eropa Kontinental, pengakuan terhadap harta kekayaan yang dipisahkan yang bukan badan hukum belum diakui sepenuhnya, untuk mencegah masuknya kembali piutang yang telah dipisahkan yang bukan badan hukum belum diakui sepenuhnya, untuk mencegah masuknya kembali piutang-piutang yang telah dipisahkan tersebut ke dalam budel originator diperlukan mekanisme yang dapat mengeluarkan hak milik piutang yang dipisahkan tersebut dari pemilikan originator. Jual beli selanjutnya menjadi pilihan karena melalui jual beli hak milik dari originator dapat beralih kepada pembeli piutang-piutang tersebut.

2. Jual Beli Putus

Untuk memastikan bahwa aset keuangan milik *Originator* (kreditur awal) bebas dari tuntutan para kreditur *Originator* (lihat pasal 1131 KUHPerdara)

⁷⁷ Pada negara-negara dengan tradisi hukum Anglo Saxon, sekuritisasi dilakukan dengan membentuk trusts, dengan trustee sebagai pemilik dalam hukum dari piutang-piutang yang dipisahkan tersebut, dengan meninggalkan manfaat (beneficial interest) pada pemilik piutang-piutang tersebut. Dengan beralihkan pemilikan dalam hukum dari piutang-piutang tersebut, kemanfaatan (beneficial ownership) yang kemudian diefektifkan atau disekuritisasikan dan dijual kepada investor yang berminat. Gunawan Widjaja, *Seri Aspek Hukum Pasar Modal Transplantasi Trusts dalam KUH Perdata, KUHD dan Undang-undang Pasar Modal Indonesia*. Ed. 1. Jakarta: PT. Rajagrafindo Persada, 2008, hal. 525 - 526.

maka pengalihan hak milik atas aset keuangan yang dijual/dialihkan harus benar-benar merupakan jual lepas tanpa syarat. Dalam kaitan ini perlu diperhatikan ketentuan sebagaimana dimaksud Pasal 1458 dan Pasal 1459 KUHPerdata jis. Pasal 584, 612 dan 613 KUHPerdata. Dari ketentuan-ketentuan tersebut jelas bahwa perjanjian jual beli (perjanjian yang bersifat *obligatoir*) belum memindahkan hak milik. Hak milik atas aset keuangan baru beralih setelah terjadi "*juridische levering*" sesuai dengan ketentuan dalam pasal 612 atau 613 KUHPerdata tergantung dari jenis aset keuangan yang dijual.

Khusus tentang ketentuan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 613 KUHPerdata, perlu ditegaskan disini bahwa hak milik atas piutang atas nama (*registered receivables*) beralih pada saat ditandatanganinya akta pengalihan (*cessie*), baik otentik maupun di bawah tangan. Pada saat itu kepemilikan atas aset keuangan yang bersangkutan beralih dari kreditur awal (*cedent*) kepada pembeli/penerima piutang (*cessionaries*). Persetujuan *debitur cessus* (debitur piutang) tidak diperlukan. Dengan demikian perbuatan konstitutif yang menyebabkan piutang atas nama beralih dari kreditur awal kepada kreditur baru