

BAB III
PENERAPAN NILAI PASAR WAJAR EFEK DALAM PORTOFOLIO
REKSA DANA BERBENTUK KONTRAK INVESTASI KOLEKTIF

3.1. Kendala Penerapan Nilai Pasar Wajar yang Diaplikasikan pada Portofolio Reksa Dana

Seperti yang telah disampaikan dalam Bab I, bahwa Peraturan Bapepam-LK mengenai Nilai Pasar Wajar telah beberapa kali mengalami perubahan, terakhir diubah dengan Keputusan Bapepam dan LK No. KEP-402/BL/2008, tanggal 9 Oktober 2008, perubahan adalah dengan penambahan dua butir, khusus mengenai Reksa Dana Terproteksi. Perubahan ini tidak banyak mempengaruhi tesis ini, karena fokus pembahasan tesis adalah Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif.

Mari kita bandingkan perkembangan peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 mengenai Nilai Pasar Wajar, sebagai berikut:

Tabel 7. Perbandingan Peraturan Bapepam-LK mengenai Nilai Pasar Wajar Efek dalam Portofolio Reksa Dana

1996	2004
Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 dalam Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-96/PM/1996 tanggal 28 Mei 1996	Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 dalam Lampiran Keputusan Ketua Bapepam No. Kep-24/PM/2004 tanggal 19 Agustus 2004 (mulai berlaku 1 Januari 2005)
1. Nilai pasar wajar suatu Efek dalam portofolio Reksa Dana harus ditentukan oleh Manajer Investasi kepada Pihak yang menghitung nilai aktiva bersih Reksa Dana selambat-lambatnya pada jam 17.00 setiap hari kerja, dengan ketentuan sebagai berikut:	2. Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam portofolio Reksa Dana wajib ditentukan selambat-lambatnya pada pukul 17.00 WIB setiap hari kerja, dengan ketentuan sebagai berikut:
a. perhitungan nilai aktiva bersih Reksa Dana, harus menggunakan nilai pasar	a. Penentuan Nilai Pasar Wajar menggunakan menggunakan

wajar yang ditentukan oleh Manajer Investasi;	informasi harga perdagangan terakhir Efek di Bursa Efek.
b. nilai aktiva bersih per saham/Unit Penyertaan dihitung berdasarkan nilai aktiva bersih pada akhir hari yang bersangkutan, setelah penyelesaian pembukuan Reksa Dana dilaksanakan, tetapi tidak termasuk permohonan pembelian dan atau pelunasan yang diterima oleh Kustodian pada hari yang sama;	
c. untuk Efek yang aktif diperdagangkan di Bursa Efek, Manajer Investasi harus memakai harga terakhir Efek yang diperdagangkan untuk mendapatkan nilai pasar wajar;	
d. dalam situasi harga perdagangan terakhir dianggap tidak mencerminkan harga pasar wajar pada saat itu, harga perbandingan Efek serupa, atau harga perdagangan sebelumnya dapat digunakan sebagai faktor untuk mengevaluasi Efek;	<p>Dalam hal harga perdagangan terakhir Efek di Bursa Efek tidak mencerminkan Nilai Pasar Wajar pada saat itu, Manajer Investasi wajib menentukan Nilai Pasar Wajar dari Efek dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab berdasarkan metode yang ditetapkan dalam Kontrak Investasi Kolektif dan Prospektus dengan mempertimbangkan :</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) harga perdagangan sebelumnya; atau 2) harga perbandingan Efek sejenis;
e. untuk Efek yang bersifat utang yang jatuh tempo kurang dari satu tahun dan diharapkan dibayar pada saat jatuh tempo, nilai pasar wajar harus sama dengan harga pembelian;	c. Penentuan Nilai Pasar Wajar dari Efek yang diperdagangkan di luar Bursa Efek (<i>over the counter</i>) menggunakan harga referensi, sebagai berikut :
	1) Surat Utang Negara menggunakan informasi harga yang dikeluarkan oleh Penyelenggara Perdagangan Surat Utang Negara di luar Bursa Efek;
	2) Obligasi perusahaan menggunakan informasi harga yang tersedia dalam sistem yang ditetapkan oleh Bapepam dan LK sebagaimana

	dimaksud dalam Peraturan Nomor X.D.1 tentang Laporan Reksa Dana;
g. Efek yang diterbitkan oleh perusahaan yang berbadan hukum Indonesia yang diperdagangkan dalam denominasi mata uang asing harus dievaluasi dengan menggunakan mata uang rupiah berdasarkan kurs tengah Bank Indonesia yang berlaku; dan	3. Sehubungan dengan penentuan Nilai Pasar Wajar tersebut dalam angka 2 huruf c, maka kepada : a. Penyelenggara Perdagangan Surat Utang Negara di luar Bursa Efek wajib menyampaikan data harga Surat Utang Negara kepada Bapepam secara elektronik dengan menggunakan sistem yang ditetapkan oleh Bapepam sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Bapepam Nomor X.D.1 tentang Laporan Reksa Dana pada setiap hari kerja selambat-lambatnya pada pukul 16.00 WIB; dan
	b. Manajer Investasi wajib menyampaikan kuotasi harga penawaran jual dan penawaran beli atas obligasi perusahaan yang terdapat dalam portofolio Reksa Dana yang dikelolanya kepada Bapepam secara elektronik dengan menggunakan sistem yang ditetapkan oleh Bapepam sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Bapepam Nomor X.D.1 tentang Laporan Reksa Dana pada setiap hari kerja selambat-lambatnya pada pukul 16.00 WIB.
h. Manajer Investasi yang membuat evaluasi Efek berdasarkan huruf d dan f peraturan ini, harus membuat catatan dan mengungkapkan tentang cara melakukan evaluasi. Hal ini hanya dapat dilaksanakan semata-mata untuk mewujudkan perlakuan yang wajar demi kepentingan dan perlindungan pemegang saham / Unit Penyertaan.	4. Untuk melaksanakan ketentuan sebagaimana dimaksud dalam angka 2 dan angka 3 di atas, Manajer Investasi wajib sekurang-kurangnya : a. memiliki standar operasi dan prosedur; b. menggunakan dasar perhitungan yang dapat dipertanggungjawabkan dan diterapkan secara konsisten; c. membuat catatan dan atau kertas kerja tentang tata cara penghitungan Nilai Pasar Wajar dari Efek yang mencakup antara lain faktor atau fakta yang menjadi pertimbangan dan perhitungan; dan d. menyimpan catatan tersebut di atas

	sekurang-kurangnya dalam kurun waktu 5 (lima) tahun.
	5. Perhitungan nilai aktiva bersih Reksa Dana, wajib menggunakan Nilai Pasar Wajar dari Efek yang ditentukan oleh Manajer Investasi.

Pertanyaannya adalah: penerapan Nilai Pasar Wajar manakah yang paling *fair*? Selama kurang lebih 10 tahun sejak tahun 1996 sampai dengan 2004, manajer investasi diberi kewenangan untuk menentukan sendiri nilai portofolio dalam Reksa Dana yang mereka kelola, dan tiba-tiba muncul sebuah peraturan yang memutus kewenangan itu, manajer investasi tidak lagi bisa mengolah ‘masakan Reksa Dana’ sesuai keahliannya, dan hanya diberi waktu 4 bulan sejak peraturan itu dikeluarkan pada tanggal 19 Agustus 2004 kemudian wajib diterapkan tanggal 1 Januari 2005, bagaimana nasib nilai portofolio yang sudah mereka olah sedemikian rupa?

Dari sisi manajer investasi bisa dikatakan tidak *fair*, karena saat mereka dipercaya menjadi pengelola Reksa Dana, sewajarnya mereka diberi wewenang untuk mengolah nilai portofolio dalam Reksa Dana, dengan ‘*professional judgement*’ yang dapat dipertanggungjawabkan.

Dari sisi nasabah, apakah *fair* mereka mendapat nilai portofolio yang tidak sesuai dengan harga pasar saat itu? dapat dikatakan seperti itu, namun nasabah sudah lama dibuai oleh peningkatan nilai portofolio mereka dalam Reksa Dana, khususnya Reksa Dana pendapatan tetap, yang portofolionya memang tidak memiliki pasar yang likuid, sehingga penilaian pasar wajar pada efek bersifat utang kadangkala tidak ada standarnya, berbeda dengan efek bersifat ekuitas, yang perdagangannya tercatat di bursa efek.

Tidak ada yang pasti dalam penilaian portofolio di pasar modal, karena setiap efek mempunyai karakteristik dan faktor tersendiri yang mempengaruhi naik turun nilainya, sehingga keahlian manajer investasi sesuai pengalamannya dalam menerapkan nilai pasar wajar portofolio dan menentukan portofolio yang akan

mereka investasikan dalam Reksa Dana adalah point tersendiri bagi kinerja Reksa Dana yang bersangkutan.

Siti Atikah, mahasiswa Universitas Airlangga, dalam penelitiannya yang berjudul ”*Metode Penilaian Aktiva Bersih dan Evaluasi Kinerja Reksa Dana Selama dan Sesudah Krisis Ekonomi di Indonesia Tahun 2001-2004*” menyimpulkan bahwa:²¹

Hasil pengujian menunjukkan bahwa peraturan Bapepam No IV.C.2 dan PSAK No.49 mengenai penerapan nilai pasar wajar terhadap portofolio efek Reksa Dana telah diterapkan oleh sejumlah Manajer Investasi, dengan catatan, bahwa nilai pasar wajar untuk efek obligasi, ditentukan oleh pertimbangan terbaik Manajer Investasi, karena pasar obligasi tidak atau belum se-likuid pasar saham. Penentuan nilai pasar wajar ini sangat penting karena dapat mempengaruhi kinerja Reksa Dana serta sangat berbahaya jika terjadi *redemption*. Manajer Investasi dapat menggunakan harga teoritis dalam menetapkan nilai wajar obligasi. Dengan pendekatan harga teoritis, penetapan nilai wajar obligasi akan mendekati nilai pasar yang sebenarnya.

Perubahan kondisi ekonomi, turut mempengaruhi kinerja Reksa Dana Pada saat *recovery*, kinerja Reksa Dana Campuran lebih tinggi dari kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap dan Reksa Dana Saham, sedangkan kinerja Reksa Dana Saham lebih tinggi dari kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap, dan diantara ketiganya terdapat perbedaan kinerja yang signifikan. Selama masa krisis ekonomi, kinerja Reksa Dana Saham lebih tinggi dari kinerja Reksa Dana Campuran dan Reksa Dana Pendapatan Tetap, sementara kinerja Reksa Dana Campuran lebih tinggi dari kinerja Reksa Dana Pendapatan Tetap, dan diantara ketiganya ditemukan adanya perbedaan kinerja yang signifikan. Kinerja Reksa Dana Saham, Reksa Dana Campuran, dan Reksa Dana Pendapatan Tetap pada saat resesi lebih rendah dibandingkan dengan kinerja masing-masing Reksa Dana tersebut pada saat *recovery*.

Penerapan Nilai Pasar Wajar banyak menemui beberapa kendala, antara lain:²²

1. Kewajiban untuk menginput kuotasi harga penawaran jual dan penawaran beli setiap harinya hanya diwajibkan kepada manajer investasi, melalui

²¹ Siti Atikah, *Metode Penilaian Aktiva Bersih dan Evaluasi Kinerja Reksa Dana selama dan Sesudah Krisis Ekonomi di Indonesia Tahun 2001 – 2004*,

<<http://www.adln.lib.unair.ac.id/go.php?id=gdlhub-gdl-s3-2007-atikahsiti->>

²² Wawancara dengan Sri Harimurti *portfolio manager* PT Mega Capital Indonesia, 1 April 2009.

sistem di Kustodian Sentral Efek Indonesia (KSEI), sementara yang melakukan transaksi efek bersifat utang bukan hanya para manajer investasi, tetapi termasuk juga antara lain, bank, perusahaan efek melalui *fixed income dealer* nya, dana pensiun, perusahaan asuransi, dan lain-lain, sehingga sesungguhnya nilai yang dikuotasi oleh para manajer investasi pada sistem KSEI, bukanlah sebuah nilai yang *fair*.

2. Sementara manajer investasi melakukan input harga setiap hari, meskipun tidak terjadi transaksi jual-beli efek bersifat utang, pada sistem yang disebut sebagai *Online Research and Centralized. Historical Data* (ORCHiD) di KSEI, para *dealer* obligasi melakukan penginputan harga 'hanya pada saat terjadi transaksi jual dan transaksi beli efek bersifat utang' melalui sistem OTC-FIS (*Over the Counter Fixed Income Securities*) di Bursa Efek Indonesia, dan para pedagang surat utang negara melalui HIMDASUN (himpunan pedagang surat utang negara).

Jelas terdapat ketimpangan pada penilaian yang diambil manajer investasi pada sistem-sistem tersebut, karena tidak seluruh pihak yang bertransaksi melakukan input harga setiap hari, maupun setiap ada transaksi.

3. Tidak ada dasar yang jelas bagi manajer investasi untuk melakukan penginputan harga kuotasi efek bersifat utang, adakalanya mereka mendasari kuotasi penginputan harga pada hari yang bersangkutan berdasarkan informasi dari surat kabar mengenai harga efek yang diperdagangkan, bila ada, dan bila di surat kabar tidak tercantum harga efek yang bersangkutan, maka mereka umumnya menggunakan harga efek hari sebelumnya.

Di sini dapat dilihat bahwa tidak adanya standarisasi pada penetapan harga efek bersifat hutang pada masing-masing manajer investasi, bila tidak ada dasar penetapan kuotasi harga pada hari yang bersangkutan, maka mereka memakai valuasi sendiri-sendiri.

Kita kembali pada tahun 2004 dan 2005, dimana penerbitan Peraturan Bapepam-LK mengenai Nilai Pasar Wajar terkesan terburu-buru, dapat kita baca dari berita detik.com pada Bulan Agustus 2004, di bawah ini: ²³

Kamis, 19/08/2004 15:27 WIB

Besok, Bapepam Terbitkan Aturan Nilai Wajar Reksa Dana

Irna Gustia - detikFinance

Jakarta - Besok, Jumat (20/8/2004), Badan Pengawas Pasar Modal (Bapepam) akan menerbitkan aturan nilai pasar wajar (marked to market) reksa dana yang merupakan revisi dari peraturan No. IV.C.2. Sedangkan pemberlakuannya akan efektif terhitung mulai 1 Januari 2005. "Besok, (Jumat) Bapepam akan menerbitkan aturan revisi No. IV.C.2 tentang nilai pasar wajar reksa dana, yang salah satunya mengatur metode penilaian harga yang akan digunakan oleh manajer investasi," kata Ketua Bapepam, Herwidayatmo, di gedung Bursa Efek Jakarta (BEJ), Kamis (19/8/2004). Menurut Herwid, meski peraturan nilai pasar wajar reksa dana telah dikeluarkan, namun Bapepam masih memberikan waktu kepada manajer investasi (MI) untuk melakukan penyesuaian, sehingga penerapannya baru dilakukan per 1 Januari 2005. "Kita beri waktu empat bulan lebih untuk manajer investasi karena ada perubahan metode penilaian secara signifikan yang harus disesuaikan," ujarnya. Dalam aturan baru tersebut, menurut Herwid, juga diatur mengenai transaksi efek yang dilakukan di dalam dan di luar bursa. Seperti diketahui, revisi peraturan No. IV.C.2 tentang nilai pasar wajar reksa dana ini terlambat dikeluarkan. Seharusnya revisi itu dimasukkan dalam paket kebijakan ekonomi pasca IMF (white papers) dan dikeluarkan paling lambat Juni 2004. Sebelumnya, Kepala Biro Perundang-undangan dan Hukum Bapepam Robinson Simbolon mengatakan, belum tuntasnya referensi harga pasar wajar untuk reksa dana pasar uang membuat Bapepam telat menerbitkan revisi No. IV.C.2. Sedangkan referensi harga yang sudah selesai saat itu baru untuk reksa dana pendapatan tetap yang mengacu pada data e-monitoring. Untuk referensi harga pasar uang diusulkan menggunakan metode bunga. Akibatnya, obligasi dengan jangka waktu kurang dari setahun yang masuk ke pasar uang mau tidak mau menggunakan pula metode bunga. Tetapi beberapa pihak menilai obligasi yang berjangka kurang dari setahun yang masuk ke pasar uang seharusnya menggunakan metode amortisasi. Namun menurut Herwid, saat ini referensi harga, baik untuk reksa dana pendapatan tetap, reksa dana saham, reksa dana campuran dan reksa dana pasar uang, sudah selesai dilakukan dan siap diterbitkan pada Jumat besok. (ani/)

²³ Irna Gusnia, DetikFinance, *Besok, Bapepam akan Terbitkan Aturan Nilai Pasar Wajar Reksa Dana*, <<http://www.detikfinance.com/read/2004/08/19/152730/193800/6/besok-bapepam-terbitkan-aturan-nilai-wajar-reksa-dana>>

Akibatnya, Peraturan yang dikeluarkan pun menjadi asal jadi, tidak memperhatikan kondisi pasar, bukti asal jadi dapat dilihat dalam Lampiran 1, dan Lampiran 2 Tesis ini, dimana Bapepam-LK membutuhkan beberapa aturan pelaksana untuk pelaksanaan Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana, diantaranya Surat Edaran tentang Batas Toleransi (Standar Deviasi) Penentuan Nilai Pasar Wajar Obligasi Perusahaan pada tanggal 9 Juni 2005, dan Surat Edaran tentang Batas Toleransi (Standar Deviasi) Penentuan Nilai Pasar Wajar Surat Utang Negara pada tanggal 29 Juli 2009, kedua surat edaran ini terlambat enam sampai dengan tujuh bulan dari masa berlaku Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana, yaitu pada tanggal 1 Januari 2005, apa yang terjadi selama enam bulan itu? Industri Reksa Dana terkena badai *redemption* (penarikan) besar-besaran pada Maret dan April 2005 yang membuat nilai aktiva bersih anjlok menjadi Rp 60-70 triliun, dari semula sempat mencapai Rp 107 triliun per akhir Januari 2005.²⁴

Solusi sementara kemudian Bapepam-LK menghentikan untuk sementara proses pernyataan pendaftaran Reksa Dana Pendapatan Tetap yang baru, sesuai Lampiran 3 Tesis ini. Reksa Dana lumpuh total, ditambah kebijakan-kebijakan yang tidak sepenuhnya mendukung pasar, korban utama tidak lain dan tidak bukan adalah para nasabah Reksa Dana yang panik.

Dua tahun berlalu, pada tanggal 13 April 2007, Bapepam-LK mengirimkan surat kepada seluruh Manajer Investasi, mengenai pengkajian ulang terhadap peraturan Bapepam-LK No. IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana (Lampiran 4), namun hingga saat ini peraturan yang mengatur

²⁴ Irna Gusnia, detikfinance, *Bapepam Keluarkan Aturan Tiga Produk Reksa Dana Baru*, <<http://www.detikfinance.com/read/2005/07/30/090057/412939/6/bapepam-keluarkan-aturan-tiga-produk-reksa-dana-baru>>.

mengenai Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana belum juga dirubah, kecuali 3 butir mengenai Reksa Dana Terproteksi, sebagai berikut²⁵:

“7. Penentuan Nilai Pasar Wajar Surat Utang Negara yang menjadi portofolio Efek Reksa Dana Terproteksi, dapat menggunakan metode harga perolehan yang diamortisasi, sepanjang Surat Utang Negara dalam portofolio Efek Reksa Dana Terproteksi tersebut tidak dialihkan sampai dengan tanggal jatuh tempo.

8. Bagi Reksa Dana Terproteksi yang portofolionya terdiri dari Surat Utang Negara yang tidak dialihkan sampai dengan tanggal jatuh tempo dan menggunakan metode harga perolehan yang diamortisasi dalam penentuan Nilai Pasar Wajarnya, pembelian kembali Unit Penyertaan hanya dapat dilakukan pada tanggal pelunasan sesuai dengan Kontrak Investasi Kolektif dan Prospektus.

9. Nilai aktiva bersih per saham atau Unit Penyertaan dihitung berdasarkan nilai aktiva bersih pada akhir hari yang bersangkutan, setelah penyelesaian pembukuan Reksa Dana dilaksanakan, tetapi tidak termasuk permohonan pembelian dan atau pelunasan yang diterima oleh Bank Kustodian pada hari yang sama.

Tidak terlalu banyak pengaruhnya pada Tesis ini, karena portofolio dalam Reksa Dana Terproteksi memang di *hold* sampai dengan tanggal jatuh tempo Reksa Dana itu sendiri.

Sementara perubahan terakhir yang juga berkenaan dengan nilai pasar wajar adalah dengan dikeluarkannya Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.5 mengenai Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Berbentuk Penyertaan Terbatas, tanggal 14 Februari 2008, dalam angka 15 tercantum bahwa:

“Penilaian Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif Penyertaan Terbatas tidak wajib tunduk pada Peraturan Nomor IV.C.2 tentang Nilai Pasar Wajar Dari Efek Dalam Portofolio Reksa Dana.”

²⁵ Peraturan Bapepam – LK No. IV.C.2 dalam Lampiran Keputusan Ketua Bapepam-LK Nomor: Kep-402/BL/2008 tanggal 9 Oktober 2008 mengenai *Nilai Pasar Wajar dari Efek dalam Portofolio Reksa Dana*.

Nasabah tertentu disebut pemodal profesional, yang dianggap paham betul risiko berinvestasi di pasar modal, mendapat eksklusifitas untuk mendapatkan penilaian sendiri mengenai nilai pasar wajar, sesuai kemampuan manajer investasi yang mengelolanya, di lain pihak, manajer investasi kembali diberi wewenang penuh untuk menentukan nilai pasar wajar dari portofolio yang tidak memiliki pasar likuid, dalam hal ini obligasi.

3.2. Dampak Penerapan Nilai Pasar Wajar terhadap Nilai Aktiva Bersih Reksa Dana

Melihat pasar Reksa Dana pada awal tahun 2005, dengan *asset under management* sebesar kurang lebih Rp 100 Triliun, kemudian pada Bulan Maret 2005 nilai tersebut mendadak turun drastis menjadi hanya sebesar Rp 70 Triliun, dan akhirnya terjun bebas menjadi hanya sekitar Rp 30 Triliun pada Bulan Agustus 2005, apa yang dapat kita tarik dari fakta ini?

Bila boleh menarik kesimpulan dari kondisi pada saat itu, dimana hampir seluruh Reksa Dana diberi surat teguran dari Bapepam, bahwa mereka dinilai telah melanggar nilai pasar wajar seperti yang diamanatkan dalam Peraturan Bapepam No. IV.C.2 tahun 2004, contoh dalam Lampiran 5 dan Lampiran 6.

Seperti halnya pelanggaran yang dilakukan oleh empat Manajer Investasi (Lampiran 7), yaitu PT BNI Securities, PT Trimegah Securities Tbk., PT Bahana TCW Investment Management dan PT Mandiri Manajemen Investasi. Keempat Manajer Investasi itu terbukti melanggar nilai pasar wajar atas portofolio Reksa Dana yang dikelolanya. Bapepam-LK memberikan sanksi denda kepada dua Manajer Investasi yaitu PT BNI Securities sebesar Rp 500 Juta, sedangkan PT Trimegah Securities Tbk. Dikenai denda senilai Rp 83 Juta. Sedangkan 2 Manajer Investasi lainnya, yaitu PT Bahana TCW Investment Management dan PT Mandiri Manajemen Investasi dikenai sanksi tertulis. Bapepam-LK melakukan pemeriksaan lanjutan kepada PT BNI Securities, PT Bank BNI (Persero) Tbk., dan PT Bahana TCW Investment Management secara mendalam, karena

Bapepam-LK menemukan adanya indikasi pelanggaran lain, selain pelanggaran Peraturan Bapepam No. IV.C.2. Di samping itu karena pemeriksaan PT BNI Securities terkait dengan PT Bank BNI (Persero) Tbk. Yang berada dalam pengawasan Bank Indonesia, maka dalam pemeriksaan kasus tersebut diperlukan adanya koordinasi dengan Bank Indonesia.

3.3. Penerapan Nilai Pasar Wajar (*fair value*) di Amerika Serikat

Sebagai perbandingan penerapan *fair value* di Amerika Serikat secara singkat adalah sebagaimana kutipan makalah berjudul "*The SEC's 'Fair Value' Standard for Mutual Fund Investment in Restricted Shares and Other Illiquid Assets*" berikut:

Dalam pengaturan *Investment Company Act of 1940*, *The Securities and Exchange Commission (SEC)* mensyaratkan dewan pengelola reksa dana untuk menentukan dan melaporkan "nilai wajar" dari investasi mereka pada saham tertentu dan klaim atas efek yang tidak likuid lainnya. *SEC* menafsirkan nilai wajar adalah nilai rata-rata pada saat penjualan. Dalam pengaturan *Investment Company Act*, pelaporan nilai wajar adalah "sertifikasi" standar yang memperlihatkan bahwa investor berpegangan pada nilai yang direpresentasikan oleh dewan pengelola reksa dana dan auditornya. Hal ini merupakan pertimbangan apakah alternatif untuk standar sertifikasi dan nilai pada saat penjualan dapat mengurangi hambatan untuk berinvestasi di reksa dana, tanpa mengekspos individu yang berinvestasi di reksa dana untuk menanggulangi risiko atau menghindari potensi manipulasi. Untuk menilai dampak kebijakan publik, juga dengan menganalisis upaya terakhir *SEC* untuk menerapkan standar nilai wajar dan memeriksa keputusan pengadilan yang timbul dari litigasi yang berkaitan. Juga dengan menganalisa mengenai literatur finansial ekonomi sehubungan dengan pemotongan untuk ilikuiditas dan implikasi untuk menilai saham-saham tertentu. Makalah diakhiri dengan diskusi mengenai alternatif kebijakan, termasuk pada kemungkinan reksa dana untuk lebih mengandalkan "transparansi" sebagai pengganti sertifikasi dan mengizinkan

kebebasan lebih besar dalam menentukan dan melaporkan penilaian pada efek tidak likuid dalam portofolio reksa dana.²⁶

Selanjutnya sebagaimana dipaparkan dalam makalah berjudul “*Is ‘fair value’ fair? The case of open-end mutual fund*”, dimana *Securities and Exchange Commission (SEC)* menggambarkan nilai wajar dengan cara sebagai berikut:

Bahwa tidak ada satu standar pun untuk menentukan "nilai wajar ... dengan itikad baik" dapat dijadikan rujukan, karena nilai wajar tergantung pada kondisi setiap kasus. Sebagai sebuah prinsip umum, "nilai wajar" dari sebuah efek yang dinilai oleh Dewan Direksi akan tampak menjadi beberapa perhitungan yang termasuk jika pemilik mengharapkan untuk penilaian reksa dana di atas hasil penjualan yang terjadi. Dalam bahasa Inggris, "penilaian yang wajar" adalah dengan memperkirakan harga yang secara aman dengan harga perdagangan pada pasar terbuka pada waktu tertentu yang diberikan dalam jumlah yang cukup dari pembeli dan penjual. Hal ini adalah suatu proses yang memerlukan tujuan finansial dan informasi ekonomi, tetapi akhirnya melibatkan kesimpulan subjektif berdasarkan data yang objektif.²⁷

Dan dalam peraturan dasar penilaian portofolio efek reksa dana dalam Pasal 2 (a) (41) dari *Investment Company Act of 1940* (selanjutnya disebut sebagai "Act"). *Act* mendefinisikan "Nilai" (atau Nilai Aktiva Bersih) dalam salah satu dari cara berikut:

- Sekuritas/efek "yang memiliki *market quotations* yang telah tersedia" harus dinilai pada "harga/nilai pasar"
- "yang berkaitan dengan efek dan aset lainnya yang dimiliki ..." penilaian akan didasarkan pada "nilai wajar sebagaimana ditentukan dengan itikad baik oleh dewan direksi"

²⁶ Janet Kiholm Smith, Richard L. Smith, and Karyn Williams, *The SEC's 'Fair Value' Standard for Mutual Fund Investment in Restricted Shares and Other Illiquid Assets*, <http://jobfunctions.bnet.com/abstract.aspx?docid=74762>.

²⁷ Lavin, Angeline M. *Is 'fair value' fair? The case of open-end mutual fund*, <<http://www.allbusiness.com/personal-finance/investing-mutual-fund-investments/350351-1.html>>

Peraturan *SEC 2a-4* intinya menegaskan kembali standar perundang-undangan yang ditemukan dalam *Act*. Selain itu, Peraturan 22c-1 (b), seperti dijelaskan dalam *Investment Company Act Release* No 14.244, mensyaratkan reksa dana terbuka untuk menghitung NAB mereka "minimal satu kali sehari pada setiap hari" ketika terjadi perubahan material dalam aset reksa dana.

Peraturan 22c-1, awalnya diadopsi pada tahun 1968, menetapkan "*forward pricing rule*". Aturan ini mengarahkan perusahaan investasi / reksa dana terbuka untuk menentukan NAB untuk penjualan, pencairan, dan penjualan kembali sebagai perhitungan NAB berikutnya setelah pesanan ditempatkan.

Sebagai contoh, jika suatu pemesanan pencairan diterima pada jam 3:00 *EST* hari Selasa, reksa dana akan menggunakan, untuk tujuan pencairan, perhitungan NAB pada penutupan perdagangan pada hari Selasa itu. Sebelum penerapan Peraturan 22c-1, investor melakukan pemesanan pembelian maupun pencairan dapat dieksekusi di NAB yang dihitung sebelum permintaan diterima, yang memungkinkan para investor untuk mengunci keuntungan di dalam pasar yang terus berfluktuasi. Dalam praktik, yang disebut "*backward pricing*", adalah dilarang dalam upaya untuk mencegah terdilusinya posisi pemegang saham yang ada. *Accounting Series Release 118 (ASR 118)* berkontribusi cukup banyak untuk menuntun pelaksanaan "harga pasar" dan "nilai wajar" sebagaimana diatur dalam UU.

Nilai pasar, tentu saja, berdasarkan *market quotations*. Meskipun 118 ASR tidak menentukan secara pasti bagaimana sebuah reksa dana harus menentukan dan menggunakan *market quotes* dalam menentukan nilai pasar, hal ini menggambarkan bagaimana praktik ini yang diperbolehkan dan dilarang. Sebagai contoh, ketika tidak ada penjualan terjadi, untuk keamanan tertentu, tetapi harga penutupan dan harga penawaran tersedia, harga pasar harus berada dalam kisaran harga tersebut. Undang-undang menyatakan bahwa untuk efek yang *market quotes* nya tidak tersedia, "nilai wajar sebagaimana ditentukan dengan itikad baik oleh dewan direksi" harus dipakai. 118 ASR memberikan beberapa pedoman umum yang berkaitan dengan "nilai wajar" seperti yang dijelaskan dalam *Act*. Hal ini jelas dinyatakan bahwa tidak ada satu standar untuk menentukan "nilai wajar ... dengan itikad baik" tetapi, beberapa metode penilaian potensial dan daftar

umum dan faktor-faktor tertentu yang dipertimbangkan harus tersedia. Sebagai contoh, mungkin metode-metode penilaian dapat didasarkan atas (1) penghasilan kelipatan; (2) diskon dari perdagangan bebas pada efek serupa; (3) *yield to maturity* untuk efek bersifat utang; atau (4) kombinasi dari metode ini. *118 ASR* menunjukkan bahwa faktor-faktor umum yang perlu dipertimbangkan termasuk: (a) data analisa fundamental yang berhubungan dengan investasi; (b) sifat dan lamanya pembatasan disposisi efek, dan (c) evaluasi kekuatan-kekuatan yang mempengaruhi pasar di mana efek tersebut diperjualbelikan. Beberapa faktor-faktor penilaian yang spesifik yang perlu dipertimbangkan termasuk jenis efek, laporan keuangan, biaya, besarnya aset, laporan analisa, informasi transaksi atau penawaran, dan perdagangan umum pada efek-efek serupa dari penerbit atau perusahaan yang sebanding. Jelas bahwa penentuan nilai wajar mewujudkan banyak subjektivitas sebagai bagian dari tanggung jawab mereka atas penentuan harga reksa dana. Untuk efek yang jarang diperdagangkan, hari selama tidak ada perdagangan akan sering terjadi. Seperti disebutkan sebelumnya, reksa dana memiliki beberapa pertimbangan ketika menentukan harga pasar berdasarkan permintaan tawar menawar. Reksa dana dapat menggunakan layanan atau permintaan harga penawaran dari dealer yang biasa menggunakannya, tapi penawaran dapat saja berbeda beberapa poin dengan sesama dealer yang ada. Selain itu, kutipan dari dealer mungkin tidak secara akurat mencerminkan nilai pasar selama periode pasar yang berfluktuasi.²⁸

Amerika sebagai kiblat Reksa Dana pun masih menggunakan penilaian yang didasarkan pada "nilai wajar sebagaimana ditentukan dengan itikad baik oleh dewan direksi", dewan direksi dalam hal ini adalah pengelola reksa dana. Hal ini diperkenankan bagi portofolio yang tidak tersedia *market quotation* nya, pada negara kita hal ini terjadi pada obligasi, yang selalu diperdagangkan di luar bursa atau *over the counter* (OTC), sehingga tidak memiliki catatan permintaan dan penawaran.

²⁸ *Ibid.*

Berbeda dengan Amerika, transaksi di luar bursanya sangat teratur dan tercatat, diorganisir oleh suatu institusi SRO seperti *National Association of Securities Dealers (NASD)* yang merupakan asosiasi ribuan *broker dealer otc market*. Sejak tahun 1970 *NASD* telah menyelesaikan 40 juta transaksi saham luar bursa dengan jumlah lima ribu perusahaan.²⁹

Adapun institusi yang menyelenggarakan OTC Market antara lain:³⁰

a. *NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automatic Quotation System)*

Merupakan penyelenggara otc-market terbesar di Amerika Serikat yang diorganisir oleh *NASD*. Nasdaq adalah pasar modal terbesar ketiga di dunia setelah New York dan Tokyo yang menangani lebih dari 45% saham-saham yang ditransaksikan oleh 5.700 perusahaan efek baik domestik maupun asing. Dalam pelaksanaannya seperti halnya NYSE, Nasdaq juga memiliki aturan-aturan yang harus dipatuhi oleh anggotanya seperti minimal keterbukaan informasi, nilai minimal kapitalisasi pasar, keharusan laporan keuangan, dan lain-lain, namun kualitasnya tidak seperti NYSE.

b. *Over The Counter Bulletin Board (OTC-BB)*

Menurut *OTC Bulletin Board (OTCBB)*, *OTC-BB* adalah sistem perdagangan elektronik yang juga diorganisir oleh *NSAD*. Berbeda dengan *Nasdaq*, pada *OTC-BB* syarat-syarat yang ditetapkan lebih longgar antara lain tidak menentukan nilai minimal kapitalisasi. Namun satu hal yang menjadi syarat utama adalah adanya laporan keuangan, dan bilamana suatu perusahaan tidak menyampaikan laporan keuangan, maka dapat di *delist* dari *OTC-BB*.

²⁹ Bapepam-LK: Tim Studi Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Indonesia, *Studi tentang Pengawasan Transaksi di Luar Bursa di Pasar Modal di Indonesia*, <http://www.bapepam.go.id/pasar_modal/publikasi_pm/kajian_pm/OTC.pdf>

³⁰ *Ibid.*

Pengawasan Bapepam-LK atas *OTC* tercantum dalam UUPM, yang menyatakan bahwa pengawasan sehari-hari terhadap kegiatan pasar modal di Indonesia dilakukan oleh Bapepam-LK. Pengawasan kegiatan pasar modal tersebut antara lain meliputi transaksi efek baik di bursa efek maupun di luar bursa efek dengan tujuan agar terciptanya pasar modal yang teratur wajar dan efisien dan melindungi kepentingan pemodal.

Hingga saat ini pengawasan Bapepam-LK atas transaksi efek di luar bursa efek khususnya yang diselesaikan melalui PT Kustodian Sentral Efek Indonesia belum optimal dilakukan, hal ini disebabkan minimnya sarana dan sistem yang tersedia. Dari aspek peraturan minimnya pengawasan transaksi di luar bursa dikarenakan belum adanya kewajiban pelaporan kepada Bapepam-LK oleh pihak yang melakukan transaksi di luar bursa dan oleh PT KSEI sebagai penyedia penyelesaian transaksi. Sampai saat ini menurut nara sumber Bapepam-LK belum pernah melakukan pengawasan atau pemeriksaan pembukuan khususnya transaksi di luar bursa yang dilakukan oleh perusahaan efek. Demikian juga pengawasan terhadap transaksi obligasi pemerintah dan perusahaan melalui *Indonesian Government Securities Trading System (IGSTS)* dan *Over The Counter – Fixed Income Services (OTC-FIS)*, Bapepam-LK sejauh ini belum memiliki sistem pengawasan yang *online*.³¹

3.4. Perlindungan Hukum terhadap para pemegang unit penyertaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif

Perlindungan hukum terhadap investor diatur dalam kontrak investasi kolektif yang dibuat dan ditandatangani oleh manajer investasi dan bank kustodian. Investor juga mendapat perlindungan hukum dari segala keterangan yang tercantum dalam prospektus serta *fiduciary duty*, dimana ketiga bentuk perlindungan tersebut telah diatur dalam UUPM dan peraturan pelaksanaannya, khususnya peraturan Bapepam-LK.

³¹ *Ibid.*

Bentuk-bentuk perlindungan hukum yang terdapat dalam Kontrak Investasi Kolektif dan *fiduciary duty*, sebagai berikut:

1. Kontrak Investasi Kolektif

Peraturan perundangan yang melandasi Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif adalah

- a. Kitab Undang Undang Hukum Perdata Pasal 1618 mengenai Persekutuan Perdata, Pasal 1317 mengenai janji untuk Pihak Ketiga, Pasal 1320, Pasal 1337, dan Pasal 1338 mengenai Perjanjian;
- b. Undang Undang Pasar Modal No. 8 Tahun 1995 mulai Pasal 18 sampai dengan Pasal 29;
- c. Peraturan Bapepam No. IV.B.1 tentang Pedoman Pengelolaan Reksa Dana Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif;
- d. Peraturan Bapepam-LK No. IV.B.2 tentang Pedoman Kontrak Reksa Dana berbentuk Kontrak Investasi Kolektif; dan
- e. Kontrak Investasi Kolektif yang dibuat dan ditandatangani oleh Manajer Investasi dan Bank Kustodian.

Kontrak Investasi Kolektif berisikan kewajiban dan tanggung jawab Manajer Investasi dan Bank Kustodian, serta hal-hal yang dilarang dilakukan oleh Manajer Investasi sehubungan dengan pengelolaan Reksa Dana, yang lebih lanjut dibahas dalam *fiduciary duty*.

2. *Fiduciary Duty*³²

- a. Kewajiban fiduciary (*fiduciary duty*) pada Reksa Dana (*mutual fund*) dalam sistem *common law* secara singkat.

Dalam hal *mutual fund*, hubungan antara *trustee* (manajer investasi dan kustodian) dan investor merupakan suatu bentuk hubungan kepercayaan yang disebut *fiduciary relation*. Hubungan *fiduciary* melukiskan hubungan hukum dimana salah satu pihak memiliki kewajiban tertentu kepada pihak lainnya dalam hubungan tersebut.

³² Gunawan Widjaja dan Almira Prajna Ramaniya, *Seri Pengetahuan Pasar Modal: Reksa Dana dan Peran, Tanggung Jawab Manajer Investasi*, Jakarta: Kencana, Hal.63-65

Akan tetapi, kewajiban *trustee* dalam *mutual fund* tidak hanya terikat pada hubungan hukum sebatas pengangkatannya sebagai *trustee*, tetapi lebih jauh lagi *trustee* dituntut untuk melaksanakan kewajiban yang dibebankan kepadanya secara profesional, sejalan dengan keahliannya dalam bidang dimana ia telah diangkat dan ditunjuk untuk mewakili kepentingan seluruh investor dalam rangka melakukan pengurusan dan pengelolaan harta kekayaan *mutual fund* yang bersangkutan.

Pada dasarnya, *fiduciary duty* dari *trustee* kepada investor dapat dibagi dalam 2 bentuk, yakni:

- i. *Duty of loyalty and good faith*; dan
- ii. *Duty of care and diligence*

Salah satu bentuk *duty of loyalty and good faith* dari *trustee* dinamakan dengan *duty not to profit from the position of the trustee*. Dalam hal ini, *trustee* dilarang mencari atau memperoleh keuntungan dari kedudukannya sebagai *trustee* dari benda atau sejumlah dana tertentu.

Trustee dilarang untuk memperoleh keuntungan secara tidak benar atau tidak wajar yang lahir sebagai akibat dari ‘pemilikan’ atau pengurusannya terhadap benda yang berada dalam *mutual fund* tersebut.

Fiduciary duty lainnya yang penting bagi *trustee* adalah *duty not to delegate the trusts* yang termasuk ke dalam *duty of care and diligence*.

Kewajiban *fiduciary* ini adalah kewajiban dari *trustee* untuk menjalankan kewajiban yang dibebankan kepadanya tanpa hak atau kewenangan untuk mengalihkan atau mendelegasikan segala sesuatu yang telah dibebankan kepadanya pada orang atau pihak lain. *Trustee* diperkenankan untuk menyerahkan atau mendelegasikan sebagian tugas atau kewajibannya selama hal itu dimungkinkan dalam instrument yang melahirkan *mutual*

fund tersebut atau berdasarkan pada ketentuan perundang-undangan atau adanya perintah pengadilan.

- b. *Fiduciary duty* manajer investasi Reksa Dana Berbentuk KIK dalam UUPM dan Peraturan Bapepam-LK

Pasal 27 ayat (1) UUPM menyebutkan tentang *fiduciary duty* manajer investasi, yaitu wajib dengan itikad baik dan penuh tanggung jawab menjalankan tugas sebaik mungkin semata-mata untuk kepentingan Reksa Dana.

Sedangkan dalam Peraturan Bapepam-LK No. IV.B.1 angka 7 dikatakan mengenai *fiduciary duty* manajer investasi, yaitu bahwa:

“Manajer Investasi wajib dengan itikad baik dan penuh menjalankan tugas sebaik mungkin semata-mata untuk kepentingan Reksa Dana. Dalam hal manajer investasi tidak melaksanakan kewajibannya, manajer investasi tersebut wajib bertanggung jawab atas segala kerugian yang timbul karena tindakannya.”

Fiduciary duty manajer investasi yang lain menurut Peraturan Bapepam-LK No.IV.B.1 angka 8 huruf (a) adalah:

- i. Mengelola portofolio termasuk menurut kebijakan investasi yang dicantumkan dalam kontrak dan prospektus;
- ii. Menyusun tata cara dan memastikan bahwa semua uang para calon pemegang unit penyertaan disampaikan kepada bank kustodian selambat-lambatnya pada akhir hari kerja berikutnya;
- iii. Melakukan pembelian kembali unit penyertaan;
- iv. Memelihara semua catatan penting yang berkaitan dengan laporan keuangan dan pengelolaan Reksa Dana sebagaimana ditetapkan oleh Bapepam-LK.

Apabila dikaitkan dengan *fiduciary duty* yang terdapat dalam sistim hukum *common law*, yaitu *duty of loyalty and good faith* dan *duty not to delegate the trust*, maka dalam Peraturan Bapepam-LK juga terdapat

kedua hal tersebut yaitu dalam Peraturan Bapepam-LK No. IV.B.1 angka 13 yang menyebutkan bahwa “manajer investasi dilarang terafiliasi dengan bank kustodian”. Hal ini menggambarkan mengenai *fiduciary duty* manajer investasi yang disebut dengan *duty of loyalty and good faith*. Dalam konteks ini, manajer investasi dilarang untuk memperoleh keuntungan secara tidak benar atau tidak wajar dengan cara terafiliasi dengan bank kustodian. Dilarang terafiliasinya manajer investasi dengan bank kustodian juga menghindari terjadinya benturan kepentingan, Peraturan Bapepam-LK No. IV.B.1 angka 10 mengatakan:

“Manajer Investasi dapat menunjuk agen penjual yang meminta permintaan penjualan atau pembelian kembali (pelunasan) unit penyertaan untuk disampaikan kepada Bank Kustodian.”

Menurut *duty not to delegate the trusts*, manajer investasi seharusnya tidak mendelegasikan kewajiban yang dibebankan kepadanya pada orang lain atau pihak lain. Namun, berdasarkan pada peraturan Bapepam No. IV.B.1 angka 10 tersebut, manajer investasi diperkenankan untuk menyerahkan atau mendelegasikan sebagian tugas atau kewajiban yang dibebankan kepadanya selama hal tersebut dimungkinkan dalam KIK atau berdasarkan pada ketentuan peraturan perundang-undangan atau adanya perintah pengadilan dan harus dilaksanakan dengan itikad baik.

Sepintas hal ini mungkin dapat dilihat sebagai penyimpangan yang diperbolehkan oleh peraturan perundang-undangan, yaitu Peraturan Bapepam-LK tersebut, namun demikian perlu diperhatikan bahwa pelaksanaan hal ini pun hanya dapat dilakukan jika pendelegasian diserahkan kepada mereka yang memang memiliki kompetensi dibidangnya, yang berarti pendelegasian juga harus dilakukandalam kerangka *duty of loyalty and good faith* serta dengan tujuan yang masih dalam kerangka pelaksanaan *duty of care and diligence*.

Peraturan Bapepam-LK No. IV.C.4 angka 2, mengatakan, manajer investasi Reksa Dana dilarang melakukan tindakan yang dapat menyebabkan Reksa Dana berbentuk KIK yang telah dinyatakan efektif:

- i. membeli efek yang diperdagangkan di bursa efek luar negeri yang informasinya tidak dapat diakses melalui media massa atau fasilitas internet yang tersedia.
- ii. Melakukan transaksi lindung nilai atas pembelian efek yang diperdagangkan di bursa efek luar negeri lebih besar dari nilai efek yang dibeli;
- iii. Membeli efek yang tidak melalui penawaran umum dan atau tidak dicatatkan pada bursa efek di Indonesia, kecuali efek pasar uang dan obligasi yang diterbitkan oleh Pemerintah Republik Indonesia.
- iv. Menempatkan dana investasi dalam kas atau setara kas kurang dari 2% dari NAB Reksa Dana;
- v. Terlibat dalam kegiatan selain dari investasi, investasi kembali atau perdagangan efek;
- vi. Terlibat dalam penjualan efek yang belum dimiliki (*short sale*);
- vii. Terlibat dalam pembelian efek secara margin;
- viii. Melakukan penerbitan obligasi atau sekuritas kredit;
- ix. Terlibat dalam berbagai bentuk pinjaman, kecuali pinjaman jangka pendek yang berkaitan dengan penyelesaian transaksi dan pinjaman tersebut tidak lebih dari 10% dari nilai portofolio Reksa Dana pada saat pembelian;
- x. Membeli efek yang sedang ditawarkan dalam penawaran umum dimana manajer investasi atau afiliasinya bertindak sebagai penjamin emisi dari efek dimaksud;
- xi. Terlibat dalam transaksi bersama atau kontrak bagi hasil dengan manajer investasi atau afiliasinya;
- xii. Membeli efek beragun asset yang sedang ditawarkan dimana manajer investasinya sama dengan manajer investasi Reksa Dana dan atau terafiliasi dengan kreditur awal efek beragun asset tersebut.

Hal-hal yang disebutkan di atas merupakan *fiduciary duty* yang termasuk dalam *duty of diligence and care*, yaitu manajer investasi sebagai pihak yang dipercaya untuk mengelola Reksa Dana berbentuk KIK diharapkan dapat selalu mendatangkan keuntungan bagi pemegang unit penanyaannya dan tidak melakukan tindakan yang merugikan seperti tindakan yang dilarang dalam Peraturan Bapepam-LK tersebut.

Bentuk perlindungan hukum lainnya terhadap pemegang unit penanyaannya Reksa Dana berbentuk KIK yakni, adanya ancaman sanksi yang diatur oleh UUPM terhadap setiap pihak yang melakukan pelanggaran ketentuan dalam peraturan Bapepam-LK, dengan tidak mengurangi ketentuan pidana di bidang pasar modal. Manajer investasi dan bank kustodian merupakan pihak-pihak yang dibebani kewajiban untuk tunduk pada peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal karena mereka merupakan pihak yang mendapat ijin usaha dan persetujuan dari otoritas pasar modal, yakni Bapepam-LK (Pasal 5 UUPM). Dengan demikian, adanya ancaman sanksi ini akan meningkatkan kehati-hatian manajer investasi dan bank kustodian dalam melakukan pengelolaan dana yang telah ditanamkan oleh pemegang unit penanyaannya. Perlindungan hukum ini bersifat represif, artinya diterapkan setelah terjadinya suatu pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan.

Ada 3 macam sanksi yang diterapkan oleh Bapepam-LK, yaitu:³³

1. Sanksi administratif

Adalah sanksi yang dikenakan oleh Bapepam-LK terhadap pihak-pihak yang telah terbukti melanggar peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

Pihak yang dapat dijatuhkan sanksi adalah:

- a. Pihak yang memperoleh izin dari Bapepam
- b. Pihak yang mendapat persetujuan dari Bapepam; dan
- c. Pihak yang melakukan pendaftaran kepada Bapepam

³³ M. Irsan Nasarudin dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal di Indonesia*. Jakarta: Kencana, 2004, Hal. 274-276.

Jenis sanksi administratif yang dapat dijatuhkan oleh Bapepam-LK kepada pihak-pihak tersebut di atas, yakni:

- a. Peringatan tertulis;
- b. Denda (kewajiban untuk membayar sejumlah uang tertentu);
- c. Pembatasan kegiatan usaha;
- d. Pembekuan kegiatan usaha;
- e. Pencabutan ijin usaha;
- f. Pembatalan persetujuan; dan
- g. Pembatalan pendaftaran.

Untuk sanksi denda, pasal 102 ayat (3) UUPM menyatakan bahwa sanksi administratif diatur oleh Peraturan Pemerintah yaitu PP No. 45 Tahun 1995 tentang Penyelenggaraan Kegiatan di Bidang Pasar Modal.

2. Sanksi Perdata

- a. Gugatan berdasarkan perbuatan melawan hukum (Pasal 1365 KUHPerdata)

Pasal 111 UUPM menyatakan bahwa setiap pihak secara sendiri-sendiri atau bersama dengan pihak lain mengajukan tuntutan ganti rugi kepada pihak yang bertanggung jawab atas pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Pasal ini mempunyai semangat yang sama dengan Pasal 1365 KUHPerdata mengenai perbuatan melawan hukum.

Dengan adanya Pasal 111 UUPM ini diharapkan setiap pihak yang mengelola perseroan dan yang melakukan kegiatan di bidang pasar modal melakukan tugasnya secara profesional dan bertanggung jawab, sehingga kehati-hatian tidak diabaikan.

- b. Gugatan berdasarkan adanya tindakan wanprestasi atas suatu perjanjian.

Gugatan berdasarkan wanprestasi mensyaratkan adanya pelanggaran terhadap pasal-pasal perjanjian yang dipernah dibuat oleh para pihak

(baik secara lisan maupun tulisan). Adapun yang dimaksud wanprestasi adalah:

- i. tidak melakukan apa yang disanggupi akan dilakukannya;
- ii. melakukan apa yang dijanjikannya, tetapi tidak sebagaimana yang dijanjikan;
- iii. melakukan apa yang dijanjikan, tetapi terlambat;
- iv. melakukan sesuatu yang menurut perjanjian tidak boleh dilakukan.

c. Gugatan berdasarkan Pasal 97 ayat (2) dan ayat (3) UUPT serta Pasal 114 ayat (2) dan ayat (3) UUPT untuk Direksi dan Dewan Komisaris. Pasal 154 ayat (1) UUPT menegaskan bahwa, bagi perseroan terbuka juga diberlakukan ketentuan yang diatur dalam UUPT, jika tidak diatur lain dalam peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal. Dalam beberapa kasus, pelanggaran dapat saja dilakukan oleh organ perseroan seperti Direksi dan Dewan Komisaris, UUPT menganut sistem pertanggungjawaban pada perseroan sebagai badan hukum, tetapi kalau kerugian yang terjadi disebabkan oleh Direksi atau Dewan Komisaris, maka Direksi atau Dewan Komisaris yang harus bertanggungjawab. Bapepam-LK menjatuhkan sanksi kepada Direksi dan Dewan Komisaris dalam hal terbukti bertanggung jawab atas pelanggaran peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal.

3. Sanksi Pidana

Pasal 103 – 110 UUPM mengancam setiap pihak yang terbukti melakukan tindak pidana di bidang pasar modal diancam hukuman penjara yang bervariasi antara satu sampai sepuluh tahun.

Salah satu wewenang Bapepam-LK, berdasarkan Pasal 5 huruf (e) UU No. 8 /1995 tentang Pasar Modal, adalah mengadakan pemeriksaan dan penyidikan terhadap setiap pihak dalam hal terjadi peristiwa yang diduga merupakan pelanggaran terhadap undang-undang ini dan atau peraturan

pelaksananya. Berdasarkan ketentuan tersebut, investor yang merasa Manajer Investasi dari Reksa Dananya melakukan kelalaian yang mengakibatkan kerugian, dapat mengadu ke Bapepam-LK.

Selanjutnya pada Pasal 81 angka 1 (informasi yang salah dengan menggunakan prospektus atau cara lain dan disampaikan pihak yang menawarkan atau menjual efek/saham wajib ganti rugi). Cara lain ini dapat berupa apa saja, dan di Pasal 81 angka 2 dinyatakan pembeli efek tidak dapat mengajukan ganti rugi apabila pembeli telah mengetahui bahwa informasi itu salah. Cukup *fair*, mengingat pembeli berhak dan wajib mendapatkan dan mencari informasi yang cukup terlebih dahulu atas efek yang dibelinya. Pada Pasal 86 angka 1 (laporan berkala dan laporan atas transaksi tertentu yang dapat mempengaruhi harga, wajib disampaikan ke Bapepam-LK dengan tenggat waktu tertentu kurang lebih 2 (dua) hari kerja. Disinilah transparansi sang manajer investasi diwajibkan, dalam bentuk kewajiban atas pelaporan-pelaporan.

Prospektus, KIK dan *fiduciary duty* yang telah memenuhi persyaratan peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, khususnya UUPM dan Peraturan Bapepam-LK, serta ancaman sanksi yang diterapkan UUPM terhadap setiap pihak, dalam hal ini manajer investasi dan bank kustodian yang melakukan pelanggaran terhadap peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, sudah cukup memberikan perlindungan hukum bagi pemegang unit penyertaan Reksa Dana berbentuk KIK.