

## SEKURITISASI ASET DI INDONESIA (Kritisi terhadap RUU Sekuritisasi)\*

Oleh: Gunawan Widjaja, S.H., M.H., M.M

### A. Pendahuluan

Rancangan Undang-Undang (RUU) tentang Sekuritisasi sebenarnya sudah cukup lama dibuat dan dibicarakan, meskipun sempat terhenti di akhir tahun 2002 hingga awal tahun 2005 ini. Sebelum pembuatan RUU Sekuritisasi dilangsungkan, patut diketahui bahwa mulai tahun 1997 sampai dengan tahun 2004 yang lalu BAPEPAM telah mengeluarkan tidak kurang dari 5 (lima) peraturan (sebagaimana telah berkali-kali diubah) yang terkait dengan penerbitan Unit Penyertaan Efek Beragun Aset (yang merupakan produk Sekuritisasi Aset). Ke-lima peraturan tersebut, secara berurutan dapat disebutkan sebagai berikut:

1. Peraturan BAPEPAM No. V.G.5 tentang Fungsi Manajer Investasi Berkaitan Dengan Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*)
2. Peraturan BAPEPAM No. VI.A.2 tentang Fungsi Bank Kustodian Berkaitan Dengan Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*)
3. Peraturan BAPEPAM No. IX.C.9 tentang Pernyataan Pendaftaran Dalam Rangka Penawaran Umum Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*)
4. Peraturan BAPEPAM No. IX.C.10 tentang Pedoman Bentuk dan Isi Prospektus Dalam Rangka Penawaran Umum Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*)
5. Peraturan BAPEPAM IX.K.1 tentang Pedoman Kontrak Investasi Kolektif Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*).

Di luar kelima peraturan tersebut, di tahun 2005, melalui Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 telah juga dikeluarkan pengaturan mengenai Pembiayaan Sekunder Perumahan (sebagai salah satu bentuk Sekuritisasi Aset). Peraturan ini pada prinsipnya merupakan kelanjutan dari Keputusan Menteri Keuangan No. 132/KMK.014/1998 tentang Perusahaan Fasilitas Pembiayaan

\* Disampaikan dalam rangka Sosialisasi Rancangan Undang-Undang Sekuritisasi tanggal 1 Desember 2005 di Hotel Sahid Jaya, Jl. Jend. Soedirman, Jakarta Selatan.

\*\* Pembahas adalah Kandidat Doktor Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Dosen pada Fakultas Hukum Universitas Pelita Harapan, Advokat dan Konsultan Hukum Pasar Modal.

Sekunder Perumahan (yang seringkali disebut dengan *Secondary Mortgage Facility*). Disamping itu Bank Indonesia juga telah mengeluarkan Peraturan Bank Indonesia No.7/4/PBI/2005 tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Aset Bagi Bank Umum.

Sekuritisasi menjadi penting dewasa ini, oleh karena sekuritisasi tidak hanya memberikan likuiditas pada *Originator*, melainkan juga telah menjadi alternatif sumber pendanaan melalui publik maupun privat dengan tidak secara langsung membebani Neraca Perseroan dengan kewajiban (*liability*). Bahkan bagi industri perbankan, sekuritisasi mengalihkan risiko kredit yang semula ada pada neraca Bank kepada pihak ketiga, yang berarti juga sekaligus meningkatkan *capital adequacy ratio*-nya<sup>1</sup>.

Selesainya penyusunan Draft RUU Sekuritisasi untuk disosialisasikan kepada masyarakat jelas diharapkan dapat memberikan angin segar bagi dunia usaha, tidak hanya bagi kalangan perbankan yang mempunyai tagihan-tagihan jangka panjang seperti halnya Bank Pemberi KPR, melainkan juga setiap industri yang mempunyai piutang-piutang jangka panjang yang bersifat *regular* dan dapat diperkirakan (*predictable*)<sup>2</sup>. Dengan demikian Sekuritisasi dapat bermanfaat bagi perusahaan pembiayaan non-bank, asuransi, persewaan property (*operational leasing*), persewaan mobil jangka panjang, *consumer finance*, termasuk penerimaan *royalty*, penjualan komoditas tertentu yang bersifat tetap dan teratur jumlahnya, hingga penerimaan negara dari penghasilan pajak di masa mendatang<sup>3</sup>.

Tulisan ini dibuat dengan tujuan untuk meng"kritisi" RUU Sekuritisasi, dengan harapan dapat memberikan masukan-masukan yang berarti guna penyempurnaan RUU ini sebelum diundangkan. Tulisan ini dibagi ke dalam 4 Bagian. Bagian Pertama merupakan Pendahuluan yang memberikan gambaran awal pentingnya sekuritisasi dan latar belakang dibuatnya tulisan ini. Bagian Kedua menjelaskan pengertian dan konsepsi Sekuritisasi secara umum. Bagian Ketiga tulisan ini akan dipergunakan untuk mengkritisi RUU Sekuritisasi dari segi pengertian dan konsepsi berdasarkan pada penjabaran yang telah diberikan pada Bagian Kedua tulisan ini. Bagian Keempat memuat mengenai Kesimpulan dan Saran yang diharapkan dapat menjadi masukan bagi penyempurnaan RUU Sekuritisasi.

<sup>1</sup> Lihat Manuel Caloca Gonzalez, "*Mortgage-Backed Securitization: New Legal Development in Mexico*", hlm. 4-5. <http://www.clarityglobal.com/file/resarch/UtsvIT.pdf>.

<sup>2</sup> Ibid., hlm. 3.

<sup>3</sup> Ibid.

## B. Pengertian Dan Konsepsi Sekuritisasi Aset

### 1. Pengertian Sekuritisasi Aset

Secara sederhana *Asset Securitization* didefinisikan sebagai *Transaction created securities backed by financial assets such as loans or lower quality Bonds or notes*<sup>4</sup>.

*Securitization*, menurut *Dictionary of Financial Risk Management* adalah<sup>5</sup>:

*The process of converting assets which would normally serve as collateral for a bank loan into securities which are more liquid and can be traded at a lower cost than the underlying assets. The largest category of securitized assets is real estate mortgage loans which serve as collateral for mortgage-backed securities.*

Selanjutnya *Securitization*, menurut *Black's Law Dictionary* adalah<sup>6</sup>:

*To convert (assets) into negotiable securities for resale in financial market, allowing the issuing financial institution to remove assets from its books, to improve its capital ratio and liquidity while making new loans with the security proceeds.*

Dalam *Asset Securitisation: A Financial Service to be Nurtured*, *Securitisation* diartikan sebagai<sup>7</sup>:

*Repackaging of receivables into tradable forms. Securitisation refers to the packaging of designated pools of loans and receivables with an appropriate level of Credit Enhancement and the redistribution of these packages to the Investors in the forms of securities or loans, which are collateralised on the underlying pool and its associated streams.*

Sedangkan dalam *Global Securitisation and CDOs*, *Securitisation* diartikan sebagai<sup>8</sup>:

*The process of converting cash flows arising from certain assets into a smoothed payment so that Asset Backed Finance (often in the form of Asset Backed Securities) is raised with limited resource in nature to the*

<sup>4</sup> Gary L. Gastineau, *Swiss Bank Corporation - Dictionary of Financial Risk Management* (Kuala Lumpur: Golden Books Center SDN BHD), 1992, hlm. 223.

<sup>5</sup> *Ibid*, hlm. 208.

<sup>6</sup> *Black's Law Dictionary* 7<sup>th</sup> ed, hlm. 1358.

<sup>7</sup> RL Hyderabad, "Asset Securitisation: A Financial Service to be Nurtured", dalam P Mohana Rao dan RL Hyderabad, *Financial Services: Text, Cases and Strategy*, (New Delhi: Deep & Deep Publications Pvt Ltd, 2002), hlm. 171.

<sup>8</sup> John Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, (Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2004) hlm. 611.

*credit of relevant assets (typically debts or Receivables due from a large number of third parties) rather than against the credit of the borrower or Originator as a whole.*

Jadi *securitization* adalah :

*A term used to describe the process of raising funds through the sale of securities. It usually creates a new financial instrument representing an undivided interest in a segregated pool of assets such as Commercial mortgages. The Ownership of the assets is usually transferred to a legal Trust or special purpose, bankruptcy-remote corporation to protect the interest of the security holders.*

Dari pengertian dan definisi di atas dapat diketahui bahwa yang dimaksud dengan sekuritisasi adalah:

- a. Suatu proses me-likuid-kan aset-aset yang tidak likuid menjadi likuid;
- b. Proses tersebut dilakukan dengan cara melepaskan kepemilikan atas aset-aset yang tidak likuid tersebut;
- c. Pelepasan aset tersebut dilakukan melalui jual beli atau suatu bentuk pengalihan hak milik dari aset tersebut (*legal assignment*);
- d. Proses tersebut melibatkan suatu institusi yang independen, yang terlepas dari perusahaan yang bermaksud untuk me-likuid-kan asetnya tersebut, yang akan menerbitkan Efek Beragun Aset tersebut (*Trusts*, SPV, atau *Conduit*);
- e. Aset-aset yang tidak likuid tersebut kemudian dijadikan sebagai jaminan atau agunan (*collateral*) dalam rangka penerbitan surat berharga (Pasar Uang atau Pasar Modal);
- f. Untuk melindungi kepentingan *Investor*, aset-aset yang menjadi jaminan bagi penerbitan surat berharga (Pasar Uang dan Pasar Modal) diletakkan dalam keadaan yang terpisah dari pengelola aset tersebut (termasuk pemilik aset semula).

## 2. Manfaat Sekuritisasi

Secara sederhana dapat dikatakan bahwa sekuritisasi memberikan manfaat tidak hanya kepada Originator, melainkan juga kepada Investor publik. Manfaat tersebut antara lain meliputi hal-hal sebagai berikut:

- a. Transaksi sekuritisasi merupakan transaksi "*on-balance sheet*". Ini berarti seluruh piutang-piutang, khususnya piutang-piutang jangka menengah dan atau jangka panjang, yang dijual kepada *Issuer* dikeluarkan dari neraca *Originator*. Transaksi ini secara jelas dan tegas menunjukkan bahwa *Originator* tidak lagi menanggung beban atau biaya dalam hal piutang-

piutang yang dijual tersebut tidak dapat ditagih pada saat jatuh tempo. Risiko komersial bagi *Originator* menjadi berkurang. Hal ini berbeda dari transaksi "*off-balance sheet*", misalnya dalam *loan sub-participation* di mana Bank yang menjual piutang tersebut, masih tercatat, secara hukum, sebagai pemilik dari piutang yang telah ia serahkan atau alihkan kepada Bank yang membeli piutang tersebut. Dalam konteks yang terakhir tersebut, Bank penjual masih bertanggung jawab atas kolektibilitas dari piutang yang terjual, meskipun secara manfaat (*beneficially*) sudah tidak lagi menikmati keuntungan (bunga) dari piutang yang dijual tersebut.

- b. Berbeda dari transaksi-transaksi konvensional, melalui sekuritisasi, perusahaan pemilik piutang dapat meningkatkan likuiditasnya tanpa melahirkan beban atau kewajiban baru bagi perusahaan tersebut. Harta kekayaan yang ada pada perusahaan tersebut dikaryakan dengan cara dijual kepada lembaga yang akan menerbitkannya kepada masyarakat luas. Jika dibandingkan dengan penerbitan obligasi (*Bond*) atau perolehan pinjaman dari lembaga pembiayaan (baik Bank maupun lembaga pembiayaan non-Bank), kedua hal yang disebut terakhir ini menerbitkan kewajiban untuk mengembalikan jumlah pinjaman yang diperoleh sekaligus dengan bunganya pada setiap waktu yang telah ditentukan. Demikian juga halnya pinjaman pemegang saham dalam bentuk penawaran umum (*Initial Public Offering* atau *Rights Issue*) pada akhirnya hanya akan mewajibkan perusahaan melakukan keterbukaan, yang seringkali tidak disukai. Kedua hal tersebut adalah bentuk pertanggungjawaban yang harus disampaikan oleh perusahaan kepada, baik publik (dalam penawaran obligasi dan saham) maupun pihak swasta tertentu (dalam hal pinjaman) yang acapkali membatasi kegiatan atau kebebasan manajemen perusahaan (dan atau pemegang saham pendiri) dalam melakukan pengelolaan atau manajemen dari perusahaan tersebut.
- c. Instrumen yang dihasilkan dari proses Sekuritisasi ini adalah instrumen yang dapat dengan mudah diperjualbelikan. ABS atau EBA ini adalah instrumen Pasar Uang atau Pasar Modal, yang dapat dibeli dan dijual dengan mudah melalui mekanisme jual beli Pasar Uang dan Pasar Modal. Khusus ABS atau EBA yang ditawarkan melalui Pasar Modal, ABS atau EBA ini dapat menjadi alternatif investasi bagi masyarakat. Demikian juga halnya bagi *Investor* besar, seperti dana pensiun, asuransi dan lain-lain ABS dan EBA ini, yang cenderung memberikan hasil atau *return* lebih besar dari instrumen Pasar Uang atau Pasar Modal yang konvensional, dapat menjadi sumber pendapatan lain, yang pada akhirnya akan meningkatkan kinerja secara keseluruhan.

### 3. Resiko dalam Sekuritisasi Aset

Seperti telah disinggung di muka, ABS atau EBA yang dihasilkan dari proses sekuritisasi cenderung memberikan hasil atau *return* lebih besar dari instrumen Pasar Uang atau Pasar Modal yang konvensional. Hal ini tentunya juga tidak lepas dari resiko yang harus dipikul sehubungan dengan segala sesuatu yang terkait dengan proses sekuritisasi dan atau penerbitan ABS atau EBA tersebut sebagai hasil dari proses sekuritisasi tersebut. Secara garis besar, resiko-resiko yang dapat dipikul oleh pemegang ABS atau EBA adalah:

- a. Resiko Aset (Piutang dan Pembayaranannya). Resiko aset ini merupakan resiko yang paling mendasar dari seluruh proses penerbitan ABS atau EBA melalui sekuritisasi. Resiko aset ini menunjukkan kualitas dari piutang yang dijual kepada *Issuer* dan selanjutnya dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS atau EBA. Kualitas piutang tersebut, dalam dunia perbankan juga menunjukkan kualitas dari *Originator* dalam memberikan pinjaman. Makin rendah kualitas piutang, pada umumnya makin tinggi NPL (*non-performing loan*) dari Bank tersebut. Jika kualitas piutang yang dijual rendah, maka hasil yang diperoleh oleh *Originator* dari penjualan piutang tersebut juga rendah. Untuk menilai kelayakan piutang yang dijual tersebut, dalam kaitannya dengan kualitas piutang, proses sekuritisasi selalu melibatkan *Credit Rating Agency* (CRA). *Credit Rating Agency* inilah yang akan menilai kelayakan atau harga piutang yang pantas yang dikaitkan dengan kualitas piutang tersebut. Di samping *Credit Rating Agency*, dalam penerbitan ABS atau EBA seringkali juga dilibatkan pranata *Credit Enhancement*. Jika *Credit Rating Agency* melakukan fungsinya dalam menilai kualitas aset yang dijadikan dasar penerbitan ABS atau EBA, pranata *Credit Enhancement* memastikan bahwa *Investor* yang membeli atau ikut serta melalui penyertaan dalam ABS atau EBA akan memperoleh pembayaran sesuai dengan yang telah dijanjikan oleh *Issuer*.
- b. Resiko *Servicer*. Pada umumnya *Servicer* adalah juga *Originator* dari piutang yang dialihkan tersebut. *Originator* berfungsi sebagai *Servicer*, karena ditunjuk oleh *Issuer*, dengan alasan pokok bahwa *Originator*lah yang paling mengerti mengenai piutang yang dijual tersebut, yang memiliki seluruh informasi yang terkait dengan piutang yang dialihkan kepemilikannya kepada *Issuer*. Dalam konteks yang demikian, maka sesungguhnya *Issuer* dan karenanya *Investor* pemilik ABS atau EBA sangat bergantung pada *Originator* yang juga bertindak sebagai *Servicer* tersebut. *Servicer* adalah satu-satunya pihak yang merupakan penghubung antara debitor dalam piutang asal, termasuk jaminan yang mungkin melekat pada piutang tersebut dengan segala cacat cela dan risikonya. Dalam konteks perlu diperhatikan

bahwa meskipun dalam penjualan piutang, piutang yang dijual telah dinilai oleh *Credit Rating Agency*, namun perlu diperhatikan bahwa *Credit Rating Agency* tidaklah melakukan penilaian langsung terhadap setiap piutang yang dialihkan, melainkan dilakukan dengan mempergunakan teknik dan metoda tertentu, yang diyakini dapat memberikan hasil yang dapat dipercaya dan dipertanggungjawabkan. *Servicer* yang merupakan *Originator* yang nakal, dapat saja melakukan tindakan memilah-milah piutang, sehingga yang dijual kepada *Issuer* adalah piutang-piutang dengan kualitas yang lebih rendah. Piutang-piutang dengan kualitas yang lebih bagus masih tetap dipertahankan oleh *Servicer* atau *Originator*<sup>10</sup>.

- c. Resiko Penjamin. Resiko penjamin ini ada pada penerbitan ABS atau EBA yang bersifat utang, atau ABS/ EBA yang diterbitkan dalam bentuk surat utang (obligasi di Pasar Modal). Sebagaimana halnya suatu obligasi pada umumnya, yang pemenuhannya dapat dijamin oleh seorang pihak ketiga, maka penerbitan ABS atau EBA yang bersifat utangpun dapat dijamin oleh seorang pihak ketiga. Penjaminan ini dapat diberikan oleh siapa saja kecuali oleh *Originator* dan *Issuer*. Penjaminan ini juga dapat diberikan dalam berbagai macam bentuk, baik dalam bentuk penjaminan dalam pengertian Pasal 1820 berupa penanggungan utang, maupun dalam bentuk penjaminan dalam suatu perikatan tanggung menanggung sebagaimana halnya suatu *letter of credit* maupun *performance Bond*.
- d. Resiko Selisih Kurs Mata Uang. Resiko selisih kurs mata uang terjadi dalam *off-shore securitization*, atau *international securitization*, yaitu sekuritisasi lintas negara yang melibatkan lebih dari satu jenis mata uang. Dalam hal ini dapat terjadi mata uang dari dana yang dikumpulkan melalui proses sekuritisasi dari *Investor* berbeda dari mata uang piutang yang menjadi dasar penerbitan ABS atau EBA tersebut; atau dengan kata lain mata uang dari pembayaran yang dilakukan oleh debitur pokok dalam piutang asal yang dijual kepada *Issuer* berbeda dari mata uang dari nilai investasi dan keuntungan yang harus dibayarkan oleh *Issuer* kepada *Investor*. Resiko selisih kurs mata uang ini pada umumnya ditutup dengan *SWAP transaction*, yaitu suatu transaksi, yang dengan pembayaran premium tertentu oleh *Issuer*, *Issuer* diberikan hak opsi untuk melakukan penukaran nilai mata uang antara dua mata uang yang berbeda berdasarkan pada

<sup>10</sup> Dalam Thomas W Albrecht dan Sarah J Smith, "Corporate Loan *Securitization*: Selected Legal and Regulatory Issues". 8 *Duke Journal of Comparative and International Law*, hlm. 426, hal ini disebut dengan nama *Cherry Picking and Lemmon Selling*.

- suatu nilai yang sama yang telah disepakati sebelumnya, dengan tidak perlu memperhatikan berapa nilai tukar sebenarnya dari kedua mata uang tersebut.
- e. Resiko Kedaulatan Negara. Resiko ini juga dihadapi dalam suatu sekuritisasi lintas negara.
  - f. Resiko Bunga. Resiko bunga dalam sekuritisasi ini dapat terjadi oleh karena pada bunga atau keuntungan yang ditawarkan oleh *Issuer* dalam penerbitan ABS atau EBA tersebut pada dasarnya berbeda dari bunga yang dibayarkan oleh debitur pokok dalam piutang asal yang dibeli oleh *Issuer*.
  - g. Resiko Hukum. Resiko hukum berkaitan dengan segala aspek hukum yang terkait dan dipergunakan untuk melaksanakan sekuritisasi aset, misalnya hal yang terkait dengan pengalihan hak milik atas piutang, dan kepailitan (*bankruptcy remoteness*). Aspek hukum ini menjadi bertambah rumit manakala sekuritisasi melibatkan institusi dari berbagai negara, yang masing-masing memiliki sistem hukum yang berbeda antara satu negara dengan negara yang lainnya.

#### 4. Jenis-Jenis Sekuritisasi

Menurut Ian Giddy<sup>11</sup>, sekuritisasi menghasilkan berbagai macam sekuritas atau efek, yang secara umum dapat digolongkan ke dalam:

- a. *Asset-backed securities* (ABS), yaitu ABS dengan bentuk jaminan piutang-piutang lain di luar *Mortgage*, misalnya Auto Loan, Student Loan, Car Loan, Credit Card, Lease Payment Lease Rental, Small Business Loan dan lain-lain. Menurut Deacon<sup>12</sup>, yang dinamakan dengan ABS adalah *A Security issued under a Securitization or Repackaging structure where payment is secured against a pool of assets*.
- b. *Mortgage-backed securities* (MBS), yaitu ABS yang dijamin dengan piutang-piutang dengan jaminan *Mortgage* atas bidang tanah tertentu (Hipotek/ Hak Tanggungan)<sup>13</sup>.
- c. *Collateral Debt Obligation* (CDO). Yang dinamakan dengan dengan CDO adalah *A Bond issued against a mixed pool of Bond and loan assets*<sup>14</sup>. Selanjutnya dikatakan bahwa jika *pool* tersebut adalah:
  - 1) *Bond* dan efek utang lainnya, maka disebut dengan CBO (*Collateralised Bond Obligation*)<sup>15</sup>;
  - 2) Pinjaman bank, maka disebut CLO (*Collateralised Loan Obligation*)<sup>16</sup>.

<sup>11</sup> Ian Giddy

<sup>12</sup> Deacon, loc cit, hlm. 431.

<sup>13</sup> Ibid., hlm. 564.

<sup>14</sup> Ibid., hlm. 456.

<sup>15</sup> Ibid.

<sup>16</sup> Ibid.



- d. *Collateral Mortgage Obligation (CMO)*. CMO adalah<sup>17</sup> *A Mortgage Backed Securities (MBS) under which the issued debt is Tranching into different class of securities to smooth the Amortization profile of each class arising from Principal payments and Prepayments into a more predictable format.*

#### 5. Pihak-Pihak dalam Sekuritisasi Aset

Pihak-pihak yang terkait dan terlibat dalam proses Sekuritisasi adalah sebagai berikut<sup>18</sup>:

- a. *Originator*;
- b. *Servicer*;
- c. *Issuer*;
- d. *Trustee*;
- e. *Underwriter*;
- f. *Custodian*;
- g. *Credit Enhancer*;
- h. *Credit Rating Agency*;
- i. *Investor*.

##### a. Originator

Deacon merumuskan *Originator* sebagai<sup>19</sup> *the entity that originates or generates the Receivables that backed the finance raised*. Dengan demikian, secara umum dapat dikatakan bahwa yang dinamakan dengan *Originator* adalah pihak pemilik aset (pada umumnya piutang-piutang yang berjangka waktu menengah dan panjang, yaitu yang berjangka waktu lebih dari 1 tahun) yang dijadikan jaminan untuk menerbitkan ABS/EBA tersebut. Tidak ada batasan mengenai perusahaan yang dapat menjadi *Originator*. Dengan demikian berarti pada prinsipnya setiap perusahaan dapat menjadi *Originator*, misalnya Bank, Asuransi, *Leasing Company (Financial Lease* maupun *Operating Lease)*, dan pada umumnya, semua perusahaan yang memiliki piutang-piutang yang lebih dari 1 tahun.

Dalam *Securitization of Financial Asset*, Timothy C Leixner mengemukakan lebih jauh, di mana dikatakan bahwa *Originator* adalah<sup>20</sup> *the entity that either generates Receivables in the ordinary course of its business, or purchases and assembles portfolios of Receivables (in that*

<sup>17</sup> Ibid.

<sup>18</sup> Hyderabad., loc cit., hlm. 173. Lihat juga Timothy C Leixner, "Securitization of Financial Assets". www

<sup>19</sup> Deacon, op cit., hal 575.

<sup>20</sup> Timothy C Leixner, loc cit.,

*sense, not a true "Originator"*). Dalam konteks ini, yang dinamakan dengan *Originator* adalah setiap pihak yang memiliki piutang-piutang jangka menengah dan jangka panjang, yang selanjutnya menjualnya kepada *Issuer*, dengan tidak perlu memperhatikan apakah piutang-piutang tersebut adalah piutang yang bersumber dari kegiatan usaha *Originator* atau bukan.

### b. Servicer

*Servicer* adalah pihak yang memperoleh Kuasa dari *Issuer* untuk melakukan collection atas piutang yang menjadi jaminan penerbitan ABS/EBA tersebut<sup>21</sup>. Sebagai pemegang kuasa, *Servicer* menjalankan fungsinya dengan mendapatkan upah atau bayaran. Pada umumnya *Servicer* ini adalah *Originator*<sup>22</sup>.

### c. Issuer

*Issuer* adalah pihak yang melakukan penerbitan ABS atau EBA. Dalam *Asset Securitization: A Financial Service to be Nurtured*, *Issuer* ini dapat mengambil bentuk<sup>23</sup>:

- 1) *Trusts*;
- 2) *Special Purpose Vehicle (SPV)*;
- 3) *Conduit*.

Sehubungan dengan lembaga *Issuer* ini, Timothy C Leixner mengemukakan bahwa *Issuer* ini adalah<sup>24</sup> *the special purpose entity, usually an Owner Trust (but can be another form of Trust or a corporation, partnership or fund), created pursuant to a Trust Agreement between the Originator (or in a two step structure, the Intermediate SPE) and the Trustee, that issues the Securities and avoids taxation at the entity level*. Dalam konteks ini, Leixner tidak memberikan pembedaan secara khusus, sebagaimana halnya Hyderabad. Leixner hanya mensyaratkan bahwa *Issuer* ini haruslah suatu lembaga khusus yang dibentuk atau didirikan untuk melaksanakan proses sekuritisasi. *Issuer* ini haruslah suatu lembaga yang "*bankruptcy free*", yang tidak dapat dipailitkan<sup>25</sup>. Jika diperhatikan pengertian *Issuer* yang diberikan oleh Leixner, dapat diketahui juga bahwa *Issuer* dapat mengambil bentuk *Trusts* (yang dinamakan dengan *Owner Trusts*) atau bentuk-bentuk

<sup>21</sup> Lihat Ibid. Lihat juga Deacon, op cit., hlm. 613.

<sup>22</sup> Leixner, Ibid. Deacon., Ibid.

<sup>23</sup> Hyderabad, loc cit., hlm. 172.

<sup>24</sup> Leixner., loc cit.,

<sup>25</sup> Hyderabad., loc cit., hlm. 173.

usaha lainnya, baik suatu perseroan terbatas yang berbadan hukum atau bentuk-bentuk usaha lainnya.

Sehubungan dengan *Owner Trust* ini, perlu diperhatikan bahwa dalam tulisan selanjutnya, Leixner membedakan *Owner Trust* dari *Indenture Trust*. Jika *Owner Trust* adalah pemilik piutang yang tidak terbagi (*undivided Ownership*), yang merupakan aset milik bersama dari pemegang unit penyertaan yang diterbitkan oleh *Owner Trust* ini; *Indenture Trust* adalah pihak yang mewakili kepentingan pemegang obligasi yang diterbitkan dengan jaminan piutang-piutang yang disekuritisasikan tersebut. Dalam konteks ini dapat dilihat bahwa ABS atau EBA yang diterbitkan dalam bentuk penyertaan melibatkan *Owner Trust*, sedangkan ABS atau EBA yang diterbitkan dalam bentuk utang melibatkan *Indenture Trust*<sup>26</sup>.

#### d. Trustee

*Trustee*, sebagaimana disebutkan di atas, dapat berasal atau terwujud dalam bentuk:

1. *Ownership Trusts*, yang merupakan pihak yang menjadi Pemilik Terdaftar dalam hukum (*legal Owner*) dari piutang-piutang yang menjadi *underlying asset* dalam penerbitan ABS atau EBA. ABS atau EBA tersebut merupakan bentuk bukti pemilikan bersama yang tidak terbagi (*undivided Ownership*) atas piutang-piutang yang dicatatkan atas nama *Ownership Trust* tersebut.
2. *Indenture Trusts*, yang mewakili kepentingan pemegang ABS atau EBA yang diterbitkan dalam bentuk surat utang, atas jaminan berupa-piutang yang dibeli oleh *Issuer*.

Dalam *Global Securitisation and CDOs*, Deacon, mengatakan bahwa *Trustee* adalah<sup>27</sup> *a fiduciary who holds property settled on the terms of a "Trust", for the beneficiaries of the Trust*. Selanjutnya dikatakan bahwa<sup>28</sup> *in a Bond, FRN or other Securities issue, a Trustee will act as representative of the holders of the securities for the purpose of enforcement of security, agreeing amendements to documentation and monitoring the Issuer*.

<sup>26</sup> Leixner., loc cit

<sup>27</sup> Deacon., op cit., hlm. 642.

<sup>28</sup> Ibid.

Dengan demikian jelaslah bahwa *Trustee* adalah:

- a. dalam konteks penerbitan ABS atau EBA, yang bersifat penyertaan, adalah pihak yang diberikan kepercayaan untuk menjadi “pemilik” dari aset yang dijadikan sebagai jaminan penerbitan ABS/ EBA tersebut;
- b. dalam konteks penerbitan ABS atau EBA bersifat utang, adalah wakil *Investor* pemegang surat utang.

#### e. Underwriter

*Underwriter* atau Penjamin Emisi Efek adalah perusahaan yang bergerak sebagai penjamin emisi bagi *Issuer* dalam rangka penerbitan ABS atau EBA tersebut.

#### f. Custodian

*Custodian* adalah suatu lembaga penitipan (kolektif) yang menyimpan aset yang dijadikan jaminan berdasarkan pada pernyataan pemisahan piutang-piutang yang akan dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS atau EBA. Dalam hal ini Bank pemilik piutang yang akan menerbitkan ABS/ EBA melalui pembentukan *Trusts*, berdasarkan pada penyertaan pembentukan *Trusts* tersebut selanjutnya menyerahkan pendaftaran kepemilikan piutang-piutang (yang dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS/ EBA) tersebut kepada *Custodian*. Pendaftaran piutang-piutang atas nama *Custodian* tersebut diperlukan untuk memenuhi ketentuan bahwa piutang-piutang yang dijadikan sebagai jaminan penerbitan ABS/ EBA haruslah dikeluarkan dari kepemilikan (*on balance sheet*) *Originator* (yaitu Bank tersebut). Dengan demikian berarti, jika *Originator* (Bank) tersebut dipailitkan, maka piutang-piutang yang dijadikan jaminan penerbitan ABS/EBA, yang sudah dikeluarkan dari kepemilikan *Originator* (Bank), tidak lagi menjadi harta pailit bagi pemenuhan kewajiban atau utang *Originator* (Bank).

#### g. Credit Enhancement

Seperti telah dikatakan di atas, *Credit Enhancement* adalah suatu pranata yang diperlukan untuk meningkatkan “peringkat piutang” dari ABS atau EBA yang diterbitkan tersebut. *Credit Enhancement* adalah *a mechanism that provides support for a debt obligation and serves to increase the likelihood that the debt obligation will be repaid*<sup>29</sup>. Dengan Credit Enhancer, diharapkan *marketability* dan *liquidity* dari ABS atau EBA tersebut dapat meningkat, seiring dengan meningkatnya kepercayaan *Investor* atas ABS atau EBA

<sup>29</sup> Ibid., hlm. 470.

tersebut. Bentuk dan jenis *Credit Enhancement*, dapat berbeda-beda, bergantung pada jenis ABS atau EBA yang diterbitkan.

*Credit Enhancement*, berdasarkan pada sumbernya, dapat dibedakan ke dalam 2 jenis *Credit Enhancement*, yaitu:

- a. *Credit Enhancement* yang bersumber dari piutangnya sendiri (*Internal credit enhancement*);
- b. *Credit Enhancement* yang berasal dari atau berbentuk jaminan pihak ketiga (*External credit enhancement*).

*Internal credit enhancement* dapat mengambil bentuk:

- a. *Over-collateralization*;
- b. *Senior/ subordinated structure*;
- c. *Cash collateral account*;
- d. *Reserved fund*.

Melalui *over-collateralization* – *Issuer* memperoleh kelebihan atau tambahan jaminan dari *Originator* hingga sejumlah 5% sampai 10% dari total nilai piutang yang disekuritisasikan tersebut. Selanjutnya piutang-piutang tersebut (dengan tambahan jaminannya) atas perhitungan yang diberikan oleh *Credit Rating Agencies* dan *Underwriters* (bergantung pada kualitas piutangnya) kemudian dijadikan sebagai jaminan oleh *Issuer*, manakala ada bagian dari piutang-piutang tersebut yang ternyata tidak menghasilkan atau tidak dibayar oleh debitor piutang-piutang tersebut. Jika ternyata hingga akhir masa pembayaran ABS atau EBA masih terdapat sisa piutang yang dijadikan jaminan (*over-collateralization*), maka sisa piutang tersebut, dalam bentuk *residual interest*, akan dibayarkan kembali kepada *Originator* dalam penerbitan EBA/ABS bersifat ekuitas atau dibeli kembali oleh *Originator* (dalam hal penerbitan EBA/ABS bersifat utang<sup>30</sup>). Jika tidak dibeli kembali oleh *Originator*, maka kelebihan tersebut akan menjadi keuntungan bagi SPV yang menerbitkan EBA/ABS bersifat utang tersebut.

*Credit Enhancement* dalam *Senior/ subordinated structure*, dilakukan oleh *Issuer* dengan cara merekonstruksi dan memilah-milah piutang-piutang yang dibeli oleh *Issuer* dari *Originator* menjadi beberapa jenis atau kelompok piutang. Kelompok piutang pertama adalah kelompok piutang yang memiliki peringkat atau kualitas yang paling baik. Kelompok piutang ini adalah kelompok piutang yang pemenuhannya oleh debitor piutang dapat dikatakan pasti. Di samping kelompok piutang pertama, yang sering juga disebut dengan “*senior debt*”, masih terdapat kelompok-kelompok piutang lainnya, yang memiliki

<sup>30</sup> Leixner., loc cit.,

peringkat atau kualitas yang lebih rendah. Piutang-piutang yang dimasukkan ke dalam kelompok dengan kualitas piutang yang lebih rendah (*lower-rated*) memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi, sekaligus bunga "pengembalian investasi" yang lebih besar. Dalam hal terdapat atau terjadi cedera janji dalam salah satu atau lebih piutang asal, yang menjadi jaminan bagi pemenuhan pembayaran *Investor*, *Investor* yang membeli kelompok piutang yang pertama (*senior debt*) akan memperoleh pembayaran yang lebih dahulu dan utuh. Baru setelah pemilik kelompok piutang pertama ini memperoleh pembayarannya secara menyeluruh, kelompok piutang berikutnya (*sub-ordinated debt*) memperoleh pembayarannya<sup>31</sup>.

Sehubungan dengan *Senior/subordinated structure* ini, dikenal istilah *Early amortization*, yang dalam konteks Sekuritisasi, *Early Amortization Event* adalah:

*a trigger which will lead to an early termination of the revolving period. This is generally an event such as deterioration in the Equity of receivables held by the SPV, a drop in the level of spread earned from the receivables, a failure to generate sufficient new receivables, or the occurrence of an insolvency related event with regard to the Originator*<sup>32</sup>.

Ini berarti, dalam hal terjadi sesuatu peristiwa yang dapat menyebabkan gagalnya pembayaran secara utuh dari seluruh piutang yang dijadikan sebagai jaminan pembayaran, maka seluruh pembayaran yang diperoleh akan diberikan terlebih dahulu kepada pemegang atau pemilik kelompok piutang yang pertama, dan seterusnya.

Bentuk lain dari *Internal credit enhancement* adalah *Cash collateral account*. Dengan *cash collateral account* ini, yang dimaksudkan adalah bahwa: *the Originator deposits funds in account with Trustee to be used if proceeds from Receivables are not sufficient*<sup>33</sup>. Dalam konteks ini berarti, *Originator* dari hasil penjualan piutang kepada *Issuer*, menempatkan sejumlah dana dalam bentuk deposit, yang akan berfungsi sebagai jaminan. Jaminan dalam bentuk deposit ini akan dipergunakan oleh *Issuer* jika terdapat kegagalan dalam pembayaran piutang oleh debitor piutang yang dijual oleh *Originator* kepada *Issuer*. Dalam konteks ini perlu diperhatikan bahwa nilai *cash collateral* ini harus telah ditentukan sejak awal, dan tidak merupakan jaminan dalam bentuk penanggungan oleh *Originator*. Contoh lain *Internal credit enhancement* adalah *Reserve fund*. *Reserve fund* atau *Spread account* ini dalam Sekuritisasi, adalah *an account used to hold back a part of the Excess spread collected*

<sup>31</sup> Ibid.,

<sup>32</sup> Deacon., op cit., hlm. 490.

<sup>33</sup> Leixner., loc. cit.,

on the Receivables (rather than releasing it to the Originator), as a form of First lost Credit Enhancement for the transaction<sup>34</sup>. Dalam hal yang ini, berbeda dari *cash collateral account*, yang disediakan oleh *Originator* sejak awal proses sekuritisasi; dalam *reserve fund*, dana yang sebenarnya tersedia (bagi *Originator*), yang merupakan selisih antara bunga piutang (yang dijual *Originator* kepada *Issuer*) dengan bunga yang dibayar kepada *Investor* berikut biaya-biaya yang terkait dengan instrumen ABS atau EBA yang diterbitkan, disimpan dalam suatu rekening tersendiri (yang disebut juga dengan *Spread Account*), untuk dipergunakan manakala ada satu atau lebih debitor piutang yang dijual oleh *Originator* kepada *Issuer* gagal untuk memenuhi kewajibannya.

*External credit enhancement*, atau *Credit Enhancement* yang diberikan oleh pihak ketiga dapat mengambil bentuk-bentuk seperti:

- a. *Security Bond*;
- b. *Liquidity provider*;
- c. *Letter of Credit*.

*Security Bond* adalah suatu bentuk jaminan yang diterbitkan oleh perusahaan asuransi, guna menjamin pembayaran yang tidak dapat dipenuhi oleh piutang-piutang yang dibeli dari *Originator*. Jaminan ini memerlukan biaya tambahan dalam bentuk premi asuransi, yang harus dibayar secara berkala selama piutang yang dijadikan sebagai jaminan penerbitan ABS atau EBA tersebut masih ada<sup>35</sup>.

Bentuk *External credit enhancement* lainnya adalah *Liquidity Provider*, yang terwujud dalam bentuk jaminan dari pihak ketiga (di luar *Originator*) untuk melakukan pembayaran atas setiap atau seluruh bagian piutang yang tidak menghasilkan. Dalam konteks inipun biasanya ada sejumlah uang atau biaya yang dikeluarkan bagi pihak ketiga yang menjamin pembayaran oleh debitor piutang yang dijual oleh *Originator* tersebut<sup>36</sup>.

Dalam konteks penjaminan oleh *Liquidity provider* ini, perlu diperhatikan bahwa *Originator* tidaklah diperkenankan untuk bertindak selaku penjaminan dari piutang-piutang yang telah dijual oleh *Originator* kepada *Issuer* ini. Dalam konteks Sekuritisasi, penjualan piutang yang dilakukan oleh *Originator* kepada *Issuer* adalah jual beli putus, dengan pengertian bahwa *Originator* tidak lagi menanggung akibat apapun yang terbit dari atau sehubungan dengan piutang-piutang yang dijual oleh *Originator* kepada *Issuer*. Dengan demikian berarti tidak pada tempatnya jika *Originator* masih lagi dibebankan pada kewajiban untuk menanggung kewajiban debitor piutang yang telah dijualnya tersebut<sup>37</sup>.

<sup>34</sup> Deacon., op cit., hlm. 601.

<sup>35</sup> Leixner., loc cit.,

<sup>36</sup> Bandingkan dengan Leixner, Ibid.

<sup>37</sup> Untuk hal ini baca Albrecht dan Smith., loc cit., hlm. 423-424.

- b. P2 = A2 sampai Baa2, kemampuan yang besar untuk memenuhi kewajibannya;
- c. P3 = Baa2 sampai Baa3, kemampuan yang cukup untuk memenuhi kewajibannya;
- d. Not Prime, setara dengan peringkat investasi-investasi yang rendah kualitasnya.

Selain S&P dan Moody's, Fitch juga memiliki standar penilaian piutang yang berbeda, sebagai berikut<sup>42</sup>:

1. Piutang-piutang jangka panjang atau long-term debt, dinilai dengan peringkat sebagai berikut:
  - a. AAA, memiliki kemampuan yang luar biasa bagus untuk memenuhi kewajibannya;
  - b. AA, memiliki kemampuan yang sangat bagus untuk memenuhi kewajibannya;
  - c. A, memiliki kemampuan yang bagus untuk memenuhi kewajibannya, tetapi dapat rentan terhadap perubahan keadaan ekonomi yang buruk;
  - d. BBB, memiliki kemampuan yang memadai untuk memenuhi kewajibannya, tetapi rentan terhadap perubahan keadaan ekonomi yang buruk;
  - e. BB, kemungkinan terjadi perubahan dalam tingkat resiko kredit, spekulatif;
  - f. B, resiko kredit yang cukup signifikan, kemampuan untuk memenuhi kewajibannya dipengaruhi oleh keadaan ekonomi yang baik;
  - g. CCC, cedera janji dapat terjadi, kemampuan untuk memenuhi kewajibannya bergantung pada keadaan ekonomi yang baik;
  - h. CC, kemungkinan cedera janji sangat besar;
  - i. C, cedera janji sudah di depan mata;
  - j. DDD, segera atau sudah cedera janji, kemungkinan untuk pengembalian paling tinggi;
  - k. DD, segera atau sudah cedera janji, kemungkinan pengembalian 50% sampai 90%;
  - l. D, segera atau sudah cedera janji, kemampuan untuk pengembalian kurang dari 50%;

dapat ditambahkan "+" atau "-", dalam setiap peringkat mulai dari AA sampai CCC untuk menunjukkan kelebihan atau kekurangan relatif yang ada dalam suatu kumpulan piutang terhadap kumpulan piutang yang lain.

<sup>42</sup> Ibid., hal 472-473.

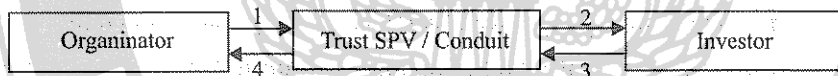


2. piutang-piutang jangka panjang atau long-term debt, dinilai dengan peringkat sebagai berikut:
  - a. F1+ = AAA sampai AA-, memiliki kemampuan yang luar biasa bagus untuk memenuhi kewajibannya;
  - b. F1 = AA- sampai A, memiliki kemampuan yang bagus untuk memenuhi kewajibannya;
  - e. F2 = A sampai BBB+, memiliki kemampuan yang memadai untuk memenuhi kewajibannya;
  - f. F3 = BBB sampai BBB-, memiliki kemampuan yang cukup/pas untuk memenuhi kewajibannya;
  - h. B, kemampuan minimum untuk memenuhi kewajibannya; rentan terhadap perubahan keadaan ekonomi yang buruk, spekulatif;
  - i. C, kemungkinan cidera janji cukup besar;
  - j. D, segera atau sudah cidera janji.

## 6. Proses Sekuritisasi Aset

### a. Bentuk Sederhana sekuritisasi aset

Secara sederhana sekuritisasi aset mengambil bentuk sebagai berikut:



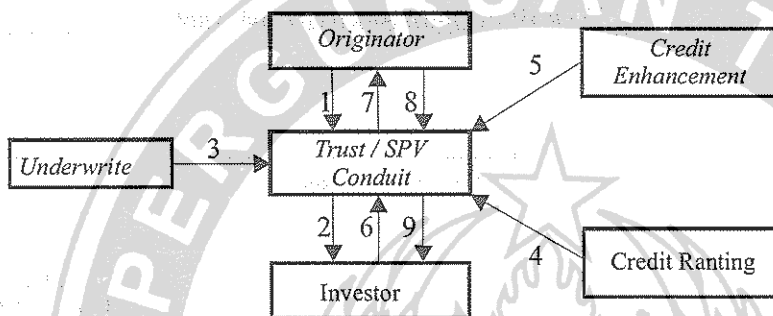
### Keterangan:

1. *Originator* menjual piutang-piutang, khususnya piutang-piutang jangka menengah atau jangka panjangnya kepada *Issuer*, yang dalam hal ini dapat berbentuk suatu *Trusts*, *Special Purpose Vehicle* (SPV) atau suatu *Conduit*.
2. *Issuer* menerbitkan Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*) kepada *Investor*.
3. *Issuer* memperoleh pembayaran dari *Investor* yang mengambil bagian dalam penerbitan Efek Beragun Aset tersebut.
4. *Issuer* membayar nilai pembelian piutang-piutang jangka panjang tersebut kepada *Originator*.

Dari keterangan sederhana yang diberikan di atas dapat dikatakan bahwa:

1. Sekuritisasi menghasilkan *Asset Backed Securities* (Efek Beragun Aset);
2. Dinamakan ABS (EBA) karena setiap pemenuhan kewajiban yang ada dalam *Securities* atau Efek tersebut diambil dari atau dijamin dengan aset (milik *Originator*);
3. Bergantung pada jenis-nya ABS atau EBA ini dapat mengambil bentuk penyertaan atau utang.

b. Proses Sekuritisasi Aset<sup>43</sup>



**Keterangan:**

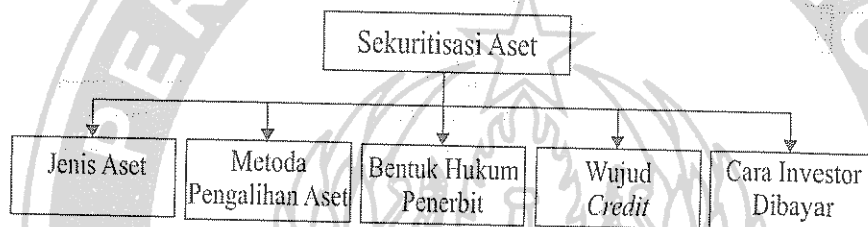
1. *Originator* menawarkan aset tidak likuid berupa piutang-piutang jangka menengah atau panjang kepada *Issuer*.
2. *Issuer* melakukan repackaging piutang-piutang tersebut untuk ditawarkan kepada *Investor*.
3. *Issuer* mengundang *Underwriter* untuk melakukan peninjauan penjualan ABS/ EBA kepada *Investor*.
4. *Credit Rating* akan menilai peringkat piutang-piutang yang akan dijual oleh *Originator* kepada *Issuer*.
5. *Credit Enhancement* dilakukan untuk menentukan harga dan jenis atau macam proses sekuritisasi yang akan ditempuh.
6. *Investor* membayar kepada *Issuer* atas pembelian atau pemesanan ABS atau EBA yang diterbitkan oleh *Issuer*.
7. *Issuer* membayar jumlah uang yang diterima dari *Investor* kepada *Originator* dengan kontra prestasi penyerahan hak milik atas piutang tersebut dari *Originator* kepada *Issuer*. Piutang-piutang tersebut akan menjadi milik bersama *Investor* dalam *Pass-through Securities* yang diterbitkan oleh

<sup>43</sup> Bandingkan dengan Hyderabad, op. cit., hlm 174.

*Trusts* maupun jaminan pemenuhan kewajiban *Issuer* dalam Pay-through Securities yang diterbitkan oleh SPV.

8. *Originator* yang juga berfungsi sebagai *Servicer*, setelah melakukan “collection” piutang yang telah jatuh tempo dan dibayarkan oleh debitor pokok menyerahkan hasil collection tersebut kepada *Issuer*.
9. *Issuer* selanjutnya menyerahkan hasil yang diperoleh dari *Servicer* kepada *Investor*, baik secara langsung pada saat ia menerima pembayaran dari *Servicer* (dalam Pass-through Securities) atau pada saat ABS atau EBA jatuh tempo (dalam Pay-through Securities).

## 7. Hal-Hal yang Terkait dengan Sekuritisasi Aset



### a. Jenis Aset

Dari diagram yang diperlihatkan di atas<sup>44</sup>, dapat diketahui bahwa jenis aset merupakan salah satu permasalahan yang sangat diperhatikan dalam proses Sekuritisasi. Adakalanya jenis aset yang dijadikan sebagai “*underlying assets*” dalam penerbitan ABS atau EBA akan menghasilkan bentuk-bentuk atau instrument ABS atau EBA yang berbeda. Secara umum, dapat dikatakan bahwa aset-aset yang dijual oleh *Originator* kepada *Issuer* untuk dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS atau EBA, harus memenuhi kriteria sebagai berikut:

- 1) Aset tersebut pada umumnya merupakan piutang-piutang yang berjangka waktu lebih dari 1 tahun. Oleh karena ABS atau EBA yang ditawarkan ini adalah instrumen Pasar Modal yang memiliki jangka waktu jatuh tempo lebih dari 1 tahun, maka agar pembayaran kepada Investor berada dalam jangka waktu yang sekurang-kurangnya 1 tahun, maka sudah seyaknyalah jika piutang-piutang tersebut yang dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS

<sup>44</sup> Bandingkan dengan Giddy dalam “The Securitization Process”, diakses dari [www.giddy.com](http://www.giddy.com).

atau EBA adalah juga piutang-piutang yang memiliki saat jatuh tempo yang sekurang-kurangnya juga 1 tahun. Persyaratan ini bukanlah suatu hal yang mutlak, mengingat bahwa pada prakteknya, kartu kredit dan surat sanggup (*promissory note*) yang jatuh tempo kurang dari 1 tahun dapat juga disekuritisasikan, meskipun mengambil pola atau bentuk yang sedikit berbeda dari pola penerbitan MBS (*Mortgage Backed Securities*) yang menjadikan piutang-piutang yang beragun *mortgage* (Hak Tanggungan) yang berjangka waktu 20 sampai 30 tahun sebagai jaminan bagi penerbitan MBS tersebut.

- 2) Piutang-piutang tersebut harus sejenis (paling tidak memiliki karakteristik yang serupa). Penerbitan ABS atau EBA senantiasa didahului dengan proses *Accumulation, Warehousing, Agregation* dan *Structuring*<sup>45</sup>. Dalam proses tersebut, piutang-piutang yang memiliki karakteristik yang serupa dikumpulkan, kemudian dimasukkan dalam suatu kelompok piutang. Kelompok piutang tersebut selanjutnya dialokasi untuk dijual kepada *Issuer* (Penerbit/Emiten), guna dipergunakan sebagai jaminan bagi penerbitan ABS atau EBA. Kecuali dalam hal sekuritisasi dilakukan oleh suatu *Conduit*, pada umumnya piutang-piutang tersebut disimpan oleh *Originator* dalam suatu portofolio piutang tersendiri hingga proses sekuritisasi selesai, yang berarti hingga seluruh piutang yang telah dikelompokkan tersebut terjual seluruhnya dan *Originator* memperoleh pembayaran penuh atas seluruh piutang yang dijual tersebut. Dalam hal penerbit ABS atau EBA tersebut adalah suatu *Conduit*, yang berarti pembeli piutang tersebut adalah *Conduit*, piutang-piutang yang telah dikelompokkan tersebut disimpan dalam suatu penitipan khusus, hingga seluruh piutang yang telah dikelompokkan tersebut terjual seluruhnya dan *Originator* memperoleh pembayaran penuh atas seluruh piutang yang dijual tersebut.
- 3) Jumlah piutang cukup besar, sehingga secara ekonomis cukup layak untuk di"pool" dan selanjutnya dijadikan jaminan penerbitan ABS/ EBA. Penerbitan ABS atau EBA, sebagaimana halnya penerbitan efek-efek, baik efek bersifat ekuitas maupun efek bersifat utang memerlukan biaya yang relatif besar. Dengan demikian berarti makin besar nilai ekonomis dari piutang yang diperjualbelikan, yang dijadikan sebagai jaminan atau agunan, maka biaya penerbitan perlembar ABS/ EBA akan menjadi makin kecil. Dengan demikian, maka semakin kecil biaya penerbitan perlembar ABS/ EBA, semakin besar pula manfaat yang dapat diperoleh dari setiap piutang yang dijual oleh *Originator* untuk disekuritisasikan oleh *Issuer* dan dibeli oleh *Investor*.

<sup>45</sup> Thomas F Wratten, "Introduction to Commercial Real Estate Secondary and Securitization Market", October 1996, hlm. 22.

- 4) Jatuh tempo piutang sudah ditetapkan. ABS/ EBA adalah efek yang diterbitkan dengan agunan atau jaminan piutang-piutang atas nama yang pada umumnya berjangka waktu panjang. Sebagai suatu instrumen efek, pada saat suatu ABS/ EBA ditawarkan kepada *Investor*, ABS/ EBA tersebut pada umumnya telah ditentukan jangka waktu "*expiration*"-nya, di samping saat jatuh tempo (*maturity*)-nya. Jika saat *maturity* menunjuk pada saat *Investor* menerima pembayaran dari *Issuer* sehubungan dengan penerbitan ABS/ EBA tersebut, maka *expiration date* menunjuk pada saat atau masa berlakunya piutang-piutang yang dijadikan sebagai dasar penjaminan guna memenuhi kewajiban *Issuer* kepada *Investor* pemegang ABS/EBA.
- 5) Saat jatuh tempo piutang diatur sedemikian rupa sehingga sesuai dengan jadwal (pembayaran ke *Investor*) yang telah ditentukan. Dalam penawaran ABS/ EBA yang dalam bentuk *Pass-through Certificates* hal ini merupakan salah satu unsur yang penting. Dalam *Pass-through Certificates* pembayaran piutang yang jatuh tempo oleh debitor pokok dari piutang tersebut (jika piutang tersebut adalah piutang Kredit Pemilikan Rumah maka debitor pokoknya adalah para pemilik tanah dan rumah yang membeli tanah dan rumah tersebut dengan pinjaman atau kredit (KPR) tersebut dan selanjutnya menjadikan tanah dan rumah tersebut sebagai jaminan pada Bank (yang dalam hal ini merupakan *Originator*)) akan diterima oleh *Originator* (yang dalam hal penerimaan pembayaran ini akan berfungsi sebagai *Servicing Agent*), yang selanjutnya akan menyerahkannya kepada Agen Pembayar (*Paying Agent*) yang ditunjuk, untuk selanjutnya didistribusikan kepada para pemegang ABS/EBA dalam bentuk Unit Penyertaan tersebut, tentunya setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang harus dibayar kepada *Servicer* atau *Paying Agent* tersebut serta pihak-pihak lainnya.

Sedangkan dalam suatu *Pay-through Certificates*, setiap pembayaran yang diterima oleh *Issuer* melalui *Originator* (sebagai *Servicer*) akan ditampung terlebih dahulu dalam suatu rekening yang terpisah yang berada di bawah pengawasan Wali Amanat (*Indenture Trustee*). Pembayaran kepada *Investor* pemegang ABS atau EBA dalam bentuk *Pay-through Certificates* ini baru akan dilakukan pada saat jatuh temponya ABS/ EBA tersebut, sebagaimana ditentukan pada saat ABS/ EBA tersebut diterbitkan. ABS/EBA yang demikian adalah ABS atau EBA yang bersifat utang, dan karenanya seringkali disebut juga dengan nama *Asset Backed Bond*. Jika *Asset Backed Bond* tersebut adalah piutang yang dijamin dengan *Mortgage* (Hak Tanggungan), maka dinamakan *Collateralized Mortgage Obligation* (CMO). Jika *Asset Backed Bond* tersebut hanya dijamin oleh piutang-piutang perbankan biasa, maka *Asset Backed Bond*

tersebut juga seringkali dinamakan *Collateralized Debt Obligation* (CDO).

Satu hal yang juga perlu diperhatikan di sini adalah, bahwa jatuh tempo keseluruhan dari ABS atau EBA ini haruslah sama; dengan pengertian bahwa jika suatu ABS atau EBA diterbitkan untuk jangka waktu 5 tahun (tidak bergantung pada jenis ABS atau EBA-nya), maka piutang-piutang tersebut, yang menjadi dasar bagi terbitnya ABS atau EBA tersebut haruslah piutang-piutang dengan jangka waktu jatuh tempo paling lama 5 tahun. Dalam ABS/EBA yang diterbitkan berbasis utang (obligasi), selisih jangka waktu saat jatuh tempo piutang pokok yang satu dengan yang lainnya tidaklah harus seketat saat jatuh waktu piutang yang dijadikan jaminan penerbitan ABS/EBA yang berbasis ekuitas atau yang berjenis *Pass-through Certificates*. Rescheduling saat jatuh tempo piutang dimungkinkan dalam hal ini, dan pada umumnya dilaksanakan sebelum hak milik atas piutang dialihkan dari *Originator*.

- 6) Wanprestasi pembayaran (dari piutang yang dijadikan jaminan) dapat dihitung secara statistik (dapat dihitung di muka). Penentuan jumlah piutang yang diperkirakan tidak akan dapat dipenuhi oleh debitor pokok dari piutang yang menjadi dasar penerbitan ABS/EBA sangatlah diperlukan, khususnya dalam menentukan nilai jaminan (*Internal credit enhancement*) dan tingkat diskonto yang dapat dikenakan pada saat piutang tersebut dijual oleh *Originator*. *Credit Rating Agency* adalah pihak yang akan menentukan rasio dari piutang-piutang yang dianggap tidak terbayarkan ini. Hal ini nantinya juga akan mempengaruhi tingkat likuiditas dan harga pasar dari ABS/EBA yang diterbitkan dengan jaminan piutang tersebut.
- 7) Piutang yang dijadikan jaminan memiliki kualitas yang relatif baik. Hanya *Originator* yang mengetahui kualitas piutang-piutang yang akan dijual olehnya kepada *Issuer*. Meskipun piutang-piutang tersebut dinilai oleh *Credit Rating Agency* untuk menilai kelayakan dari piutang-piutang yang akan dijual tersebut, lembaga *Credit Rating Agency* tidaklah menilai satu persatu piutang yang akan dijual tersebut, melainkan dilakukan secara acak dengan mempergunakan analisa kualitatif (melalui penggunaan statistik). Untuk memperoleh piutang-piutang dengan kualitas yang baik, kejujuran *Originator* merupakan kunci utama agar sekuritisasi piutang dapat berjalan dengan baik dan lancar.

#### b. Metode Pengalihan Aset

Kepailitan *Originator* merupakan salah satu perhatian utama dalam proses Sekuritisasi Aset. Merupakan prinsip dalam hukum kepailitan bahwa semua harta kekayaan yang merupakan milik debitor pailit, baik yang sudah ada maupun yang akan ada di kemudian hari menjadi harta pailit/ budel pailit, yang selanjutnya

akan dilikuidasi/ dicairkan untuk memenuhi seluruh kewajiban debitor pailit tersebut kepada seluruh kreditornya, khususnya kreditor konkuren.

Dalam tradisi hukum *Common Law* dikenal adanya 2 jenis proses pengalihan aset, yaitu<sup>46</sup>:

- 1) *Legal assignment*;
- 2) *Beneficial assignment*.

*Legal assignment* adalah suatu proses pengalihan aset yang merupakan mengalihkan tidak hanya kepemilikan dalam hukum (*legal Ownership*) melainkan juga kepemilikan dalam ekuitas (*beneficial Ownership*); atau dengan kata lain *legal assignment* mengalihkan kepemilikan sejati atas suatu benda (*on balance sheet transaction*). Sedangkan *beneficial assignment* hanya mengalihkan kepemilikan manfaat (*beneficial Ownership* dari suatu benda tertentu (*off balance sheet transaction*). Dengan demikian agar piutang-piutang yang dialihkan dari *Originator* tidak lagi menjadi milik *Originator* secara utuh, maka dalam proses pengalihan ini yang harus dilakukan adalah proses pengalihan yang mengambil bentuk *legal assignment*.

Dalam konteks tradisi hukum *Common Law*, untuk berlakunya suatu *legal assignment* ada 4 syarat yang harus dipenuhi<sup>47</sup>:

- 1) *absolute assignment* (yang berarti pengalihan seluruh hak yang melekat pada harta benda yang dialihkan tersebut, dalam hal ini adalah piutang beserta segala hak yang melekat dan mengikuti piutang yang dialihkan, meliputi Hak Tanggungan yang melekat pada piutang KPR);
- 2) *in writting* (dengan pengertian bahwa pengalihan agar memiliki akibat hukum, khususnya bagi benda-benda seperti tanah dan piutang, wajib untuk dilakukan secara tertulis);
- 3) *is of the whole of the debt* (ini berarti bahwa yang dialihkan adalah seluruh piutang tersebut). Pengalihan sebagian piutang tidak dapat dipersamakan dengan suatu pengalihan hak dalam hukum. Pengalihan sebagian piutang hanya menyebabkan terjadi pengalihan "*equitable*" atas sebagian pembayaran piutang, yang hanya memberikan *right in personam* bagi pihak yang menerima penyerahan piutang secara sebagian;
- 4) *in notified expressly in writing to the underlying debtor*.

Pengalihan piutang yang tidak dilakukan menurut tata cara atau tidak memenuhi salah satu atau lebih dari keempat syarat tersebut adalah pengalihan hak milik dalam *Equity (equitable assignment)*. *Equitable assignment* akan

<sup>46</sup> Lihat Thomas W Albrecht dan Sarah J. Smith, "Corporate Loan *Securitization*: Selected Legal and Regulatory Issues", 8 Duke J. of Comp. Int'l Law, hlm. 434.

<sup>47</sup> Section 136 of the 1925 Law of Property Act. Albrecht dan Smith, *ibid.*, hlm. 434.

melahirkan *legal Owner* dan *equitable Owner* dari piutang yang dialihkan tersebut.

Selanjutnya dalam konteks pengalihan hak milik atas piutang, baik dalam tradisi hukum Eropa Kontinental maupun tradisi hukum *Common Law* dikenal sekurangnya tiga jenis pengalihan hak milik atas piutang:

1) Novasi, atau yang seringkali disebut dengan pengalihan piutang. Dari 3 jenis novasi yang dikenal dalam ilmu hukum, novasi di sini adalah novasi subjektif aktif, yang berarti yang digantikan adalah kreditor pemilik piutang. Dalam konteks tradisi hukum Eropa Kontinental, seperti Indonesia misalnya, novasi kurang disukai oleh karena novasi, per definisi adalah pembaharuan utang, yang berarti utang lama menjadi hapus dan digantikan dengan utang baru. Dengan demikian, oleh karena novasi menghapuskan tagihan yang lama atau piutang yang lama, maka seluruh hak yang melekat pada piutang yang lama juga demi hukum menjadi hapus. Oleh karena itu pulalah dapat dimengerti mengapa novasi diletakkan sebagai bagian dari Hapusnya Perikatan<sup>48</sup>.

Dari sisi atau sudut pandang negara dengan tradisi hukum *Common Law*, seperti Inggris misalnya, meskipun novasi dianggap merupakan suatu bentuk pengalihan piutang yang paling bersih<sup>49</sup> karena ia mengakhiri ikatan hukum lama dan melahirkan ikatan hukum baru, namun oleh karena novasi melibatkan perjanjian dengan tiga pihak, yaitu debitor asal, kreditor asal dan kreditor baru; dan karena pada umumnya Bank (sebagai *Originator*) tidak berkehendak melibatkan debitor (asal) (dan juga karena besarnya piutang dan jumlah debitor yang turut serta dalam proses pengalihan piutang ini); maka novasi jarang sekali dipergunakan dalam proses sekuritisasi aset.

2) *Assignment* (pengalihan) dalam tradisi hukum *Common Law* atau Penyerahan dan Penunjukan<sup>50</sup> dalam tradisi hukum Eropa Kontinental. Pengalihan dalam tradisi hukum *Common Law* seperti telah dijelaskan di atas dapat mengambil dua macam bentuk, yaitu *legal assignment* dan kedua *beneficial assignment*. Pengalihan ini, khususnya *beneficial assignment* mengakibatkan terjadinya dualisme kepemilikan dalam hukum, yaitu *legal Owner* (atau pemilik yang tercatat sebagai pemilik piutang yang dialihkan) dengan *beneficial Owner* (yaitu mereka yang menikmati penghasilan yang diperoleh dari piutang-piutang yang dialihkan tersebut). Dalam konteks negara dengan tradisi hukum Eropa Kontinental misalnya di Indonesia, penyerahan atau penunjukan adalah suatu perbuatan hukum

<sup>48</sup> Lihat Pasal 1381 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>49</sup> Albrecht dan Smith, op. cit., hlm. 433.

<sup>50</sup> Lihat Pasal 584 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.



kebendaan yang bertujuan untuk mengalihkan hak milik dari suatu benda dari pemilik yang sebelumnya kepada pembeli piutang. Dalam konteks tradisi hukum Eropa Kontinental tidak dimungkinkan terjadinya penyerahan piutang tidak absolut, oleh karena hak milik adalah absolut di hadapan hukum. Penyerahan atau penunjukan ini mengikuti proses perdata yang berupa peristiwa perdata<sup>51</sup>, atau perbuatan hukum<sup>52</sup> dalam lapangan perdata yang bertujuan untuk mengalihkan hak milik.

3) *Sub-Participation* dalam tradisi hukum *Common Law*<sup>53</sup>.

Menurut Hukum Inggris, suatu "*sub-participation*" adalah suatu bentuk hubungan hukum di mana pihak *funder* (penyandang dana) telah bersepakat untuk membiayai piutang (aset) dari pihak lain (pemilik piutang) yang mengambil bentuk serupa penjualan piutang. *Sub-participation* ini dapat mengambil dua macam bentuk:

a) *funded sub-participation*, di mana pihak penyandang dana mendepositokan sejumlah uang tertentu pada pemilik piutang (penjual piutang) yang besaran dan jumlahnya akan dikembalikan oleh pemilik piutang kepada pihak penyandang dana, jika piutang yang dijual tersebut memberikan hasil.

*Funder sub-participation* ini diperlakukan sebagai tagihan yang dijamin dengan uang tunai<sup>54</sup>.

b) *unfunded sub-participation*, di mana tidak ada pembayaran atau penyerahan sejumlah uang dalam bentuk apapun oleh penyandang dana kepada pihak pemilik piutang, tetapi berkewajiban untuk mengambil bagian (dalam bentuk pembayaran langsung kepada pemilik piutang) atas setiap pengucuran dana oleh pemilik piutang kepada debitor piutang tersebut.

Dalam hukum Inggris, bentuk manapun dari *sub-participation*, ini, *sub-participant* atau penyandang dana tidak akan pernah menjadi pemilik piutang dalam hukum. Penyandang dana hanya mempunyai hak dalam hukum perorangan (perikatan – *right in personam*) dengan pihak pemilik piutang dalam hukum. Dalam hal kepailitan pemilik piutang, maka *sub-participant* hanya dapat menuntut haknya sebagai seorang kreditor konkuren yang pari-passu dan pro-rata.

<sup>51</sup> Dapat terjadi karena adanya kematian, daluwarsa dan lain-lain sebagainya.

<sup>52</sup> Penyerahan mengikuti jual beli (Pasal 1459 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata), tukar menukar (Pasal 1546 jo. Pasal 1459 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata) dan hibah (Pasal 1686 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata).

<sup>53</sup> Albrecht dan Smith. *op.cit.*, hlm. 443.

<sup>54</sup> *Ibid.*, hlm. 443-444.

- 4) Subrogasi dalam tradisi hukum Eropa Kontinental.  
 Agak berbeda dari bentuk-bentuk sebelumnya, subrogasi adalah suatu bentuk pembayaran oleh pihak ketiga<sup>55</sup>, yang memberikan hak kepada pihak yang melakukan pembayaran tersebut untuk menggantikan hak-haknya kreditor asal, dengan memenuhi persyaratan yang ditentukan. Penggantian atau subrogasi oleh kreditor berdasarkan perjanjian, baru terjadi pada saat kreditor menerima pembayaran, dengan suatu pernyataan yang tegas menyatakan bahwa pihak ketiga yang membayar utang debitor kepadanya ini akan menggantikan kedudukannya dengan segala hak yang melekat pada perikatannya debitor. Selanjutnya oleh karena subrogasi ini bersumber dari adanya pembayaran penuh<sup>56</sup>, maka rasanya kondisi ini akan sulit dilaksanakan dalam praktek sekuritisasi aset.

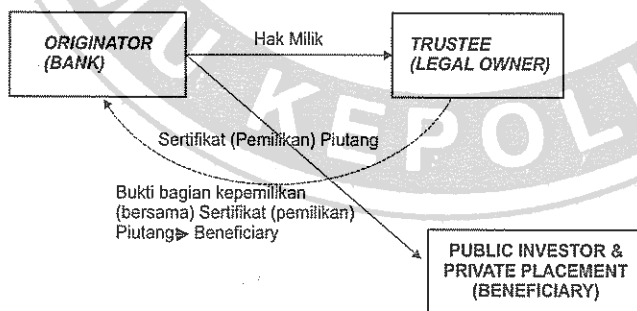
c. Bentuk Hukum Penerbit

Seperti telah dijelaskan dalam uraian sebelumnya, EBA/ ABS dapat diterbitkan dengan cara:

- 1) Pembentukan *Trusts*;
- 2) Pendirian suatu lembaga khusus yang dinamakan *Special Purpose Vehicle (SPV)*;
- 3) Pendirian suatu lembaga khusus yang sengaja didirikan untuk membantu pelaksanaan sekuritisasi Aset, yaitu *Conduit*.

1) *Sekuritisasi Yang Dilakukan Dengan Cara Membentuk Trusts*

Pada prinsipnya *Trusts* adalah suatu lembaga yang unik dan secara tradisi hanya dikenal diakui dalam tradisi hukum *Common Law*. Dengan membentuk *Trusts*, *Originator* (pada umumnya Bank) melakukan pemisahan harta kekayaan, yaitu piutang yang akan disekuritisasikan tersebut dari harta kekayaan *Originator* (Bank lainnya).



<sup>55</sup> Lihat Pasal 1400 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>56</sup> Perhatikan Pasal 1403 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, yang menyatakan bahwa pembayaran sebagian tidak melahirkan subrogasi.

Dengan diserahkannya Hak Milik atas piutang kepada Lembaga *Trusts* (*Trustee*) yang dibentuk oleh *Originator*, maka *Trustee* selanjutnya menerbitkan Sertifikat Pemilikan Piutang yang membuktikan pemilikan piutang oleh *Trustee* tersebut. Pemilikan piutang ini menjadikan *Trustee* sebagai *Legal Owner* piutang-piutang tersebut. Sertifikat Pemilikan Piutang tersebut lalu diserahkan oleh *Trustee* kepada Bank (*Originator*) sebagai imbalan bagi penyerahan piutang oleh Bank kepada *Trustee*. Sertifikat Pemilikan Piutang ini, yang merupakan bukti kepemilikan piutang oleh *Trustee*, tersebut kemudian dijual oleh Bank dalam pecahan-pecahan atau secara partial kepada *Investor* dalam bentuk Surat Partisipasi atau Unit Penyertaan. Surat Partisipasi atau Unit Penyertaan ini menunjukkan kepemilikan bersama yang terikat dari seluruh piutang yang dimiliki oleh *Trustee*. Hasil penjualan tersebut adalah milik Bank sepenuhnya. Hasil peroleh piutang tersebut, yang masih di "collect" oleh Bank, akan diserahkan kepada *Investor*, baik insvestor publik maupun pihak swasta (dalam bentuk *private placement*) sebagai penikmat (*beneficiary*). Kepemilikan yang berada di tangan *Trustee* ini akan melindungi kepentingan *Investor*.

2) *Sekuritisasi Aset Melalui Pendirian SPV (Special Purpose Vehicle)*

*Special Purpose Vehicle* atau yang seringkali disebut juga dengan nama *Special Purpose Company*, adalah suatu lembaga atau perusahaan yang khusus didirikan untuk mendukung jalannya proses sekuritisasi aset. Perusahaan ini merupakan lembaga yang akan membeli piutang dan selanjutnya menjadikan piutang tersebut sebagai jaminan penerbitan Efek Beragun Aset (*Asset Backed Securities*) kepada *Investor*.

Jika dalam suatu *Trusts*, harta kekayaan (aset) yang diletakkan dalam *Trusts* menjadi harta yang terpisah dari harta kekayaan *Trustee* yang merupakan pihak yang mengelola aset yang berada dalam *Trusts* tersebut; pembelian harta kekayaan (aset) oleh SPV akan menjadi harta kekayaan SPV. Kepailitan *Trustee* tidak menjadikan aset yang berada dalam *Trusts* menjadi harta atau budel pailit *Trustee*. Keadaan yang berbeda terjadi pada SPV, kepailitan SPV mengakibatkan harta kekayaan yang menjadi dasar penjaminan penerbitan *Asset Backed Securities* (ABS) atau Efek Beragun Aset (EBA) menjadi bagian dari budel pailit SPV tersebut. Dengan demikian, agar *Investor* pembeli ABS/EBA merasa aman dengan aset atau harta kekayaan yang menjadi dasar atau jaminan penerbitan ABS atau EBA tersebut, maka SPV haruslah menjadi lembaga yang susah untuk dipailitkan atau jika mungkin merupakan lembaga yang tidak dapat dipailitkan (*bankruptcy remote*).

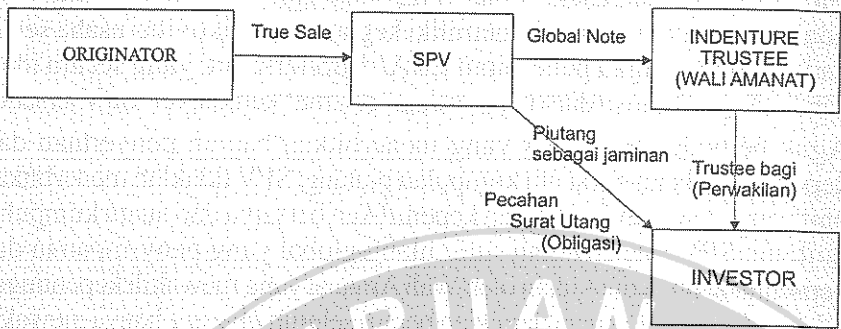
Untuk mengantisipasi keadaan yang *bankruptcy remote* tersebut, SPV tidak diperkenankan untuk memiliki kegiatan atau aktivitas usaha selain hanya dalam rangka penerbitan EBA/ ABS tersebut, yang secara ideal dan konseptual hanya dilakukan “sekali” selama “kehidupan” SPV tersebut. Agak berbeda dari *Trusts* yang menerbitkan bagian penyertaan dari kepemilikan bersama suatu kumpulan piutang, SPV tidaklah menerbitkan unit penyertaan sebagai bagian kepemilikan bersama dari suatu kumpulan piutang. SPV menerbitkan surat utang global yang penyimpanan dan pemeliharannya dilakukan oleh Wali Amanat yang mewakili kepentingan seluruh *Investor*. Dengan demikian berarti seluruh *Investor* hanya mewakili bagian yang ekuivalen dengan penyertaan mereka dalam surat utang global yang disimpan, dan dipelihara oleh Wali Amanat, bersama-sama dengan seluruh piutang yang menjadi dasar penjaminan pemenuhan kewajiban yang lahir dari penerbitan Surat Utang Global tersebut. Jadi dengan demikian SPV hanya memiliki satu orang kreditor saja, yang dalam hal ini diwakili oleh Wali Amanat, yang merupakan “kuasa” dari seluruh *Investor* pemegang obligasi atau surat utang yang merupakan bagian kepemilikan bersama yang terikat dari Surat Utang Global yang disimpan dan dipelihara oleh Wali Amanat (untuk kepentingan seluruh *Investor* – atau menurut syarat-syarat Perjanjian Perwaliamanatan (*Indenture Trusts Agreement*)).

Dari uraian yang diberikan di atas dapat diketahui bahwa proses penerbitan ABS/EBA di sini, didahului dengan proses penjualan piutang asal oleh Bank selaku *Originator*. Penjualan piutang ini dilakukan sebagai suatu bentuk *true sale* (jual putus) kepada SPV. Dengan prinsip jual putus ini berarti terjadi pengalihan atau pemindahan hak kepada SPV<sup>57</sup>, sehingga harta kekayaan (aset) ini akan berada di luar harta kepailitan *Originator*, apabila *Originator* dinyatakan pailit. Selanjutnya untuk dapat menjadi pemilik piutang<sup>58</sup>, SPV haruslah merupakan suatu badan kesatuan (badan hukum), yang merupakan subjek hukum mandiri<sup>59</sup>. Dengan kegiatan yang nihil dari SPV selain melakukan penerbitan Surat Utang Global, diharapkan dapat diperoleh jaminan keamanan atas harta kekayaan ini, dan selanjutnya dapat dipergunakan sebagai jaminan untuk pembayaran kepada *Investor* pemegang EBA/ ABS. Hal ini berarti pengharapan pengembalian (*return*) yang diidam-idamkan *Investor* akan dapat lebih terjamin. Sistem *bankruptcy remote* ini diharapkan dapat menjadi cara yang aman dan lebih terjamin, baik bagi *Investor* maupun bagi *Originator*.

<sup>57</sup> Di Indonesia harus dilakukan berdasarkan pada Pasal 584 jo. Pasal 613 ayat (1) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>58</sup> Perhatikan ketentuan Pasal 519 jo. Pasal 526 dan Pasal 527 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>59</sup> Di Indonesia saat ini pilihan SPV sebagai badan hukum “komersial” memperlihatkan bahwa SPV harus mengambil bentuk suatu Perseroan Terbatas.

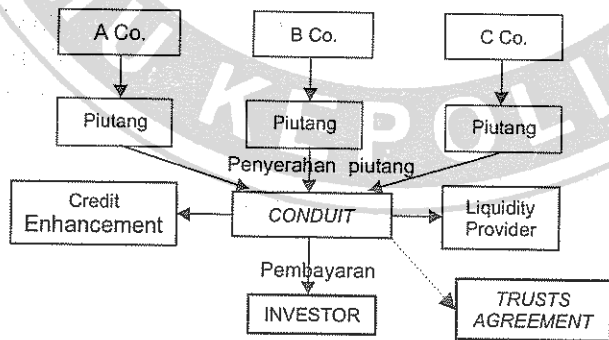


3) Sekuritisasi yang dilakukan oleh Institusi keuangan atau Conduit

*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*.

Jika dalam *Trusts* maupun SPV, pembayaran kepada *Originator* dimungkinkan untuk menunggu hingga terjualnya seluruh ABS/EBA yang diserahkan kepada *Trustee* (dalam bentuk *Trusts*) atau dijual kepada SPV, maka dalam mekanisme penerbitan ABS/EBA oleh *Conduit*, penerbitan ABS/EBA oleh *Conduit* tidak dipengaruhi ataupun mempengaruhi proses jual beli piutang dari *Originator*. *Conduit* harus memiliki cukup dana untuk melakukan pembelian piutang secara putus (*true sale*) tersebut dari *Originator*.

Secara sederhana bentuk Sekuritisasi Aset melalui *Conduit* dapat digambarkan sebagai berikut:



Pihak yang dapat melakukan sekuritisasi aset dengan cara bertindak sebagai *Conduit* adalah Lembaga Keuangan khusus yang didirikan dengan tujuan melakukan sekuritisasi aset. Lembaga keuangan ini dapat didirikan oleh swasta maupun Pemerintah<sup>60</sup>.

a) *Lembaga keuangan yang dibentuk oleh swasta*

Lembaga keuangan ini meskipun merupakan lembaga keuangan yang dibentuk oleh swasta, namun pada kenyataannya lembaga ini adalah juga merupakan suatu perusahaan yang disponsori oleh Pemerintah. Sebagai lembaga keuangan yang dibentuk swasta, saham lembaga keuangan tersebut dapat dimiliki oleh swasta, yang berarti secara tidak langsung *assets* dan *liabilities* lembaga keuangan ini juga “dimiliki” oleh swasta.

Salah satu contoh dari lembaga keuangan yang dibentuk oleh swasta adalah *Federal National Mortgage Association* atau FNMA, dan biasa disebut “*Fannie Mae*”. Tugas dari FNMA adalah menyediakan suatu pasar sekunder, untuk pinjaman bagi rumah tinggal atau pinjaman untuk perumahan. FNMA sebagai perusahaan swasta yang dibentuk sebagai salah satu lembaga yang menjadi sumber dana bagi pembelian piutang-piutang atau pinjaman-pinjaman perumahan dan mensekuritisasikannya serta selanjutnya menjualnya kepada *Investor*<sup>61</sup>.

Pendapatan FNMA, berasal dari dua sumber, yaitu: *Fee Income* dan selisih antara biaya peminjaman dan *yield*<sup>62</sup> dalam penginvestasian *mortgage loan* tersebut. FNMA memiliki strategi dalam proses kerjanya, yaitu:

- 1) Memperluas bisnis *Mortgage Backed Security* yang dapat memberikan FNMA *fee Based Income*, dimana pendapatan ini datangnya dari biaya FNMA dalam menjamin waktu pembayaran utang dan bunga.
- 2) Mengatur portfolio pinjaman, dengan menyesuaikan kedekatan jatuh temponya *asset and liabilities*.
- 3) Mengurangi resiko bunga dengan menjual *mortgage yield* yang lama.

FNMA membeli *mortgage* hanya dari *seller* atau *Servicer*<sup>63</sup> yang telah disetujui, yang dimana *Servicer* tersebut memiliki apa yang disebut *delivery commitments*. Dan untuk dapat menjadi FNMA *seller* atau *Service*, pemberi

<sup>60</sup> Bruggerman, Fisher, “Real Estate Finance and Investments”, hlm. 586.

<sup>61</sup> *Ibid.*, hlm. 590.

<sup>62</sup> *Yield* adalah pembagian atau selisih antara pendapatan tetap dengan uang yang diinvestasikan.

<sup>63</sup> *Servicer* adalah pihak yang menatausahakan, memproses, mengawasi, dan melakukan tindakan-tindakan lainnya dalam rangka mengupayakan kelancaran arus kas aset keuangan yang dialihkan kepada penerbit sesuai dengan perjanjian antara pihak tersebut dengan penerbit. Termasuk memberikan peringatan kepada pihak yang berutang apabila terjadi keterlambatan pembayaran, melakukan negosiasi dan menyelesaikan tuntutan.

pinjaman atau *lender* tersebut harus memiliki *minimum net Worth*, dan *lender* harus dalam level yang pantas untuk melakukan kegiatan pemberian jaminan. FNMA memiliki pengontrolan kualitas pemberi pinjaman atau *lender*, termasuk juga prosedur tertulisnya.

b) *Lembaga Keuangan yang dibentuk oleh Pemerintah*

Lembaga keuangan ini sepenuhnya dimiliki oleh Pemerintah, dan kegiatan keuangannya didukung dari dana yang diperoleh dari Pemerintah. Contoh dari lembaga keuangan yang dibentuk oleh Pemerintah ini adalah *Government National Mortgage Association* atau GNMA, dan sering disebut sebagai "*Gennie Mae*". GNMA, memiliki dua fungsi utama, yaitu<sup>64</sup>:

- 1) Menyediakan pelayanan dengan mengutamakan pihak peminjam untuk perumahan yang kurang beruntung.
- 2) Mengumpulkan dana tambahan untuk pinjaman perumahan

Tugas GNMA adalah untuk membeli, menjalankan kegiatan (*service*) dan menjual *mortgage loan* dengan konsep meminimalkan resiko yang timbul dari *Residential Mortgage Market*, dan meminimalkan kerugian pada Pemerintah. GNMA diberikan otoritas kerja dalam dua kegiatan, yaitu:

- 1) Sebagai *Special Assistant Function*. Dibawah fungsi ini, GNMA diberikan kewenangan untuk membuat bunga dalam suatu pinjaman, yang besarnya dibawah rata-rata harga yang diperdagangkan di pasar uang. Hal ini dilakukan untuk keluarga yang memiliki penghasilan rendah dan tidak dapat membeli pinjaman dalam proses yang biasa.
- 2) *Mortgage Backed Security program*. Dibawah program ini, GNMA akan menjamin pembayaran yang tepat waktu atas utang dan bunga pada *Mortgage Backed Security* yang diterbitkan oleh GNMA dan dijual kepada Investor.

Cara kerja GNMA, yaitu:

- 1) *Issuer*, yang sering kali adalah *mortgage banker*, akan mencari komitmen dengan GNMA untuk menjamin *pool* dari FHA<sup>65</sup> (*Federal Housing Administration*) atau VA<sup>66</sup> (*Veterans Administration*).

<sup>64</sup> Bruggerman, Fisher, *Op.Cit.*, hlm. 588

<sup>65</sup> *Federal Housing Administration* adalah suatu lembaga yang berada dalam lingkungan *US Department Housing & Urban Development* yang mempunyai fungsi melakukan administrasi pinjaman, menjamin pinjaman, dan asuransi pinjaman yang memungkinkan suatu pinjaman dapat diperoleh oleh masyarakat.

<sup>66</sup> *Veterans Administration* adalah suatu lembaga yang menjamin pembayaran debitor veertan yang cidera janji dalam suatu pinjaman. VA didirikan berdasarkan *Servicemen's Readjustment Act 1944*.

- 2) Setelah menerima jaminan tersebut, sekuritas diterbitkan, dengan didukung oleh *pool* dari FHA atau VA, atau mengeluarkan portfolio, atau dijual di pasar sekunder.
- 3) *Mortgage Backed Security* dijual melalui security dealer, kepada *Investor*, berdasarkan jaminan dimana *Issuer* akan membayarkan utang pokok dan bunganya
- 4) Jaminan dari *Issuer* ini didukung oleh GNMA, yang selanjutnya didukung dari konsep “*full faith*” dan kredit dari pemerintahan federal.

GNMA, memiliki jenis *Mortgage Backed Security Partially modifies Pass-Through*, di mana utang pokok dan bunga perbulannya jatuh tempo kepada *Investor* pada saat seluruh pembayaran yang diperolehnya dari debitor *mortgage loan* tersebut terkumpul. Tetapi kalau terjadi *default*, *Issuers* hanya berkewajiban untuk membayarkan prosentase pokok yang menjadi utang atau kewajibannya. Hal ini menunjukkan secara nyata adanya jaminan sepenuhnya dalam kondisi tertentu dari GNMA<sup>67</sup>.

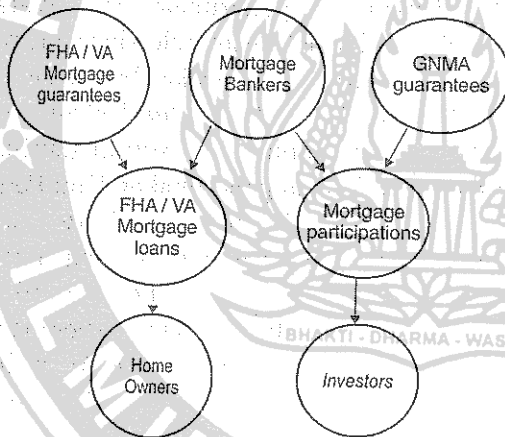


Diagram di atas menunjukkan proses sekuritisasi aset yang dilaksanakan oleh GNMA<sup>68</sup>.

Di Indonesia sendiri saat ini, *Secondary Mortgage Facility* atau yang biasa disebut dengan SMF tampaknya akan menjadi atau merupakan salah satu bentuk lembaga keuangan yang didirikan oleh Pemerintah. Jika diperhatikan

<sup>67</sup> W. Dennis, Marshall, Op.cit., Hal 168.

<sup>68</sup> Jack P. Friedman, et.al. Dictionary of Real Estate Terms 3<sup>rd</sup> ed. (New York: Barons International Inc., 1993), hlm. 146.



fungsi SMF, dapat diketahui bahwa SMF merupakan suatu lembaga keuangan yang melakukan kegiatan usaha dibidang pembiayaan sekunder perumahan, khususnya Kredit Perumahan Rakyat, dengan cara melakukan pembelian piutang-piutang yang merupakan fasilitas pinjaman jangka menengah dan jangka panjang dari bank-bank yang memberikan KPR.

d. Jenis Instrument dan cara Investor dibayar

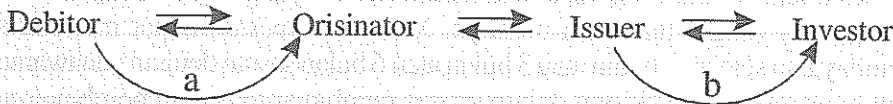
Praktek mengenal empat jenis instrumen Sekuritisasi, yaitu:

1) *Pass-through Certificates*

Dalam *Pass-through Certificates*, *Investor* pemegang Sertifikat ini akan memperoleh pembayaran pada waktu yang bersamaan (dalam kurun waktu yang hampir bersamaan) dengan pembayaran yang dilakukan oleh debitor piutang yang dijadikan sebagai dasar penerbitan Sertifikat tersebut. Pembayaran yang diterima oleh *Originator* (sebagai *Servicer*) akan diteruskan langsung kepada *Paying Agent*, yang selanjutnya akan menyerahkannya kepada *Investor*. Selisih hari pembayaran debitor piutang yang dijadikan dasar penerbitan Sertifikat dengan saat penerimaan pembayaran oleh *Investor* ditentukan terutama oleh selisih jangka waktu clearing yang berlaku di tiap-tiap negara. *Pass-through Certificates* merefleksikan bagian kepemilikan bersama dari seluruh aset yang dijadikan sebagai "underlying asset" penerbitan *Pass-through Certificates* tersebut. Jadi setiap lembar *Pass-through Certificates* adalah setiap bagian yang merupakan Unit Penyertaan *Investor* atas seluruh aset (piutang) yang di "miliki" oleh *Trustee* yang dibentuk oleh *Originator*. Setiap penerimaan oleh *Originator* sebagai *Servicing Agent* akan diteruskan kepada pemegang *Pass-throguh Certificates* ini dalam kapasitasnya sebagai *Paying Agent*. Jadi apapun dan berapapun yang diterima oleh "Trustee" melalui *Originator* sebagai *Servicing Agent*, juga akan diterima seperti apa adanya oleh *Investor* dari "Trustee" melalui *Originator* sebagai *Paying Agent*.

Dengan sistem pembayaran "langsung" tersebut, maka besarnya nilai pembayaran kepada *Investor* pasti sama besar dengan nilai amortisasi aset dari piutang yang menjadi jaminan penerbitan EBA (tentunya setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang menjadi tanggungan *Investor* dan atau EBA itu sendiri). Ini berarti nilai amortisasi adalah atau menunjukkan besarnya nilai piutang (pokok piutang atau tanpa bunga) yang harus dibayar oleh debitor piutang tersebut kepada *Investor* yang juga menunjukkan besarnya nilai uang yang akan diterima oleh *Investor* setiap saat yang telah ditentukan sebelumnya.

Besaran nominal pembayaran dan siklus jangka waktu antara proses A dan B adalah sama.

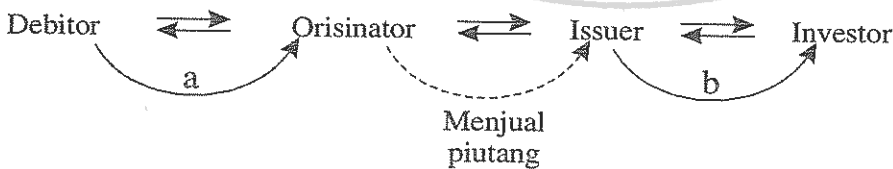


Sama & besar antara a & b sama juga

Dalam konsepsi tersebut, *Issuer* tidak menahan sejumlah uang apapun juga, bahkan *Issuer* sama sekali tidak menerima aliran kas uang dalam rekeningnya, melainkan langsung diserahkan kepada *Paying Agent* yang selanjutnya akan meneruskannya kepada para *Investor*. Dengan demikian jelaslah bahwa *Pass-through Certificates* ini hanya dapat mengambil bentuk Unit Penyertaan atau Surat Partisipasi. Jenis efek dalam bentuk Unit Penyertaan atau Surat Partisipasi ini tidak dapat diterbitkan oleh SPV sebagai *Issuer*. Seperti telah disinggung di atas, pada umumnya *Pass-through Certificates* ini dijual oleh Bank (sebagai *Originator*) melalui pembentukan *Trusts* (selaku pemilik piutang yang menjadi *underlying asset*, yang akan menerbitkan Surat Kepemilikan Piutang Kolektif yang diserahkan kepada Bank (*Originator*), yang selanjutnya akan memecah-mecah Surat Kepemilikan Piutang Kolektif tersebut dan menjualnya dalam bentuk Unit Penyertaan atau Surat Partisipasi.

## 2) *Pay-through Certificates*

Berbeda dari *Pass-through Certificates*, *Pay-through Certificates* adalah instrumen utang, yang merupakan surat utang atau obligasi. Seluruh nilai yang tercantum *Pay-through Certificates* yang dijual kepada masyarakat merefleksikan seluruh jumlah utang yang dijamin dengan aset (piutang) yang dibeli dari *Originator*, setelah dikurangi dengan biaya-biaya yang diperlukan dan yang terkait dengan proses sekuritisasi aset tersebut. Sebagai suatu bentuk efek bersifat utang, yang saat jatuh temponya telah ditentukan secara pasti oleh *Issuer* (Penerbit), maka siklus pembayarannya efek bersifat utang ini kepada *Investor* tidaklah sama dengan siklus pembayaran dari piutang yang dijadikan jaminan tersebut.



Dalam *Pay-through Certificates*, tidak hanya siklus pembayaran saja yang berbeda, besar nominal antara proses A dan B tidak sama, karena dalam proses B akan tergantung kepada ketentuan *Issuer* yang dicantumkan dalam prospektus yang diterbitkan olehnya. Misanya *Investor* dapat menerima pembayaran setelah 1 bulan atau 3 bulan atau 6 bulan sesuai dengan penawaran dalam prospektus, meskipun dalam proses pembayaran A atau pembayaran dari debitor (asal piutang yang dijual tersebut) ke *Originator* hanya mempunyai siklus pembayaran bulanan saja.

*Pay-through Certificates* diterbitkan oleh SPV yang berbadan hukum. Dengan sifat badan hukumnya tersebut, peralihan piutang yang dilaksanakan oleh *Originator* kepada *Issuer* dapat dibuat menjadi peralihan piutang yang putus, tanpa hak regres atau (*recourse*). Sifat badan hukum ini juga menjadikan pemegang saham dan pengurus SPV pada sifat pertanggungjawaban yang terbatas atas kewajiban pemenuhan pembayaran dari efek bersifat utang yang ditawarkan kepada masyarakat *Investor* tersebut.

Sebagaimana penerbitan-penerbitan efek bersifat utang yang memerlukan bantuan *Indenture Trustee* (Wali Amanat), dalam penerbitan *Pay-through Certificates* juga dilibatkan eksistensi dari Wali Amanat. Wali Amanat ini yang akan menjadi pemegang mutlak dari ABS/ EBA Global, yang selanjutnya dikeluarkan dalam bentuk *Certificates-Certificates* kepada para *Investor*. Dalam konteks yang demikian berarti SPV hanya memiliki satu orang kreditor, yang membuatnya menjadi susah untuk dipailitkan (*bankruptcy remote*).

### 3) *Stripped Certificates*

Setiap pembayaran piutang pada umumnya memiliki dua komponen pokok, yaitu komponen utang pokok (*Principal*) dan komponen bunga (*Interest*). Dalam penerbitan ABS/EBA ini dimungkinkan pembayaran dalam bentuk pokok dan bunga dari debitor asal dipisahkan ke dalam pembayaran pokok dan pembayaran bunga saja. Dalam konteks yang demikian maka *Certificates* yang dikeluarkan disebut dengan nama *Stripped Certificates*. *Stripped Certificates* ini, berdasarkan pada jenis pembayaran yang diserahkan/ dibayarkan kepada *Investor* pemegang ABS/ EBA, dibedakan ke dalam: *Principal Only Strip* atau yang dibayarkan adalah pokoknya saja, dan *Interest Only Strip* atau yang dibayarkan berdasarkan bunganya saja.

### 4) *Asset Backed Commercial Paper*

Perusahaan bukan bank memperdagangkan asetnya dalam bentuk *Commercial Paper* melalui bank atau perusahaan-perusahaan efek yang berjangka waktu pendek dan diperdagangkan dengan sistem diskonto yang menyerupai sistem yang dipakai untuk obligasi. Agak berbeda dari *Commercial Paper*

lainnya, *Commercial Paper* ini dijamin dengan piutang-piutang lembaga atau perusahaan bukan bank ini kepada para debitornya. Dalam bentuk ini, pihak lembaga atau perusahaan bukan bank sebagai *Originator* dapat menerima dan mengatur jumlah dana yang akan diterimanya dari waktu ke waktu dengan jalan mengalihkan sejumlah atau sebagian tertentu tagihannya.

Di samping itu dikenal juga beberapa instrumen lainnya dalam rangka penerbitan *Mortgage Backed Securities* yang antara lain meliputi:

a) *Mortgage-backed Bonds* (MBBs)

MBB ini merefleksikan kewajiban atau utang secara keseluruhan dari *Issuer* yang dijamin dengan *pool* dari *mortgage loan* tersebut. Obligasi yang diterbitkan tersebut dijamin pembayarannya, yang diambil pemenuhannya dari arus keuangan *mortgage loan* tersebut yang sudah di-*pool*. Pembayaran yang diterima dari *mortgage loan* tidak secara langsung didistribusikan oleh *Issuer* kepada *Investor*. *Issuer* akan terlebih dahulu melakukan pengelolaan dari penerimaan pembayaran yang dilakukan oleh debitor dari *mortgage loan* tersebut. Pengelolaan dilakukan hingga tercapainya saat jatuh tempo pembayaran kepada *Investor* sebagaimana ditentukan pada saat MBB tersebut ditawarkan kepada *Investor*. Dengan demikian jelaslah bahwa sumber pembayaran kepada *Investor* diambil dari pembayaran yang dilakukan oleh debitor *mortgage loan* yang telah di-*pool*. Pembayaran yang dilakukan secara berkala kepada *Investor* pada umumnya hanya meliputi pembayaran bunga terlebih dahulu, sedangkan pembayaran pokok dilakukan pada saat akhir masa obligasi. Pembayaran bunga dari obligasi tersebut dibuat perberapa bulan atau *semiannually*, *mortgage-backed Bond* biasanya memiliki *fixed note rate* dengan tingkat jatuh tempo tertentu.

Untuk meyakinkan *Investor* bahwa pemasukan dari *mortgage loan* tersebut akan digunakan untuk pembayaran bunga obligasi dan untuk membayar utang pokoknya pada saat jatuh tempo, *Issuer* biasanya melakukan *overcollateralization* terhadap penerbitan obligasi MBB ini. Proses ini dilakukan dengan menempatkan *mortgage loan* pada *pool* dengan *outstanding loan balances in excess of the money amount* dari penerbitan sekuritas. *Overcollateralization* ini memastikan pembayaran bunga terhadap pemegang sekuritas akan terus berlangsung meskipun terjadi *default* pada beberapa debitor dalam *mortgage loan* yang sudah di-*pool* tersebut.

b) *Mortgage Pass-Through Securities* (MPTs)

Jika dalam MBB, yang diterbitkan adalah obligasi, dalam MPT yang diterbitkan adalah Unit Penyertaan, yang merefleksikan kepemilikan yang tidak terbagi dalam suatu *pool* yang di dalamnya terdapat berbagai macam

*mortgage loan*. Setiap *mortgage loan* yang berada dalam *pool* secara rutin akan diservis oleh *Originator* atau *Servicer*. Dan dalam prakteknya di luar Indonesia, suatu *Trustee* akan dibentuk sebagai “pemilik” dari *mortgage loan* yang berada dalam *pool* tersebut, dan memberikan jaminan kepada tiap individu pemegang efek sekuritas akan mendapatkan pembayarannya. Arus keuangan yang di dalamnya termasuk utang pokok beserta bunganya yang berasal dari *pool* tersebut, akan didistribusikan kepada pemegang sekuritas MPT ini. Oleh karena pembayaran kepada *Investor* pemegang MPT ini dilakukan secara “bersamaan” dengan penerimaan *Issuer* atau *Servicer* dari nasabah debitor *mortgage loan*, maka ABS atau EBA yang lahir dari jenis sekuritisasi yang demikian disebut dengan nama “*pass-through*”.

*Mortgage Pass-through Securities* memiliki masa jatuh tempo yang paling lama dibandingkan dengan *mortgage-mortgage* yang lain yang berada dalam *pool*. Sebagai contoh, apabila di dalam *pool* terdapat tujuh puluh lima persen yang memiliki jangka waktu lima belas tahun, dan yang dua puluh lima persennya lagi memiliki jangka waktu dua puluh tahun, maka MPT ini baru akan jatuh tempo secara keseluruhan dalam jangka waktu dua puluh tahun.

c) *Mortgage Pay-Through Bonds* (MPTBs)

*Mortgage pay-through Bonds* mengandung elemen-elemen dari *mortgage pass-through* (MPT) dan *mortgage backed Bonds* (MBB). Dikatakan berada di antara MPT dan MBB oleh karena *mortgage pay-through Bonds* diterbitkan dari *mortgage pool* yang pembayarannya kepada *Investor* dilakukan oleh *Issuer* atau *Servicer* yang besar dan jenisnya sesuai dengan pembayaran yang diterima oleh *Issuer* atau *Servicer* dari debitor *mortgage loan* tersebut, di mana pembayaran yang diterima oleh *Investor* adalah pembayaran bunga dan amortisasi pokok secara bersamaan; dan MBB oleh karena MPTB diterbitkan dalam bentuk surat utang atau obligasi. *Mortgage pay-through Bonds* dapat diterbitkan dengan *coupon rate* atau dengan *zero coupon basis*. Efek atau sekuritas yang diterbitkan berbentuk obligasi, bukan merupakan ekuitas kepemilikan dalam *mortgage pool* yang terpisah. *Mortgage pay-through Bonds* menimbulkan kewajiban bagi *Issuer* sebagai pemilik *mortgage pool* untuk membayar utangnya pada saat jatuh tempo. Bunga utang obligasi yang dibayarkan kepada pemegang obligasi besarnya ditentukan berdasarkan pada *coupon rate*, sementara utang pokoknya dibayarkan dalam bentuk amortisasi yang besarnya sesuai dengan amortisasi pembayaran pinjaman yang ada dalam *pool*.

### C. Kritisi Terhadap RUU Sekuritisasi

Berdasarkan pada penjelasan di atas yang terkait dengan Pengertian dan Konsepsi Sekuritisasi secara umum, di bawah ini disampaikan butir-butir kritisi terhadap RUU Sekuritisasi sebagai berikut:

#### 1. *Makna dan Proses Sekuritisasi*

Pasal 1 butir 1 RUU Sekuritisasi memberikan pengertian Sekuritisasi sebagai berikut:

*Sekuritisasi adalah transformasi aset yang tidak liquid menjadi liquid dengan cara penjualan Aset Keuangan oleh Kreditor Asal kepada Penerbit yang selanjutnya menerbitkan Sekuritas Beragun Aset kepada Pemodal yang diwakili Wali Amanat.*

Rumusan tersebut secara tegas mencantumkan peran Wali Amanat dalam proses Sekuritisasi Aset. Pernyataan Wali Amanat mengingatkan pada “rumusan” yang sama yang dipergunakan dalam Undang-Undang Pasar Modal. Menurut ketentuan Undang-Undang Pasar Modal<sup>69</sup>: *Wali Amanat adalah Pihak yang mewakili kepentingan pemegang Efek yang bersifat utang.* Selanjutnya rumusan Pasal 1 butir 13 RUU Sekuritisasi menyatakan bahwa: *Wali Amanat adalah pihak yang mewakili kepentingan seluruh pemegang Sekuritas Beragun Aset.*

Konsepsi dan pengertian Sekuritisasi Aset yang diberikan dalam pembahasan Bagian Kedua tulisan ini menunjukkan bahwa proses Sekuritisasi Aset dapat menghasilkan dua macam instrumen yang berbeda, yaitu instrumen yang merupakan efek bersifat ekuitas dan instrumen yang merupakan efek bersifat utang. Masing-masing instrumen dilahirkan dari proses yang agak berbeda serta melibatkan pihak yang berbeda. Dalam Sekuritisasi yang menghasilkan efek bersifat ekuitas, Penerbit adalah suatu *Trusts* yang tidak berbadan hukum. *Trusts* inilah yang merupakan pemilik dari seluruh piutang yang dijadikan sebagai dasar penerbitan EBA/ABS bersifat ekuitas tersebut. *Trusts* di sini adalah suatu *Ownership Trusts* yang “tidak dikenal” di Indonesia. Sedangkan dalam Sekuritisasi yang menghasilkan EBA/ABS bersifat utang, penerbitan dilakukan oleh suatu SPV, yang berbadan hukum, yang merupakan subjek hukum mandiri. Untuk menerbitkan EBA/ABS bersifat utang ini, SPV dibantu oleh *Indenture Trustee*, yang merupakan pemegang dari Surat Piutang Jumbo, yang menjadikan SPV ini hanya mempunyai satu kreditor, yaitu *Indenture Trustee* tersebut (yang dalam Undang-Undang Pasar Modal dikenal dengan nama Wali Amanat).

<sup>69</sup> Pasal 1 butir 30 Undang-Undang Pasar Modal.

Dengan demikian jelaslah bahwa, sejalan dengan ketentuan Pasar Modal, jika yang dimaksud dengan Wali Amanat adalah *Indenture Trustee*, maka dalam proses Sekuritisasi pun, Wali Amanat hanya diperlukan jika Sekuritisasi Aset tersebut ditujukan untuk menghasilkan EBA/ABS yang bersifat utang. Dalam penerbitan ABS/EBA yang bersifat ekuitas, *Indenture Trustee* sama sekali tidak diperlukan. Jika yang dimaksudkan dengan Wali Amanat adalah *Trustee*, baik *Indenture Trustee* maupun *Ownership Trustee*, maka jelas penggunaan istilah tersebut sangat tidak tepat. Tidak mungkin ada dua istilah dalam dua undang-undang yang berbeda pengertiannya satu dengan yang lain.

Sehubungan dengan pengertian Sekuritisasi tersebut di atas, Pembahas mengusulkan agar perkataan "yang diwakili Wali Amanat" sebaiknya dihapus, oleh karena ketiadaan rumusan tersebut tidak memberikan perbedaan makna sekuritisasi.

Di samping makna Sekuritisasi Aset yang perlu diperbaiki, RUU Sekuritisasi juga tidak memberikan diagram arus (*flow chart*) proses Sekuritisasi, yang terkait dengan peran masing-masing institusi dalam Sekuritisasi Aset, yang berbeda antara Sekuritisasi Aset yang bertujuan menerbitkan EBA/ABS bersifat ekuitas dengan EBA/ABS bersifat utang. Ada baiknya hal tersebut diatur dalam RUU Sekuritisasi.

## 2. Penerbit (Issuer) dalam Sekuritisasi

Penerbit adalah *Perseroan Terbatas* yang khusus didirikan dengan maksud, tujuan, dalam rangka sekuritisasi yang kegiatan usahanya terbatas untuk membeli Aset Keuangan dan menerbitkan Sekuritas Beragun Aset, demikianlah rumusan Pasal 1 butir 5 RUU Sekuritisasi. Rumusan tersebut cenderung membatasi institusi yang dapat menerbitkan ABS/EBA. Di Amerika Serikat, sebagai Negara bertradisi *Common Law*, Sekuritisasi Aset pada umumnya dilaksanakan dengan membentuk *Trusts* yang menerbitkan efek bersifat ekuitas, oleh karena *Trusts* dalam pandangan *Common Law* adalah suatu institusi yang tidak dapat dipailitkan. Pada negara-negara dengan tradisi hukum Eropa Kontinental, Sekuritisasi Aset pada umumnya dilakukan dengan membentuk SPV dalam bentuk perseroan terbatas, yang menerbitkan efek bersifat utang. Di Mexico, *Issuer* dapat berupa<sup>70</sup> *Trusts*<sup>71</sup> (*Fideicomiso*), perseroan terbatas (*Sociedad Anonima*) atau suatu *partnership*. Di Negara Thailand yang "tidak mengenal" *Common Law Trusts* seperti halnya Indonesia, *Issuer* dapat mengambil bentuk perseroan terbatas, perseroan terbuka maupun suatu Reksa Dana<sup>72</sup>, mekipun pada prakteknya, *Issuer* dalam bentuk Reksa Dana belum pernah menerbitkan ABS di Thailand.

<sup>70</sup> Gonzalez, op. cit., hlm. 7.

<sup>71</sup> Diatur dalam peraturan tersendiri yaitu the General Law of Negotiable Instrument and Credit Operations tahun 1932.

<sup>72</sup> Chaipat Kamchadduskorn, "Securitization in the land of smile", October 2001, hlm. 14. <http://www.siamlaw.co.th/publications/mile.htm>.

Dengan memperhatikan rumusan bahwa suatu Reksa Dana dimungkinkan untuk menerbitkan ABS, dan ketentuan BAPEPAM yang memungkinkan juga diterbitkannya EBA atau ABS dengan suatu Kontrak Investasi Kolektif yang dibuat oleh Manajer Investasi dan Bank Kustodian, yang juga menjadi dasar penerbitan suatu Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif (lihat juga Pasal 5 ayat (2) RUU Sekuritisasi) ada baiknya jika RUU Sekuritisasi ini memberikan peluang juga kepada Reksa Dana dalam bentuk Kontrak Investasi Kolektif untuk menerbitkan EBA atau ABS yang bersifat ekuitas. Hal ini dapat sejalan dengan ketentuan BAPEPAM mengenai KIK EBA. Perlu juga untuk dicatat dan diketahui bahwa suatu persekutuan perdata atau *partnership* adalah suatu bentuk *Commercial Trusts*<sup>73</sup>.

Penjelasan tersebut di atas menunjukkan bahwa jika RUU Sekuritisasi ingin mempertahankan bahwa ABS/ EBA yang diterbitkan dapat berwujud EBA bersifat utang dan EBA bersifat ekuitas, maka perlu dibuka peluang tidak hanya bagi perseroan terbatas, tetapi juga bagi persekutuan perdata dan atau Kontrak Investasi Kolektif untuk menjadi pihak yang akan menerbitkan EBA (dalam hal ini EBA yang dihasilkan adalah EBA bersifat ekuitas dalam bentuk Unit Penyertaan).

RUU Sekuritisasi juga tidak membedakan SPV dari suatu *Conduit*. SPV, secara konseptual, berdasarkan pada uraian yang diberikan dalam Bagian Kedua tulisan ini hanya menyelenggarakan satu kali Sekuritisasi dan selanjutnya bubar demi hukum. Dalam hal tidak dibubarkan, secara praktis SPV dimungkinkan melakukan proses Sekuritisasi berikutnya selama dan sepanjang seluruh kewajiban yang terbit dari proses Sekuritisasi yang pertama sudah dilunasi atau dibayar penuh. Sedangkan *Conduit* melakukan kegiatan sekuritisasi secara berulang-ulang dilaksanakan secara terus menerus, dan dengan melakukan pembelian Aset Keuangan dari berbagai Kreditor Asal.

Rumusan Pasal 9 ayat (2) RUU Sekuritisasi memberikan pembatasan bahwa Penerbit hanya dapat membeli Aset Keuangan (untuk disekuritisasikan) dari satu Kreditor Asal saja. Apakah rumusan yang diberikan oleh RUU Sekuritisasi ini dimaksudkan sebagai SPV yang melakukan penerbitan berkala atas Aset Keuangan yang dibelinya dari Kreditor Asal, dengan catatan bahwa penerbitan Surat Utang hanya dapat dilakukan kembali setelah Surat Utang yang lama dilunasi sepenuhnya.

Ketentuan Pasal 5 ayat (2) RUU Sekuritisasi Aset yang menyatakan bahwa "*Sekuritas Beragun Aset yang berbentuk Surat Partisipasi dapat*

<sup>73</sup> Lihat Steven L. Schwarcz, "*Commercial Trusts as Business Organizations: An Invitation to Comparatists*", 13 Duke J. of Comp. & Int'l L., hlm. 321. Bandingkan juga dengan Matthias E. Storme, "*Van Trust Gespeen*



diterbitkan oleh Penerbit, Kreditor Asal, Wali Amanat, atau pihak lain yang ditunjuk dalam transaksi Sekuritisasi sesuai dengan ketentuan dalam Undang-Undang ini” makin membuat pengertian Penerbit dalam proses Sekuritisasi Aset menjadi tidak jelas. Kreditor Asal tidak mungkin melakukan Sekuritisasi Aset oleh karena tidak pernah memenuhi kriteria penjualan atau pengalihan Aset Keuangan. Dalam negara-negara yang bertradisi *Common Law*, Kreditor Asal menerbitkan ABS melalui pembentukan *Trusts*. Dengan mengalihkan hak milik dari piutang-piutang tersebut kepada *Trusts* yang dibentuknya tersebut. Dalam konteks KIK, hal tersebut dapat dilaksanakan, dengan mengingat rumusan Pasal 9 ayat (3) RUU Sekuritisasi yang berbunyi “Pembelian Aset Keuangan oleh Penerbit sebagaimana dimaksud pada ayat (2) adalah dalam bentuk jual lepas yang (pelaksanannya dapat) dibiayai oleh Pemodal dari penerbitan Sekuritas Beragun Aset”.

### 3. Penerbit Asing

Dalam RUU Sekuritisasi, satu-satunya unsur asing yang diakui dapat membantu proses Sekuritisasi adalah Kustodian Asing. Di Negara Thailand, sekuritisasi dapat juga dilaksanakan dengan bantuan Penerbit Asing, yang pada umumnya berbentuk *Trusts*. Namun dalam proses sekuritisasi ini, Penerbit Asing (*Trusts*) tersebut tidak berhubungan langsung dengan Kreditor Asal yang merupakan perusahaan Thai, melainkan berhubungan dengan SPV (Thailand) yang didirikan secara khusus untuk mendukung proses sekuritisasi tersebut. Jika SPV hanya menerbitkan Surat Utang (ABS/EBA bersifat utang), maka dengan bantuan *Trusts* (Penerbit Asing) dapat diterbitkan EBA/ABS dalam bentuk penyertaan atau ABS/EBA yang bersifat ekuitas.

### 4. Pendukung Kredit (*Credit Enhancer*)

RUU Sekuritisasi tidak secara jelas membedakan *internal credit enhancement* dan *external credit enhancement*. Ketentuan mengenai pihak-pihak yang dapat menjadi Pendukung kredit tampaknya dimaksudkan untuk menunjuk pada keberadaan *external credit enhancement*, yang pada umumnya memang diperlukan dalam penerbitan EBA/ABS bersifat utang. Dalam penerbitan EBA/ABS bersifat utang seperti telah dijelaskan di atas, penerimaan pembayaran dari debitor Kreditor Asal tidak sama dengan saat SPV sebagai Penerbit atau pihak yang ditunjuk untuk melakukan pembayaran (Kustodian maupun Wali Amanat atau Agen Pembayar) kepada *Investor*. Tidak hanya sampai di situ, syarat-syarat dan ketentuan-ketentuan mengenai bunga yang dibayarkan kepada *Investor* pun dapat berbeda dari bunga dalam piutang (Aset Keuangan) semula. Jadi dalam hal ini SPV berkewajiban untuk memenuhi seluruh kewajiban yang terkait dengan penerbitan EBA/ABS bersifat utang

tersebut, hingga seluruh *Investor* di bayar penuh, kecuali jika sejak semula dinyatakan tidak ada jaminan pembayaran hingga lunas. Dalam konteks yang demikian, maka dapat dipastikan bahwa EBA/ABS tersebut tidak akan banyak diminati, kecuali diberikan dengan insentif suku bunga yang tinggi (*junk Bond*), atau dibuat dalam bentuk *Tranches* dengan prioritas pembayaran. Untuk keperluan itulah diperlukan adanya Pendukung Kredit yang akan memberikan jaminan pembayaran tersebut. Di samping adanya pemberian jaminan dalam bentuk *external credit enhancement* dimungkinkan juga untuk memberikan *internal credit enhancement* misalnya dalam bentuk penyediaan dana awal (*reseve fund*) atau selisih bunga (*excess spread*) yang disisihkan.

Dalam konteks pemenuhan pembayaran tersebut di atas, pada penerbitan ABS/EBA yang bersifat ekuitas, pada umumnya dilakukan *internal credit enhancement*, yaitu dengan memberikan tambahan jaminan (*over-collectivization*) sehingga dengan demikian berarti *Investor* dapat dibayar dari nilai lebih tersebut manakala ada debitor dari piutang asal yang cidera janji.

Sejalan dengan prinsip bahwa Sekuritisasi bertujuan untuk memindahkan atau mengeluarkan resiko kredit dari *Originator*, maka sudah merupakan konsekwensi bahwa *Originator* tidak dapat menjadi Pendukung Kredit, kecuali dalam bentuk *internal credit enhancement* yang dibatasi hingga suatu besaran persentase tertentu. Dalam Peraturan BI Nomor 7/4/PBI/2005 tentang Prinsip Kehati-hatian Dalam Aktivitas Sekuritisasi Aset Bagi Bank Umum, besarnya dukungan yang diberikan ditentukan tidak lebih dari 10%.

##### 5. Lembaga Pemeringkat

Untuk menjamin kepentingan *Investor* dari resiko tidak terbayarkan, maka piutang-piutang yang dialihkan haruslah mempunyai kualitas yang baik. Untuk menjamin kualitas yang baik ini, diperlukanlah lembaga Pemeringkat guna menentukan kualitas piutang-piutang yang akan dialihkan tersebut. RUU Sekuritisasi diharapkan dapat mengatur secara tegas prosedur, mekanisme kerja atau tata cara penilaian piutang tersebut, termasuk lembaga yang diberikan hak untuk melakukan kegiatan penilaian dan pemeringkatan.

##### 6. Tanggung Jawab Pihak-Pihak yang terkait dengan Proses Sekuritisasi

RUU Sekuritisasi Aset tidak memberikan sanksi, baik sanksi perdata, sanksi pidana maupun sanksi administratif, yang merupakan wujud pertanggungjawaban pihak-pihak dalam proses sekuritisasi aset, manakala terjadi pelanggaran terhadap ketentuan dalam RUU tersebut, baik yang secara nyata-nyata merugikan kepentingan *Investor*, atau hanya sebatas pelanggaran formalitas tanpa menerbitkan suatu kerugian apapun bagi *Investor*.

### 7. Piutang yang dapat Dialihkan

Rumusan Pasal 1 butir 3 RUU Sekuritisasi menyatakan bahwa “Aset Keuangan adalah kumpulan piutang milik Kreditor Asal yang sudah dan/ atau yang akan diperoleh Kreditor Asal dalam menjalankan usahanya, termasuk hak agunan yang melekat padanya”. Pernyataan “yang akan diperoleh” dalam rumusan tersebut menerbitkan persoalan baru. Secara konseptual Kitab Undang-Undang Hukum Perdata tidak melarang atau membatasi benda yang dapat diperjualbelikan selain yang diatur dalam Pasal 1471 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata<sup>74</sup> dan Pasal 1334 ayat (2) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata<sup>75</sup>. Dalam konteks tersebut Pasal 1334 ayat (2) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata jo. Pasal 1471 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, sejak semula tidak pernah ada penyerahan dan karenanya Hak Milik tidak pernah beralih atau berpindah. Sehubungan dengan penyerahan sebagai suatu dasar perolehan hak milik, ketentuan Pasal 584 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata mensyaratkan adanya peristiwa perdata yang mendasarinya, dalam hal ini jual beli. Mengenai jual beli piutang yang akan diperoleh Pasal 2 ayat (2) RUU Sekuritisasi menyatakan “Dalam hal Aset Keuangan yang dijual adalah kumpulan piutang yang akan diperoleh, maka apabila Kreditor Asal dinyatakan pailit, Aset Keuangan tersebut yang haknya belum timbul menjadi bagian dari harta pailit Kreditor Asal”. Hal ini tentunya akan menimbulkan pertanyaan dan keheranan. Jika memang demikian halnya, maka untuk apa diperbolehkan penjualan piutang yang akan diperoleh, yang haknya belum timbul. Hal tersebut tentunya akan membuka peluang besar untuk merugikan kepentingan Investor. Penjelasan Pasal 2 ayat (2) RUU Sekuritisasi menyatakan sebagai berikut:

*Yang dimaksud “Aset Keuangan yang akan diperoleh” adalah kumpulan piutang yang pada saat ini belum ada akan tetapi akan diperoleh dikemudian hari dari kegiatan usaha Kreditor*

<sup>74</sup> Ketentuan ini menyatakan bahwa jual beli barang milik orang lain adalah batal demi hukum.

<sup>75</sup> Ketentuan ini mensyaratkan 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 saat pemisahan dan pembagian harta bersama tidak memperoleh hak milik dari benda tersebut, maka sesuai Pasal 1471 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata, jual beli yang dilangsungkan adalah batal demi hukum.

*Asal. Contoh dari Aset Keuangan ini adalah tagihan listrik kepada pelanggan, tagihan telepon kepada pelanggan, dan lain lain.*

*Ketentuan dalam ayat ini adalah untuk membedakan antara kumpulan piutang yang haknya sudah timbul atau belum timbul pada saat kepailitan Kreditur Asal diputus Pengadilan. Piutang yang sudah timbul yaitu Piutang yang tidak bersyarat atas kewajiban yang belum dipenuhi oleh Kreditur Asal, misalnya Kredit Pemilikan Rumah (KPR), dapat diserahkan pada saat jual beli Kumpulan Piutang terjadi karena hak tagihnya meskipun belum jatuh waktu sudah ada dan karena secara sah sudah diserahkan sebelum kepailitan Kreditur Asal terjadi, sehingga tidak termasuk budel pailit. Sebaliknya, tagihan yang masih diperlukan adanya kewajiban Kreditur Asal, misalnya tagihan supplier yang belum timbul sebelum dipenuhinya kewajiban penyerahan barang. Dan oleh karena itu, hak tagih belum timbul dan karenanya juga belum dapat diserahkan atau di-cessie-kan. Dengan demikian, dalam hal Kreditur Asal dinyatakan pailit, maka hak tagih tidak lagi dapat diserahkan oleh Kreditur Asal, karena hak pengurusannya hilang. Sebaliknya kumpulan piutang bank dari Kredit Pemilikan Rumah (KPR), hak tagihnya sudah ada meskipun pembayarannya belum jatuh waktu.*

Jika dibaca dengan cermat, penjelasan ini bermaksud untuk membedakan antara piutang-piutang bersyarat tangguh (yang belum mempunyai hak tagih) dengan piutang-piutang dengan ketetapan waktu (yang telah memiliki hak tagih). Namun demikian dalam pandangan Pembahas contoh yang diberikan untuk hal yang pertama adalah kurang tepat, oleh karena dalam hal iuran listrik dan telepon, hak tagih telah ada pada tangan PLN dan atau PAM/ PDAM, hanya saja besarnya jumlah tersebut belum pasti, tetapi sudah ada (yaitu biaya pelanggan yang bersifat tetap, seperti biaya aboedemen, biaya pemeliharaan dan sebagainya)<sup>76</sup>. Dalam konteks contoh yang diberikan jelas hak tagih atau klaim sudah ada, jadi jika PLN, PAM atau PDAM dinyatakan pailit, maka hak tagih atas yang diidentifikasi dengan no. pelanggan tersebut sudah beralih kepada Penerbit (dan pihak yang ditunjuk sebagai pemegang hak lebih lanjut, seperti Bank Kustodian atau Wali Amanat). Dengan demikian secara konseptual, Penerbit dapat tetap melakukan penagihan, hanya saja secara praktis, jika karena kepailitan tersebut PLN, PAM, PDAM tidak beroperasi, maka

<sup>76</sup> Bandingkan Pasal 1333 ayat (2) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

penagihan hanya dapat dilakukan untuk jumlah minimum atau bahkan terhenti sama sekali. Di sini yang berlaku adalah perikatan dengan syarat batal<sup>77</sup>. Dalam pandangan Pembahas, contoh yang cocok untuk perikatan bersyarat tangguh tersebut adalah piutang yang terbit dari "penjualan karcis tempat hiburan". Dalam hal ini penjualan karcis memang dapat diprediksi, tapi selama karcis belum dijual tidak ada hak tagih sama sekali dari siapapun juga. Dalam hal penyelenggaraan hiburan dinyatakan pailit, maka jelaslah tidak ada lagi penyerahan hak tagih untuk hari-hari selanjutnya dari penyelenggaraan hiburan tersebut kepada Penerbit. Meskipun secara konseptual kedua hal tersebut berbeda, namun dari sisi praktis, keduanya sama-sama merugikan kepentingan investor yang telah membayar di muka untuk proses Sekuritisasi yang dilakukan. Dalam hal ini perlu dipikirkan upaya perlindungan bagi investor, seperti misalnya memberikan hak kebendaan (*security in rem*) terhadap hak tagih yang terkait dengan pengelolaan kebendaan yang menghasilkan hak tagih tersebut.

Kedua keadaan tersebut di atas memiliki akibat hukum praktis yang berbeda dari suatu perikatan dengan ketetapan waktu murni, artinya yang besar tagihannya sudah pasti yang pelaksanaannya secara relatif tidak lagi tergantung pada pelaksanaan kontra prestasi tertentu lainnya. Dalam KPR misalnya, Bank dapat dikatakan sudah selesai melaksanakan kewajibannya sejak semula. Dalam *financial lease*, *lessor* dapat dikatakan sejak awal sudah menyerahkan dan melaksanakan seluruh kewajiban yang terkait dengan perjanjian sewa guna usaha dengan hak opsinya. Sedangkan *operating lease* untuk gedung atau mesin-mesin dan alat-alat berat memiliki konsekuensi yang hampir serupa dengan tagihan listrik dan air minum, karena sampai pada derajat tertentu masih dapat diakhiri setiap saat<sup>78</sup>. Untuk itulah perlunya diberikan penekanan mengenai kewajiban dan tanggung jawab hukum tertentu bagi pihak-pihak yang terkait dengan proses Sekuritisasi ini, mengingat bahwa *Investor* hanya bergantung sepenuhnya pada piutang yang menjadi dasar penerbitan ABS/EBA tersebut, yang karakteristiknya dapat berbeda-beda antara yang satu dengan yang lainnya.

#### 8. Agunan dalam Aset Keuangan (piutang asal)

Adanya agunan dalam suatu piutang yang akan disekuritisasikan hanya dapat ditemui dalam penerbitan *Mortgage Backed Securities*. Seperti dijelaskan di atas, dalam penerbitan ABS/EBA bersifat ekuitas, eksistensi Wali Amanat sama sekali tidak diperlukan, sehingga adalah tidak mungkin untuk mencatat agunan ke atas nama Wali Amanat untuk kepentingan *Investor*. Hanya dalam hal penerbitan EBA/ABS bersifat utang saja, eksistensi Wali Amanat

<sup>77</sup> Lihat Pasal 1265 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

<sup>78</sup> Bedakan dengan Pasal 1266 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.

diperlukan. Dalam penerbitan EBA/ABS bersifat ekuitas, pada negara-negara dengan tradisi hukum *Common Law*, hak milik tercatat atas nama (*Ownership Trustee*). Dalam KIK EBA, sebagaimana diatur oleh BAPEPAM, dan dengan pengertian bahwa KIK adalah suatu persekutuan khusus yang melahirkan “*Commercial Trusts*”, maka seluruh piutang yang dialihkan, termasuk agunan yang menyertainya haruslah dicatatkan atas nama (*Ownership Trustee*) Bank Kustodian. Baru dalam hal penerbitan EBA/ABS bersifat utang seluruh piutang yang dialihkan, termasuk agunan yang menyertainya haruslah dicatatkan atas nama Wali Amanat. Selanjutnya untuk keperluan eksekusi, baik Bank Kustodian maupun Wali Amanat dapat menunjuk atau memberikan kuasa kepada pihak lain (*Security Agent*) untuk melaksanakannya.

#### 9. *Residual Interest (Nilai Sisa) dan tanggung jawab Kerugian Investor*

Seperti telah dijelaskan dalam butir 4 di atas, dalam banyak hal, *internal credit enhancement* sering dipergunakan, oleh karena memberikan biaya yang lebih murah dibandingkan dengan *external credit enhancement*. Dalam *internal credit enhancement*, pembayaran oleh *Issuer* kepada *Investor* bergantung sepenuhnya pada kualitas piutang itu sendiri. Dalam hal kualitas piutang sangat baik, maka jelas selalu ada Nilai Sisa (*Residual Interest*), yang merupakan nilai lebih yang ditambahkan sebagai jaminan pembayaran. Dalam penerbitan EBA/ABS bersifat ekuitas oleh *Trusts*, Nilai Sisa selalu kembali kepada *Originator*, oleh karena dalam konsepsi *Trusts* mereka adalah *residual beneficiary*. Sedangkan dalam penerbitan EBA/ABS bersifat utang, maka dengan prinsip jual putus (*True Sale*) kelebihan yang diperoleh sebagai akibat adanya *internal credit enhancement* atas seluruh pembayaran kepada *Investor*, tidak akan diserahkan secara cuma-cuma kepada *Originator*, melainkan akan dijual kepada *Originator* atau dikumulasikan ke dalam keuntungan SPV. Untuk itulah maka pada umumnya dalam penerbitan ABS/EBA, kecuali yang dilakukan dengan penerbitan melalui *Tranches*, *Originator* tidak akan memberikan *internal credit enhancement*, melainkan dalam bentuk *external credit enhancement*, yaitu untuk memenuhi kebutuhan pembayaran dalam hal terjadi *mismatch* sebagai akibat cidera janji sebagai *liquidity provider*.

RUU Sekuritisasi tidak mengatur mengenai Nilai Sisa sama sekali. Sedangkan mengenai kerugian *Investor* dan tanggung jawab Penerbit, telah dijelaskan dalam butir 3 di atas, bahwa dalam penerbitan EBA/ABS yang bersifat ekuitas, Penerbit tidak akan menanggung kerugian apapun juga, oleh karena Penerbit hanya melakukan “*pass-through*” pembayaran oleh debitor dalam piutang asal setelah dikurangi biaya-biaya kepada *Investor*. Selanjutnya untuk menjamin agar EBA/ABS tersebut lebih menarik, yang dapat menjamin *Investor* memperoleh jumlah penerimaan yang sesuai dengan pernyataan pada

saat prospektus dikeluarkan, maka diadakanlah *internal credit enhancement*. Agak sedikit berbeda dalam penerbitan ABS/EBA bersifat utang, Penerbit adalah debitor terhadap *Indenture Trustee*, dan karenanya harus bertanggung jawab untuk memenuhi kewajibannya sampai selesai, kecuali dalam Prospektus secara tegas dinyatakan lain. Sebagaimana halnya suatu Surat Utang (Obligasi) yang penerbitannya dapat dijamin oleh pihak ketiga, maka dalam penerbitan EBA/ABS bersifat utang inipun dimungkinkan pemberian *external credit enhancement* di samping pengelolaan *internal credit enhancement*

#### 10. *Actio Pauliana*

Pasal 1341 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata dan Pasal 41 Undang-Undang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang memungkinkan dilakukannya *Actio Pauliana* atas setiap tindakan debitor yang bertujuan untuk mengalihkan setiap benda yang menjadi miliknya, termasuk piutang-piutang. Terlepas dari kontekstual dan pembuktian mengenai dapat tidaknya suatu *Actio Pauliana* dilakukan, ada baiknya dalam RUU ini diberikan tambahan ketentuan mengenai tidak dapat diberlakukannya *Actio Pauliana* dalam setiap transaksi penjualan piutang yang dibuat dengan tujuan untuk disekuritisasikan<sup>79</sup>.

#### 11. *Konsistensi dalam Penggunaan Istilah dan Makna*

RUU Sekuritisasi dalam beberapa hal menggunakan istilah yang berbeda dari yang sudah dikenal sebelumnya, misalnya penggunaan kata Sekuritas Beragun Aset dan bukan Efek Beragun Aset. Demikian juga kiranya RUU Sekuritisasi mempergunakan istilah Surat Partisipasi, manakala dalam Undang-Undang Pasar Modal dipakai istilah Unit Penyertaan yang sudah lebih baku. Hal yang sama perlu ditekankan dalam penggunaan istilah Wali Amanat (*Indenture Trustee*) agar disesuaikan dengan pengertian yang sudah berlaku umum, yaitu suatu lembaga yang hanya diperlukan dalam Sekuritisasi jika yang diterbitkan adalah efek bersifat utang.

#### D. Penutup

Dari seluruh uraian yang telah diberikan di atas, dapat ditarik kesimpulan dengan saran-saran sebagai berikut:

1. RUU Sekuritisasi perlu untuk disempurnakan lebih lanjut, dalam hal ini termasuk persamaan konsepsi dengan peraturan perundang-undangan lainnya, khususnya Undang-Undang Pasar Modal, misalnya yang terkait dengan konsistensi penggunaan istilah, peran Wali Amanat dalam penerbitan

<sup>79</sup> Bandingkan dengan Kamchadduskorn, op. cit., hlm. 17 dan baca juga Gonzalez, op. cit., hlm. 12, 33.

- ABS/EBA bersifat utang, Kontrak Investasi Kolektif sebagai bentuk hukum Penerbit dalam penerbitan ABS/EBA bersifat ekuitas.
2. RUU Sekuritisasi perlu menambahkan aturan-aturan hukum yang terkait dengan seluruh proses Sekuritisasi, termasuk hak dan kewajiban, tugas, wewenang dan tanggung jawab pihak-pihak yang terkait atau terlibat dengan jalannya proses Sekuritisasi itu sendiri, khususnya pertanggungjawaban terhadap *investor* publik, misalnya penambahan ketentuan mengenai eksistensi lembaga Pendukung Kredit, dan lembaga Pemingkat dalam proses Sekuritisasi.
  3. RUU Sekuritisasi perlu memberikan aturan yang lebih melindungi kepentingan *investor*, misalnya yang terkait dengan kepailitan kreditor asal terhadap penjualan piutang yang belum memiliki hak tagih (bersyarat tangguh), atau piutang-piutang yang masih diancam dengan pengakhiran lebih awal, masalah Actio Pauliana, kepastian mengenai kedudukan hukum agunan dalam piutang yang disekuritisasikan, termasuk juga persoalan *mismatch* dalam pembayaran dan dalam hal-hal lain yang mengakibatkan kerugian bagi *investor*. (GW)

