

# SEKURITISASI ASET DALAM KEGIATAN PASAR MODAL DAN DAMPAK KASUS *SUBPRIME MORTGAGE* DI AMERIKA SERIKAT TERHADAP PASAR SEKURITAS GLOBAL

*A security defines as a marketable investment instrument representing financial value. Securities are broadly categorized into debt securities, commercial bonds, stocks, bonds, equity securities, e.g. common stocks, future trading securities, and derivative securities. Aset securitization is a structured finance process, which involves pooling and repackaging of cash-flow producing financial assets into securities that are then sold to investors. By securitization process, an enterprise's financial asset may readily convert into fresh money through stock exchange. An example of asset securitization is mortgage backed securities practiced by American Banking institution to funding mortgage.*

*Besides receiveable account existing in the balancing sheet there also projected income which can be securitized into cash, for example a receiveable income acquired from toll payment by every passed-through vehicle can be sold for cash in order to develop the road toll. Thus, projected account of current business entity may be proposed to perform asset securitization. Therefore asset securitization becomes an alternative for generating cash-flow in order to support corporate liquidity through quick processes without interest risk.*

Efek (*security*) merupakan suatu surat berharga yang bernilai serta dapat diperdagangkan. Efek terdiri atas surat pengakuan utang, surat berharga komersial saham, obligasi unit penyertaan kontrak investasi kolektif misalnya reksadana, kontrak berjangka atas efek, dan setiap derivatif dari efek. Sekuritisasi aset adalah suatu proses finansial yang terstruktur yang meliputi pengelompokan dan pengemasan kas/piutang/aset menjadi surat berharga yang dapat dijual kepada investor. Melalui proses sekuritisasi, aset keuangan yang dimiliki suatu perusahaan dapat dicairkan menjadi uang kas (*fresh money*) dengan cepat melalui pasar modal. Salah satu contoh sekuritisasi aset adalah pinjaman perumahan beragun aset (*mortgage backed securities*) yang dilakukan perbankan Amerika untuk mendanai kredit pemilikan rumah.

Selain piutang yang sudah ada dalam neraca juga piutang-piutang yang baru akan ada di kemudian hari dapat disekuritisasikan menjadi uang kas, misalnya pendapatan jalan tol yang diperoleh dari pembayaran setiap kendaraan yang melintas di jalan tol dapat dijual untuk memperoleh uang kas bagi pembangunan jalan tol tersebut. Jadi proyeksi keuangan sebuah usaha yang sedang berjalan juga dapat dipergunakan untuk melaksanakan sekuritisasi aset. Dengan demikian sekuritisasi aset menjadi salah satu alternatif untuk menggalang dana bagi perusahaan yang membutuhkan likuiditas melalui proses yang cepat tanpa risiko beban bunga.

## A. Pendahuluan

Sekuritisasi aset adalah salah satu teknik finansial yang dipergunakan untuk menggalang dana bagi perusahaan yang membutuhkan likuiditas. Melalui proses sekuritisasi, aset keuangan yang dimiliki suatu perusahaan dapat dicairkan menjadi uang kas dengan cepat. Tidak hanya sampai di situ, bagi kalangan perbankan, risiko tidak tertagihnya piutang juga dikeluarkan dari neraca bank. Ini membuat kinerja bank semakin baik, ditambah lagi dengan

*fee* yang diperoleh dalam kaitannya dengan fungsi bank sebagai *servicer* (penagih) dari piutang yang sudah dialihkan kepemilikannya tersebut.

Meskipun pada mulanya sekuritisasi aset dimanfaatkan oleh bank-bank pemberi kredit perumahan, namun selanjutnya piutang-piutang seperti abodemen kereta api, biaya beban listrik, abodemen telepon dan air minum, premi asuransi pun disekuritisasikan untuk memperoleh dana kas berupa uang segar, yang selanjutnya dapat dipergunakan menjadi modal bagi pengembangan usaha.



Perkembangan global selanjutnya membuktikan bahwa tidak hanya piutang yang sudah ada dalam neraca yang dapat disekuritisasikan, melainkan juga piutang-piutang yang baru akan ada di kemudian hari<sup>2</sup>, dapat disekuritisasikan menjadi uang kas saat ini. Proyeksi keuangan pun dipergunakan sebagai dasar dilaksanakannya sekuritisasi aset. Pembangunan jalan bebas hambatan (tol) pun sudah ada yang memanfaatkan dana yang bersumber dari proses sekuritisasi ini. Biaya tol yang harus dibayar oleh setiap kendaraan yang melintas (setelah tol dibangun) pun ternyata dapat dijual untuk memperoleh uang kas bagi pembangunan jalan tol tersebut.

Melalui sekuritisasi aset, perusahaan tidak lagi melakukan proses pencarian dana secara konvensional, seperti misalnya melalui penerbitan surat utang atau obligasi yang menerbitkan kewajiban atau utang bagi perusahaan yang harus dibayar atau dilunasi oleh perusahaan. Belum lagi bunga atas utang yang harus dipikul oleh perusahaan. Penambahan modal melalui penerbitan saham baru atau opsi saham dalam bentuk penyertaan ekuiti juga tidak menguntungkan bagi perusahaan, karena perusahaan makin terikat dengan pemegang saham dengan berbagai macam corak dan ragamnya.

Dengan melaksanakan sekuritisasi aset, perusahaan tidak perlu memikirkan cara untuk mengembalikan dana yang diperoleh melalui penjualan piutang tersebut. Investor memperoleh pembayaran murni dari penghasilan yang diperoleh dari piutang-piutang yang telah dijual oleh perusahaan. Dengan demikian perusahaan tidak lagi dibebani dengan utang dan bunga utang. Di samping itu, perusahaan juga tidak terikat pada kewajiban untuk melakukan "disclosure" atau keterbukaan sebagaimana yang dilakukan jika perusahaan memerlukan penyertaan ekuitas dari investor.

Teknik sekuritisasi ini, bahkan dalam berbagai hal sudah dipergunakan oleh kalangan perbankan sebagai salah satu sarana untuk mengalihkan risiko finansial tanpa mengalihkan kepemilikan dari suatu tagihan atau piutang<sup>3</sup>. Sekuritisasi menjadi penting dewasa ini, oleh karena sekuritisasi tidak hanya memberikan likuiditas pada pemilik piutang yang disekuritisasikan, melainkan juga telah menjadi alternatif sumber pendanaan melalui publik maupun privat, dengan tidak membebani neraca perseroan dengan kewajiban (*liability*) baru. Bahkan bagi in-

dustri perbankan, sekuritisasi mengalihkan risiko kredit yang semula ada pada neraca bank kepada pihak ketiga, yang berarti juga sekaligus meningkatkan *capital adequacy ratio*-nya<sup>4</sup>.

Tulisan ini dibuat untuk memberikan gambaran mengenai pelaksanaan sekuritisasi aset, baik secara umum maupun pelaksanaannya di Indonesia. Selain itu tulisan ini juga memberikan uraian mengenai *sub-prime mortgage* dan analisis dampak dari kasus gagal bayarnya debitor kredit *sub-prime* yang dijamin dengan *mortgage* di Amerika Serikat terhadap perkembangan global industri sekuritisasi aset di dunia ini.

## B. Pengaturan Sekuritisasi Aset dan *Mortgage Backed Securities* di Indonesia

Di Indonesia, pengaturan mengenai sekuritisasi aset ini sebenarnya sudah lama ada. Mulai tahun 1997 sampai dengan tahun 2004, BAPEPAM-LK telah mengeluarkan tidak kurang dari 5 Peraturan yang terkait dengan penerbitan Unit Penyertaan Efek Beragun Aset sebagai produk Sekuritisasi Aset. Ke-lima peraturan tersebut adalah:

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

Selain kelima peraturan tersebut, suatu rancangan undang-undang (RUU) tentang sekuritisasi sebenarnya sudah pernah dibuat dan dibicarakan, sejak tahun 2000-an hingga pada akhirnya berhenti dibahas sama sekali. Di samping itu, di tahun 1998 pernah dikeluarkan Keputusan Menteri Keuangan No. 132/KMK.014/1998 tentang Perusahaan



Fasilitas Pembiayaan Sekunder Perumahan, yang diharapkan dapat menjadi cikal bakal dari produk *mortgage backed securities*, yaitu *aset backed securities* yang asetnya berupa piutang-piutang yang dijamin dengan *mortgage*. Dunggu di tahun 1998 tersebut hilang bersamaan dengan terjadinya krisis moneter di Indonesia. Selanjutnya di tahun 2005, melalui Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 telah dikeluarkan pengaturan mengenai pembiayaan sekunder perumahan (sebagai salah satu bentuk sekuritisasi Aset). Di samping itu Bank Indonesia juga telah mengeluarkan Peraturan Bank Indonesia No.7/4/PBI/2005 tentang Prinsip Kehatian dalam Aktivitas Sekuritisasi Aset bagi Bank Umum.

Pengeluaran Peraturan Presiden No. 19 Tahun 2005 mengenai Pembiayaan Sekunder Perumahan tersebut selanjutnya ditindaklanjuti dengan diterbitkannya Keputusan Pemerintah Nomor 5 tahun 2005 tentang Penyertaan Modal Negara Republik Indonesia untuk Pendirian Perusahaan Perseroan (Persero) di bidang Pembiayaan Sekunder Perumahan. Berdasarkan Anggaran Dasar nomor 59 tanggal 22 Juli 2005 berdirilah PT. Sarana Multigriya Finansial (Persero)<sup>5</sup>. Adapun kegiatan yang dilaksanakan oleh PT. Sarana Multigriya Finansial (Persero), sesuai dengan ketentuan Pasal 3 jo. Pasal 4 Peraturan Presiden Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan adalah melaksanakan kegiatan pembiayaan sekunder perumahan yang dilakukan dengan cara pembelian kumpulan Aset Keuangan dari Kreditor Asal dan sekaligus penerbitan Efek Beragun Aset. Pembiayaan sekunder perumahan ini bertujuan untuk memberikan fasilitas pembiayaan dalam rangka meningkatkan pembiayaan perumahan yang terjangkau oleh masyarakat<sup>6</sup>.

Belum lama ini, pada tanggal 18 Desember 2007, Bapepam-LK telah menerbitkan empat Peraturan Bapepam dan Lembaga Keuangan yang berkaitan dengan Dana Investasi Real Estat berbentuk Kontrak Investasi Kolektif (DIRE KIK)<sup>7</sup>, yaitu:

1. Peraturan Nomor IX.C.15 tentang Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum oleh Dana Investasi Real Estat Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif;
2. Peraturan Nomor IX.C.16 tentang Pedoman Mengenai Bentuk dan Isi Prospektus dalam Rangka Penawaran Umum oleh Dana Investasi Real Estat Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif;

3. Peraturan Nomor IX.M.1 tentang Pedoman bagi Manajer Investasi dan Bank Kustodian yang Melakukan Pengelolaan Dana Investasi Real Estat Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif;
4. Peraturan Nomor IX.M.2 tentang Pedoman Kontrak Investasi Kolektif Dana Investasi Real Estat Berbentuk Kontrak Investasi Kolektif.

Agak berbeda dari ketentuan konsepsi REITs yang berkembang di luar negeri, dalam DIRE yang diperkenalkan oleh Bapepam-LK, yang menjadi *underlying instrument* adalah properti yang menghasilkan. Ini berarti DIRE yang diatur dalam keempat peraturan tersebut hanya mengatur mengenai *Equity REITs*, yaitu REITs yang semata-mata hanya berinvestasi pada properti dalam bentuk tanah dan atau bangunan dan sejenisnya yang telah memberikan hasil. Dalam konsepsi REITs yang berkembang di luar negeri, selain dimungkinkan untuk berinvestasi langsung pada properti dalam bentuk tanah dan atau bangunan dan sejenisnya yang telah memberikan hasil, REITs dimungkinkan juga untuk berinvestasi pada piutang-piutang yang dijamin dengan properti. Jenis REITs ini dikenal juga dengan nama *Mortgage REITs*. Dalam pelaksanaannya, *Mortgage REITs* ini menghasilkan juga *Mortgage Backed Securities*.

### C. Proses Sekuritisasi Aset dan Perlindungan bagi Investor

Sekuritisasi aset selalu dimulai dengan proses penjualan piutang oleh pemilik piutang asal yang disebut dengan *originator* kepada suatu lembaga yang akan melakukan penawaran umum efek (*issuer*) dalam bentuk *Aset Backed Securities* (ABS) atau yang di Indonesia dikenal dengan nama Efek Beragun Aset. Dalam proses penjualan piutang ini, investor sama sekali tidak memiliki informasi apapun yang dapat dipergunakan olehnya untuk memastikan bahwa piutang-piutang yang dialihkan tersebut melalui proses jual beli pasti akan dibayar oleh debitor piutang tersebut pada waktunya, kecuali informasi yang diperoleh dari info memo atau prospektus yang diterbitkan oleh *issuer*, yang sepenuhnya bersumber dari pemilik piutang asal (*originator*) tersebut<sup>8</sup>. Untuk melindungi kepentingan investor terhadap kemungkinan penjualan piutang yang pilih tebang<sup>9</sup>, di mana piutang yang bagus tetap dipertahankan dalam portofolio *originator* dan piutang-piutang yang kurang bagus "dijual" kepada



investor, maka dilakukanlah proses pemeringkatan piutang-piutang tersebut oleh lembaga pemeringkat (*credit rating agency*). Lembaga pemeringkat inilah yang nantinya akan menentukan peringkat dari piutang-piutang yang dijual oleh *originator* ini. Informasi yang terkait dengan hasil pemeringkatan ini kemudian disampaikan kepada investor melalui info memo atau propektus yang tersedia, sehingga investor dapat menilai kelayakan dari harga-harga efek yang ditawarkan beserta risiko-risiko yang ada. Hasil pemeringkatan ini turut menjamin bahwa informasi yang disajikan dalam info memo atau prospektus mengenai kualitas piutang yang dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS adalah benar piutang-piutang yang layak untuk dibeli.

Proses penjualan piutang itu sendiri, guna kepentingan investor, harus dilaksanakan sebagai suatu transaksi jual putus. Suatu transaksi jual beli dikatakan dilaksanakan secara jual putus, manakala pembeli maupun penjual tidak lagi memiliki hak *recourse* terhadap piutang yang telah dijual/dibeli tersebut. Jual putus antara *originator* dan penerbit (*issuer*) dari ABS menjadi penting, untuk menghindari kembalinya piutang yang telah dijual tersebut ke dalam budel pailit *originator*, manakala *originator* dinyatakan pailit. Ini berarti dengan transaksi jual beli putus, piutang tersebut keluar dari neraca *originator* dan selanjutnya digantikan dengan uang tunai yang diperolehnya setelah emisi efek ABS tersebut dilaksanakan.

Terkait dengan pembelian putus piutang *originator* oleh *issuer*, perlu diperhatikan bahwa dengan selesainya transaksi jual beli tersebut, maka hak milik atas piutang beralih kepada *issuer* dan karenanya tercatat atas nama *issuer*. *Issuer* merupakan pemilik terdaftar dari piutang-piutang yang dibelinya tersebut dengan mempergunakan uang dari seluruh investor yang membeli efek ABS yang diterbitkan dari piutang-piutang tersebut. Untuk melindungi kepentingan investor sebagai penikmat (*beneficiary*) dari hasil pembayaran piutang-piutang yang tercatat atas nama *issuer*, maka *issuer* haruslah merupakan suatu lembaga atau perusahaan yang tidak dapat dipailitkan (*bankruptcy remote*) atau setidaknya sulit untuk dipailitkan.

Pada negara-negara dengan tradisi hukum *Anglo Saxon*, hal ini dapat diatasi dengan membentuk *trusts* sebagai *trustee* sebagai *issuer*. *Trusts* dalam tradisi hukum *Anglo Saxon* bukanlah suatu badan hukum, dan karenanya tidak dapat dinyatakan

pailit. Dalam suatu konstruksi *trusts*, yang dipailitkan adalah *trustee*, sedangkan kepailitan *trustee* tidaklah sama dengan kepailitan harta yang berada dalam *trusts*, oleh karena harta tersebut bukanlah harta *trustee* dalam *dominium*<sup>10</sup>. Kepailitan *trustee* hanya membawa konsekuensi hukum bahwa harta yang berada dalam *trusts* tersebut dipindahkan pemilikannya kepada *trustee* lainnya.

Pada negara-negara dengan tradisi hukum Eropa Kontinental, keberadaan *an-sich* suatu *trusts* memang tidak dikenal, namun demikian pranata serupa *trusts* pada kenyataannya juga dikenal pada negara-negara tersebut. Salah satu bentuk pranata serupa *trusts* yang dikenal adalah bentuk kontrak investasi kolektif yang lahir dari suatu perjanjian untuk kepentingan pihak ketiga<sup>11</sup>. Kontrak investasi kolektif bukanlah suatu badan hukum, dan karenanya juga tidak dapat dinyatakan pailit. Dapat dinyatakan pailit adalah bank kustodian yang dalam kontrak investasi kolektif menjadi pemilik terdaftar dari piutang-piutang yang dibeli oleh kontrak investasi kolektif tersebut. Kontrak investasi kolektif tersebut pada hakekatnya adalah suatu persekutuan perdata yang *sui generis*, yang lahir dari perjanjian untuk kepentingan pihak ketiga, dengan investor sebagai sekutu diam, dan manajer investasi dan bank kustodian sebagai pengurus yang memiliki *fiduciary duty* kepada seluruh investor<sup>12</sup>. Dalam konteks yang demikian berarti piutang-piutang yang merupakan sumber pembayaran bagi investor pemegang ABS tidak pernah akan dinyatakan pailit, dan karenanya tidak dapat dipergunakan sebagai pembayaran kewajiban yang berada di luar pemenuhan kewajibannya kepada investor<sup>13</sup>.

Di samping bentuk kontrak investasi kolektif, guna menjamin kepemilikan absolut yang dapat didaftarkan atas nama suatu subjek hukum mandiri, dalam negara-negara dengan tradisi hukum Eropa kontinental dikenal juga suatu bentuk "*Special Purpose Vehicle*" (SPV) yang merupakan perseroan terbatas dengan karakteristik khusus. Karakteristik khusus dari SPV ini adalah bahwa agar SPV tidak atau sulit untuk dipailitkan. Sehubungan dengan hal tersebut, SPV tidak boleh melakukan kegiatan apapun juga yang dapat melahirkan hubungan keperdataan kreditor-debitor. Untuk keperluan itulah, SPV selalu menyerahkan setiap kegiatan yang terkait dengan proses sekuritisasi aset kepada lembaga-lembaga lainnya, dan lembaga-lembaga ini selanjutnya memperoleh bayarnya



dari pembayarannya yang dilakukan oleh debitor piutang-piutang tersebut secara mendahului dari para investor pemegang efek ABS tersebut.

Selanjutnya piutang-piutang yang telah dibeli oleh lembaga yang *bankruptcy remote* tersebut distrukturisasi dan dikemas ulang (*repackage*) menjadi efek yang bersifat *pass through* atau *pay through*. Sebagai instrumen *pass through*, investor memperoleh pembayaran setiap saat debitor melakukan pembayaran, sedangkan sebagai instrumen *pay through*, investor mendapatkan pembayaran berdasarkan pada jangka waktu yang telah ditetapkan sebelumnya. Efek *pass through* tidak dibagi-bagi ke dalam *tranches*, sedangkan efek *pay through* pada umumnya diterbitkan dalam berbagai *tranches*. Tiap-tiap *tranches* mewakili tingkat risiko yang harus dipikul oleh investor, *tranche* dengan peringkat A memberikan pengembalian investasi dan keuntungan yang lebih pasti kepada investor, yang berarti juga tingkat risiko yang lebih kecil. Investor pemegang efek dengan *tranche* peringkat B memperoleh pembayaran setelah investor efek *tranche* A tersebut dibayar penuh. Ini berarti risiko dari investor terus bertambah dengan menurunnya peringkat *tranche* efek yang ditawarkan. Demikian seterusnya, hingga pembayaran untuk *tranche* dengan peringkat terakhir, yang seringkali disebut juga dengan *junk bond*, hanya dapat dilakukan jika *tranche* dengan peringkat yang satu tingkat lebih tinggi sebelumnya telah dibayar lunas. Model efek *pass through* biasanya disebut dengan nama ABS (*Aset Backed Securities*) yang mengambil bentuk penyertaan atau ekuitas sebagaimana halnya saham-saham. Sementara itu model efek *pay through* yang seringkali disebut dengan ABB (*Aset Backed Bond*) mengambil bentuk berupa efek surat utang (*bond*).

Piutang-piutang dengan peringkat A pada umumnya diterbitkan dalam bentuk *pass through*, sedangkan piutang-piutang dengan peringkat di bawah A atau beragam pada umumnya diterbitkan dalam bentuk *pay through*. Pada efek *pass through* yang hanya diterbitkan dalam satu kali penerbitan, dimana seluruh investor mempunyai kesempatan yang sama untuk mencicipi keuntungan dari piutang-piutang yang berkelas ini. Sementara itu pada efek *pay through*, piutang-piutang yang kurang bagus diterbitkan dalam berbagai *tranches*, mulai dari *tranche* dengan peringkat A hingga yang terburuk. Ini menunjukkan bahwa kualitas piutang asal tidak selamanya mencerminkan atau tercermin pada

efek-efek ABB yang ditawarkan untuk dibeli oleh investor. Ada kemungkinan suatu piutang dengan peringkat bukan A melahirkan efek ABB dengan peringkat A. Semua informasi yang terkait dengan instrumen efek ABS maupun ABB yang diterbitkan ini dinyatakan dengan tegas dalam info memo atau prospektus yang dikeluarkan oleh *issuer* (*emiten*).

Untuk menjamin bahwa efek-efek yang dikeluarkan tersebut akan tetap memenuhi kewajibannya berdasarkan pada peringkat efek yang telah ditetapkan, dilakukanlah *credit enhancement* terhadap piutang-piutang tersebut. *Credit enhancement* adalah suatu pranata yang diperlukan untuk meningkatkan "peringkat piutang" dari ABS 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>14</sup>. Dengan *credit enhancement*, diharapkan *marketability* dan *liquidity* dari ABS dapat meningkat, seiring dengan meningkatnya kepercayaan Investor atas ABS tersebut. Bentuk dan jenis *credit enhancement*, dapat berbeda-beda, bergantung pada jenis ABS yang diterbitkan.

*Credit enhancement*, berdasarkan pada sumbernya, dapat dibedakan ke dalam dua jenis *credit enhancement*, yaitu:

1. *Credit enhancement* yang bersumber dari piutangnya sendiri (*internal credit enhancement*);
2. *Credit enhancement* yang berasal dari atau berbentuk jaminan pihak ketiga (*external credit enhancement*).

*Internal credit enhancement* dapat mengambil bentuk:

1. *Over-collateralization*;
2. *Senior/subordinated structure*;
3. *Cash collateral account*;
4. *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 masih terdapat sisa piutang yang dijadikan jaminan (*over-collateralization*), maka sisa piutang tersebut, dalam bentuk *residual interest*, akan dibayarkan kembali kepada *originator* dalam penerbitan ABS bersifat ekuitas atau dibeli kembali oleh *originator* dalam penerbitan ABS bersifat utang<sup>15</sup>. Jika tidak dibeli kembali oleh *originator*, maka kelebihan tersebut akan menjadi keuntungan bagi SPV yang menerbitkan 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 untuk diterbitkan dalam lebih dari satu *tranches*. 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*", sebagai efek dengan *tranche A*, masih terdapat kelompok-kelompok piutang lainnya, yang memiliki 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 cidera 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 pembayaran secara menyeluruh, kelompok piutang berikutnya (*sub-ordinated debt*) memperoleh pembayarannya<sup>16</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>17</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>18</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 on the receivables (rather than releasing it to the originator), as a form of first lost credit enhancement for the transaction*<sup>19</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 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:

1. *Security bond*;
2. *Liquidity provider*;
3. *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>20</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>21</sup>.

Dalam konteks penjaminan oleh *liquidity provider* ini, perlu diperhatikan bahwa *originator* tidaklah diperkenankan untuk bertindak selaku penjamin 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>22</sup>.

Bentuk jaminan lain dalam *external credit enhancement* adalah dalam wujud *Letter of Credit (Stand By Letter of Credit)*. Jaminan ini pada umumnya diberikan oleh Bank, yang merupakan bagian dari *Bank Guarantee*. Saat ini jaminan dalam bentuk *Letter of Credit* ini sudah jarang dipergunakan, oleh karena memerlukan jaminan (tambahan) yang cukup besar<sup>23</sup>.

Selanjutnya guna menjamin kesinambungan penagihan piutang dari debitor, *originator* diberikan kuasa untuk melakukan penagihan untuk kepentingan investor. Hal ini menjadikan *originator* sebagai *agent* bagi kepentingan semua investor, dan karenanya memiliki tanggung jawab "moril" untuk menjamin bahwa semua informasi yang disampaikan terkait dengan piutang yang dijual olehnya tersebut adalah benar, akurat dan dapat dipertanggungjawabkan.

Selain itu guna memastikan bahwa semua transaksi sudah dilaksanakan dengan sebaik-baiknya sesuai dengan aturan dan ketentuan hukum yang berlaku, pendapat hukum (*legal opinion*) dari konsultan hukum yang telah bersertifikasi sebagai konsultan hukum pasar modal akan memastikannya. Demikian juga bahwa transaksi tersebut telah

dilakukan dengan harga yang wajar dan dengan basis "*arm's length transaction*", keterlibatan *auditor* dan juga *appraisal* dimungkinkan.

Di samping hal di atas, untuk memastikan bahwa semua transaksi dilaksanakan sesuai dengan basis "*arm's length transaction*", tidak ada satu pihak pun dalam proses sekuritisasi aset tersebut yang boleh terafiliasi satu dengan yang lainnya. Lebih jauh dari itu bahkan semua pihak harus memastikan bahwa mereka sama sekali tidak memiliki "*conflict of interest*" terhadap setiap pihak maupun kegiatan yang mereka lakukan selama proses sekuritisasi aset berlangsung.

Penjelasan yang diberikan di atas terkait dengan proses sekuritisasi aset memastikan bahwa investor memperoleh perlindungan yang cukup. Palang pintu pengawasan yang berada di bawah *Securities Exchange Commission* atau Bapepam-LK di Indonesia, turut memastikan bahwa segala sesuatunya telah dilaksanakan dengan layak dan bahwa para pihak yang terlibat dan terkait dengan proses tersebut telah mengetahui dengan pasti tanggung jawab yang wajib mereka pikul, dalam hal terjadi informasi yang tidak benar, menyesatkan dan atau memberikan kesan yang tidak sesuai dengan keadaan yang sebenarnya.

Terlepas dari proses dan prinsip keterbukaan yang dilaksanakan untuk melindungi kepentingan investor ABS, perlu disadari bahwa ABS atau EBA yang dihasilkan dari proses sekuritisasi cenderung memberikan hasil atau *return* lebih lebih besar dari instrumen pasar uang atau pasar modal yang konvensional. Hal ini tentunya juga pada sisi lain terefleksi pada lebih besarnya risiko yang harus dipikul sehubungan dengan segala sesuatu yang terkait dengan proses sekuritisasi dan atau penerbitan ABS tersebut. Secara garis besar, risiko-risiko yang dapat dipikul oleh pemegang ABS adalah:

1. Risiko aset (piutang dan pembayarannya). Risiko aset ini merupakan risiko yang paling mendasar dari seluruh proses penerbitan ABS melalui sekuritisasi. Risiko aset ini menunjukkan kualitas dari piutang yang dijual kepada *issuer* dan selanjutnya dijadikan sebagai dasar penerbitan ABS. Secara tidak langsung 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. Seperti telah disinggung di atas, untuk menilai kelayakan piutang yang dijual tersebut, dalam kaitannya dengan kualitas piutang, proses sekuritisasi selalu melibatkan *credit rating agency*. *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 seringkali juga dilibatkan *credit enhancement*. Jika *credit rating agency* melakukan fungsinya dalam menilai kualitas aset yang dijadikan dasar penerbitan ABS, *credit enhancement* memastikan bahwa *investor* yang membeli atau ikut serta melalui penyertaan dalam ABS akan memperoleh pembayaran sesuai dengan yang telah dijanjikan oleh *issuer*.

2. Risiko *servicer*. Hal ini muncul oleh karena 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 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.
3. Risiko penjamin. Risiko penjamin ini ada pada penerbitan ABS yang bersifat utang, atau ABS 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 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*.

4. Risiko selisih kurs mata uang. Risiko 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 tersebut; atau dengan kata lain mata uang dari pembayaran yang dilakukan oleh debitor pokok dalam piutang asal yang dijual kepada *issuer* berbeda dari mata uang dari nilai investasi dan keuntungan yang harus dibayarkan oleh *issuer* kepada *investor*. Risiko 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 suatu nilai yang sama yang telah disepakati sebelumnya, dengan tidak perlu memperhatikan berapa nilai tukar sebenarnya dari kedua mata uang tersebut.
5. Risiko kedaulatan negara. Risiko ini juga dihadapi dalam suatu sekuritisasi lintas negara.
6. Risiko bunga. Risiko bunga dalam sekuritisasi ini dapat terjadi oleh karena pada bunga atau keuntungan yang ditawarkan oleh *issuer* dalam penerbitan ABS tersebut pada dasarnya berbeda dari bunga yang dibayarkan oleh debitor pokok dalam piutang asal yang dibeli oleh *issuer*.
7. Risiko hukum. Risiko 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.

#### D. Sub-Prime Mortgage dan Kepercayaan Investor Pasar Modal

*Sub-prime* adalah sesuatu yang secara urutan atau kualitas berada di bawah sesuatu yang disebut



dengan *prime*. Jadi suatu *sub-prime lending* adalah pinjaman yang berada di bawah *prime lending*, yaitu<sup>24</sup> *lending at a higher rate than the prime rate*. Dalam kaitannya dengan *mortgage lending* atau pinjaman yang dijamin dengan agunan berupa *mortgage*<sup>25</sup>, *sub-prime mortgage* adalah *loans that do not meet Fannie Mae or Freddie Mac*<sup>26</sup> *guidelines*. Dengan demikian jelaslah bahwa yang dinamakan dengan piutang-piutang *sub-prime* ini secara prinsip tidak layak untuk diberikan, baik karena sifat piutang itu sendiri maupun karena kemampuan dari debitornya yang secara finansial tidak layak untuk menerima pinjaman ini. Namun demikian, kebutuhan akan perumahan, khususnya rumah tinggal telah menyebabkan perkembangan yang pesat dari *sub-prime lending* ini, yang disertai dengan jaminan berupa agunan *mortgage (sub-prime mortgage)*. Terhadap pinjaman-pinjaman yang dijamin dengan *mortgage* ini, *sub-prime mortgage* dikenakan bunga yang jauh lebih tinggi dari suku bunga yang berlaku untuk pinjaman yang wajar. Di samping itu kenaikan harga properti di Amerika Serikat setiap tahunnya memungkinkan diterima agunan *mortgage* ini dengan nilai jaminan yang lebih tinggi.

Di samping yang telah disampaikan sebelumnya dalam pemberian pinjaman yang *sub-prime*, muncul risiko-risiko tambahan bagi investor, yaitu<sup>27</sup>:

1. *Credit risk*, yang berhubungan dengan risiko kemampuan bayar dari debitur;
2. *Asset price risk*, yang terkait dengan penilaian atas efek ABS yang diperdagangkan di Bursa. Anjloknya nilai dari aset yang menjadi dasar penerbitan efek tersebut membawa konsekuensi anjloknya juga harga efek tersebut di bursa.
3. *Liquidity risk*, yang terkait dengan likuiditas dari piutang yang menjadi dasar penerbitan ABS tersebut.
4. *Counterparty risk*, yang terkait dengan menurunnya kemampuan *investment bank* atau investor institusional lainnya untuk menyerap kerugian yang terjadi sebagai akibat gagal bayar debitur asal. Hal terakhir inilah yang ternyata menjadi salah satu penyebab terjadinya *crash*, karena tidak adanya lagi kemampuan untuk "secara sementara" menanggung kerugian yang ada, hingga pasar melakukan koreksi (*recover*).

Perkembangan perumahan, khususnya rumah tinggal di Amerika Serikat dalam beberapa tahun terakhir ini telah menjadikan rumah tinggal mengalami *over supply* terhadap kebutuhan (*demand*)

yang ada. Hal ini menyebabkan harga rumah menjadi turun. Kondisi ini, terus menurunnya harga rumah, menyebabkan para pemilik rumah yang membeli rumahnya melalui pinjaman *sub-prime* dengan bunga yang tinggi mengalami kesulitan untuk membayar kembali pinjamannya. Mereka yang masih mampu membayar pun pada akhirnya memilih untuk tidak membayar, oleh karena bagi mereka membayar dengan harga tinggi menjadi tidak ada artinya lagi. Hal inilah yang merupakan penyebab utama dari menurunnya kepercayaan terhadap ABS yang piutang bersumber dari pinjamain *sub-prime* atas rumah tinggal (*sub prime residential mortgage backed securities*).

Di sisi lain, pemberian pinjaman *sub-prime* ini sendiri oleh berbagai kalangan telah dinilai sebagai suatu hal yang seharusnya tidak dilakukan. Banyak pihak bahkan menyebutkan hal ini sebagai *predatory lending*<sup>28</sup>. Risiko-risiko yang ada dalam *predatory lending* atau *sub-prime lending* ini selanjutnya melalui proses sekuritisasi aset dipindahkan kepada investor. Penilaian yang diberikan oleh lembaga pemeringkat (*credit rating agency*) terhadap produk MBS yang bersumber dari *sub-prime mortgage*, setelah melalui proses *overcollateralization* atau jaminan dalam bentuk *credit default insurance* menjadi efek dengan peringkat yang bagus, juga turut serta memberikan andil bagi pembelian produk MBS ini secara besar-besaran. Dalam produk MBS yang dikeluarkan dalam bentuk utang seperti halnya *Mortgage Backed Bond (MBB)* atau *Collateral Debt Obligation (CDO)*, pada umumnya selalu dikenal adanya *tranches A* dengan peringkat terbaik.

Keyakinan yang sangat tinggi dengan hasil pemeringkatan yang diberikan oleh lembaga *credit rating agency*, secara tidak langsung juga mengakibatkan terjadinya pembelian *sub-prime mortgage backed securities* dalam jumlah besar oleh investor institusional. Kegagalan pembayaran oleh debitur *sub-prime mortgage* ini telah menyebabkan kerugian yang besar bagi investor insitusional ini, yang pada akhirnya menyebabkan mereka melepas efek-efek yang bersumber dari *sub-prime mortgage* ke pasar. Hal ini pada akhirnya membawa pengaruh global akan anjloknya nilai atau harga dari *sub-prime mortgage backed securities* ini. Keadaan ini pada akhirnya hanya mengakibatkan kerugian lebih lanjut pada investor kecil.

Secara makro, kegagalan debitur *sub-prime mortgage* untuk membayar kewajibannya telah



mengakibatkan investor institusional mengalami kesulitan likuiditas. Informasi mengenai kegagalan tersebut telah menyebabkan harga efek *sub-prime mortgage backed securities* menjadi jatuh sedemikian rupa, sehingga boleh dikatakan tidak ada yang mau membeli efek tersebut, kecuali dengan harga yang sangat rendah, oleh karena efek berupa *sub-prime mortgage backed securities* dianggap sudah tidak memiliki nilai sama sekali. Kegagalan likuiditas inilah yang kemudian menyebar ke berbagai belahan dunia, khususnya bagi investor institusional yang bermain dengan *sub-prime mortgage backed securities* sebagai bagian dari portofolio efeknya.

Demikianlah dapat dilihat bagaimana pengaruh dari gagal bayarnya debitor *sub-prime mortgage* terhadap ekonomi global secara keseluruhan. Tidak hanya efek terhadap pinjaman *sub-prime mortgage* itu saja yang terpengaruh, melainkan sudah merambah ke seluruh belahan dunia.

Terkait dengan hal tersebut di atas, ada dua hal pokok yang dapat dikemukakan sebagai sumber dari terjadinya "crash" pada sistem keuangan dunia sebagai akibat dari *sub-prime mortgage lending* tersebut. Hal pertama berhubungan dengan kebijakan dalam bidang perbankan, yang berhubungan dengan pemberian pinjaman dalam bentuk *sub-prime mortgage*, yang secara nyata-nyata sudah dikategorikan sebagai pinjaman yang sebenarnya tidak layak untuk diberikan. Hal kedua berkaitan dengan kebijakan dalam pasar modal, yang berhubungan dengan *disclosure* atau keterbukaan yang disyaratkan pada saat suatu efek ditawarkan kepada masyarakat luas.

Dari sisi perbankan, sudah seharusnya jika otoritas yang berwenang mulai melakukan pengaturan yang lebih ketat terkait dengan kebijakan pemberian pinjaman *sub-prime mortgage* ini. Namun demikian jangan sampai kebijakan tersebut juga menghambat mereka yang secara finansial memang kurang mampu untuk dapat memperoleh atau membeli rumah melalui pemberian pinjaman biasa (*prime lending*). Jadi dalam hal ini *prudence* dari kalangan perbankan sangatlah diharapkan agar nantinya tidak terjadi lagi hal serupa.

Di samping hal tersebut, peran dari *investment banking* sebagai institusional investor yang ikut serta "memborong" *sub-prime mortgage backed securities* juga perlu mendapat perhatian dan teguran keras. Sebagai portofolio investasi, *sub-prime mortgage backed securities* tentunya tidak dapat dilarang, se-

bagaimana halnya pemberian *sub-prime lending* itu sendiri; namun demikian mekanisme kehati-hatian perlu mendapat perhatian bagi bank dan atau institusi keuangan non bank lainnya pada saat mereka hendak membeli *sub-prime mortgage backed securities*. Suatu mekanisme "gift" bagi perbankan yang *prudence*, dan "punishment" bagi perbankan yang tidak *prudence* kiranya perlu untuk dipertimbangkan<sup>29</sup>.

Dari sisi pasar modal, masalah keterbukaan senantiasa menjadi perdebatan yang tidak habis-habisnya. Persoalan yang muncul adalah<sup>30</sup>:

1. apakah informasi yang disampaikan tersebut memang sudah cukup bagi investor untuk memahami seluruh risiko yang ada sehingga ia dapat mengambil keputusan yang baik dan tepat baginya, sesuai dengan harapan atau ekspektasi masing-masing investor;
2. apakah informasi yang disampaikan tersebut memang sudah dibaca dengan teliti oleh investor untuk memahami seluruh risiko yang ada sehingga ia dapat mengambil keputusan yang baik dan tepat baginya, sesuai dengan harapan atau ekspektasi masing-masing investor;
3. apakah informasi yang disampaikan tersebut memang dapat dimengerti oleh investor untuk memahami seluruh risiko yang ada sehingga ia dapat mengambil keputusan yang baik dan tepat baginya, sesuai dengan harapan atau ekspektasi masing-masing investor;
4. apakah pada dasarnya informasi yang disampaikan tersebut meskipun sudah cukup dan dapat dimenerti dengan baik oleh investor untuk memahami seluruh risiko yang ada sehingga ia dapat mengambil keputusan yang baik dan tepat baginya, sesuai dengan harapan atau ekspektasi masing-masing investor; namun pada kenyataannya tidak pernah cukup untuk mengantisipasi munculnya risiko sistemik dalam pasar uang dan pasar modal.

Di samping keterbukaan, proses sekuritisasi sendiri, khususnya yang berkaitan dengan pemberian *rating* dari piutang *sub-prime mortgage* dan efek *sub-prime mortgage backed securities* yang diterbitkan perlu mendapat perhatian dari otoritas yang berwenang. Setelah kejadian krisis yang disebabkan oleh kegagalan pembayaran dalam *sub-prime lending* pada *sub-prime mortgage backed securities*, banyak lembaga *rating* yang telah menurunkan peringkat *sub-prime mortgage backed securities* dari secara umum



level A menjadi level B<sup>31</sup>. Peran dan kerja *credit rating agency* menjadi perhatian yang cukup besar dewasa ini.

### E. Penutup

Uraian dan penjelasan yang diberikan di muka tampaknya sudah dapat memberikan gambaran bahwa berinvestasi di pasar modal tidaklah selamanya dapat memberikan keuntungan, bahkan dalam hal keterbukaan informasi telah dilakukan dengan sewajarnya dan sepatutnya. Ada banyak hal atau mekanisme yang bekerja di luar pasar itu sendiri, yang melahirkan risiko sistemik, yang dapat saja tidak diperkirakan atau diperhitungkan sebelumnya. Prinsip kehati-hatian memegang peran penting dalam hal ini. Sebagaimana dikatakan bahwa "*don't put all of your eggs in one basket*", demikian pula kiranya investasi di pasar modal. Terlalu mempercayai bahwa suatu efek yang memberikan *return* (hasil) besar, baik karena pengalaman historis ataupun karena pernyataan pihak-pihak tertentu bukanlah hal yang bijaksana. Namun demikian terlepas dari hal tersebut, keterlibatan otoritas yang berwenang untuk ikut campur dalam meminimalisir terjadinya hal-hal tersebut juga sangat diharapkan.

### Catatan Kaki

- 1 Penulis adalah Doktor lulusan Fakultas Hukum Universitas Indonesia, Dosen pada Fakultas Hukum Universitas Pelita Harapan, Fakultas Hukum Universitas Tarumanegara, Advokat dan Konsultan Hukum Pasar Modal, dan telah menghasilkan 40 buku dalam lapangan hukum bisnis.
- 2 Bandingkan dengan Pasal 1131 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.
- 3 Baca Gunawan Widjaja, "*Traditional Securitization, Synthetic Securitization dan Basel Committee For Asset Securitization: Konsepsi, Pengaturan Dan Pelaksanaannya*", PPH Newsletter No. 68, Maret 2007, hlm. 4-13.
- 4 Lihat Manuel Caloca Gonzalez, "*Mortgage-Backed Securitization: New Legal Development in Mexico*", hlm. 4-5. <http://www.clarityglobal.com/file/research/UtvslIT.pdf>.
- 5 *Ibid.*
- 6 Pasal 2 Peraturan Presiden Republik Indonesia Nomor 19 Tahun 2005 tentang Pembiayaan Sekunder Perumahan
- 7 Istilah ini merupakan terjemahan dari *Real Estate Investment Fund*, yang dalam praktik lebih populer dengan sebutan *Real Estate Investment Trusts* (REITs)
- 8 Untuk lebih memahami hal ini baca Edward M Iacobucci dan Ralph A Winter, "*Aset Securitization dan Asymmetric Information*", 15 April 2003, tidak dipublikasikan.
- 9 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*.
- 10 Yang dimaksud dengan dominium adalah kepemilikan mutlak, yaitu sebagai pemilik yang bisa berbuat bebas dengan benda yang dimilikinya, termasuk menjadi jaminan utang bagi perikatannya pemilik mutlak tersebut.
- 11 Lihat Gunawan Widjaja, *Transplantasi Trusts ke dalam KUH Perdata, KUHD dan Undang-Undang Pasar Modal*, (Jakarta, Rajawali Pers: 2008), hlm. 471 dst, hlm. 503 dst.
- 12 Lihat juga, Gunawan Widjaja, "*Reksa Dana Kontrak Investasi Kolektif sebagai Bentuk hukum dan Bisnis Modern dari Persekutuan*", PPH Newsletter No. 58, September 2004.
- 13 Dengan tetap memperhatikan biaya-biaya yang harus dikeluarkan sehubungan dengan pengurusan piutang-piutang tersebut sebagai harta bersama yang terikat.
- 14 John Deacon, *Global Securitisation and CDOs*, (Chichester: John Wiley & Sons Ltd., 2004) hlm. 470.
- 15 Timothy C Leixner, "*Securitization of Financial Assets*".
- 16 *Ibid.*
- 17 Deacon., op cit., hlm. 490.
- 18 Leixner, loc. cit.
- 19 Deacon., op cit., hlm. 601.
- 20 Leixner, loc. cit.
- 22 Bandingkan dengan Leixner, *Ibid.*
- 23 Untuk hal ini baca Albrecht dan Smith., loc. cit., hlm. 423-424.
- 23 Leixner., loc. cit.,
- 24 <http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime>
- 25 *Ibid.*
- 26 *Fannie Mae* dan atau *Freddie Mac* ini adalah dua lembaga di Amerika Serikat yang tugas utamanya adalah membantu orang-orang dengan penghasilan kecil untuk memiliki rumah melalui program *secondary market facility*.
- 27 [http://en.wikipedia.org/wiki/2007\\_Subprime\\_mortgage\\_financial\\_crisis](http://en.wikipedia.org/wiki/2007_Subprime_mortgage_financial_crisis).
- 28 Lihat Kathleen C Engel dan Patricia A. McCoy, "*Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*", University of Connecticut School of Law Articles and Working Papers, year 2007, paper no. 73.
- 29 Untuk lengkapnya baca lebih lanjut Kathleen C Engel dan Patricia A. McCoy, "*Turning a Blind Eye: Wall Street Finance of Predatory Lending*", Kathleen C Engel dan Patricia A. McCoy, "*The CRA Implication of Predatory Lending*".
- 30 Untuk lengkapnya dapat dibaca draft paper dari Steven L. Schwarcz, "*Protecting Financial Market: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*", belum dipublikasikan.
- 31 Perlu diperhatikan bahwa masing-masing lembaga peringkat mempunyai cara, metode dan rujukan serta istilah yang dipergunakan untuk menunjukkan peringkat dari suatu piutang atau efek.