



SUKUK SEBAGAI INSTRUMEN INVESTASI SYARIAH

FH UII Yogyakarta, 7 Juni 2017



Dece Kurniadi is an Islamic Finance consultant, lecturer and trainer. He earned a bachelor's degree in Law from the Indonesian Islamic University, Yogyakarta and master of management degree from University of Indonesia. He also attended Durham Islamic Finance Summer School at 2014, one of prestigious courses in Islamic Finance in the world.

Formerly, he was a banker in Bank Muamalat Indonesia and currently, with his extensive knowledge in bank, he becomes a professional trainer in the several training institute, such as Muamalat Institute, Indonesian Banking Development Institute (LPPI) a central bank owned training institute, and Batasa Tazkia.

Moreover, recently he is appointed as one of **"Pokja"** members of KEIN (Komite Ekonomi dan Industri Nasional)

In academic field, Dece lectures in three universities in Indonesia namely University of Indonesia, State Polytechnic of Jakarta and President University. Besides teaching in local universities, he has ever been invited to give a lecture in Islamic finance in the University College of Bahrain in 2015 and Prince Songkla University, Thailand, 2016.

Related to research and publication, he was a personal assistant to the Director General of Pilgrimage (Haji & Umra), Ministry of Religion to regulate pilgrim/Haji fund management. Further some of his research papers have been published and presented in prestigious events such as: Murabahah Tax Treatment in The Indonesian Islamic Finance (presented in the Roundtable Discussion at IRTI - IDB Event, UKM Malaysia), A Simple Stress Test on Indonesian Islamic Banking Industry (Presented in IRTI IDB Event in Karthoum, Sudan), The Determinants of Commercial Bank's Cost Inefficiency: Evidences from ASEAN Banking Market (Presented in IPAFEM at Adam Smith Business School, Glasgow), Pengawasan Lembaga Keuangan Syariah, (Jurnal Hukum dan Bisnis, 2014) and Securitization of Government Sukuk (Durham University, UK 2016).

QUOTES

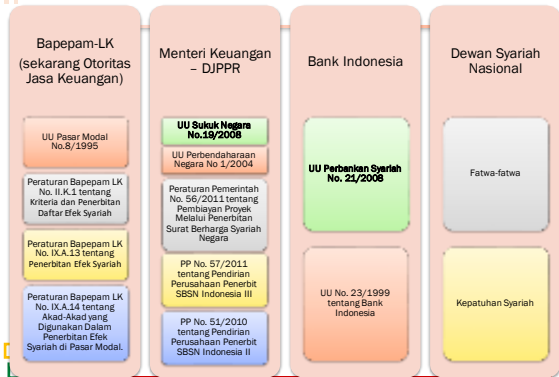
IFSB highlighted the relevant issue very clearly by stating that :

"Sharia compliance is considered as falling within a higher priority category in relation to other identified risk. If Islamic Financial Institution do not comply with Sharia rules and principles, their transactions must be cancelled and income generated from them shall be considered as illegitimate"

Milestone Pasar Modal Syariah

[2000]	• <i>Jakarta Islamic Index (JII)</i>
[2001]	• Fatwa No. 20/DSN-MUI/IX/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksadana Syariah.
[2002]	• Fatwa No. 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah • Fatwa No. 33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah Mudharabah.
[2003]	• Fatwa No. 40/DSN-MUI/IX/2003 tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syariah di bidang Pasar Modal. • MOU antara Bapepam & LK dan DSN-MUI
[2004]	• Fatwa No. 41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syariah Ijarah
[2006]	• Peraturan Bapepam & LK No IX.A.13 tentang Penerbitan Efek Syariah • Peraturan Bapepam & LK No IX.A.14 tentang Akad-Akad yang Digunakan Dalam Penerbitan Efek Syariah di Pasar Modal.
[2007]	• Fatwa No. 59/DSN-MUI/VI/2007 tentang Obligasi Syariah Mudharabah Konversi • Peraturan Bapepam & LK No II.K.1 tentang Kriteria dan Penerbitan Daftar Efek Syariah.
[2008]	• Fatwa No. 65/DSN-MUI/III/2008 tentang Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) Syariah • Fatwa No. 66/DSN-MUI/III/2008 tentang Waran Syariah • Fatwa No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang SBSN (Sukuk Negara) • Fatwa No. 70/DSN-MUI/VI/2008 tentang Metode Penerbitan SBSN • Fatwa No. 71/DSN-MUI/VI/2008 tentang Sale and Lease Back • Fatwa No. 69/DSN-MUI/VI/2008 tentang SBSN Ijarah Sale and Lease Back • Peraturan (UU) No. 19 Tahun 2008 tentang Sukuk Negara (SBSN)
[2011]	• Fatwa No. 80/DSN-MUI/III/2011 tentang Penerapan Prinsip Syariah dalam Mekanisme Perdagangan Efek Bersifat Ekuitas di Pasar Reguler Bursa Efek.
[2014]	• Fatwa No. 95/DSN-MUI/VII/2014 tentang SBSN Wakalah • Fatwa No. 94/DSN-MUI/IV/2014 Repo SBS berdasarkan prinsip syariah.
[2015]	• Fatwa No. 96/DSN-MUI/IV/2015 Hedging syariah

Pasar Modal Syariah



Obligasi Syariah

Surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syari'ah yang dikeluarkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan Emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/margin/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Yang diperhatikan dalam Obligasi

- tidak mengenal adanya premium maupun diskon, karena menggunakan prinsip *al-hawalah* (pengalihan piutang dengan tanggungan bagi hasil), sehingga harga yang digunakan adalah harga nominal pelunasan jatuh tempo obligasi.
- Bagi hasil atau *margin/fee* yang dijanjikan
- imbal hasil yang diberikan harus bersih dari unsur non-halal

Definisi Sukuk

- Definisi sukuk:
 - Sukuk atau *sakā'ik* adalah bentuk jamak dari *sakk*
 - Sukuk diartikan sebagai surat atau sertifikat yang memiliki jaminan
 - Sertifikat ini bukan menjadi surat bukti untuk mencairkan uang
 - Bukti kepemilikan atas suatu aset
 - Hak untuk memperoleh bagian keuntungan dan resiko
 - Sukuk menurut Accounting and Auditing Organization For Islamic Financial Institution (AAOIFI)
 - Sukuk adalah sertifikat dengan nilai yang sama dengan bagian atau seluruhnya dari kepemilikan harta berwujud, untuk mendapatkan hasil dan jasa di dalam kepemilikan aset dari proyek tertentu atau aktivitas investasi khusus, sertifikat ini berlaku setelah menerima nilai sukuk, di saat jatuh tempo dengan menerima dana seutuhnya sesuai dengan tujuan sukuk tersebut

Definisi Sukuk

- Definisi sukuk:
 - Sukuk versi Obligasi Syariah (Fatwa DSN Nomor 32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syariah)
 - Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang dikeluarkan emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang mewajibkan emiten untuk membayar pendapatan kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil/*margin/fee* serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo
 - Sukuk versi SBSN (UU No. 19 Tahun 2008 Pemerintah RI tentang Surat Berharga Syariah Negara/SBSN)
 - Surat Berharga Syariah Negara (SBSN) atau dapat disebut Sukuk Negara adalah surat berharga yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang Rupiah maupun valuta asing

Karakteristik Sukuk

- Merupakan bukti kepemilikan suatu aset berwujud atau hak manfaat (*beneficial title*);
- Pendapatan berupa imbalan (*kupon*), marjin dan bagi hasil, sesuai jenis akad yang digunakan;
- Terbebas dari unsur *riba*, *gharar* dan *maysir*;
- Penerbitannya melalui *special purpose vehicle* (SPV);
- Memerlukan *underlying asset*;
- Penggunaan *proceeds* harus sesuai prinsip syariah

Perbandingan Sukuk, Obligasi dan Saham

Deskripsi	Sukuk	Obligasi	Saham
Prinsip Dasar	Bukan merupakan surat utang, melainkan kepemilikan bersama atas suatu aset/proyek	Surat pernyataan utang dari issuer	Kepemilikan saham dalam perusahaan
Klaim	Klaim kepemilikan didasarkan pada aset/proyek yang spesifik	Emiten menyatakan sebagai pihak peminjam	Menyatakan kepemilikan terhadap perusahaan
Pokok dan Imbal Hasil	Tidak dijamin oleh <i>issuer</i>	Dijamin oleh <i>issuer</i>	Tidak dijamin oleh <i>issuer</i>
Penggunaan Dana	Harus digunakan untuk kegiatan usaha yang halal	Dapat digunakan untuk apa saja	Dapat digunakan untuk apa saja
Jenis Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, margin	Bunga/kupon, capital gain	Dividen / capital gain
Underlying Asset	Perlu	Tidak Perlu	Tidak Perlu
Syariah Endorsement	Perlu	Tidak Perlu	Tidak Perlu

Transformasi Kontrak dalam Sukuk

- Sukuk dibentuk dari kontrak keuangan berdasarkan prinsip syariah
- Pemahaman mengenai hakekat dan prinsip-prinsip dasar setiap kontrak keuangan memudahkan dalam melakukan analisis Sukuk dan bahkan membentuk Sukuk itu sendiri
- Berbagai hilah (mengakali hukum) dalam pembentukan Sukuk seharusnya dihindari
- Berdasarkan berbagai definisi dan macam-macam Sukuk, dalam penerbitan Sukuk setidaknya terdapat 3 pihak, yakni:
 - Penerbit Sukuk (*Sukuk issuer*)
 - Pembeli Sukuk (*Sukuk holder*)
 - Sektor riil (*true seller/true buyer/mudharib*)
- Sangat memungkinkan dalam proses penerbitan Sukuk, penerbit adalah sektor riil itu sendiri
- Seringkali penerbit Sukuk disebut sebagai SPV (*Special Purpose Vehicle*), yakni perusahaan yang sengaja didirikan dalam rangka penerbitan Sukuk, memiliki legalitas dan secara independen bertanggung jawab atas dirinya sendiri



Islamic Law Framework for
SUKUK

Konsep Hutang dalam Islam

- Hukum asal hutang piutang adalah boleh
- Perubahan status hukum memberi piutang tergantung kondisi
 - Dalam kondisi darurat, maka hukum memberi piutang menjadi wajib
 - Bila piutang diperuntukkan untuk tujuan maksiat, maka menjadi terlarang memberikan piutang
 - Bila dengan memberi piutang malah menambah beban orang berhutang, maka menahan memberikan piutang menjadi lebih baik, selama belum masuk kondisi terpaksa
- Hutang menjadikan amalan seseorang tergantung setelah matinya jika belum terlunasi
- Bersifat dapat diwariskan sehingga dapat membebani ahli waris jika hutang tersebut belum lunas sebelum matinya
- Terdapat ancaman keras dalam hal menunda-nunda pembayaran hutang, bahkan Rasulullah enggan mensholatkan mayit yang masih memiliki tanggungan hutang



Konsep Hutang dalam Islam (1)

- Hutang piutang merupakan bentuk akad tolong menolong murni (*li tabarru'*) sehingga dilarang mengambil keuntungan apapun dari akad ini
- Dalam kaidah disebutkan:
 - **كُلُّ قَرْضٍ جَرَّ نَفْعًا فَهُوَ رِبَا**
- "Setiap piutang yang mendatangkan kemanfaatan/keuntungan, maka itu adalah riba" (Al-Muhadzdzab, oleh Asy-Syairazi, 1/304; Majmu Fatawa Ibnu Taymiyah, 29/533; Al-Mughni, oleh Ibnu Qudamah, 4/211 & 213; Asy-Syarhul Mumtî', 9/108 – 109)
- Terdapat hadits yang diriwayatkan oleh Amr bin Syu'aib dari ayahnya, dari kakeknya, bahwa Nabi :
 - **نَهَى عَنْ سَلَفٍ وَ بَيْعٍ**
- "melarang salaf (piutang) bersama jual beli" (diriwayatkan oleh Abu Dawud, At Tirmidzi, an Nasa'i, Ibnu Majah, dan dihasankan oleh al Albani)



Konsep Hutang dalam Islam (2)

- Hutang piutang hanya bisa dipindahtangkan menggunakan akad *hiwalah* dan tidak diperbolehkan untuk diperjual-belikan
 - عَنْ ابْنِ عُزَيْرٍ رَضِيَ اللَّهُ عَنْهُمَا: عَنْ النَّبِيِّ صَلَّى اللَّهُ عَلَيْهِ وَسَلَّمَ: أَنَّهُ نَهَى عَنْ بَيْعِ الْكَلَامَيْنِ بِالْكَالَيْنِ
- "dari Ibnu 'Umar, dari Nabi, bahwasanya beliau melarang jual beli piutang dengan dibayar piutang." (diriwayatkan oleh al Hakim, ad Daruquthni dan dihaifkan oleh al Albani)
- Meskipun hadits dilemahkan banyak ulama, namun larangan jual beli piutang dengan pembayaran dihutang telah disepakati oleh para ulama (Majmu Fatawa Ibnu Taymiyah, 30/264; I'lamul Muwaq'iqin, Ibnu'l Qayyim, 3/340; Talkhisul Habir, Ibnu Hajar al Asqalani, 3/26)
- Makna hadits tersebut adalah:
 - Larangan dalam jual beli dimana penjual berhutang barang dan pembeli berhutang pembayaran
 - A memiliki piutang di B sebesar Rp100 juta, suatu ketika A butuh uang dan dia belum bisa menagih ke B karena piutangnya belum jatuh tempo, maka dia menjual piutang tadi ke C senilai Rp100 juta. Maka ini adalah makna kedua dari hadits ini.



Islamic Framework About Sukuk

- Sekuritisasi merupakan:
 - proses (i) pengumpulan aset (*pooling assets*), (ii) mengemas aset tersebut ke dalam sekuritas, dan (iii) mendistribusikan sekuritas tersebut ke investor, atau
 - Penerbitan sertifikat kepemilikan kumpulan investasi (*investment pool*) atau perusahaan bisnis
- Penerbitan sukuk merupakan bentuk dari sekuritisasi, dimana aset-aset yang mendasarinya (*underlying assets*) adalah kontrak-kontrak keuangan sesuai prinsip Islam
- Beberapa prinsip sekuritisasi dalam keuangan Islam:
 - Menghindari Riba
 - Proses sekuritisasi harus bebas dari riba, baik implisit maupun eksplisit
 - Penggunaan *bay' al-'inah* dilarang karena merupakan *hilatul-riba*

Beberapa prinsip sekuritisasi dalam keuangan Islam:

- Bebas dari unsur *gharar*, *tadlis* dan *maysir*
- Selalu terkait dengan sektor riil (*link to real sector*)
 - Sehingga diharapkan akan selalu terjadi *value-added creation*, tidak seperti instrumen derivatif konvensional yang tidak ada *value added creation*
- Penggunaan dana harus sesuai dengan ketentuan syariat Islam
- Aset harus sesuai dengan ketentuan syariah
 - Aset yang dijadikan underlying harus sesuai dengan syariah (*mal al-mutaqawwam*)
 - Aset berbasis ribawi tidak dapat dijadikan underlying untuk sekuritisasi
- Struktur yang digunakan harus sesuai dengan syariah
 - Beberapa struktur dalam sekuritisasi dapat mengandung riba, seperti: *pay-through* maupun *asset backed-bond*
- Harus terjadi pengalihan aset yang jelas untuk investor (*ownership conveyance*)

DR.Hussein Syahattah, pakar ekonomi syariah ternama di Mesir, menjelaskan mengenai sukuk dalam makalahnya yang berjudul **"Tasa'ulat Haula as-Shukuk al Islamiyyah wal Ijaabah 'Alaiha"** ("Berbagai Pertanyaan Seputar Sukuk dan Jawabannya"), sebagai berikut:

- "تقوم فكرة السكوك الإسلامية على المشاركة في تمويل مشروع أو عملية استثمارية متوسطة أو طويلة الأجل ولغا لخدمة "العلم بالعلم" (المشاركة في الربح والخسارة) على غرار نظام الأسهم في شركات المساهمة المعاصرة ونظام الوحدات الاستثمارية في صندوق الاستثمار، حيث تؤسس شركة مساهمة لهذا الغرض، ولها شخصية معنوية مستقلة، وتتولى هذه الشركة إصدار السكوك اللازمة لتمويل وتطرحها للاكتتاب العام للمشاركين، ومن حق كل حامل سكك المشاركة في رأس المال والإدارة والقتال والهيئة والإثر ونحو ذلك من المعاملات المالية".

"Sukuk Islami berdiri di atas landasan *musyarakah* (kerja sama keterlibatan) dalam mendanai sebuah proyek atau dapat juga dikatakan sebagai usaha investasi jangka menengah dan jangka panjang yang sesuai dengan kaidah *"al-ghunmu bil ghumi"* (keterlibatan yang sama dalam keuntungan dan kerugian) dalam sistem saham di perusahaan-perusahaan saham modern dan dalam sistem unit investasi di pasar-pasar investasi. Di mana perusahaan emiten merancang sistem penerbitan sukuk yang mempunyai karakteristik tersendiri. Perusahaan emiten inilah yang bertanggung jawab dalam penerbitan sukuk yang diperlukan untuk pembiayaan proyek dan melemparkan tawaran ke pasar modal bagi para investor. Pemegang sukuk berhak untuk bermusarakah dalam modal, pengelolaan, distribusi, hibah, waris, dan lainnya yang berkaitan dengan *muamalah maaliyah*."

- Abu Hanifah dan muridnya Abu Yusuf memberikan pandangan bahwa penjualan sesuatu/properti yang belum diterima oleh si penjual namun sudah jelas keberadaannya adalah diperbolehkan. Maka dari sinilah pondasi instrument bernama sukuk di abad modern ini bermula.

Isu Juristik dalam Sukuk:

Bay al-'Inah dan Bay ad-Dayn

- Jual beli 'inah adalah seseorang menjual barang kepada orang lain dengan harga tempo, lalu barang tersebut diserahkan kepada pihak pembeli, kemudian penjual itu membeli barangnya tadi secara kontan dengan harga yang lebih rendah daripada harga penjualnya tadi
- Bentuk jual ini terlarang dalam Islam berdasarkan beberapa dalil berikut:

عَنْ ابْنِ عُمَرَ: أَنَّ النَّبِيَّ َقَالَ: إِذَا تَبَايَعْتُمْ بِالْعَيْنَةِ، وَأَخَذْتُمْ أَذْنَابَ الْبَقَرِ، وَرَضَيْتُمْ بِالزَّرْعِ، وَتَرَكْتُمُ الْجِهَادَ، سَلَطَ اللَّهُ عَلَيْكُمْ دَلًّا يَنْزِعُهُ حَتَّى تَرْجِعُوا إِلَى دِينِكُمْ.

- "Dari Ibnu Umar bahwa Nabi bersabda, 'Apabila kamu berjual beli secara 'inah dan memegang ekor-ekor sapi dan puas dengan pertanian serta meninggalkan jihad, maka Allah akan menguasai atas kamu kehinaan, Dia tidak akan mencabut hingga kamu kembali kepada agamamu.'" (Shahih: Shahihul Jami'ush Shaghir no 423; 'Aunul Ma'bud IX: 335 no 3445)

Isu Yuristik dalam Sukuk:

Bay al-'Inah dan Bay ad-Dayn (1)

- Seorang wanita berkata kepada Aisyah, "Aku akan menjual seorang budak dari Zaid bin Arqam seharga 800 dirham dengan tempo, sedang aku telah membeli darinya seharga 600 dirham dengan tunai". Aisyah berkata kepadanya, "Betapa buruk apa yang kamu beli dan betapa buruk pula apa yang kamu jual. Sesungguhnya jihadnya (Zaid) bersama Rasulullah menjadi sia-sia, kecuali jika ia bertaubat." (Diriwayatkan oleh ad Daruqtuhni 3/52 dan di dalam sanadnya ada perawi yang dhaif)
- Bentuk riilnya dalam praktik keuangan konvensional adalah kontrak *sale-buy back* dan kontrak *sale-lease-buy back*.

Fatwa MUI terkait Pasar Modal

- No: 40/DSN-MUI/X/2003, tentang Pasar Modal dan Pedoman Umum Penerapan Prinsip Syari'ah di Bidang Pasar Modal.
- No.05/DSN-MUI/IV/2000 tentang Jual Beli Saham;
- No.20/DSN-MUI/IX/2000 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi Untuk Reksa Dana Syari'ah;
- No.32/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syari'ah;
- No.33/DSN-MUI/IX/2002 tentang Obligasi Syari'ah Mudharabah;
- No.41/DSN-MUI/III/2004 tentang Obligasi Syari'ah Ijarah

FATWA DSN MUI No. 32

MEMUTUSKAN	
Menetapkan	FATWA TENTANG OBLIGASI SYARIAH
Pertemuan	Ketentuan Umum
	1. Obligasi yang tidak dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang bersifat utang dengan kewajiban membayar berdasarkan bunga;
	2. Obligasi yang dibenarkan menurut syariah yaitu obligasi yang berdasarkan prinsip-prinsip syariah;
	3. Obligasi Syariah adalah suatu surat berharga jangka panjang berdasarkan prinsip syariah yang diterbitkan Emiten kepada pemegang Obligasi Syariah yang menunjukkan Emiten untuk membayar pendagang kepada pemegang Obligasi Syariah berupa bagi hasil bunga/fee serta membayar kembali dana obligasi pada saat jatuh tempo.

Kelvin

Ketetapan Khusus

1. Akad yang dapat digunakan dalam pemenuhan obligasi syariah antara lain:
 - a. Mudharabah (Mudharabah) Qardh;
 - b. Musyarakah;
 - c. Murabahah;
 - d. Salam;
 - e. Istishna;
 - f. Ijarah;
2. Jenis usaha yang dilakukan Emiten (Mudharib) tidak boleh bertentangan dengan syariah dengan memperhatikan substansi Fatwa DSN-MUI Nomor 20/DSN-MUI/TV/2001 tentang Pedoman Pelaksanaan Investasi untuk Reksa Dana Syariah;
3. Pendapatan (hasil) investasi yang dibagikan Emiten (Mudharib) kepada pemegang Obligasi Syariah Mudharabah (Shohibul Mal) harus berasal dari unsur non bank;
4. Pendapatan (hasil) yang diperoleh pemegang Obligasi Syariah sesuai akad yang digunakan;
5. Pemenuhan kewajiban obligasi syariah mengacu akad-akad yang digunakan.

Types of SUKUK structures



Pendahuluan

- Tidak semua sekuritas bisa diperdagangkan di pasar modal, bergantung pada kontrak yang mendasarinya (*underlying contract*), yakni:
 - Instrumen berbasis hutang murni, yakni sukuk *qardh*
 - Hanya boleh diterbitkan di pasar primer pada nilai par-nya
 - Tidak diperbolehkan diperjualbelikan di pasar sekunder
 - Pemindahan kewajiban hanya melalui akad *hiwalah*
 - Instrumen berbasis hutang dari pertukaran, seperti sukuk *salam*, sukuk *istishna'*, sukuk *muajjal* (*murabahah*)
 - Hanya boleh diterbitkan di pasar primer pada nilai par-nya
 - Tidak diperbolehkan diperjualbelikan di pasar sekunder
 - Pemindahan kewajiban hanya melalui akad *hiwalah*

Asset Based Sukuk & Asset Backed Sukuk

	Asset Based Sukuk	Asset Backed Sukuk
Prinsip	Menggunakan aset atau bisnis yang sesuai dengan syariah untuk menghasilkan nilai.	Melakukan pada aset yang terus menerus pendapatan pemegang sukuk melalui hasil dari penjualan aset di.
Struktur, insana & pemegang sukuk	Berasal dari aset maupun modal lain dari yang menghasilkan nilai yang saling-bertanggung dengan sukuk-nya	Berasal dari keuntungan atau penjualan aset yang secara bertahap pemegang sukuk terima.
Apa yang terjadi jika default atau leverage?	Ditentukan oleh rejeki pendapatan pendapatan aset secara utuh, maka jika leverage aset bukan milik pemegang sukuk, jadi kenapa ada spekulasi masalah? Jadi hutang dia.	Apa menjadi nilai di pemegang sukuk, jadi dia bisa jual aset tersebut.
Keuntungan akuntansi	ON balance sheet	Off balance sheet
Biaya Pembiayaan	Market-driven, tergantung dari penilaian pembeli sukuknya.	Berdasarkan likuiditas nilai dari aset sekuritas.
Risiko	Berkaitan dengan pemenuhan sukuknya	Berdasarkan likuiditas nilai dari aset sekuritas
Contoh Sukuk	Nakdiah sukuk, atau sukuk-rebuku yang diterbitkan sebagai dengan aset negara. Misal: sukuk dengan nama-nama adalah GNR, CDR, lalu default, sehingga bisa GNR, default jadi tidak ada? Itu bukan.	Real CDR sukuk

MAIN SUKUK TYPES



Macam-macam Sukuk

- Sukuk dinamakan berdasarkan jenis kontrak dan tujuan pemanfaatan dananya (AAOIFI, 2005), yakni:
 - **Sukuk Ijarah**
 - Sertifikat kepemilikan aset yang disewakan
 - Sertifikat kepemilikan jasa/kemanfaatan (*usufract*) dari aset yang ada
 - **Sukuk salam**
 - Sertifikat yang memobilisasi pengumpulan dana untuk pembelian barang melalui akad salam, dimana pemilik sertifikat berhak atas pengiriman barang di waktu mendatang dengan pembayaran saat ini
 - **Sukuk Istishna'**
 - Sertifikat untuk memobilisasi pengumpulan dana untuk pemesanan aset yang membutuhkan waktu konstruksi, dengan pembayaran saat ini, pemilik sertifikat berhak atas kepemilikan bersama aset yang dipesan tersebut

Macam-macam Sukuk

- **Sukuk murabahah**
 - Sertifikat untuk memobilisasi pengumpulan dana untuk pembelian aset secara murabahah, sehingga pemilik sertifikat berhak atas aset tersebut secara kolektif
- **Sukuk musyarakah**
 - Sertifikat untuk memobilisasi pengumpulan dana untuk membangun suatu proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada atau mendanai aktivitas bisnis berdasarkan kontrak *syirkah* yang menjadikan pemilik sertifikat sebagai pemilik proyek berdasarkan proporsi kepemilikan sertifikatnya, dimana sukuk *musyarakah* ini dapat diperlakukan sebagai bentuk penyertaan modal atau *mudharabah* atau agen investasi

Macam-macam Sukuk

- **Sukuk muzara'ah (sharecropping)**
 - Sertifikat untuk memobilisasi pengumpulan dana untuk mendanai proyek pertanian berdasarkan kontrak *muzara'ah*, dimana pemilik sertifikat berhak atas hasil panen berdasarkan kesepakatan yang telah dibuat
- **Sukuk musaqat (Irigasi)**
 - Sertifikat untuk memobilisasi pengumpulan dana untuk mendanai irigasi tanaman (biasanya buah-buahan), memupuk dan merawat mereka berdasarkan kontrak *musaqat* sehingga pemilik sertifikat berhak atas hasil panen berdasarkan kesepakatan yang telah dibuat

• **Sukuk Musyarakah**, yaitu sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akad Musyarakah di mana dua pihak atau lebih bekerjasama menggabungkan modal untuk membangun proyek baru, mengembangkan proyek yang telah ada, atau membiayai kegiatan usaha. Keuntungan maupun kerugian yang timbul ditanggung bersama sesuai dengan jumlah partisipasi modal masing-masing pihak.

• **Istisna'**, yaitu Sukuk yang diterbitkan berdasarkan perjanjian atau akan istisna' di mana pihak menyepakati jual-beli dalam rangka pembiayaan suatu proyek/barang. Adapun harga, waktu penyerahan, dan spesifikasi barang/proyek ditentukan terlebih dahulu berdasarkan kesepakatan



SUKUK STRUCTURING based on AKAD

Akad Sukuk

• AAOFI mengidentifikasi 14 jenis—dapat secara luas diklasifikasikan sebagai asset-, Debt-, Equity-, dan agency-based

Asset based	<i>Ijarah</i> (existing owned, existing leased, and future assets), <i>manfah</i> (existing and future assets)
Debt Based	<i>Istisna, salam, murabahah</i>
Equity Based	<i>Mudharabah, musharakah, Muzara'a</i> (sharecropping), <i>Musaqa</i> (irrigation), <i>Mugharasa</i> (agricultural/plantation)
Agency based	<i>Wakala</i>

Sukuk (Leasing) Ijarah

- Dapat digunakan untuk proyek-proyek infrastruktur jangka panjang dengan mensekuritisasi aset berwujud (*tangible assets*).
- Dapat digunakan dalam pembiayaan proyek
- Dengan pekerjaan sebagai berikut:
 - Penjualan aset berwujud ke *Special Purpose Restricted* Mudharabah (SPV)
 - Aset tersebut kemudian disewakan ke pihak yang berkepentingan melalui sewa Ijarah
 - Surat Penyertaan Sukuk Mudharabah akan diterbitkan dan dijual untuk *public/investor* dengan jaminan pembayaran
 - Keamanan yang diperlukan akan diberikan kepada pemegang sukuk
 - Mudharabah dikelola (atas nama pemegang sukuk) oleh Mudharib
 - Mudharib menandatangani dan mengeksekusi semua akad yang relevan
 - Memastikan kepatuhan syariah
 - Transparansi dan Operasional yang efisien

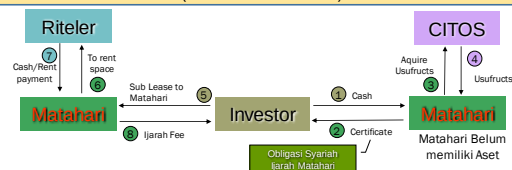
Sukuk (Leasing) Ijarah

- *Practical Application*
- Menggabungkan SPV (Mudharabah)
- Menawarkan surat penyertaan Sukuk Mudharabah (3-5 tahun) kepada pasar
- Menerima *subscription* untuk Mudharabah
- Membeli aset berwujud (*tangible assets*) pada akad penjualan standar
- Lease (Ijarah) aset kepada penyewa
- Mudharib mengelola *liabilities* dan aset SPV
- Perdagangan sukuk di *secondary market*
- Melikuidasi Mudharabah dan melunasi Sukuk ketika jatuh tempo

Contoh Sukuk Ijarah

- Contoh skim *ijarah* bisa dilihat pada penerbitan obligasi *ijarah* Matahari Departemen Store. Perusahaan ritel ini mengeluarkan obligasi *ijarah* senilai Rp 100 miliar. Dananya digunakan untuk menyewa ruangan usaha dengan akad *wakalah*. Matahari bertindak sebagai wakil untuk melaksanakan *ijarah* atas ruangan usaha dari pemiliknya (pemegang obligasi/*investor*). Ruang usaha yang disewa adalah Cilandak Town Square di Jakarta. Ruang usaha tersebut dimanfaatkan Matahari sesuai dengan akad *wakalah*, yang atas manfaat tersebut Matahari melakukan pembayaran sewa (*fee ijarah*) dan pokok dana obligasi. *Fee ijarah* dibayarkan setiap tiga bulan, sedangkan dana obligasi dibayarkan pada saat pelunasan obligasi. Jangka waktu obligasi tersebut selama lima tahun

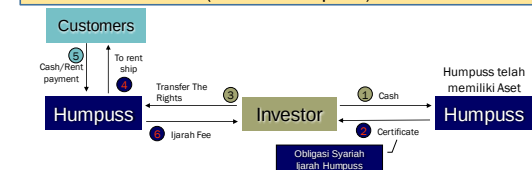
STRUKTUR OBLIGASI SYARIAH IJARAH (Kasus Matahari):



Keterangan Akad:

- Akad Wakalah: Investor melalui wakilnya (wali amanat) selaku pemberi kuasa (muwakkil) dengan PT Matahari selaku penerima kuasa (wakil), untuk melakukan akad ijarah atas manfaat Aset (space CITOS). (dilakukan bersamaan dengan transaksi 1 dan 2)
- Akad Ijarah: Investor melalui wakilnya (PT Matahari) melakukan akad ijarah dengan pemilik Aset (CITOS) atas manfaat aset (Space CITOS). (transaksi 3 dan 4)
- Akad Ijarah: PT Matahari bertindak selaku Musta'jir (Penyewa) dengan Investor selaku Muja'jir (pemberi sewa) atas manfaat Aset (Space CITOS). (transaksi 5 dan 8)

STRUKTUR OBLIGASI SYARIAH IJARAH (Kasus Humpuss):



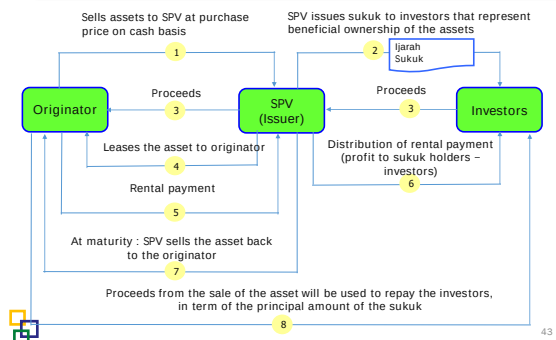
Keterangan Akad:

- Akad Ijarah: PT Humpuss selaku Muja'jir (pemberi sewa) dengan Investor melalui wakilnya (wali Amanat) selaku Musta'jir (Penyewa) atas manfaat aset (Kapal). (dilakukan bersamaan dengan transaksi 1 dan 2)
- Akad Wakalah: Investor melalui wakilnya (Wali Amanat) bertindak selaku pihak yang memberikan kuasa (muwakkil) dengan PT Humpuss selaku penerima kuasa (wakil) untuk melakukan akad ijarah atas manfaat aset dengan para pelanggan. (transaksi 3).
- Akad Ijarah: Investor yang diwakili oleh PT Humpuss bertindak selaku Muja'jir (pemberi sewa) dengan para pelanggan selaku Musta'jir (Penyewa) atas manfaat aset (Kapal). (transaksi 5 dan 8)

Sukuk Ijarah

- Ijarah is a manfaah (usufruct) type of contract whereby a lessor (owner) leases out an asset or an equipment to its client at an agreed rental fee and pre-determined lease period upon the 'aqad (contract).
- The ownership of the leased equipment remains with the lessor.
- Sukuk Ijarah is a certificate that shows the ownership of the investors on the leased asset and the rights to receive the income/rental from the leased assets.

Sukuk Ijarah

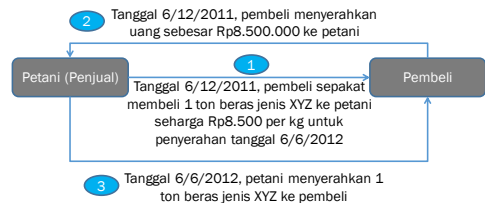


Sukuk Salam

- Instrumen jangka pendek dapat menjadi alternatif untuk *treasury notes*
- Pembatasan mudharabah khusus ("*trustee finance, partnerships*")
- Dikelola oleh Bank selaku Mudharib ("*wali amanat*")
- Diterbitkan kepada investor lainnya untuk partisipasi pada Sukuk Mudharabah sebagai penyedia modal
- Tujuan khusus Mudharabah membeli komoditas pada sukuk Salam
- Harga pembelian akan dibayarkan sepenuhnya dimuka dan pengiriman komoditas akan dilakukan pada tanggal yang telah ditentukan
- Tambahan untuk akad Salam, akan ada janji dengan penyedia komoditas untuk membeli komoditas dari Mudharabah pada tanggal pengiriman
- Karena keterbatasan pada perdagangan utang, Sukuk tidak dapat diperdagangkan dan harus dimiliki hingga jatuh tempo, karena itu Sukuk ini dijadikan solusi jangka pendek

Transformasi Kontrak dalam Sukuk: Sukuk Salam

- Secara sederhana kontrak jual beli salam dapat digambarkan sebagai berikut:



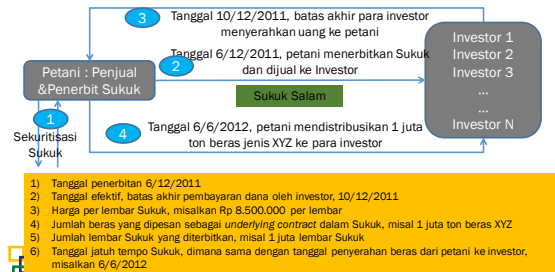
- Kondisi ini menjadi sedikit kompleks jika kapasitas produksi petani adalah 1 juta ton beras jenis XYZ.

Sukuk Salam

- Masalah ini dapat diselesaikan dengan cara:
 - membuat beberapa pembeli bersekutu untuk membeli beras tersebut
 - melalui pembiayaan sindikasi, artinya ada beberapa investor yang akan menyediakan pembiayaan. Namun lazimnya dalam kondisi ini, beberapa investor tersebut sebenarnya tidak membutuhkan beras
 - sebagai perluasan dari sindikasi pembiayaan, dibuat mekanisme pengumpulan dana (*pooling funds*) melalui penerbitan sekuritas → sukuk salam
- Terkait solusi ketiga, perlu suatu institusi yang berinisiatif untuk menerbitkan dan mengelola administrasi Sukuk, seperti:
 - pengumpulan dana,
 - penyerahan dana ke petani, dan juga
 - distribusi beras ke investor saat Sukuk Salam jatuh tempo

Sukuk Salam

- Proses pembentukan Sukuk Salam untuk mengakomodasi solusi tersebut, dimana petani merupakan penerbit Sukuk Salam itu sendiri, adalah:



Transformasi Kontrak dalam Sukuk: Sukuk Salam

- Berbagai ilustrasi sebelumnya belum menjawab pertanyaan mendasar bahwa investor sesungguhnya tidak membutuhkan beras, namun hanya imbal hasil positif atas investasi di Sukuk Salam tersebut.
- Untuk menjawab pertanyaan ini, kita akan memperluas peran dari SPV itu sendiri.
- Namun, kembali perlu diingat bahwa sekali SPV telah menetapkan peran maka akan terdapat keterbatasan baginya untuk mengambil peran yang lain, misalkan:
 - Ketika SPV telah menjadi wakil petani maka pada saat yang sama dia tidak mungkin menjadi wakil investor, mudharib, manajemen, atau bahkan penjual independen
 - Demikian seterusnya untuk berbagai peran yang mungkin dilakukan SPV
- Hal ini berimplikasi bahwa sejak awal SPV harus memutuskan berada pada posisi mana: apakah independen ataukah condong ke petani atau investor?

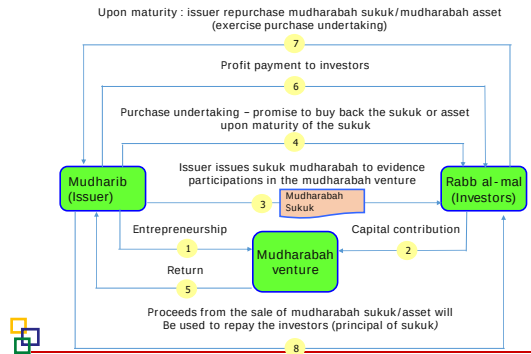
Transformasi Kontrak dalam Sukuk: Sukuk Salam

- Secara praktik terdapat beberapa kendala, yakni:
 - Tujuan investor adalah kembalinya modal plus imbal hasil, maka pada waktu jatuh tempo terjadi konversi beras menjadi uang
 - Investor tidak mungkin melakukan konversi beras menjadi uang secara sendiri, maka butuh pihak lain untuk membantunya
- Berdasarkan kedua kondisi tersebut, seharusnya SPV bertindak sebagai:
 - Wakil investor yang berarti bahwa SPV tidak lagi independen melainkan bertindak mewakili investor, baik dalam:
 - pembelian beras secara salam,
 - penyerahan uang ke petani,
 - penerimaan beras dari petani dan
 - penjualan beras ke pembeli sesungguhnya (*true buyer*)

Sukuk Mudharabah

- Mudharabah is a contract which is made between two parties to finance a business venture.
- The parties are an investor who solely provides the capital (rabb al-mal) and an entrepreneur who solely manages the project (mudharib).
- If the venture is profitable, the profit will be distributed based on a pre-agreed ratio. In the event of a loss, the loss shall be borne solely by the provider of the capital.
- A Mudharabah contract may involve two or more parties.
- The difference between a Mudharabah and Musharakah contract is that, in the latter all parties contribute capital and services.

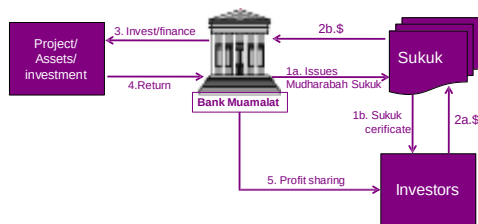
Sukuk Mudharabah



Structure of Mudharabah Sukuk

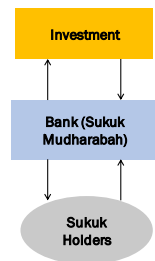
issued by Bank Muamalat

Structure of Mudharabah Sukuk



Sukuk Mudharabah

- Bank menawarkan Surat Pernyataan Sukuk Mudharabah kepada Investor yang berpartisipasi dalam pendanaan atau transaksi
- Dapat dijadikan sebagai variabel modal dari investasi yang terdaftar
- Memungkinkan Bank untuk menginvestasikan kelebihan uangnya untuk waktu yang singkat tanpa mengorbankan prinsip-prinsip syariah atau kualitas keamanan dan dapat menghasilkan uang/return relatif cepat.
- *Underlying* harus berdasarkan aset dengan presentase yang lebih besar



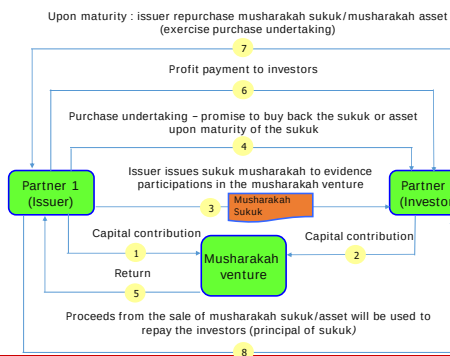
Sukuk Musyarakah

- Berdasarkan Musyarakah ("partnership/joint venture dimana masing-masing pihak memberikan kontribusi modal yang sama atau berbeda-beda")
- Dianggap lebih adil, mengharuskan adanya *profit and loss sharing* antara *fund manager* dan pemegang sukuk, tidak hanya bagi hasil.
- Practical Steps :**
 - Sukuk ditawarkan ke pasar untuk memobilisasi modal yang dibutuhkan
 - Keuntungan yang diperoleh dikembangkan atau dapat digunakan untuk membeli dan menyewa peralatan/aset melalui bentuk khusus Musyarakah

Sukuk Musharakah

- Musharakah is a partnership arrangement between two parties or more to finance a business venture whereby all parties contribute capital either in the form of cash or in-kind.
- Any profit derived from the venture will be distributed based on a pre-agreed profit sharing ratio, but a loss will be shared on the basis of equity participation.
- In simple terms, Musharakah means profit and loss sharing.

Sukuk Musharakah



SUKUK KORPORASI

- Berikut ini nama daftar perusahaan emiten sukuk di Indonesia 2012-2013 (masih berlaku, sumber: <http://www.sahamok.com/>):
- PT. Adhi Karya (persero) Tbk.
- PT. Bank Syariah Muamalat Tbk.
- PT. Perusahaan Listrik Negara (PLN) (Persero) Tbk.
- PT. Aneka Gas Industri
- PT. Tiga Pilar Sejahtera Food Tbk.
- PT. Indosat Tbk.
- PT. Berlian Laju Tanker Tbk.
- PT. Mitra Adiperkasa Tbk.
- PT. Matahari Putra Prima Tbk.
- PT. Pupuk Kalimantan Timur Tbk.
- PT. Salim Ivomas Pratama Tbk.
- PT. Lotte Chemical Titan Nusantara
- PT. Sumberdaya Sewatama
- PT. Adira Dinamika Multi Finance Tbk.
- Bank Pembangunan Daerah Sumatera Barat
- PT. Mayora Indah Tbk.



Government Sukuk : Definisi

Definisi

- Surat Berharga Negara yang diterbitkan berdasarkan prinsip syariah, sebagai bukti atas bagian penyertaan terhadap Aset SBSN, baik dalam mata uang rupiah maupun valuta asing (UU No.19 Tahun 2008 tentang Surat Berharga Syariah Negara).

Tujuan Penerbitan

- Membiayai APBN, termasuk membiayai pembangunan proyek

Manfaat

- Diversifikasi pembiayaan APBN.
- Mengembangkan alternatif instrumen investasi.
- Memperluas basis investor.
- Meningkatkan pasar keuangan syariah.
- Membiayai proyek-proyek pemerintah.
- Menciptakan *benchmark* Sukuk.

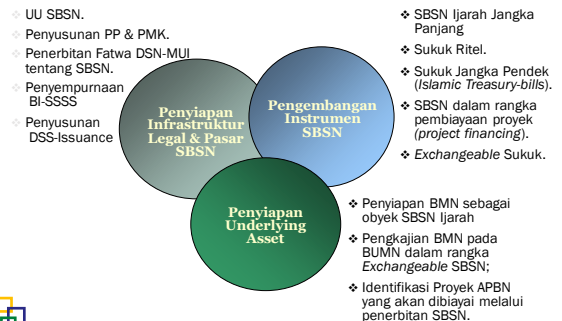
Sukuk Pemerintah

- ❑ Merupakan instrumen investasi yang sesuai dengan prinsip syariah.
- ❑ Imbalan bersifat tetap (*fixed-income*) dan dibayarkan secara periodik.
- ❑ Pembayaran Imbalan dan Nilai Nominal di jamin oleh Negara.
- ❑ Dapat diperjual-belikan di pasar sekunder pada harga pasar.
- ❑ Terdapat potensi *capital gain* bagi *Sukuk Holder*.

Manfaat Penerbitan SBSN

- ❖ Memperluas basis sumber pembiayaan anggaran negara;
 - memperkaya instrumen pembiayaan fiskal.
 - memperluas dan mendiversifikasi basis investor SBN.
- ❖ Mendorong pertumbuhan dan pengembangan pasar keuangan syariah di dalam negeri;
 - mengembangkan alternatif instrumen investasi.
 - menciptakan *benchmark* di pasar keuangan syariah.
- ❖ Mengoptimalkan pemanfaatan Barang Milik Negara.

Sukuk Pemerintah



Pokok-Pokok Ketentuan UU SBSN

- ❖ Tujuan Penerbitan: Pembiayaan APBN dan Pembiayaan Proyek.
- ❖ Struktur SBSN: Al Ijarah; Mudharabah; Musharakah; Istisna; dan lainnya.
- ❖ Jenis Mata Uang atau Denominasi.
- ❖ Pendirian SPV: *on-shore or off-shore*.
- ❖ Underlying asset: semua BMN.
- ❖ Penerbitan SBSN di dalam negeri dan luar negeri.
- ❖ Transparansi dan Akuntabilitas.
- ❖ SPV: (i) badan hukum khusus yang menerbitkan SBSN; (ii) berkedudukan di DN; pendiriannya dengan PP; (iii) wali amanat untuk kepentingan pemegang SBSN
- ❖ Kebijakan penerbitan & pengelolaan SBSN oleh Menteri;

Pokok-Pokok Ketentuan UU SBSN

- ❖ Seluruh BMN, sepanjang memiliki manfaat dan nilai ekonomis dapat dijadikan Aset SBSN.
- ❖ Penggunaannya dengan cara dijual, disewakan, atau cara lain yang sesuai dengan prinsip syariah;
- ❖ Mekanisme penjualan BMN berbeda dengan penjualan sebagaimana dimaksud dalam UU No. 1/2004:
 - ❖ Tidak terdapat pengalihan fisik BMN.
 - ❖ Tidak terjadi pemindahan hak kepemilikan (*legal title*).
 - ❖ Akan disewa kembali oleh Pemerintah sampai berakhirnya waktu jatuh tempo SBSN.
 - ❖ Pada saat jatuh tempo atau dalam hal terjadi *default* BMN akan tetap dimiliki oleh Negara, sesuai *purchase & sale undertaking*.
- ❖ Menteri sebagai Pengelola BMN akan meminta persetujuan DPR, pada saat penyusunan RAPBN.

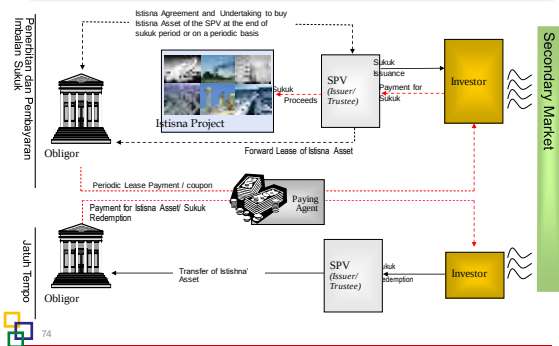
SBSN Reguler vs Pembiayaan Proyek

Deskripsi	SBSN Reguler			SBSN untuk pembiayaan Proyek
	SBSN Jangka Panjang	Islamic T-bills	Sukuk Ritel	
Jenis Akad	Ijarah - sale & lease back	Ijarah - sale & lease back	Ijarah - sale & lease back	Istisna / Musarakah
Tenor	>12 bulan	≤12 bulan	3 - 4 tahun	>12 bulan
Ketentuan Imbalan	Fixed Rate (FR) Variable Rate (VR)	• Discount basis • Fixed rate	Fixed Rate	Fixed Rate (FR) Variable Rate (VR)
Metode Penerbitan	Lelang / Bookbuilding	Lelang	Bookbuilding	Lelang / Bookbuilding
Metode Pricing	Uniform / Multiple-price	Uniform / Multiple-price	Uniform-price	Uniform-price
Frekuensi Imbalan	• FR: tiap 6 bulan • VR: tiap 4 bulan	Dibayarkan pada saat SBSN jatuh tempo	Setiap bulan	• FR: tiap 6 bulan • VR: tiap 4 bulan

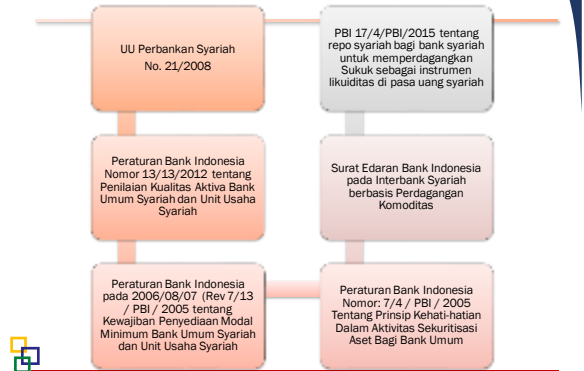
Jenis-jenis Sukuk Negara

	IFR	SR	SNI	SPN-S	SDHI	PBS
Series	Islamic Fixed Rate (IFR)	Retail Sukuk (SR)	Sukuk Negara Indonesia (SNI)	Islamic T-Bills (SPN-S)	Sukuk Dana Haji (SDHI)	Project Based Sukuk (PBS)
Aqad	Ijara Sale & Lease Back				Ijara al-Khadamat	Ijara Asset to be Leased
Underlying	State Owned Assets				Haji Services	Government Projects
Coupon Rate	Fixed Rate					
Tradability	Tradable				Non-Tradable	Tradable
Issuance Methods	- Bookbuilding - Auction	Bookbuilding	Bookbuilding	Auction	Private Placement	Auction
Characteristics	- IDR Sukuk for wholesale investors. - Mid to long term tenors - Semi annual coupon.	IDR Sukuk for retail Indonesian investors, monthly coupon.	USD denominated Sukuk, issued in international market, semi annual coupon.	Short term IDR Sukuk, mature in 6 months, discounted basis.	Private placement, short term, monthly coupon.	IDR Sukuk, mid to long term tenors, semi annual coupon.

Struktur SBSN untuk Pembiayaan Proyek



Peraturan Sukuk dan Bank Syariah



Mekanisme Penerbitan SUKUK

Syarat Menerbitkan Obligasi Syariah

- Aktivitas utama (*core business*) yang halal, tidak bertentangan dengan substansi Fatwa No. 20/DSN-MUI/IV/2001
 - Usaha Yang Bertentangan Dengan Syariah
 - Perjudian
 - Lembaga ribawi
 - Makanan dan minuman haram Jika harapannya berubah sebelum jatuh tempo, pemegang dapat menjual sertifikatnya
 - Barang ataupun jasa yang merusak moral dan bersifat mudharat
- Peringkat investasi grade
 - Fundamental usaha yang kuat
 - Fundamental keuangan yang kuat
 - Citra yang baik bagi publik
- Keuntungan tambahan jika termasuk dalam komponen *Indonesia Islamic Index*

Perbedaan Sukuk dan Obligasi dalam Penerbitan

Deskripsi	Sukuk	Obligasi
Penerbit	Pemerintah, Korporasi	Pemerintah, Korporasi
Sifat Instrumen	Sertifikat kepemilikan/ pernyataan atas suatu aset	Instrumen pengakuan utang
Penghasilan	Imbalan, bagi hasil, <i>margin</i>	Bunga/kupon, <i>capital gain</i>
Jangka Waktu	Pendek – menengah	Menengah – Panjang
<i>Underlying asset</i>	Perlu	Tidak Perlu
Pihak yang terkait	Obligor, SPV, investor, <i>Trustee</i>	Obligor/issuer, investor
Price	<i>Market Price</i>	<i>Market Price</i>
Investor	Islami, Konvensional	Konvensional
Pembayaran Pokok	Bullet atau amortisasi	Bullet atau amortisasi
Penggunaan Hasil Penerbitan	Harus sesuai syariah	Bebas

Syarat Menerbitkan Obligasi Syariah

- Akad dituangkan dalam perjanjian perwaliamanatan
- Rasio atau persentase bagi hasil atau nisbah berdasarkan pendapatan (*revenue sharing*) atau keuntungan (*profit sharing*).
- Nisbah sesuai kesepakatan sebelum penerbitan
- Pendapatan bagi hasil dibayarkan pemegang Obligasi Syariah
- Pembagian hasil pendapatan atau keuntungan secara periodik (tahunan, semesteran, kuartalan, bulanan).
- Memberikan *indicative return* tertentu.
- Pengawasan aspek syariah dilakukan oleh Wali Amanat dan Tim Ahli Syariah

Syariah Compliance

Penerbitan sukuk harus lebih dahulu mendapatkan pernyataan kesesuaian prinsip syariah (*syariah compliance endorsement*) untuk menyakinkan investor bahwa sukuk telah distruktur sesuai syariah.

Pernyataan *syariah compliance* tersebut bisa diperoleh dari individu yang diakui secara luas pengetahuannya di bidang syariah atau institusi yang khusus membidangi masalah syariah.

Untuk penerbitan sukuk di dalam negeri, *syariah compliance endorsement* dapat dimintakan kepada Dewa Syariah Nasional – MUI.

Untuk penerbitan sukuk Internasional, diperlukan *endorsement* dari ahli/lembaga syariah yang diakui komunitas syariah internasional, misalnya IIFM.

Legal Infrastructure

Peraturan SBSN

UU No. 19 Tahun 2008:

Tujuan dari penerbitan SBSN adalah untuk membiayai proyek-proyek APBN, termasuk pembiayaan proyek.

UU APBN

Memberikan pemerintah kewenangan untuk membiayai proyek-proyek APBN dan kegiatan oleh penerbitan SBSN.

Peraturan Pemerintah

PP No.56 Tahun 2011 tentang Pembiayaan Proyek melalui Penerbitan SBSN :

- Memberikan dasar hukum bagi pemerintah untuk membiayai proyek-proyek infrastruktur dan kegiatan menggunakan penerbitan SBSN.
- Proyek-proyek dan kegiatan harus dimasukkan dalam APBN.
- Memberikan pedoman untuk perencanaan, pelaksanaan, dan pengelolaan obyek hasil Pembiayaan Sukuk Proyek

Penggunaan Underlying Asset

Penerbitan sukuk memerlukan sejumlah tertentu aset yang akan menjadi objek perjanjian (*underlying asset*). Aset yang menjadi objek perjanjian harus memiliki nilai ekonomis, dapat berupa aset berwujud atau tidak berwujud, termasuk proyek yang akan atau sedang dibangun. Fungsi *underlying asset* tersebut adalah :

- Untuk menghindari riba
- Sebagai prasyarat untuk dapat diperdagangkannya sukuk dipasar sekunder, dan
- Akan menentukan jenis struktur sukuk.

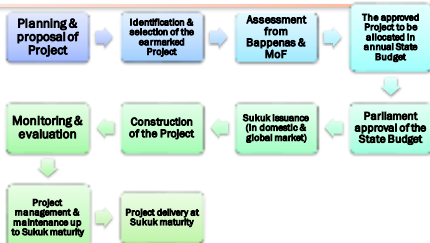
Dalam sukuk *Ijarah Al Muntahiyah Bittamlik* atau *Ijarah-Sale and Lease Back*, penjualan aset tidak disertai penyerahan fisik aset tetapi yang dialihkan adalah hak manfaat (*beneficial title*) sedangkan kepemilikan aset (*legal title*) tetap pada obligor. Pada akhir periode sukuk, SPV wajib menjual kembali aset tersebut kepada obligor.

Govt Sukuk : Underlying Asset

- Aset SBSN adalah obyek pembiayaan SBSN dan/atau Aset Negara yang memiliki nilai ekonomis, berupa tanah dan/atau bangunan dan bentuk lainnya, yang menjadi *underlying asset* untuk menerbitkan SBSN
- Aset SBSN bukan jaminan dari SBSN



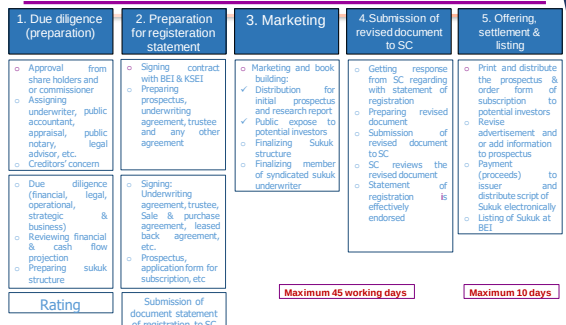
Proses Pembiayaan proyek melalui Penerbitan Sukuk



SBSN Project Underlying Business Process



Stage of Sukuk Issuance



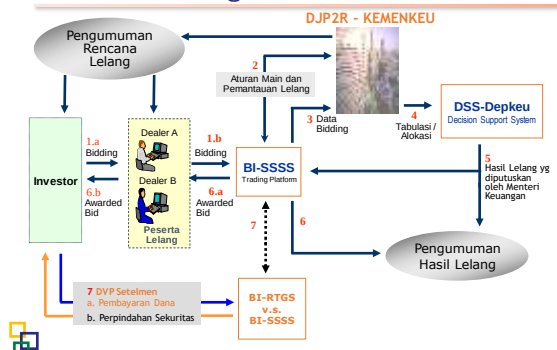
Statement of registration	submission of registration statement to SC		Effective registration statement	
Marketing Plan	Developing credit story	Marketing	Selling "investee" consistently	Offering period
	• Selling story of the emittee to some potential investors • Endorsing to publicize an article about the story of issuer in some mass media	• Prospectus advertising • Public exposure • Presentation to some potential investors	• Mini expose to several institutional investors • Investor gathering • One-on-one meeting with the investee company • Company visit by potential investors • Creating "news" regarding with the image of investee company	• Investors sign application form of subscription and getting allotment of the sukuk
	Book building			
Marketing kits	>Public expose >Public relation >Audio video	>Presentation material >Press release >Press conference	>Sales kit >Research report >Prospectus	>Advertising >Event organizer

Penjualan SUKUK di Pasar Primer dan Sekunder

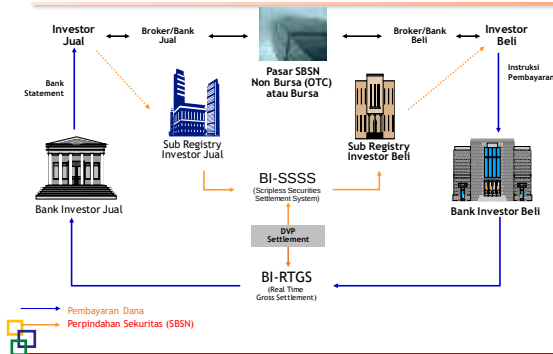
Sukuk Ritel : Prosedur Pembelian di Pasar Perdana



Mekanisme Lelang SBSN di Pasar Perdana



Mekanisme Penjualan dan Pembelian SBSN di Pasar Sekunder



Penjualan Sukuk di Pasar Sekunder

- Lembaga keuangan syariah sedang mencari untuk mendiversifikasikan dan meningkatkan ukuran portofolio mereka dari instrumen yang dapat diperdagangkan dengan profil pendapatan tetap
- Industri membutuhkan dana sukuk untuk pendistribusian ritel dan begitu konsep tersebut menjadi populer, permintaan untuk penerbitan sukuk akan meningkat secara eksponensial
- Sukuk instrumen pasar uang
- *Islamic Inter-Bank* atau pasar keuangan syariah jangka pendek dapat dikembangkan dengan sukuk
- Selera untuk Sukuk diantara *Reserved Managers* dan Lembaga Keuangan Non-Bank meningkat

Masalah yang membatasi pengembangan pasar sekunder

- Terbatasnya jumlah penerbitan menghambat aktifnya perdagangan instrumen ini di pasar sekunder
- Strategi *Buy and Hold* oleh mayor investor dikarenakan kurangnya alternatif untuk investasi jenis ini
- Terbatasnya aset berkualitas yang tersedia untuk sekuritisasi ljarah
- Fokus perusahaan terbatas - *changing*

Peraturan, Hukum, Syariah & Isu lainnya

- Kurangnya dukungan regulasi dari *key* yurisdiksi.
- Kurangnya inisiatif dalam mengembangkan hukum khusus untuk instrumen sukuk konvensional
- Kurangnya harmonisasi struktur sukuk yang ada dan perbedaan pendapat di antara berbagai sarjana syariah, khususnya *cross border*.
- Terbatasnya jumlah personil yang berkualitas dan berpengalaman dalam pasar modal baik syariah maupun perspektif komersial.
- Beberapa bank investasi syariah kurang kemampuan dalam penataan, *originating* atau mengatur transaksi pasar modal.

Batasan Investasi Sukuk

Batasan besar dalam berinvestasi pada instrumen sukuk :

- Pasar sekunder yang *illiquid* dikarenakan tidak adanya *critical mass* dan *market makers*.
- Terbatasnya *awareness* tentang instrumen ini di pasar Barat dan beberapa negara anggota yurisdiksi.
- Tidak terdapat *benchmark* untuk memonitoring portofolio seperti ketersediaan pada obligasi konvensional – Indeks Sukuk.
- Terbatasnya *supply* Sukuk dunia yang dapat diterima.
- Daya jual pasar sekunder dari *balance sheet based* Sukuk.



Sukuk – Kebutuhan Pengembangan

- Membuat Sukuk sebagai alat manajemen likuiditas
- Tipikal Sukuk mempunyai tenor 3-7 tahun
 - Keperluan untuk *Commercial Paper* (CP) tipe Sukuk bertenor lebih pendek
 - Keperluan untuk Sukuk (Sukuk BMA 10th) bertenor lebih panjang
- Pasokan sukuk saat ini terbatas di pasar
 - Investor cenderung *buy-and-hold* karena terbatasnya alternatif lain jika investor ingin melepas Sukuk mereka
 - Persyaratan peminjaman Bank Central melalui Sukuk
- Penerbit Sukuk perlu datang ke pasar
 - Pemerintah seharusnya membuat peraturan yang baru untuk Sukuk
 - Penerbit korporasi, termasuk pembiayaan proyek, harus membentuk *Issuer* yang besar di pasar (Misal : Dubai Port Sukuks)
 - Menggunakan kelebihan dari *balance sheet* dari pada kebutuhan aset riil



Sukuk – Pengembangan Pasar Sekunder

Pasar Sukuk akan berkembang menjadi pasar yang liquid, ketika :

- Penerbit dengan perbedaan kualitas kredit dan *risk profile*
- Sukuk dengan range jatuh tempo dari *short-term* ke *long-term*
- Basis investor diperluas (dengan diversifikasi produk sukuk) untuk memfasilitasi partisipasi investor
- Infrastruktur dan IT

Standardisasi Industri diperlukan untuk produk Sukuk

- Format dari penerbitan, yaitu strukturnya
- Listing, contoh : Bahrain, Luxembourg, dan lainnya
- Rating
- Dual listing dianjurkan untuk memperluas jangkauan

Market Maker & Brokers

- Peran *Lead Arrangers* didefinisikan dengan baik
- Menyediakan harga *bid-offer* secara terus menerus
- Peran dari Institusi Infrastruktur khususnya IIFM, yang mendukung perkembangan pasar



Pertimbangan – Pasar Sekunder

- Pasar perdana & Pengembangan
- Sistem *settlement* yang efisien
- Harga Sukuk yang transparan dan dapat diakses
- *Forward value* dari Sukuk dan syariaah *acceptability*
- Pencatatan di Bursa? Bagaimana dengan *market maker*? Investor regional?
- Review struktur sukuk & *benchmarking*
- Publikasi perdagangan yang telah dieksekusi
- Sukuk jangka pendek
 - Bahrain
 - Brunei





Repo SUKUK dengan sesama pelaku pasar

Mekanisme Repo

Praktik repo di negara lain, praktik repo syariah dengan *underlying* SBSN antara bank syariah dengan BI, serta hasil diskusi BI dengan DSN maka akad dari transaksi repo syariah antara bank direkomendasikan sama dengan akad repo SBSN antara BUS/UUS dengan BI, yaitu Al Bai' dengan Wa'd untuk membeli kembali. Selanjutnya penjabaran dari transaksi tersebut adalah sebagai berikut :

1. Pada saat transaksi (T+0)

- Bank A (bank syariah) mengajukan repo kepada bank B (bank syariah/konvensional) dengan *underlying* SBSN. SBSN yang direpokan merupakan surat berharga yang diterbitkan dengan basis investasi sehingga diperbolehkan adanya *return/margin* jual beli (perbedaan harga diperbolehkan)
- Bank A sepakat untuk menjual SBSN yang dimilikinya kepada Bank B dengan setelmen (T+2)
- Bank A dan Bank B menyepakati besarnya nominal repo, harga SBSN, margin dan *hair cut*
- Bank A dan Bank B menuangkan kesepakatan tersebut dalam bentuk perjanjian dengan akad Al-Bai' (perjanjian pertama)
- Terpisah dengan perjanjian pertama, Bank A dan Bank B menandatangani kontrak kedua yang berisi perjanjian untuk membeli kembali SBSN yang telah dijual kepada Bank B pada jangka waktu yang disepakati (T+n). Akad dari kontrak kedua adalah Al Wa'd

Mekanisme Repo

2. Pada saat setelmen (T+2)



- Setelmen surat berharga dilakukan secara *Delivery versus Payment* (DVP) dilakukan melalui BI-SSSS dan BI-RTGS
- Secara sistem terjadi perpindahan kepemilikan SBSN dari Bank A pada Bank B
- Nilai setelmen untuk SBSN Jangka Panjang

Mekanisme Repo

nilai setelmen first leg

$$= [(\text{nominal SBSN yang direpokan}) \times (\text{harga SBSN} - \text{haircut})] + (\text{accrued Imbalan SBSN})$$

- Accrued* kupon/imbalan dihitung sejak 1 (satu) hari sesudah tanggal pembayaran kupon/imbalan terakhir sampai dengan tanggal setelmen *first leg*
- Perhitungan *accrued* kupon/imbalan SBSN didasarkan pada jumlah hari yang sebenarnya (*actual per actual*)

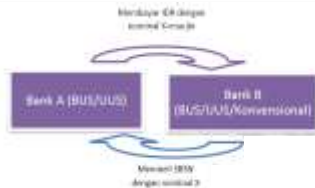
Nilai setelmen untuk SBSN jangka pendek

$$\text{Nilai setelmen first leg} = [(\text{nominal SBSN yang direpokan}) \times (\text{harga SBSN} - \text{haircut})]$$

3. Pada saat jatuh waktu (T+n)

Pada saat jatuh waktu yang telah ditentukan (T+n), Bank A memenuhi janjinya untuk membeli SBSN tersebut dengan harga yang telah disepakati di perjanjian kedua

Mekanisme Repo



- Pada tanggal jatuh waktu (T+n), dilakukan setelmen dana oleh Bank A kepada Bank B melalui BI-RTGS dan bersamaan dengan itu dilakukan setelmen perindahan SBSN melalui BI-SSSS. Jangka waktu setelmen *second leg* dilakukan sejak sistem BI-RTGS buka sampai dengan *cut off warning system* BI-RTGS
- Nilai atas setelmen *second leg* dihitung sbb :
nilai setelmen *second leg* = nilai setelmen *first leg* + nilai marjin repo SBSN
 Nilai marjin repo adalah penerimaan Bank B sesuai jangka waktu repo SBSN

Mekanisme Repo

- Dalam hal Bank B menerima pembayaran kupon/imbalan setelah transaksi repo SBSN jatuh waktu maka Bank B akan mengembalikan sebesar kupon/imbalan yang diterima pada Bank A

4. Kegagalan Setelmen

- Dalam hal Bank A tidak memiliki dana yang cukup untuk penyelesaian transaksi *second leg* sampai dengan *cut-off warning* sistem maka setelmen *second leg* dinyatakan batal
- Transaksi sebelumnya (*first leg*) diberlakukan sebagai transaksi *outright* (jual putus) dengan nilai setelmen sbb:
 - SBSN Jangka Pendek
Nilai setelmen pembelian SBSN = nilai nominal SBSN x harga SBSN
 - SBSN Jangka Panjang
 Nilai Setelmen pembelian SBSN = [nominal SBSN x harga SBSN] + (accrued imbalan SBSN)
- Dengan terjadinya pembatalan setelmen *second leg*, Bank A dan Bank B melakukan setelmen dana atas selisih lebih/kurang dari *accrued* imbalan, *haircut* dan marjin repo SBSN

Resiko dalam penerbitan & pengelolaan SUKUK



Interest Rate Risk (rate of return risk)

Risiko ini dapat dianggap sebagai risiko tingkat pengembalian Sukuk. Dapat dijelaskan juga bahwa Sukuk *fixed rate* terekspos risiko ini dengan cara yang sama seperti obligasi *fixed rate* terekspos risiko suku bunga. Kenaikan *rate* pasar (bunga) akan membuat penurunan nilai *fixed-income* Sukuk.

Misalkan pada tanggal 1 Januari 2004, seorang investor membeli Sukuk 2 tahun dengan tingkat pengembalian 10% per tahun. Pada 2 Januari, *rate* pasar meningkat menjadi, katakanlah, 15%. Meskipun *rate* pasar telah berubah, pemegang Sukuk masih akan mendapatkan pembayaran kupon 10%. Oleh karena itu nilai asetnya sekarang menjadi kurang dari *rate* pasar yaitu 15%.

Semua *fixed return asset* baik bentuk ljarah, Istisna', Salam atau lainnya akan menghadapi risiko ini. Selain itu juga akan terekspos risiko reinvestasi dan *opportunity cost* pada *rate* yang baru, terutama jika aset tidak likuid seperti dalam kasus Sukuk *non-tradable zero-coupon*.

Interest Rate Risk (rate of return risk)

Maturity memainkan peran yang sangat penting dalam meningkatkan dampak risiko ini. Misalkan Sukuk dengan jatuh tempo 10 tahun dibandingkan 2 tahun. Investor akan menghadapi risiko reinvestasi selama 10 tahun. Perubahan *rate* pasar yang merugikan juga akan mempengaruhi *creditworthiness* suatu sukuk dan akan menyebabkan peningkatan risiko kredit.

Sertifikat Sukuk terimbas langsung dengan fluktuasi *interest rate* karena *spread* yang lebar dibandingkan dengan LIBOR dalam operasional pembiayaan mereka. Akibatnya, Sukuk ini akan terimbas dengan fluktuasi LIBOR atau bahkan *rate* pasar.

Sebagai contoh, *mark-up* merupakan ciri khas dari akad Murabahah yang saat ini menjadi instrumen keuangan Islam yang paling populer di bagian aset dalam neraca. Setiap akad mengacu kepada LIBOR dengan kemungkinan di masa yang akan datang tingkat LIBOR akan naik dan penerbit, di bagian aset, tidak akan membuat keuntungan sebanyak yang telah diprediksikan.

Foreign Exchange Rate Risks

Risiko mata uang timbul dari fluktuasi nilai tukar yang tak dapat dipungkiri akan memiliki efek pada posisi valuta asing. Dalam hal terjadi perbedaan antara *currency unit* (*pool* dari mata uang Sukuk), dan denominasi mata uang dimana dana Sukuk diakumulasi, investor Sukuk tersebut akan mengalami *exchange risk*.

Contoh pada kasus ini yaitu pada prospektus IDB. Unit rekening IDB adalah Dinar Islam (ID), dan setara dengan satu *Special Drawing Right* (SDR) IMF yang terdiri dari 45% US \$, 29% Euro, 15% Yen Jepang dan 11% Pound Britania Raya.

Namun, sertifikat Sukuk dalam mata uang US \$ dan akibatnya terdapat ketidaksesuaian (*mismatch*) mata uang. Meskipun baru-baru ini *mismatch* telah menghasilkan keuntungan bagi IDB karena depresiasi US \$ terhadap Dinar Islam, setiap apresiasi US \$ terhadap ID yang selalu berakibat *currency loss*.

Foreign Exchange Rate Risks

IDB berfungsi sebagai *guarantor* dan dengan demikian melindungi investor dari fluktuasi nilai tukar. Memang, semua investor di prospektus Sukuk terlindungi dengan ketentuan yang sama. Namun, hal ini tidak menghilangkan risiko nilai tukar yang dihadapi oleh *originator*. Sebenarnya, risiko nilai tukar diperparah dengan industri yang berkembang pesat dan rencana investasi yang semakin multi-nasional.

Tantangan untuk Penerbitan Sukuk korporasi dan pemerintah adalah menjadi perencana strategi manajemen risiko nilai tukar yang efektif dengan prinsip-prinsip syariah.

Sukuk Risk

Types of Sukuk	Description of Sukuk Structure	Credit Risk	Rate of return (interest rate risk)	FX risk	Price risk	Other risk
Zero Coupon Sukuk	Issuance, Murabahah debt certificates - non-tradable	Unique basis dari risiko kredit yang ada. Lihat, Khan dan Ahmed (2001)	Sangat tinggi dikarenakan fixed rate , tetapi untuk seluruh maturity	Jika semua kondisi lain sama, risiko FX akan sama untuk semua kasus Sukuk. Namun, Sukuk yang relatif short term akan kurang terkepos.	Price Risk berhubungan dengan harga komoditas underlyingnya dan aset dalam portofolio. Sukuk (arah) paling terkepos sebagai underlying asset yang terdesresiasi lebih cepat dibandingkan dengan harga pasar. Maintenance aset akan memainkan bagian penting dalam proses ini. Likuiditas Sukuk juga akan memainkan bagian penting dalam risiko ini. Selain itu, juga menghadapi risiko harga yang serius. Namun, melalui alat paralel risiko ini dapat diatasi.	Risiko likuiditas sesuai dengan Sukuk non-tradable yang bersangkutan. Risiko basis dari penerbit merupakan risiko yang penting yang membedakan dengan konvensional. Shariah compliance risiko salah satu risiko yang unik pada Sukuk. Infrastructure liabilities , yaitu tidak adanya dukungan kelembagaan yang efisien meningkatkan risiko Sukuk dibandingkan dengan konvensional. Lihat, Gundorengin & Izzat (2002)
Fixed Rate (arah) Sukuk	Securitized (arah) pemegang sertifikat memiliki bagian dari aset atau usufructs dan mendapatkan sewa tetap - tradable	Default pada pembayaran sewa, fixed rate membuat risiko kredit lebih tinggi	Sangat tinggi dikarenakan fixed rate , tetapi untuk seluruh maturity	Komposisi pool aset juga akan berkontribusi terhadap risiko FX dengan cara yang berbeda. Oleh karena itu, ini bisa menjadi alat yang sangat berguna untuk mengatasi risiko FX dengan melakukan diversifikasi pool dengan mata uang yang berbeda.		
Floating Rate (arah) Sukuk	Securitized (arah) pemegang sertifikat memiliki bagian dari aset atau usufructs dan mendapatkan sewa floating mengacu kepada benchmark misal LIBOR - tradable	Default pada pembayaran sewa, tingkat bunga mengimbang membuat risiko lebih rendah - lihat kasus sebelumnya	Ada hanya diantara periode floating biasanya 6 bulan			
Fixed Rate Hybrid/ Pooled Sukuk	Securitized pool of assets; debts tidak lebih dari 40%, kemungkinan tingkat bunga mengimbang - tradable	Risiko kredit dari utang part of pool , default pada sewa, fixed rate membuat risiko kredit serius	Sangat tinggi dikarenakan fixed rate , tetapi untuk seluruh maturity			
Musharakah Term Finance Sukuk (MTFS)	Medium term redeemable musharakah certificate berdasarkan diminishing musharakah - tradable serta redeemable	Musharakah mempunyai risiko kredit yang tinggi (lihat Khan dan Ahmed 2001). Namun, MTFS dapat dikeluarkan berdasarkan keseluruhan neraca	Sama seperti kasus floating rate. Namun, untuk dalam arti bahwa angka ini tidak diindeks dengan acuan seperti LIBOR, maka sertifikasi berkenaan risiko ini			
Salam Sukuk	Securitized salam, fixed rate and non-tradable	Salam mempunyai risiko kredit yang unik (lihat Khan dan Ahmed 2001)	Sangat tinggi dikarenakan fixed rate			

Credit and Counterparty Risk

Credit risk: kemungkinan bahwa aset atau pinjaman menjadi *irrecoverable* dikarenakan *default* atau telat bayar.

Hubungan yang melibatkan perjanjian kontrak dengan risiko *counterparty* adalah kemungkinan bahwa *counterparty* akan membatalkan kontrak. Konsekuensi bisa menjadi parah dengan penurunan nilai aset bank. Kredit dan *counterparty risk* yang melekat pada keuangan Islam dikarenakan sifat instrumen keuangan Islam yang menjadi landasan *pool* aset Sukuk. Tidak seperti lembaga keuangan konvensional, bank syariah tidak memiliki akses ke instrumen derivatif dan mekanisme manajemen risiko kredit lainnya karena pertimbangan syariah.

Chapra & Khan (2000) dan Khan & Ahmed (2001) mengidentifikasi berbagai risiko kredit yang unik khusus untuk *Islamic finance*. Prospektus sukuk mengoperasikan, untuk sebagian besar, di *emerging market* dimana *counterparty* memiliki mekanisme manajemen risiko yang kurang canggih.

Rescheduling utang dengan *mark-up rate* yang lebih tinggi atau dikarenakan larangan bunga. Akibatnya, *counterparty* akan lebih cenderung *default* dengan komitmen mereka kepada pihak lain. Juga biaya agensi yang lebih tinggi berkaitan dengan pengaturan *Sharing Profit-Loss*.

Credit and Counterparty Risk

Penerbitan Sukuk baru-baru ini memiliki aset terutama berdasarkan akad Ijarah, Istisna, Salam dan Murabaha. Ada banyak pertimbangan risiko kredit terkait dengan tipe keuangan ini.

- Akad Salam memiliki risiko yaitu komoditas tidak akan diberikan pada waktu atau jumlah yang telah disepakati.
- Akad Istisna terlibat risiko kinerja.

Klien bank dapat *default* dengan kondisi kontrak dan sub-kontraktor dapat gagal memberikan pelayanan yang diperlukan.

Risiko Kredit dan Kerugian

- Risiko Kredit = *risk of default*
- Risiko kerugian bagi pemegang Sukuk
 - Untuk *asset-backed* Sukuk
 - Default dikarenakan *non-performance* atau penurunan nilai *underlying* aset
 - Hambatan hukum kepada pemegang sukuk dalam melaksanakan hak kepemilikan
 - Untuk *asset-based* Sukuk
 - *Non-performance* atau penurunan nilai *underlying* aset
 - Kebangkrutan atau kesulitan keuangan atau *originator*
- Aspek Risiko Kredit

Other risks

- Aset dan/atau Konsentrasi Geografis
 - *Underlying* aset cenderung berupa *real estate* (Sukuk Ijarah) dan akan terkonsentrasi secara geografis
 - Terpapar *default* untuk Sukuk pada kasus runtuhnya pasar *real estate*
 - Akan mempengaruhi *asset-backed* dan *asset-based* sukuk dimana *underlying* aset adalah konsentrasi geografis dari *real estate*
- Risiko Sistemik
 - *Default* dapat menyebabkan kesulitan keuangan dari lembaga keuangan Islam yang telah berinvestasi pada sukuk
- *Macroprudential concerns*
 - Potensi kerugian kredit pada sektor lain
- Risiko Reputasi
 - Meragukan ketertiban pasar primer dimana sukuk diterbitkan

Funding Asset Bubbles

- Kasus yang nyata adalah *real estate*
- Penerbitan sukuk dengan *securitising aset real estate* dapat meningkatkan aliran dana ke *real estate* dan menyebabkan *bubble*
- Default risk* jika *bubble* meledak
 - *Asset backed sukuk* : Pada kasus *default*, nilai aset < modal yang diinvestasikan
 - *Asset based sukuk* : aset akan berhenti *perform* dan *originator* akan tertekan secara finansial

Shari'ah Compliance Risks

Risiko Compliance Syariah adalah hilangnya nilai aset sebagai akibat dari pelanggaran emiten (tanggung jawab fidusia) sehubungan dengan kepatuhan syariah. Kemungkinan ada beberapa kasus yang disengaja atau tidak sengaja dilanggar. **Klausul pemutusan pada prospektus Sukuk** yaitu menentukan peristiwa yang akan membuat kontrak Sukuk batal dikarenakan *non-compliance* Syariah.

Contohnya, jika Sukuk *hybrid* berdasarkan aset ljarah dan Istisna, *pool* ljarah harus lebih besar dibandingkan Istisna, sebaliknya kontrak Sukuk akan berakhir. Jadi secara umum, **risiko compliance Syariah** didefinisikan sebagai tingkat pengembalian terdahulu dibandingkan dengan *rate* pasar, sebagai akibat *complying* dengan syariah.

Maka permasalahannya pada daya saing dan *survival* di pasar modal sebagai kelas aset *complaint* syariah.

Operational Risks

Ada banyak risiko khusus lainnya pada Operasional Sukuk. Risiko ini mencerminkan eksistensi di pasar obligasi konvensional dan operasional dalam arti bahwa mereka melekat pada struktur penerbitan dengan prinsip-prinsip Islam yang mendasari.

A. Default Risk

Setiap prospektus memiliki ketentuan pembatalan kontrak Sertifikat dalam hal *default* oleh obligor tersebut. Pada kasus *obligor* gagal membayar sewa (perjanjian ljarah) dalam bentuk pembayaran kupon, Pemegang sertifikat dapat menggunakan hak untuk membatalkan kontrak dan memaksa *obligor* untuk membeli kembali asetnya. Selanjutnya, dalam hal *obligor* gagal melunasi *principal amount*, pemegang sertifikat berhak untuk mengambil tindakan hukum dan memaksa *obligor* untuk menjadwalkan ulang pembayaran utangnya.

Operational Risks

B. Risiko Pembayaran Coupon

Obligor gagal membayar kupon tepat pada waktu. Setiap kupon yang tertunda akan dikenakan sejumlah pembayaran tertentu yang akan diakumulasikan oleh SPV. Namun, dana yang terakumulasikan direkomendasikan oleh Dewan Syariah untuk disumbangkan untuk tujuan amal.

C. Risiko Asset Redemption

Originator membuyback *underlying* aset dari pemegang sertifikat. *Principal amount* yang dibayarkan kemungkinan tidak sama dengan jumlah Sukuk yang diterbitkan dan, hasilnya, terdapat risiko bahwa asetnya tidak sepenuhnya dilunasi.

D. Risiko Spesifik SPV

Special Purpose Vehicle (SPV) umumnya ditunjuk untuk menjadi lembaga mandiri yang mengurus *bankruptcy remote* dari *originator*. Namun terdapat dugaan risiko *settlement* yang melibatkan SPV, bahwa *originator* harus menyalurkan pembayaran melalui lembaga kliring. Kemudian Pemegang sertifikat dibayarkan melalui lembaga kliring.

Operational Risks

E. Risiko Spesifik Investor

Pemegang sertifikat diberikan beberapa risiko yang berkaitan dengan struktur Sukuk. Terutama mengenai masalah likuiditas. Struktur Sukuk, juga menangani masalah likuiditas dalam keuangan Islam, terekspos risiko likuiditas karena saat ini tidak ada pasar sekunder yang terstruktur dengan baik dan cukup *liquid*.

Sertifikat diterbitkan pada beberapa pasar lokal tapi ini saja tidak mencerminkan adanya likuiditas. Sertifikat sukuk dengan jatuh tempo *medium to long term* dan keberhasilan mereka akan terus sangat tergantung pada kemampuan mereka untuk berkembang menjadi sarana investasi yang sangat likuid dengan mekanisme manajemen risiko yang memadai. Seperti saat ini salah satu penyebabnya dikarenakan sebagian besar sertifikat cenderung *hold to maturity*.

Operational Risks

F. Risiko terkait dengan Aset

Underlying Aset sertifikat Sukuk juga banyak terpapar risiko. Terutama, risiko kehilangan aset. Pada aset Ijarah, minimal di bidang tanah. Namun dalam kasus peralatan dan konstruksi skala besar dengan beberapa *underlying aset* IDB, risiko kerugian tidak dapat diabaikan.

Namun demikian, keuangan Islam memiliki ketentuan *compliant syariah* yaitu mengklaim asuransi dalam bentuk asuransi syariah (Takaful) dan ketentuan ini harus dimanfaatkan untuk mengurangi risiko kerugian aset.

Terkait dengan risiko aset, adanya kebutuhan untuk mempertahankan struktur aset. Perawatan yang tepat akan memastikan pengembalian yang memadai kepada pemegang sertifikat. Berdasarkan prinsip syariah, SPV biasanya akan diminta bertanggungjawab untuk memastikan pemeliharaan struktur aset.

MITIGASI Risiko SUKUK

Securitization

Kita dapat melihat analogi antara pengenalan Sukuk di pasar Islam dengan pengenalan sekuritisasi dan suku bunga derivatif di pasar konvensional di tahun 80-an

Munculnya pasar *asset backed securities* selama dua dekade terakhir telah mengizinkan bank di seluruh dunia untuk melepaskan modal mereka dengan *re-packaging* dan *re-selling* portofolio kredit, aset dan piutang lainnya.

Hal ini menyesuaikan kriteria pinjaman dengan memaksa lembaga keuangan untuk memenuhi standar pasar pada kualitas kredit dan harga yang cukup berdasarkan risikonya.

Hal ini juga mengurangi pendanaan *mismatch* bank. Di sisi lain, tantangan besar harus dihadapi oleh bank-bank pada ekonomi negara berkembang dengan memenuhi persaingan standar dunia di jasa keuangan.

Sekuritisasi umumnya digunakan sebagai alat manajemen risiko. Hal ini membantu menurunkan risiko pendanaan dengan melakukan diversifikasi sumber pendanaan. Lembaga keuangan juga menggunakan sekuritisasi untuk menghapuskan *mismatch* tingkat bunga.

Sebagai contoh, bank dapat menawarkan pembiayaan jangka panjang dengan tingkat bunga tetap tanpa risiko yang signifikan, dengan melampaui suku bunga dan risiko pasar lainnya kepada investor yang mencari aset jangka panjang dengan tingkat bunga tetap.

Securitization

Sekuritisasi juga dapat menguntungkan investor. Dengan mengizinkan mereka membuat keputusan investasi secara independen dari *credit-standing* originator, dan bukannya berkonsentrasi pada tingkat proteksi yang diberikan oleh SPV dan kapasitas aset yang disekuritisasi dalam memenuhi pokok dan pembayaran bunga yang dijanjikan.

Selanjutnya, sekuritisasi dapat menciptakan pasar yang lebih lengkap dengan memperkenalkan kelas aset terdahulu bahwa preferensi risiko lebih sesuai dengan investor dan meningkatkan potensi bagi investor untuk mencapai manfaat dari diversifikasi. Oleh karena itu, dengan memenuhi kebutuhan segmen pasar yang berbeda, transaksi sekuritisasi dapat menghasilkan keuntungan bagi *originator* dan investor.

Manfaat yang sama dapat dikaitkan dengan sertifikat Sukuk. Mereka mengizinkan institusi untuk mengelola *mismatch* neraca dengan melakukan sekuritisasi aset jangka panjang. Investor juga diberikan pilihan berinvestasi di kelas aset yang cocok untuk kebutuhan investasi mereka. Dan juga, pasar keuangan yang lebih lengkap dari sebelumnya dan aset yang belum dimanfaatkan sekarang tersedia untuk mobilisasi sumber daya publik.



Liquidity and Secondary Markets

Pendapatan pada setiap pasar primer sangat bergantung pada pengembangan pasar sekunder yang kuat dan berkelanjutan. Investor Islam, seperti konvensional, menggambarkan berbagai preferensi risiko dan pasar sekunder harus dikembangkan agar dapat mencerminkan kondisi ini.

Keunikan dari sertifikat sukuk adalah investor dapat menjadi pemegang aset dan secara langsung berkaitan dengan sifat dan fungsi dari *pool underlying* aset. Pemegang sertifikat sukuk membawa risiko unik ini.

Mirakhor (1995) memikirkan *viability* pasar sekunder Islam untuk sertifikat yang dapat diperdagangkan (*tradable*). *Concern* utama dari pasar sekunder Islam adalah pemasarannya. Semua hal sama, pemegang sertifikat lebih suka berpartisipasi dalam pasar sekunder terstruktur dan diatur dengan baik daripada perdagangan di pasar yang buruk.

Dengan demikian, investor pasar sekunder tidak bertransaksi di pasar yang buruk. Dengan demikian, peluang investor melikuidasi investasinya seefisien mungkin dapat ditingkatkan. Namun, risiko pemasaran terkait erat dengan faktor-faktor lain seperti informasi yang efisien serta jumlah pedagang di pasar. Semakin banyak informasi yang efisien, semakin baik investor membuat keputusan tentang pasar dan transparansi harga akan lebih akurat. Dan juga, jumlah *trader* yang lebih banyak mengartikan kesempatan yang lebih baik dalam melikuidasi efek dan membantu memperkuat akses ke pasar yang lebih kuat.



Liquidity and Secondary Markets

Pertumbuhan keuangan Islam telah terhambat dikarenakan fakta bahwa tidak ada pasar modal lokal atau internasional yang signifikan. Pemerintah Malaysia telah membuat kemajuan dalam mengembangkan pasar modal yang kompetitif berdasarkan ukuran, volume instrumen keuangan dan perencanaan yang efisien. Kemajuan yang dibuat dalam pengembangan pasar modal telah membantu memelihara pertumbuhan dan perkembangan ekonomi Malaysia.

Pemerintah Malaysia meluncurkan *Master Plan* Pasar Modal pada tahun 2001 untuk mengembangkan kerangka kerja pasar modal Malaysia yang diarahkan untuk meningkatkan daya saing pasar modal dan memfasilitasi ketentuan yang efisien dari instrumen keuangan dan sekuritas. Dan juga, pemerintah Malaysia meluncurkan *Master Plan* Sektor Keuangan untuk mengatur dan mengawasi pengembangan berkelanjutan sektor keuangan.

Kedua inisiatif ini melambangkan peraturan, pengawasan dan struktur keuangan yang kuat yang dibutuhkan untuk merumuskan dan memelihara pasar modal yang kompetitif. Namun masih terdapat tantangan yaitu meningkatkan mekanisme manajemen risiko, meningkatkan likuiditas pasar, menciptakan patokan *yield* obligasi yang sebenarnya serta memperluas penerbit dan basis investor.



Liquidity and Secondary Markets

Likuiditas dapat diukur dengan mengakses langsung ke sejumlah kas tertentu. Mitigasi risiko kredit dan harga aset yang memadai harus ditetapkan pada perumusan sistem *balance sheet* manajemen.

Keberhasilan struktur Sukuk dalam membantu perusahaan mengelola likuiditas mereka akan bergantung pada kemampuan mereka untuk berkembang menjadi sertifikat yang dinilai tinggi dengan nilai *overnight* tak tergoyahkan.

Ini adalah tanda positif bahwa beberapa prospektus telah *oversubscribed* tetapi pada kenyataannya tampaknya sertifikat tersebut dimiliki hingga jatuh tempo meskipun dapat diperdagangkan di bursa.



Liquidity and Secondary Markets

Kesempatan utama bagi lembaga keuangan syariah untuk menjaga likuiditas yang tinggi melalui transaksi Murabahah *back to back*. Sukuk membuat langkah progresif yang penting dalam membuat manajemen likuiditas, tetapi tidak adanya struktur pasar antar bank membuktikan hambatan yang menantang karena institusi tidak dapat memposisikan dana mereka ke dalam berbagai *range* dari investasi jangka pendek ke jangka panjang.

Waren (2004) mengidentifikasi keberadaan piramida risiko investasi untuk manajemen aset/*liability* dapat dipercaya. Sebelum penerbitan Sukuk, lembaga keuangan Islam dihadapkan dengan situasi yang tidak jelas dengan memilih antara kelangkaan *compliant* syariah, *low return* instrumen dengan *compliant* non-syariah, investasi *high return*.

Akibatnya, hampir setiap lembaga keuangan Islam dibangun di atas lapisan dan berbagai tingkat *compliant* Syariah. Ini akan menjadi fenomena yang berkelanjutan sampai keuangan Islam dapat mengembangkan pasar syariah yang sesuai antar bank, instrumen keuangan yang *liquid* dan mekanisme manajemen risiko.

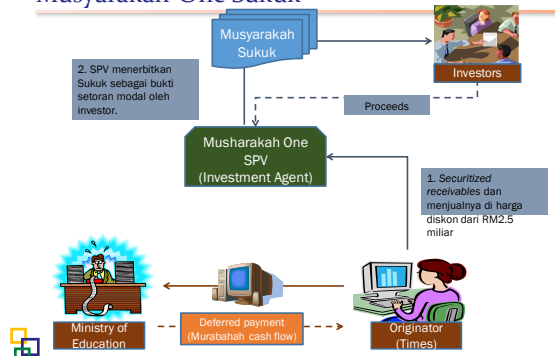


SUKUK Structure in The World

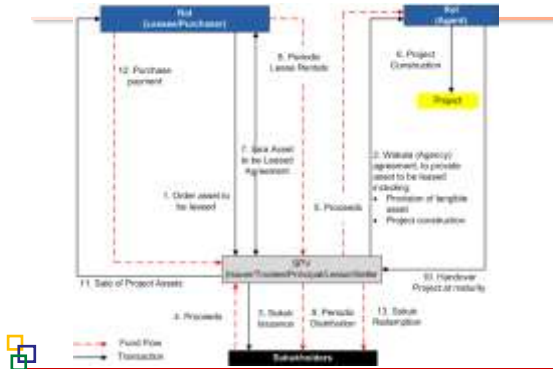
Musyarakah One Sukuk (Malaysia)

- Jumlah Penerbitan IABS Sukuk Musyarakah hingga RM2.5 miliar
- Issuer (SPV) : Musyarakah One Capital Berhad
- Originator : Time Systems Integrators Sdn Bhd
- Obligor : Pemerintah Malaysia
- Tipe Aset : Piutang untuk harga komputer, dimana sudah dipasok ke sekolah tertentu, di bawah Departemen Pendidikan.
- Tujuan : *Musyarakah One Capital* disebut investor, untuk menanamkan modalnya dengan cara Musyarakah diantara mereka sendiri untuk mendanai pembelian aset fro Times.

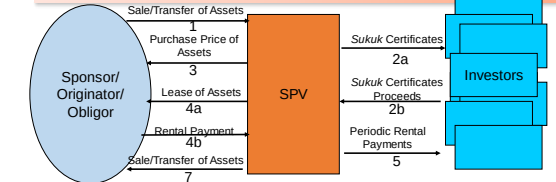
Musyarakah One Sukuk



Ijarah Asset to be Leased (Sukuk Indonesia)

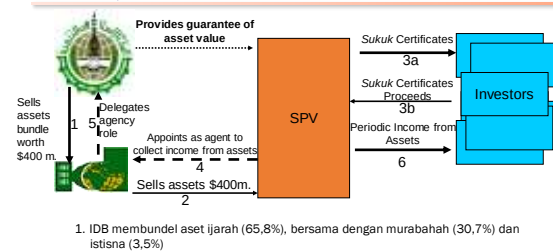


Asset-based Structure (Bahrain)



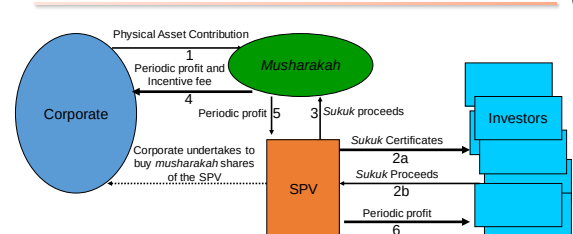
- Sukuk Ijarah dapat dinegosiasikan
- Dapat berupa fixed/variable rates
- Risiko dari aset menjadi ke pemegang sertifikat (meskipun penerbit dapat menjamin modalnya)
- Pengalihan aset kembali ke penerbit dapat terjadi dengan 2 cara :
 - Pembayaran berkala termasuk sewa dan amortisasi (Pokok/modal)
 - Pelunasan pada saat jatuh tempo (Penerbit membeli kembali aset)

Sukuk Ijarah (IDB)



- IDB membundel aset ijarah (65,8%), bersama dengan murabahah (30,7%) dan istisna (3,5%)

Sukuk Musyarakah (UAE)



- Pengalihan aset kembali ke penerbit dapat terjadi dengan 2 cara :
- Pembayaran termasuk keuntungan dan pembelian saham (mengurangi musyarakah)
 - Pada saat jatuh tempo, perusahaan membeli kembali saham.



Syukran

مُبَارَكًاكَ اللَّهُمَّ وَبِحَمْدِكَ، أَشْهَدُ أَنْ لَا إِلَهَ إِلَّا أَنْتَ، أَسْتَغْفِرُكَ وَأَتُوبُ إِلَيْكَ

*Subhaanaka Allahumma wa Bihamdika
Asyhadu An Laa Ilaaha Illaa Anta
Astaghfiruka Wa Atuubu Ilaika*

