

# Industry Consultative Paper

**TOKENISASI**

**2026**

“Pendekatan Kerangka Klasifikasi sebagai  
Fondasi Pengaturan Aset Keuangan Digital di  
Indonesia”

Prepared by

Asosiasi Fintech Indonesia (AFTECH)  
Februari 2026

## TABLE OF CONTENT

<b>1</b>	<b>Bab I: Urgensi Kebijakan dan Fondasi Konseptual Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....</b>	<b>03</b>
<b>1.1</b>	Tokenisasi sebagai Evolusi Infrastruktur Pasar Keuangan Global.....	04
<b>1.2</b>	Relevansi dan Urgensi bagi Indonesia.....	05
<b>1.3</b>	Tantangan Kebijakan dalam Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....	06
<b>1.4</b>	Klasifikasi sebagai Fondasi Pengaturan Berbasis Risiko.....	07
<b>1.5</b>	Posisi dan Batasan Dokumen Konsultatif.....	07
<b>2</b>	<b>Bab II: Kerangka Analitis untuk Memahami Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....</b>	<b>08</b>
<b>2.1</b>	Ruang Lingkup dan Tujuan Kerangka Analisis.....	09
<b>2.2</b>	Pendekatan Analitis dalam Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....	09
a.	Perspektif Hukum atas Aset Keuangan Digital.....	10
b.	Perspektif berdasarkan Konteks Kerangka Pengaturan yang Ada.....	10
c.	Perspektif Fungsional dan Perlakuan Ekonomi dalam Penggunaan Aset Keuangan Digital.....	12
d.	Perspektif Teknis berdasarkan Infrastruktur Teknologi sebagai Dasar Aset Keuangan.....	13
<b>2.3</b>	Karakteristik Kunci dalam Penilaian Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....	15
<b>2.4</b>	Sifat Dinamis Klasifikasi dan Pendekatan Regulatory Gap.....	19
<b>3</b>	<b>Bab III: Perbandingan atas Pendekatan Klasifikasi Aset Keuangan Digital di Berbagai Yurisdiksi.....</b>	<b>21</b>
<b>3.1</b>	Tujuan Pembahasan dan Batasan Observasi Perbandingan.....	22
<b>3.2</b>	Tipologi Awal Klasifikasi Aset Keuangan Digital (Konteks 2019).....	22
<b>3.3</b>	Inggris: Evolusi Pendekatan Klasifikasi Aset Keuangan Digital.....	24
<b>3.4</b>	Uni Eropa: Analisis Fungsional dan Pendekatan Regulatory Gap dalam MiCA.....	25
<b>3.5</b>	Amerika Serikat: Penilaian Klasifikasi dalam Konteks Hukum Efek.....	27
<b>4</b>	<b>Bab IV: Penerapan Kerangka Klasifikasi dalam Pengaturan Aset Keuangan Digital di Indonesia.....</b>	<b>31</b>
<b>4.1</b>	Tujuan Kerangka Analitis bagi Konteks Pengaturan Indonesia.....	32
<b>4.2</b>	Aktivitas dan Model Bisnis sebagai Titik Masuk Pengaturan.....	32
<b>4.3</b>	Operasionalisasi Kerangka Multi-Dimensi dalam Pendekatan Regulatory Gap di Indonesia.....	33
<b>4.4</b>	Klasifikasi sebagai Dasar Respons Kebijakan dan Kalibrasi Risiko.....	36
a.	Baseline Safeguards.....	37
b.	Penguatan Bertahap dan Pendekatan Sequencing.....	38
<b>4.5</b>	Harmonisasi Lintas Rezim sebagai Konsekuensi Pendekatan Regulatory Gap dan Multidimensi.....	38
<b>4.6</b>	Rekomendasi Pembentukan Forum Koordinasi Klasifikasi Aset Keuangan Digital (FKKAKD).....	39
	<b>DAFTAR SINGKATAN).....</b>	<b>42</b>

## TABLE LIST

<b>Tabel 1:</b> Klasifikasi Hukum dari Kategori Aset Keuangan Digital.....	10
<b>Tabel 2:</b> Klasifikasi Kerangka Pengaturan dari Kategori Aset Keuangan Digital.....	11
<b>Tabel 3:</b> Klasifikasi Fungsional dari Kategori Aset Keuangan Digital.....	13
<b>Tabel 4:</b> Analisis Multidimensi untuk Menilai Karakteristik Aset Keuangan Digital.....	15
<b>Tabel 5:</b> Klasifikasi dari Ekosistem Aset Keuangan Digital.....	17
<b>Tabel 6:</b> Gambaran Umum Kerangka Klasifikasi Aset Keuangan Digital di Beberapa Negara (2019).....	23
<b>Tabel 7:</b> Perlakuan Aset Keuangan Digital sebagai Efek di Amerika Serikat.....	28
<b>Tabel 8:</b> Klasifikasi dari Ekosistem Aset Keuangan Digital di Indonesia.....	34

# **Bab I:** Urgensi Kebijakan dan Fondasi Konseptual Klasifikasi Aset Keuangan Digital

## 1.1 Tokenisasi sebagai Evolusi Infrastruktur Pasar Keuangan Global

Transformasi digital di sektor keuangan tidak hanya mempengaruhi cara transaksi dilakukan, tetapi juga bagaimana instrumen keuangan dirancang, diterbitkan, dicatat, dan diperdagangkan. Perkembangan infrastruktur teknologi digital, termasuk Distributed Ledger Technology (DLT), memungkinkan instrumen keuangan dan aset riil direpresentasikan serta ditawarkan kepada publik dalam bentuk aset keuangan digital.

Secara global, penawaran aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, berkembang sebagai bagian dari evolusi infrastruktur pasar keuangan, bukan semata-mata sebagai fenomena teknologi yang berdiri sendiri. Berbagai yurisdiksi telah mengimplementasikan tokenisasi pada obligasi pemerintah, instrumen utang korporasi, saham, dana investasi, hingga aset riil (real world assets) seperti properti dan komoditas. Implementasi tersebut melibatkan tidak hanya perusahaan rintisan, tetapi juga lembaga keuangan mapan, bursa, kustodian, serta penyelenggara infrastruktur pasar.

Dalam beberapa tahun terakhir, adopsi tokenisasi telah menunjukkan pertumbuhan yang signifikan dan menarik keterlibatan pelaku pasar tradisional. Nilai tokenized real-world assets (aset dunia nyata yang ditransformasikan ke bentuk token digital), yang merupakan bagian dari aset keuangan digital, telah melampaui US \$25 miliar di awal 2026 dan 710.000 holders (naik puluhan kali lipat dari level beberapa tahun sebelumnya), mencerminkan adopsi institusional dan partisipasi investor yang terus berkembang (Tokenized Real World Asset Analytics, 2026). Beberapa analisis pasar memproyeksikan bahwa tokenized assets dapat bernilai antara sekitar US \$10 triliun hingga puluhan triliun dolar pada tahun 2030, dengan pertumbuhan yang didorong oleh peningkatan likuiditas, keterbukaan pasar global, dan kemampuan tokenisasi untuk mengakses investor ritel dan institusional secara lebih efisien (Roland Berger, 2023). Sejumlah kasus penggunaan juga sudah melampaui fase eksperimen. Tokenisasi telah diterapkan pada efek, dengan tokenized equities dilaporkan tumbuh dari puluhan juta dolar menjadi hampir \$1 miliar dalam kapitalisasi pasar dalam satu tahun, mencerminkan permintaan terhadap format baru ini (Yahoo Finance, 2026).

Perkembangan ini tidak terlepas dari fakta bahwa tokenisasi menawarkan potensi manfaat struktural, antara lain:

- **Efisiensi operasional:** peningkatan kecepatan dan pengurangan biaya dalam proses pencatatan, kliring, dan penyelesaian transaksi dibandingkan dengan sistem tradisional yang lebih berlapis;
- **Transparansi histori kepemilikan:** pencatatan digital yang terdistribusi memberikan jejak audit yang jelas dan waktu nyata, memperkuat akuntabilitas dan kepercayaan antar pihak;
- **Fraksionalisasi aset berharga:** tokenisasi memungkinkan pembagian kepemilikan atas aset bernilai tinggi menjadi unit yang lebih kecil, memperluas basis partisipasi

investor dan meningkatkan inklusi pasar;

- **Integrasi dengan kanal distribusi digital:** token dapat dihubungkan dengan ekosistem pembayaran digital, penawaran likuiditas lintas platform, dan sistem interoperabilitas lain yang mendukung ekosistem finansial modern;
- **Otomasi hak dan kewajiban:** melalui kontrak pintar (smart contracts), berbagai hak ekonomi seperti dividen, bunga, atau klaim tertentu dapat diprogram secara otomatis, meningkatkan ketepatan dan konsistensi penyelesaian.

Dengan kelebihan-kelebihan dimaksud, secara substansi, tokenisasi tidak menciptakan jenis aset baru, melainkan merepresentasikan kembali hak dan klaim ekonomi dalam medium teknologi yang berbeda. Namun, perubahan medium ini membawa implikasi kebijakan apabila perlakuan hukum dan pengaturannya tidak dirumuskan secara konsisten dengan substansi ekonominya. Pengalaman internasional menunjukkan bahwa ketidaksinkronan antara bentuk teknologi dan rezim pengaturan dapat menimbulkan ketidakpastian hukum serta membuka ruang bagi perlakuan yang tidak proporsional terhadap risiko yang sama (regulatory arbitrage).

## 1.2 Relevansi dan Urgensi bagi Indonesia

Indonesia berada dalam fase percepatan digitalisasi sektor jasa keuangan. Pertumbuhan investor ritel, peningkatan adopsi layanan keuangan digital, serta agenda transformasi digital nasional menciptakan ekosistem yang semakin kondusif untuk berkembangnya model bisnis aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi. Dalam konteks tersebut, tokenisasi berpotensi menjadi bagian dari evolusi infrastruktur pasar keuangan domestik.

Namun, perkembangan model bisnis penawaran aset keuangan digital menimbulkan implikasi terhadap kerangka pengaturan yang berlaku. Instrumen yang secara substansi ekonomi menyerupai efek atau produk investasi lain dapat dikemas dalam bentuk aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, sehingga menimbulkan pertanyaan mengenai rezim hukum yang tepat untuk mengaturnya. Hal ini menjadi relevan mengingat mandat Otoritas Jasa Keuangan (OJK) dalam mengawasi kegiatan di sektor pasar modal dan jasa keuangan didasarkan pada karakteristik instrumen dan aktivitas yang dilakukan, bukan pada bentuk teknologi yang digunakan.

Tanpa pendekatan klasifikasi yang jelas, terdapat risiko bahwa:

- Instrumen dengan profil risiko serupa memperoleh perlakuan berbeda karena perbedaan medium teknologi;
- Perbedaan interpretasi regulasi, yang dapat memicu ketidakpastian hukum bagi pelaku usaha;

- Insentif pengembangan produk yang memanfaatkan perbedaan perlakuan regulasi (regulatory arbitrage), bukan pada manajemen risiko yang baik;
- Ketidakjelasan peran penerbit, platform, kustodian, dan penyedia infrastruktur tidak dipetakan secara konsisten sejak awal.

Dalam jangka panjang, kondisi tersebut dapat memengaruhi kepastian hukum bagi pelaku usaha, efektivitas pengawasan, perlindungan investor, dan integritas pasar.

Oleh karena itu, urgensi kebijakan tidak terletak pada pembatasan inovasi, melainkan pada kebutuhan untuk memastikan bahwa aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, berkembang dalam kerangka yang konsisten, proporsional, dan berbasis risiko.

### 1.3 Tantangan Kebijakan dalam Klasifikasi Aset Keuangan Digital

Perkembangan aset keuangan digital menantang status quo pendekatan klasifikasi tradisional yang selama ini digunakan dalam sistem keuangan. Dalam kerangka konvensional, pemisahan antara mata uang, efek, dan komoditas berkembang melalui konstruksi hukum dan kelembagaan yang relatif konsisten, didukung oleh definisi hukum yang jelas, keberadaan pihak penerbit atau pihak yang bertanggung jawab, serta infrastruktur pasar yang terstandarisasi.

Sebaliknya, aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, dapat memiliki karakteristik yang lebih kompleks, antara lain:

- menjalankan lebih dari satu fungsi ekonomi secara bersamaan;
- mengalami perubahan fungsi, struktur hak, atau mekanisme penggunaan dari waktu ke waktu; dan
- dirancang tanpa orientasi pada kategori hukum tertentu, atau tidak selalu memiliki bentuk hukum yang sejalan dengan substansi ekonominya.

Dalam kondisi tersebut, penilaian yang terlalu bertumpu pada bentuk teknologi, label produk, atau dokumentasi awal berisiko menghasilkan klasifikasi yang tidak mencerminkan realitas ekonomi dan hubungan hukum yang sesungguhnya. Ketiadaan kerangka klasifikasi yang jelas berpotensi menimbulkan ketidakkonsistenan dalam perlakuan regulasi, antara lain:

- instrumen dengan karakteristik ekonomi dan risiko yang serupa diperlakukan berbeda semata-mata karena perbedaan bentuk teknologi atau terminologi yang digunakan; atau
- instrumen dengan karakteristik yang berbeda ditempatkan dalam rezim pengaturan yang sama, sehingga menimbulkan risiko over-regulation terhadap inovasi tertentu maupun under-regulation terhadap instrumen dengan profil risiko yang lebih tinggi.

Oleh karena itu, diperlukan pendekatan klasifikasi yang berfokus pada substansi ekonomi, struktur hak dan kewajiban, serta aktivitas yang dilakukan terhadap aset tersebut.

## 1.4 Klasifikasi sebagai Fondasi Pengaturan Berbasis Risiko

Dalam perumusan kebijakan sektor jasa keuangan, klasifikasi merupakan tahap awal yang mendasari desain pengaturan dan pengawasan. Prinsip same activity, same risk, same regulation hanya dapat diterapkan secara efektif apabila terdapat kejelasan mengenai objek yang dinilai serta aktivitas yang dilakukan terhadap objek tersebut.

Klasifikasi, dalam konteks ini, bukan sekadar proses kategorisasi, melainkan mekanisme penyaringan risiko tata kelola. Hal tersebut membantu mengidentifikasi dimana tanggung jawab atas suatu aset melekat, siapa yang memegang kendali pengambilan keputusan, serta bagaimana ekspektasi keuntungan atau klaim ekonomi dibangun dan didistribusikan.

Dengan menempatkan klasifikasi sebagai tahap awal, diskusi mengenai pengaturan aset keuangan digital dapat menghindari pendekatan yang langsung berfokus pada hak dan kewajiban yang melekat pada penerbit, perantara, penyimpan, dan lain-lain, tanpa terlebih dahulu memahami substansi instrumen dan aktivitas yang dinilai. Pendekatan ini diharapkan dapat membantu menyelaraskan pengaturan lintas rezim dan penerapan pengawasan yang proporsional terhadap risiko.

## 1.5. Posisi dan Batasan Dokumen Konsultatif

Dokumen ini disusun sebagai dokumen konsultatif yang diprakarsai oleh industri untuk mendukung dialog kebijakan mengenai klasifikasi aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi di Indonesia. Dokumen ini tidak dimaksudkan sebagai peraturan perundang-undangan, pedoman pengaturan, maupun interpretasi hukum yang bersifat otoritatif.

Kerangka dan analisis yang disajikan dalam dokumen ini tidak menciptakan kategori hukum baru dan tidak menetapkan hasil klasifikasi yang bersifat mengikat secara hukum. Seluruh pembahasan dimaksudkan sebagai bahan diskusi dan pertimbangan konseptual dalam proses perumusan kebijakan. Penentuan akhir mengenai rezim hukum, kewajiban perizinan, serta bentuk pengawasan yang relevan tetap dilakukan melalui mekanisme administratif dan hukum sesuai dengan mandat masing-masing otoritas yang berwenang, termasuk OJK.

Dengan demikian, dokumen ini diposisikan sebagai kontribusi industri dalam mengidentifikasi isu kebijakan, memperkaya diskusi konseptual, dan mendukung pengembangan kerangka pengaturan dan pengawasan yang adaptif terhadap perkembangan aset keuangan digital di Indonesia.

## **Bab II:** Kerangka Analitis untuk Memahami Klasifikasi Aset Keuangan Digital

## 2.1 Ruang Lingkup dan Tujuan Kerangka Analisis

Kerangka analisis klasifikasi aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, dalam dokumen konsultatif ini disusun sebagai alat bantu analitis untuk mendukung diskusi bersama antara regulator, pelaku industri, dan pemangku kepentingan lainnya dalam memahami karakteristik aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, yang berkembang di Indonesia. Kerangka ini tidak dimaksudkan sebagai pedoman pengaturan, interpretasi hukum yang bersifat otoritatif, maupun dasar penetapan kewajiban regulasi tertentu. Fungsinya adalah untuk menyediakan pendekatan penilaian yang sistematis dan terstruktur guna mengidentifikasi karakteristik relevan dari suatu aset keuangan digital, sebelum diskusi kebijakan berlanjut ke tahap pengaturan aktivitas atau bentuk pengawasan yang berlaku.

Dalam implementasinya, klasifikasi aset keuangan digital dapat diidentifikasi berdasarkan beberapa perspektif, antara lain:

- **Perspektif hukum perdata dan komersial**, khususnya terkait kepemilikan, pengalihan, dan penegakan hak, termasuk implikasi lanjutan seperti kehilangan, pengalihan tidak sah, kepailitan, dan potensi konflik lintas yurisdiksi;
- **Perspektif pengaturan keuangan yang telah berlaku**, terutama dalam memahami apakah dan sejauh mana suatu aset atau instrumen telah tercakup dalam rezim pengaturan perundang-undangan yang ada; dan
- **Perspektif perlakuan ekonomi dan fiskal**, sebagai konsekuensi dari karakter hukum dan ekonomi aset yang bersangkutan.

## 2.2 Pendekatan Analitis dalam Klasifikasi Aset Keuangan Digital

Di beberapa negara, klasifikasi aset keuangan digital, termasuk yang berbasis tokenisasi, tidak dilakukan melalui satu pendekatan analitis yang bersifat determinatif. Sebaliknya, berbagai pendekatan digunakan secara bersamaan dan saling melengkapi, sebagai respons terhadap karakteristik aset keuangan digital yang tidak selalu selaras dengan kategori hukum dan keuangan konvensional.

Pendekatan-pendekatan tersebut berkembang secara bertahap sebagai cara pandang analitis, bukan sebagai satu kerangka klasifikasi baku yang berdiri sendiri. Dalam dokumen ini, pendekatan tersebut dikelompokkan secara deskriptif ke dalam empat jenis analisis utama (CCAF, 2025), yaitu: (i) analisis hukum; (ii) analisis pengaturan; (iii) analisis fungsional, dan (iv) analisis teknis. Masing-masing pendekatan memiliki fokus dan kegunaan yang berbeda, serta keterbatasan apabila digunakan secara terpisah.

### a. Perspektif Hukum atas Aset Keuangan Digital

Analisis hukum difokuskan pada sifat hukum yang diciptakan oleh suatu aset atau token, termasuk apakah suatu token menciptakan hak terhadap pihak tertentu, jenis hak yang melekat pada token tersebut (misalnya hak finansial, hak akses, atau hak lainnya), dan keterkaitan token dengan aset atau layanan yang berada di dalam atau di luar sistem berbasis teknologi terdistribusi. Dalam konteks ini, jenis token paling sering dibagi menjadi:

- **Native tokens**, yaitu aset digital yang hanya eksis dan berfungsi di dalam sistem teknologi terdistribusi dan tidak merepresentasikan klaim atas aset atau layanan di luar sistem tersebut; dan
- **Non-native tokens**, aset digital yang terhubung dengan aset atau layanan tertentu melalui mekanisme smart contract.

Selanjutnya, analisis hukum juga mempertimbangkan perbedaan antara:

- token yang memberikan hak atas aset atau layanan yang sepenuhnya bersifat virtual (**on-chain**); dan
- token yang memberikan hak atas aset atau layanan yang berada di luar sistem blockchain (**off-chain**).

Pembedaan ini relevan karena masing-masing konfigurasi dapat menimbulkan implikasi hukum perdata dan komersial yang berbeda, khususnya terkait kepemilikan, pengalihan, dan penegakan hak.

**Tabel 1: Klasifikasi Hukum dari Kategori Aset Keuangan Digital**

Levels	Categories
Level 1	Native Tokens
Level 2	Token Connected with virtual assets or services
Level 3	Token Connected with off-line assets or services

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

### b. Perspektif berdasarkan Konteks Kerangka Pengaturan yang Ada

Analisis pengaturan menelaah bagaimana karakteristik aset keuangan digital dipetakan secara konseptual dengan mempertimbangkan kerangka hukum dan pengaturan aset keuangan yang telah ada, contohnya Peraturan OJK yang berlaku. Pendekatan ini dilakukan untuk memahami:

- apakah dan sejauh mana karakteristik suatu aset keuangan digital dapat ditempatkan dalam cakupan ketentuan hukum dan pengaturan yang telah ada,
- rezim pengaturan mana yang secara prinsip relevan untuk dianalisis, termasuk dalam hal suatu aset atau aktivitas memiliki karakteristik yang bersinggungan dengan lebih dari satu rezim pengaturan
- apakah karakteristik suatu aset atau aktivitas dibatasi oleh pengaturan yang berlaku, sehingga mendorong kebutuhan akan perluasan, penyesuaian, atau interpretasi ulang atas ruang lingkup pengaturan yang telah ada.
- apakah terdapat aktivitas, peran pelaku, atau perantara tertentu yang memerlukan kerangka pengaturan tersendiri atau perlakuan pengaturan khusus terlepas dari klasifikasi aset dasarnya,

Analisis pengaturan ini juga bergantung pada definisi hukum, mandat otoritas, dan struktur pengawasan yang berlaku di negara masing-masing. Oleh karena itu, hasil analisis ini tidak bersifat universal maupun otomatis.

**Tabel 2: Klasifikasi Kerangka Pengaturan dari Kategori Aset Keuangan Digital**

Category	Type	Description	Regulatory Treatment
<b>Crypto asset</b>	- Unbacked - Staked - Wrapped - Governance - DeFi	Cryptoassets in broad terms, capturing any cryptographically secured digital representation of value that could be linked to a variety of technical functions via the blockchain network or smart contracts.	New Regulation
<b>Stablecoin</b>	- Fiat-backed stablecoin - Asset-backed stablecoins	Narrowly defined. It is a cryptoassets that references and seeks to maintain a stable value to a fiat currency, through holding, redemption and management of fiat currency or a combination of fiat currency and other equivalent assets.	New Regulation
<b>Asset referenced</b>	- Commodity-linked - E-money - Crypto backed	Cryptoasset that seeks to represent or reference an asset, providing the holder of the cryptoasset a claim to the issuer in exchange to the referenced asset or represented monetary value. This category is not tightly defined and is subject to differences in interpretation between jurisdictions.	New or existing regulation

Category	Type	Description	Regulatory Treatment
<b>Security or investment</b>	- Tokenised financial instruments	Captured by existing rules for specified investments or financial instruments, that are cryptographically secured and digitally represented on a blockchain network. They are usually centrally issued, transferable, and meet the definition of a security within respective jurisdictions. Their use cases include tokenized equities, fractionalized non-fungible tokens, and initial coin offerings.	Existing regulation
<b>Utility</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Platform access</li> <li>• Loyalty</li> <li>• Governance</li> <li>• Limited networks</li> </ul>	A cryptoasset that is designed to provide access to a specific service, application or ecosystem developed on the blockchain network. The cryptoasset is typically contained to the application or service and is not treated as an investment or traded on secondary markets, and usually limited to a single network (that is, the issuer), or a closed network linked to the issuer, and have limited transferability. Use cases include loyalty programs and access to pre-launch discounts.	Not regulated / Case-by-case
<b>Non-fungible</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Art</li> <li>• Collectables</li> <li>• Tickets</li> </ul>	Non-fungible tokens (NFTs) is largely considered out of scope of regulation, given genuine uniqueness and non-fungibility. Despite non-fungibility at a technical level, NFTs can be economically fungible, in which case they may be treated as a cryptoasset or any other relevant category (e.g., fractionalized NFTs for real estate could be considered as units in a collective investment scheme).	Not regulated / Case-by-case

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

### c. Perspektif Fungsional dan Perlakuan Ekonomi dalam Penggunaan Aset Keuangan Digital

Fungsi aset keuangan digital dapat juga dilihat berdasarkan fungsi ekonomi yang dijalankan dalam praktik pasar, seperti:

- sarana pertukaran nilai;
- sarana akses terhadap layanan atau platform tertentu; atau
- instrumen yang digunakan untuk tujuan investasi atau penyimpanan nilai.

Dalam praktik internasional, aset keuangan digital diklasifikasikan menjadi beberapa kelompok berdasarkan analisis fungsional.

**Tabel 3: Klasifikasi Fungsional dari Kategori Aset Keuangan Digital**

<b>Security Tokens</b>	Regulated tokens with specific characteristics that mean they provide rights and obligations are akin to specified investments.	<b>Governance Tokens</b>	Tokens representing voting power on a blockchain project via a DAO. They distribute decision-making and voting, often being used on DeFi protocols.
<b>Utility Tokens</b>	Utility tokens enable owners the right to access goods or services on a blockchain platform.	<b>Platform Tokens</b>	Platform tokens used on decentralised applications (dApps) and smart contracts. The value of platform tokens is often tied to the success and growth of the platform.
<b>Settlement Tokens (Exchange/Payment)</b>	Are referred to as Cryptoassets and used as a means of payment, serving as units of account within a blockchain ecosystem. <b>Used for Settlement</b>	<b>Stablecoins</b>	Tokens that stabilise its value to a reference asset so that it maintain a 1-to-1 peg, e.g., fiat currency such that it is backed by cash or cash equivalent assets.
<b>Non-Fungible Tokens</b>	Unique tokens that represent ownership of a specific item (like art, music, or collectibles) on a blockchain. It cannot be exchanged 1:1 because it is distinct and not interchangeable	<b>Central Bank Digital Currency</b>	Tokens that are government-issued digital form of a country's fiat currency (e.g., British Pound, Euro, or Dinar), controlled by the central bank

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

Pendekatan ini sering digunakan sebagai titik awal karena memungkinkan penerapan prinsip netralitas teknologi dan pemanfaatan kerangka pengaturan yang telah ada. Namun demikian, analisis fungsional memiliki keterbatasan, antara lain:

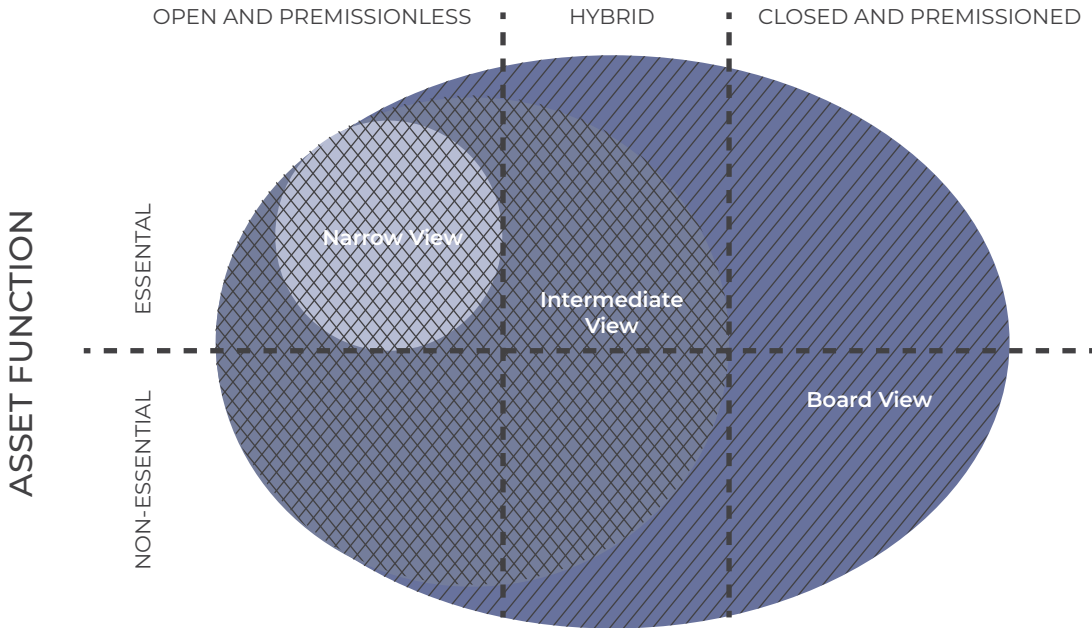
- satu aset dapat menjalankan lebih dari satu fungsi secara bersamaan;
- fungsi dominan dapat berubah seiring waktu dan pola penggunaan; dan
- fungsi penggunaan tidak selalu mencerminkan secara penuh hak dan kewajiban hukum yang melekat.

Oleh karena itu, analisis fungsional perlu dibaca bersama pendekatan lainnya agar tidak menghasilkan gambaran yang parsial.

#### **d. Perspektif Teknis berdasarkan Infrastruktur Teknologi sebagai Dasar Aset Keuangan**

Analisis teknis menelaah karakteristik desain dan infrastruktur teknologi yang mendasari aset keuangan digital, termasuk: (i) peran aset dalam mekanisme jaringan atau sistem teknologi terdistribusi; (ii) tingkat sentralisasi atau desentralisasi; (iii) ketergantungan pada smart contract tertentu; dan (iv) implikasi teknis terhadap risiko operasional dan keamanan.

## INFRASTRUKTURE (NETWORKS)



Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019

Secara teknis, klasifikasi aset keuangan digital sering dibedakan ke dalam tiga pandangan, yaitu broad view, intermediate view, dan narrow view. Broad view mencakup seluruh token digital yang diterbitkan dan dipindahtangankan melalui teknologi distributed ledger (DLT). Intermediate view membatasi cakupan pada token yang beroperasi pada jaringan blockchain terbuka dengan akses publik. Sementara itu, narrow view lebih restriktif dan hanya mencakup native tokens yang merupakan bagian integral dari mekanisme operasional jaringan blockchain publik, misalnya token yang digunakan untuk membayar biaya transaksi atau memberikan insentif bagi partisipan jaringan.

Namun demikian, dalam konteks pengaturan, perbedaan klasifikasi teknis tersebut seringkali kurang menentukan dibandingkan dengan tingkat keterbukaan dan pengendalian jaringan, khususnya apakah suatu sistem bersifat terbuka dan tanpa izin (open and permissionless) atau tertutup dan berbasis izin (permissioned). Pada jaringan yang terbuka dan tanpa izin, seperti Bitcoin atau Ethereum, tidak terdapat entitas pengendali atau penerbit formal yang dapat dimintai pertanggungjawaban secara hukum. Dalam kondisi ini, pengaturan umumnya tidak ditujukan pada protokol atau jaringan itu sendiri, melainkan pada pelaku layanan yang beroperasi di sekitarnya, seperti bursa, kustodian, atau penyedia layanan aset digital. Sebaliknya, pada sistem yang bersifat permissioned atau memiliki entitas pengelola yang dapat diidentifikasi, pengaturan dapat

lebih langsung diarahkan kepada pihak tersebut. Perbedaan karakteristik ini menunjukkan bahwa kemampuan pengaturan sering kali bergantung pada keberadaan pihak yang dapat dimintai pertanggungjawaban secara hukum, serta pada sejauh mana jaringan tersebut berada dalam lingkup yurisdiksi regulator.

Oleh karena itu, meskipun analisis teknis penting untuk memahami struktur teknologi yang mendasari aset digital, pendekatan pengaturan dalam praktiknya cenderung berfokus pada entitas, aktivitas, dan layanan yang dapat diidentifikasi, bukan semata-mata pada desain teknologinya. Pendekatan klasifikasi yang hanya bertumpu pada karakteristik teknis berisiko menciptakan rezim pengaturan terpisah yang tidak selalu menghasilkan kesetaraan perlakuan dengan instrumen keuangan konvensional yang secara ekonomi sebanding, sehingga membuka peluang arbitrase regulasi.

## 2.3 Karakteristik Kunci dalam Penilaian Klasifikasi Aset Keuangan Digital

Penggunaan satu pendekatan analitis secara terpisah tidak memadai untuk menangkap kompleksitas aset keuangan digital. Oleh karena itu, CCAF (2025) menyusun kerangka pendekatan yang menekankan pentingnya analisis multi-dimensi, yaitu penilaian yang mempertimbangkan berbagai karakteristik hukum, regulasi, ekonomi, dan teknis secara simultan. Karakteristik yang sering diperhatikan antara lain: (i) keberadaan dan peran pihak penerbit atau pihak yang memiliki kewajiban kepada pemegang aset; (ii) referensi nilai aset, baik yang sepenuhnya bersifat digital maupun yang terhubung dengan aset atau layanan di luar sistem teknologi; (iii) fungsi teknis dan ekonomi; (iv) hak yang melekat; (v) karakteristik infrastruktur pendukung; (vi) aksesibilitas dan transferability; serta (vi) mekanisme pemulihan atau penyelesaian sengketa.

Selain itu, beberapa analisis juga mempertimbangkan karakteristik tambahan seperti fungibility dan divisibility, yang dapat memberikan konteks mengenai pola penggunaan, struktur pasar, dan potensi risiko yang timbul. Fungibility merujuk pada apakah suatu token dapat dipertukarkan secara identik dengan token lain dalam klasifikasi yang sama, sedangkan divisibility berkaitan dengan apakah token tersebut dapat dipecah menjadi unit yang lebih kecil tanpa menghilangkan fungsi atau nilai ekonominya.

**Tabel 4: Analisis Multidimensi untuk Menilai Karakteristik Aset Keuangan Digital**

Dimension	Description	Examples
<b>Counterparty</b>	Verify the nature of the token issuer and potential legal liabilities that may arise.	Company; Consortium; Network protocol; Public sector institution; Individual, etc.
<b>Reference type<sup>18</sup></b>	Determines what data the blockchain records are pointing to. This has a material impact on effective enforcement of ownership transfers.	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Endogenous: cryptocurrencies (BTC, ETH)</li> <li>- Hybrid: Royal Mint Gold (RMG) - tradable token redeemable for physical gold held in custody</li> <li>- Exogenous: “accounting token” used exclusively for recordkeeping purposes</li> </ul>
<b>Technical function</b>	Indicates the role that the token plays in the DLT system.	Economic coordination mechanism essential for the functioning of the network, regulate record production.
<b>Economic function</b>	Indicates the underlying economic role of the token in the network.	Payment method (e.g. transaction fee); Financial agreement, etc.
<b>Rights attached</b>	Specifies the type of rights (relative and absolute) that the token confers to the holder. Also covers whether these rights can be unilaterally modified by the issuer (including circumstances and conditions) and how they are effectively enforced.	Platform/application access; Profit-sharing; Ownership; Voting; Block creation; “Work”; Voucher; Claim; No rights, etc.
<b>Underlying infrastructure<sup>19</sup></b>	Analyses the nature and power dynamics of the underlying platform upon which the tokens are issued, distributed, and transferred. Includes an assessment of the layer hierarchy and whether assets can easily be moved to an alternative platform.	Permissioned, closed, and private DLT system; Consortium-run DLT system; Permissionless, open, and public DLT system; Closed internal database system, etc.
<b>Access</b>	Specifies who can acquire, hold, use, and sell the token. Also indicates the access and exit points of the tokens (e.g. directly via blockchain, third-party access, closed trading venue).	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Unrestricted: anyone can participate</li> <li>- Restricted: only accredited investors have access to security tokens.</li> </ul>

Dimensi	Deskripsi	Contoh
<b>Redress</b>	Determines whether issuers and users have some sort of recourse at their disposal in the case of theft, loss of funds, smart contract bug/vulnerability, and similar events. Also specifies the nature and required measures of the recovery process.	None; Insurance; Legal; Equitable

**Note:** This is not an exhaustive list. Other dimensions, criteria, and factors may be taken into account as well.

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019

Selain CCAF, analisis multi-dimensi juga digunakan dalam kajian International Monetary Fund / IMF (2023) dan dikembangkan ke dalam seperangkat indikator penilaian operasional untuk memudahkan pemetaan awal, diskusi lintas otoritas, dan penilaian berbasis fakta atas suatu aset atau aktivitas. Dalam pendekatan IMF ini, analisis multi-dimensi dikembangkan menjadi beberapa parameter praktis seperti diantaranya:

- ada tidaknya pihak penerbit, dan bagaimana mekanisme penerbitannya;
- jenis klaim terhadap penerbit;
- referensi nilai aset dan mekanisme redemption;
- dan use cases dari aset keuangan digital dimaksud.

Parameter-parameter ini menggunakan pendekatan analisis hukum, regulasi, fungsional, dan teknis yang diturunkan ke dalam format yang lebih operasional sehingga diharapkan dapat membantu baik regulator maupun pelaku industri untuk menganalisis karakteristik aset keuangan digital yang kompleks.

**Tabel 5: Klasifikasi dari Ekosistem Aset Keuangan Digital**

CRYPTO ASSETS				
	UNBACKED TOKENS	STABLECOINS	OTHER	
Characteristic		Includes algorithmic stablecoins	Utility tokens	Security tokens
Privately issued? Deployed on distributed ledger technology? Pseudonymous? <sup>60</sup>	√	√	√	√

CRYPTO ASSETS				
	UNBACKED TOKENS	STABLECOINS	OTHER	
Characteristic		Includes algorithmic stablecoins	Utility tokens	Security tokens
<b>Centralized (known issuer) or decentralized issuance?</b>	Usually decentralized	Centralized or decentralized	Usually centralized	Usually centralized
<b>Claim or no claim on the issuer?</b>	No claim	Depends on design	Depends on design	Depends on design
<b>Redemption pledge (at face value)?</b>	None	Fixed/variable	None <sup>61</sup>	None (equity instruments) Fixed (debt instruments)
<b>Backed assets?</b>	No backing assets	Safe or varied  Collateralized (off chain) assets (e.g., fiat, commodity, commercial paper) or uncollateralized but could be backed (on chain crypto assets)	N/A	Can represent real world securities
<b>Stable or volatile price?</b>	Volatile	Dampened price volatility  (fluctuates around peg; de-pegs likely)	N/A	N/A

CRYPTO ASSETS				
	UNBACKED TOKENS	STABLECOINS	OTHER	
Characteristic		Includes algorithmic stablecoins	Utility tokens	Security tokens
Use cases?	Speculation Remittances Potential usage as a payment instrument	Access to crypto ecosystem, including other crypto assets and DeFi  USD-denominated stablecoins might be used as a hedge against inflation or store of value in some EMDEs  Potential use as a payment instrument	Loyalty programs, access to pre-launch discounts,	Tokenized equities, fractionalized non-fungible tokens, initial coin offerings

Sumber: The International Monetary Fund (IMF), 2023

## 2.4 Sifat Dinamis Klasifikasi dan Pendekatan Regulatory Gap

Hasil klasifikasi aset keuangan digital diperoleh melalui proses penilaian yang mempertimbangkan keseluruhan karakteristik yang relevan, bukan melalui penerapan satu kriteria tunggal. Dalam praktik pengaturan, penilaian tersebut sering diawali dengan pendekatan regulatory gap, atau dapat juga disebut pendekatan residual, yaitu dengan terlebih dahulu menilai apakah suatu aset memenuhi karakteristik instrumen atau aktivitas yang telah tercakup dalam rezim pengaturan yang ada, sebelum mempertimbangkan kemungkinan perlakuan pengaturan lainnya. Dengan kata lain, kebutuhan akan penyusunan pengaturan baru terhadap suatu aset dapat dipertimbangkan hanya jika karakteristik aset tersebut tidak sepenuhnya tercakup dalam kerangka rezim pengaturan existing.

Dalam kerangka ini, beberapa analisis umumnya mencakup antara lain:

- Apakah aset dimaksud adalah native tokens, yang hanya eksis dalam sistem blockchain, atau token lain yang terhubung dengan aset atau layanan melalui smart contract;
- Apakah aset mereferensikan aset atau layanan yang bersifat virtual dan token yang memberikan hak atas aset atau layanan di luar sistem blockchain;
- Bagaimana hak dan klaim yang diciptakan melalui smart contract, maupun berdasarkan fungsi ekonomi aktual aset tersebut; dan
- Apakah karakteristik token dimaksud sesuai dengan definisi dan mandat pengaturan yang telah ada untuk menilai implikasi pengaturan yang relevan.

Pendekatan regulatory gap / residual ini mencerminkan praktik di banyak yurisdiksi yang pada tahap awal memilih untuk melihat kerangka hukum yang telah ada, sebelum melakukan penyesuaian peraturan atau membentuk rezim pengaturan baru. Klasifikasi juga dipahami sebagai proses yang bersifat dinamis, yang dapat memerlukan penilaian ulang apabila terjadi perubahan material pada karakteristik aset, termasuk perubahan fungsi, struktur hak, atau keterkaitan dengan aset lain.

## **Bab III:** Perbandingan atas Pendekatan Klasifikasi Aset Keuangan Digital di Berbagai Yurisdiksi

### 3.1 Tujuan Pembahasan dan Batasan Observasi Perbandingan









Bab ini disusun untuk memberikan gambaran deskriptif mengenai bagaimana isu klasifikasi aset keuangan digital dipahami dan dikelola dalam berbagai yurisdiksi. Pembahasan dalam bab ini tidak dimaksudkan sebagai rujukan normatif, bukan merupakan suatu model yang harus diadopsi, tidak dapat dijadikan tolak ukur kepatuhan, serta tidak menyiratkan arah harmonisasi regulasi tertentu. Observasi perbandingan digunakan semata-mata untuk memperkaya diskusi konseptual mengenai klasifikasi aset keuangan digital, menunjukkan berbagai pendekatan yang berkembang dalam praktik yang ada di beberapa negara lain, serta mengilustrasikan bahwa klasifikasi merupakan proses analitis yang sangat bergantung pada konteks hukum, peran kelembagaan, dan ekosistem pasar di masing-masing yurisdiksi. Bab ini secara sengaja tidak membahas ketentuan hukum di negara-negara lain secara rinci atau teknis, dan tidak dimaksudkan untuk menilai efektivitas rezim tertentu.

### 3.2 Tipologi Awal Klasifikasi Aset Keuangan Digital (Konteks 2019)

Pada tahap awal perkembangan kebijakan aset keuangan digital, sejumlah yurisdiksi mengadopsi tipologi dasar untuk memetakan berbagai jenis token dan aktivitas terkait dalam kaitannya dengan rezim pengaturan jasa keuangan yang telah berlaku. Tipologi ini umumnya membedakan token ke dalam klasifikasi seperti payment tokens, utility tokens, dan security tokens, dan digunakan sebagai alat pemetaan awal dalam diskursus kebijakan dan pengawasan.

Tabel berikut merefleksikan praktik dan diskursus internasional sebagaimana berkembang sekitar tahun 2019. Perlu dicatat bahwa sejak periode tersebut, banyak yurisdiksi, termasuk Inggris dan Uni Eropa, telah memperbaharui dan memperluas pendekatan klasifikasinya secara signifikan seiring dengan perubahan kerangka hukum, peran kelembagaan, dan dinamika perubahan ekosistem pasar. Harapannya, tipologi awal ini dapat menjadi titik awal benchmarking konseptual untuk memahami evolusi pendekatan klasifikasi aset keuangan digital lintas yurisdiksi.

**Tabel 6: Gambaran Umum Kerangka Klasifikasi Aset Keuangan Digital di Beberapa Negara (2019)**

	<i>Used as a digital means of payment or exchange</i>	<i>Exhibits an investment purpose</i>	<i>Grants holders access to a digital resource</i>	
 UK	Exchange token	Security token	Utility token	2019
 Malta	Virtual financial asset	Financial instrument	Virtual token	
 Abu Dhabi	Crypto Asset	Security token	Utility token	2018
 Israel	Currency token	Security/investment token	Utility token	
 Germany	Payment token	Equity token	Utility token	2017
 ESMA	Payment-type Cryptoasset	Investment-type Cryptoasset	Utility-type Cryptoasset	
 EBA	Payment/exchange/currency token	Investment token	Utility token	
 Switzerland	Payment token / cryptocurrency	Asset token	Utility token	

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019

Seiring dengan penggunaan tipologi dasar tersebut, pendekatan pengaturan yang paling lazim pada periode ini adalah perbedaan yang tegas antara aset keuangan digital yang memenuhi kualifikasi sebagai efek dan aset keuangan digital lainnya (CCAF, 2019). Berdasarkan pengamatan lintas yurisdiksi pada tahun 2019 dimaksud, sekitar 82% yurisdiksi yang dianalisis secara eksplisit membedakan antara security tokens dan klasifikasi aset keuangan digital lainnya. Namun demikian, kriteria yang digunakan untuk menentukan apakah suatu aset keuangan digital dikualifikasikan sebagai efek berbeda-beda antar yurisdiksi. Mayoritas yurisdiksi dimaksud menerapkan pendekatan case-by-case, dengan menilai karakteristik masing-masing aset secara individual berdasarkan fakta dan konteks penggunaannya. Sebagian kecil yurisdiksi lainnya (sekitar 20%) menggunakan pengujian berbasis instrumen keuangan tertentu, seperti financial instrument test, termasuk pengujian yang berkembang dalam konteks hukum efek di Amerika Serikat.

### 3.3 Inggris: Evolusi Pendekatan Klasifikasi Aset Keuangan Digital

Di Inggris, pendekatan klasifikasi aset keuangan digital berkembang secara bertahap sebagai alat pemetaan awal untuk menentukan apakah suatu aset berada dalam ruang lingkup pengaturan jasa keuangan yang telah ada. Pada tahap awal, otoritas pengawas membedakan token ke dalam beberapa klasifikasi utama, seperti security tokens, e-money tokens, exchange tokens, dan utility tokens, untuk membantu memahami keterkaitan token dengan rezim pengaturan yang berlaku. Token-token yang masuk dalam klasifikasi security tokens dan e-money tokens diatur dan diawasi menggunakan kerangka pengaturan dan pengawasan dari regulasi yang sudah ada, sementara exchange tokens dan utility tokens belum diregulasi.

Seiring dengan perkembangan pasar dan hasil dari pengawasan, pendekatan tersebut kemudian berevolusi melalui pengenalan klasifikasi yang lebih luas, termasuk klasifikasi aset kripto, klasifikasi stablecoins, dan klasifikasi aset kripto yang memiliki karakteristik instrumen investasi. Perkembangan ini mencerminkan upaya untuk menangkap berbagai bentuk dan penggunaan aset keuangan digital yang semakin kompleks, sekaligus menegaskan bahwa klasifikasi dilakukan berdasarkan karakteristik aktual aset dan aktivitas yang menyertainya. Sebagai contoh, dalam kerangka baru tersebut, klasifikasi stablecoins diperlakukan sebagai klasifikasi yang terpisah dari e-money. Meskipun kedua instrumen tersebut dapat memiliki fungsi pembayaran, otoritas Inggris memandang keduanya sebagai aktivitas yang berbeda dari perspektif pengaturan. Akibatnya, penerbit

---

<sup>1</sup> Analisis dilakukan terhadap 23 negara: US, UK, China, Hong Kong, Singapore, Abu Dhabi, India, EU, Bermuda, France, Gibraltar, Israel, Malta, Mexico, Russia, Thailand, Australia, Canada, Estonia, Germany, Japan, Korea, Switzerland.

yang bermaksud menerbitkan e-money dan stablecoins diwajibkan untuk memperoleh otorisasi terpisah untuk masing-masing aktivitas.

Secara umum, pengaturan dan pengawasan di Inggris berada dalam arsitektur hukum Financial Services and Markets Act 2000 (FSMA) sebagaimana telah diamendemen, sepanjang aktivitas terkait telah dimasukkan ke dalam ruang lingkup pengaturan oleh HM Treasury (Kementerian Ekonomi dan Keuangan UK). Penetapan ruang lingkup tersebut dilakukan melalui perubahan terhadap ketentuan terkait kegiatan jasa keuangan (Regulated Activities Order / RAO) maupun ketentuan terkait penawaran produk keuangan (Financial Promotion Order / FPO), yang menentukan apakah suatu aktivitas termasuk dalam aktivitas yang diatur (regulated activities) atau kategori investasi yang dikendalikan (controlled investments). Setelah suatu aktivitas atau kategori aset dimasukkan ke dalam ruang lingkup tersebut, Otoritas Jasa Keuangan Inggris yang dikenal dengan Financial Conduct Authority (FCA) bertanggung jawab menyusun aturan pelaksanaan yang lebih rinci serta melakukan pengawasan dan penegakan hukum sesuai mandatnya.

Dalam praktik saat ini, rezim kegiatan promosi untuk aset kripto telah berlaku dan berada di bawah pengawasan FCA. Sementara itu, perluasan aktivitas yang diatur (regulated activities) untuk aktivitas kripto yang lebih luas, termasuk aspek penerbitan, perdagangan, dan kustodi, dikembangkan secara bertahap melalui perubahan legislasi turunan oleh HM Treasury dan aturan pelaksanaan oleh FCA.

Untuk stablecoins, pemerintah Inggris telah membedakan antara stablecoins yang bersifat non sistemik dan yang bersifat sistemik. Stablecoin yang tidak dikategorikan sebagai sistemik direncanakan berada dalam pengawasan FCA apabila aktivitasnya termasuk dalam ruang lingkup jasa keuangan yang ditetapkan. Namun, apabila suatu stablecoins memiliki fungsi settlement dikategorikan sebagai sistemik dan memiliki implikasi signifikan terhadap stabilitas sistem pembayaran, kewenangan pengawasan berada atau dapat beralih kepada Bank of England, sejalan dengan mandatnya dalam menjaga stabilitas sistem pembayaran dan stabilitas keuangan.

### **3.4 Uni Eropa: Analisis Fungsional dan Pendekatan Regulatory Gap dalam MiCA**

Pendekatan Uni Eropa terhadap klasifikasi aset keuangan digital dituangkan secara eksplisit dalam Markets in Crypto-Assets Regulation (MiCA). Kerangka ini menggabungkan pendekatan regulatory gap / residual dengan pendekatan analisis fungsional untuk menentukan perlakuan pengaturan yang relevan bagi berbagai jenis aset keuangan digital. Aset yang memenuhi karakteristik instrumen keuangan tetap tunduk pada kerangka yang berlaku dan berada di luar cakupan MiCA. Sementara itu, aset yang tidak

tercakup dalam rezim tersebut kemudian dianalisis lebih lanjut sebagai aset kripto dalam kerangka MiCA.

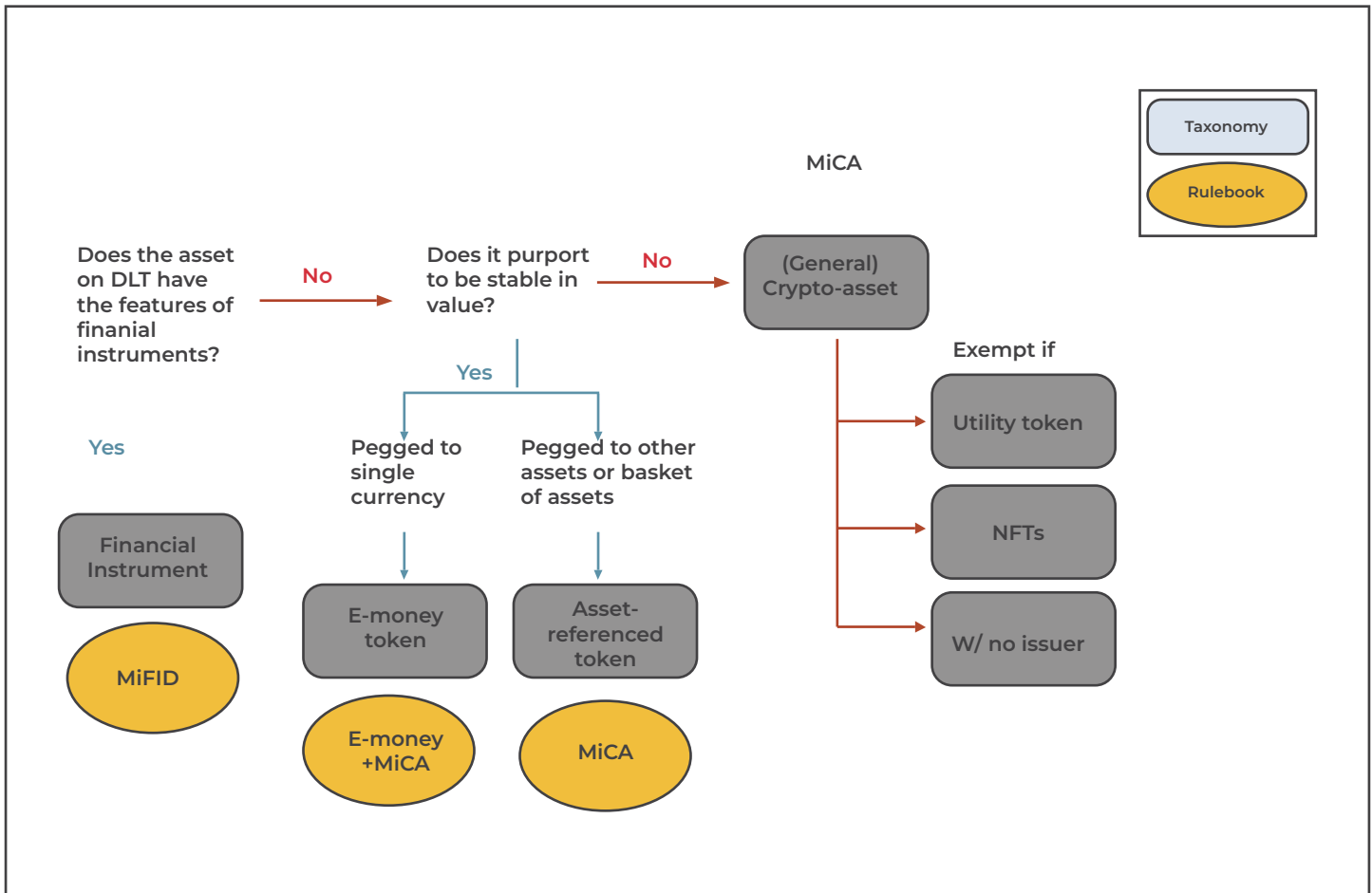
Setelah suatu aset diklasifikasikan sebagai aset kripto di bawah MiCA, MiCA selanjutnya membedakan aset kripto ke dalam beberapa klasifikasi utama berdasarkan karakteristik dan fungsi ekonominya, yaitu:

- **e-money tokens**, yaitu aset kripto yang dimaksudkan untuk mempertahankan nilai stabil dengan mereferensikan nilai satu mata uang resmi;
- **asset-referenced tokens (ARTs)**, yaitu aset kripto yang dimaksudkan untuk mempertahankan nilai stabil dengan mereferensikan aset atau hak lain, termasuk komoditas atau sekeranjang aset; dan
- **aset kripto lainnya, termasuk utility tokens**, yaitu token yang dimaksudkan semata-mata untuk memberikan akses terhadap barang atau jasa yang disediakan oleh penerbitnya.

Pembedaan ini mencerminkan pendekatan fungsional dalam kerangka MiCA, di mana klasifikasi token dibedakan berdasarkan tujuan ekonomi, referensi nilai, dan karakteristik hak yang melekat.

Dalam praktiknya, klasifikasi asset-referenced tokens sering kali tumpang tindih dengan istilah stablecoins, khususnya untuk token yang dirancang untuk tujuan pembayaran dengan mekanisme stabilisasi nilai. ARTs juga sering kali sulit dibedakan dari skema investasi kolektif atau instrumen keuangan lain yang telah diatur. Kompleksitas ini tercermin dari terbatasnya jumlah ARTs yang memperoleh otorisasi pada tahap awal implementasi MiCA. Sebaliknya, klasifikasi e-money tokens dan aset kripto lainnya, termasuk utility tokens, dalam banyak kasus menimbulkan tantangan interpretatif yang relatif lebih rendah, meskipun tetap memerlukan penilaian berbasis fakta dan karakteristik aktual token.

Klasifikasi di bawah MiCA dilakukan melalui penilaian berbasis fakta dan dokumentasi analitis, bukan semata-mata berdasarkan pelabelan oleh penerbit atau pelaku pasar. Pendekatan ini menegaskan bahwa klasifikasi dipandang sebagai proses analitis yang kontekstual dan dapat melibatkan kompleksitas interpretatif, khususnya untuk aset yang mereferensikan aset riil atau kepentingan ekonomi tertentu.



Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2019

### 3.5 Amerika Serikat: Penilaian Klasifikasi dalam Konteks Hukum Efek

Di Amerika Serikat, pendekatan klasifikasi aset keuangan digital secara historis banyak berfokus pada penentuan apakah suatu token memenuhi karakteristik efek. Penilaian ini memiliki implikasi langsung terhadap penerapan ketentuan yang berlaku dalam pengaturan terkait efek, termasuk kewajiban pendaftaran dan pelaporan, serta pengawasan oleh otoritas pasar modal.

Dalam praktiknya, penilaian tersebut sering dikaitkan dengan pengujian apakah suatu token merupakan suatu kontrak investasi (investment contract), yang secara umum dikenal melalui penerapan Howey Test. Pengujian ini menilai keberadaan unsur investasi keuangan, ekspektasi bahwa adanya keuntungan (expected return), dan ketergantungan pada upaya pihak lain. Token cenderung diklasifikasikan sebagai efek apabila dipasarkan dan dibeli dengan tujuan memperoleh keuntungan, khususnya apabila token tersebut

merepresentasikan atau menyerupai karakteristik instrumen efek tradisional, seperti saham, utang, pembagian pendapatan (profit sharing), atau hak ekonomi lainnya. Penilaian ini dilakukan secara kasus per kasus dengan mengacu pada fakta dan keadaan aktual, termasuk cara token ditawarkan, dipasarkan, dan digunakan.

**Tabel 7: Perlakuan Aset Keuangan Digital sebagai Efek di Amerika Serikat**

<b>Treatment of cryptoassets as a security in the United States</b>		
<p>In the US, a foundational test – called the <i>Howey Test</i> – is applied to determine whether an asset is an investment contract (and thus a security). The test is whether the scheme involves an investment of money in a common enterprise with profits to come solely from the efforts of others, with emphasis on substance and “economic reality” rather than form. The Howey test has now been formalised as a three-part analysis, with the third prong often sub-divided into two components, resulting in a four-part test, as follows:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>- An investment of money</li> <li>- In a common enterprise</li> <li>- With a reasonable expectation of profits</li> <li>- The expectation of profits is based upon the entrepreneurial or managerial efforts of others.</li> </ul> <p>The Howey test can be applied to cryptoassets as below. The SEC’s Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets (published in 2019) identifies some of the factors market participants can consider in assessing whether a digital asset is offered or sold as a security.<sup>15</sup></p>		
<b>Howey Prong</b>	<b>Description</b>	<b>Level of Regulatory Uncertainty</b>
1) The investment of money	The first prong of the Howey test is typically satisfied in an offer and sale of a digital asset because the digital asset is purchased or otherwise acquired in exchange for value, whether in the form of real (or fiat) currency, another digital asset, or other type of consideration.	<b>Minimal. Usually met.</b>
2) A common enterprise	Courts generally have analysed a "common enterprise" as a distinct element of an investment contract. In evaluating digital assets, the SEC has found that a "common enterprise" typically exists.	<b>Limited. Generally met.</b>
3) The reasonable expectation of profits	Usually, the main issue in analysing a digital asset under the Howey test is whether a purchaser has a reasonable expectation of profits (or other financial returns) derived from the efforts of others. A purchaser may expect to realize a return through	<b>Highest.</b>

	<p>participating in distributions or through other methods of realizing appreciation on the asset, such as selling at a gain in a secondary market. When a promoter, sponsor, or other third party (or affiliated group of third parties) provides essential managerial efforts that affect the success of the enterprise, and investors reasonably expect to derive profit from those efforts, then this prong of the test is met. Relevant to this inquiry is the "economic reality" of the transaction and "what character the instrument is given in commerce by the terms of the offer, the plan of distribution, and the economic inducements held out to the prospect." The inquiry, therefore, is an objective one, focused on the transaction itself and the manner in which the digital asset is offered and sold.</p>	
4) Derived solely from the efforts of others	The US Courts have determined that solely should not be read as a literal limitation, instead assessing whether the efforts of others were primarily driving investment returns.	<b>Moderate / High.</b>

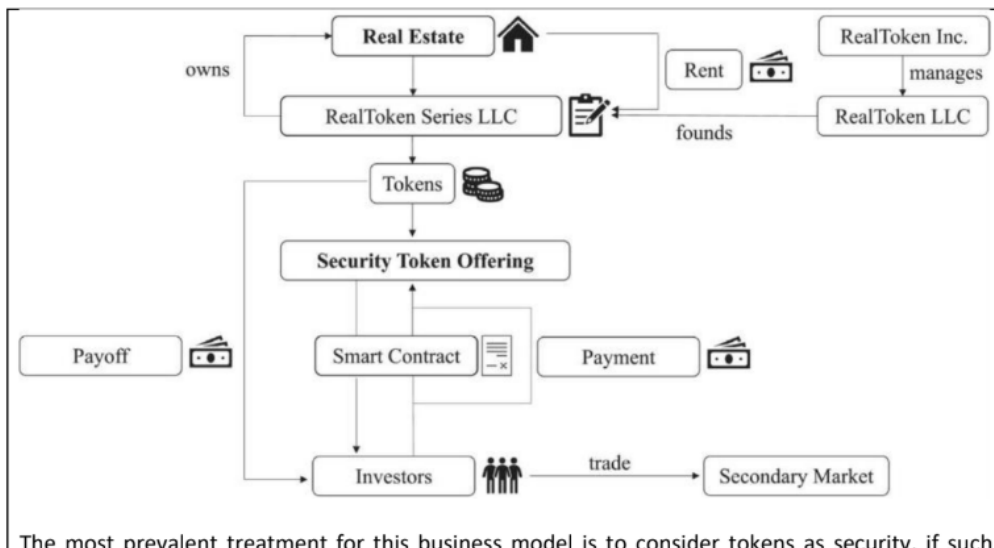
Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

Penilaian akhir mengenai klasifikasi suatu token sangat bergantung pada konteks ketentuan perundang-undangan yang berlaku di masing-masing negara, termasuk definisi efek dalam hukum pasar modal Amerika Serikat, interpretasi yang berkembang melalui putusan pengadilan, serta panduan yang dikeluarkan oleh otoritas pengawas. Oleh karena itu, hasil klasifikasi sering kali baru memperoleh kepastian hukum setelah terjadi proses penegakan atau adjudikasi.

Pengujian apakah suatu token merupakan efek dapat terjadi pada dua tahap utama. Pertama, pada tahap perizinan atau kepatuhan awal, di mana regulator dapat mensyaratkan pelaku usaha untuk melakukan penilaian hukum atas karakteristik token yang ditawarkan atau diperdagangkan. Kedua, pada proses penegakan hukum atau penyelesaian sengketa di pengadilan, yang kemudian membentuk preseden interpretatif. Dalam banyak kasus, tanggung jawab awal untuk melakukan penilaian klasifikasi berada pada pelaku pasar, khususnya penyelenggara perdagangan atau platform yang menerima token untuk diperdagangkan. Pelaku usaha umumnya diharapkan melakukan analisis atau memperoleh pendapat hukum yang menunjukkan bahwa token yang diperdagangkan tidak memenuhi karakteristik efek. Apabila token tetap diperdagangkan tanpa kepastian klasifikasi dan kemudian dinilai sebagai efek, risiko penegakan hukum dapat timbul.

**Case study: real estate tokenisation as a security**

Consider RealT (one of the largest real estate tokenisation platforms in the US). RealT's parent entity (RealToken LLC) conducts tokenisation by creating an SPV for each property which then holds the property deed and stands solely and legally on their own. The property deed is then tokenized using the technical standard of the Ethereum ERC-20 token. The properties are primarily rented residential buildings. Investors can purchase the tokens during the STO. After successful payment and signing the offering memorandum digitally, they automatically receive the tokens in their wallets employing a smart contract. The tokens give the investor a deed in the respective tokenized RealToken Series LLC. After operating costs, insurance, and real estate taxes, the net rent is submitted weekly to the RealToken rent contract linked to the property and automatically issued to the token holders' wallets. Afterward, the tokens can be either returned to RealT or traded on decentralized exchanges (DEX).



The most prevalent treatment for this business model is to consider tokens as security, if such tokens represent shares, units, or income rights. This generally includes a situation where tokens permit the holder to derive rental income or other similar rights. The aspect that's generally relevant is that these tokens give a passive right to share of profits, so there's an expectation of profit which makes this conducive to treatment as a security. Ex: Howey test in the US. If we examine the characteristics, then tokenized rental income is nothing but inherently an investment which represents a claim on future income (returns) and is designed to attract investors.

Globally, most RWA tokens (e.g., tokenized treasuries, real estate, or equities) are legally classified as securities (ex: US, Switzerland). This is because even if traditional capital market products such as stocks, bonds, and funds are issued through DLT (distributed ledger technology) tokenization, their legal attributes should still be treated as traditional securities.<sup>14</sup>

It is relevant to note that certain token issuances of rental income proceeds may also fall under the category of "collective investment schemes" if these involve pooled investments managed on behalf of multiple investors. Obviously, whether a token qualifies as a CIS would depend on the structure of the issuance, the rights conferred to token holders, and whether the tokens fulfil the conditions prescribed under the CIS law. The final option is to consider this as a crowdfunding model, which offers investors tokens that represent some form of economic right, such as a rental income proceeds. If there are real estate backed structured products, such as on-chain swaps, options, and synthetic products tied to real estate indexes or rental yields, this may then be treated as a derivative.

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

## **Bab IV:** Penerapan Kerangka Klasifikasi dalam Pengaturan Aset Keuangan Digital di Indonesia

## 4.1 Tujuan Kerangka Analitis bagi Konteks Pengaturan Indonesia

Bab ini disusun sebagai jembatan antara kerangka konseptual dan analitis yang diuraikan dalam Bab II serta observasi perbandingan lintas yurisdiksi dalam Bab III dengan konteks pengaturan sektor keuangan di Indonesia. Fokus bab ini adalah pada bagaimana kerangka klasifikasi multi-dimensi tersebut dapat digunakan secara operasional sebagai alat bantu analitis dalam diskusi kebijakan dan praktik pengaturan di Indonesia. Klasifikasi diposisikan sebagai perangkat awal untuk membantu regulator dan pemangku kepentingan memahami karakteristik aset keuangan digital dan aktivitas berbasis tokenisasi sebelum memasuki tahap penilaian pengaturan yang lebih spesifik.

Dalam konteks pengaturan Indonesia yang telah memiliki pembagian mandat kelembagaan yang jelas, kerangka klasifikasi juga berfungsi untuk menjaga risiko sistemik, sehingga inovasi berbasis tokenisasi bukan secara tidak sengaja menciptakan ketidakkonsistenan perlakuan terhadap aktivitas dan risiko yang secara substansi sebanding. Selain itu, klasifikasi juga menghindari sejumlah risiko kebijakan seperti: (i) terbentuknya rezim pengaturan berbasis label teknologi, di mana token diperlakukan sebagai klasifikasi tersendiri semata-mata karena medium teknisnya; (ii) kaburnya akuntabilitas dalam hal terjadi insiden operasional, kegagalan pemenuhan klaim, atau kondisi kepailitan, khususnya ketika distribusi peran antara penerbit, platform, kustodian, dan pihak lain tidak dipetakan secara jelas sejak awal; (iii) terbukanya celah ruang lingkup pengaturan, di mana aktivitas dengan profil risiko yang signifikan berpotensi berada di luar jangkauan pengawasan karena tidak secara eksplisit tercakup dalam definisi rezim yang ada.

## 4.2 Aktivitas dan Model Bisnis sebagai Titik Masuk Pengaturan

Dalam kerangka pengaturan sektor keuangan Indonesia, penentuan pengaturan harus terfokus pada aktivitas dan model bisnis dari aset keuangan digital, bukan pada keberadaan token sebagai objek teknis semata atau bahkan pada status hukum dari entitas yang menerbitkan atau memperdagangkan / menawarkannya. Dengan kata lain, klasifikasi aset keuangan digital perlu dilakukan melalui penilaian terhadap aktivitas aktual yang dilakukan di pasar dan hubungan hukum-ekonomi yang dibentuk oleh aktivitas tersebut.

Aktivitas yang secara umum relevan untuk dianalisis meliputi:

- penerbitan dan penawaran aset keuangan digital kepada publik;
- perdagangan di pasar primer dan sekunder;
- penyimpanan, kustodi, dan pengelolaan aset keuangan digital;
- penggunaan sebagai sarana pembayaran atau penyelesaian transaksi; serta
- penyediaan jasa perantara dan infrastruktur pendukung.

Dengan menempatkan aktivitas sebagai fokus utama, kerangka klasifikasi membantu memastikan bahwa instrumen atau produk dengan fungsi ekonomi dan profil risiko yang sebanding memperoleh perlakuan pengaturan yang konsisten, terlepas dari bentuk teknologi, arsitektur DLT, atau terminologi yang digunakan oleh pelaku pasar. Di saat yang sama, fokus aktivitas juga berfungsi sebagai alat mitigasi konseptual terhadap dua kecenderungan yang sering muncul dalam diskursus tokenisasi: (i) kecenderungan untuk menyamakan “desain teknis” dengan “implikasi pengaturan”, dan (ii) kecenderungan untuk menganggap satu token selalu memiliki satu fungsi yang tetap. Dalam praktiknya, satu token dapat memiliki fungsi ganda atau fungsi dominan yang berubah seiring pola penggunaan, sehingga pembacaan berbasis aktivitas membantu memusatkan diskusi pada substansi yang relevan bagi mandat pengaturan.

### 4.3 Operasionalisasi Kerangka Multi-Dimensi dalam Pendekatan Regulatory Gap di Indonesia

Dalam praktik pengaturan sektor jasa keuangan Indonesia, penilaian terhadap suatu instrumen atau aktivitas baru umumnya dilakukan melalui pendekatan regulatory gap / residual. Pendekatan ini diawali dengan pengujian apakah karakteristik instrumen atau aktivitas tersebut telah tercakup dalam rezim pengaturan yang telah ada, sebelum mempertimbangkan kebutuhan akan penyesuaian, klarifikasi, atau pengembangan kerangka pengaturan tambahan. Pendekatan regulatory gap / residual mencerminkan prinsip kehati-hatian dalam pengaturan, di mana otoritas terlebih dahulu menilai keterterapan definisi hukum, mandat kelembagaan, dan kerangka pengawasan yang berlaku berdasarkan substansi ekonomi dan profil risiko aktual.

Dalam konteks aset keuangan digital dan tokenisasi, pendekatan regulatory gap / residual mengimplikasikan bahwa token atau instrumen berbasis distributed ledger technology (DLT) tidak diperlakukan sebagai klasifikasi baru secara otomatis. Sebaliknya, penilaian dilakukan dengan mengacu pada fungsi ekonomi, struktur hak dan kewajiban, serta aktivitas aktual yang dijalankan di pasar. Dengan demikian, klasifikasi berfungsi sebagai alat analitis awal untuk memetakan karakteristik aset dan aktivitas terhadap rezim pengaturan yang telah ada, sekaligus untuk mengidentifikasi potensi tumpang tindih kewenangan maupun celah pengaturan yang memerlukan perhatian lebih lanjut.

Kerangka klasifikasi multi-dimensi sebagaimana diuraikan dalam Bab II (yang mencakup dimensi hukum, regulasi, fungsional, dan teknis) menyediakan struktur konseptual mengenai aspek apa saja yang relevan untuk dianalisis dalam proses tersebut. Namun, dalam praktik kebijakan dan pengawasan, kerangka konseptual tersebut perlu diterjemahkan ke dalam parameter penilaian yang lebih operasional agar dapat digunakan secara konsisten lintas fungsi dan lintas otoritas.

Dalam konteks ini, kajian International Monetary Fund (IMF) mengembangkan seperangkat parameter operasional yang dapat dipahami sebagai bentuk synthetic operationalisation dari kerangka multi-dimensi tersebut. Dalam konteks Indonesia, parameter operasional tersebut dapat digunakan sebagai alat bantu analitis untuk menyusun pemetaan awal berbagai klasifikasi aset keuangan digital, termasuk aset yang ditokenisasi, aset kripto dengan atau tanpa underlying, serta klasifikasi lain seperti utility tokens dan security tokens, tanpa menetapkan implikasi pengaturan secara langsung. Secara konseptual, penggunaan parameter membantu menghasilkan output analitis yang dapat dibandingkan: (i) peta awal atas karakteristik aset dan aktivitas; (ii) indikasi awal mengenai di mana akuntabilitas substantif cenderung melekat; dan (iii) identifikasi area yang memerlukan pendalaman lebih lanjut sebelum memasuki diskusi penetapan perlakuan pengaturan. Dengan demikian, parameter berfungsi untuk meningkatkan transparansi dan konsistensi penalaran, bukan untuk menggantikan penilaian hukum dan pengaturan yang bersifat kontekstual.

**Tabel 8: Klasifikasi dari Ekosistem Aset Keuangan Digital di Indonesia**

Characte ristics	Digital Financial Assets					
	Tokenised Assets	Cryptoassets		Others DFAs?		
		Unbacked Cryptoassets	Backed Cryptoassets			
			Fiat-backed and asset -backed	Utility tokens	Security tokens	Other categories
Privately issued?	√	√	√	√	√	√
Deployed on distributed ledger technology ?						
Pseudonym ous?						

Characteristics	Digital Financial Assets					
	Tokenised Assets	Cryptoassets		Others DFAs?		
		Unbacked Cryptoassets	Backed Cryptoassets			
			Fiat-backed and asset-backed	Utility tokens	Security tokens	Other categories
<b>Centralized (known issuer) or decentralized issuance?</b>	Centralized or decentralized	Usually decentralized	Centralized or decentralized	Usually centralized	Usually centralized	Centralized or decentralized
<b>Claim or no claim on the issuer?</b>	Depends on design	No claim	Depends on design	Depends on design	Depends on design	Depends on design
<b>Redemption pledge (at face value)?</b>	Depends on design	None	Fixed / Variable	None (but may differ on case by case basis)	None (equity instruments) / Fixed (debt instruments)	Depends on design
<b>Backed assets?</b>	Can represent real world assets	No backing assets	Safe or varied – Collateralized (off-chain) assets (e.g., fiat, commodity, commercial paper) or uncollateralized but could be backed (on-chain crypto assets)	N/A	Can represent real world securities	Can represent real world assets
<b>Stable or volatile price?</b>	Can be volatile depending on underlying asset	Volatile	Dampened price volatility (fluctuates around peg; de-pegs likely)	N/A	Can be volatile	Can be volatile

Characteristics	Digital Financial Assets					
	Tokenised Assets	Cryptoassets		Others DFAs?		
		Unbacked Cryptoassets	Backed Cryptoassets			
			Fiat-backed and asset-backed	Utility tokens	Security tokens	Other categories
<b>Examples / Applications</b>	Tokenised gold/commodities	Speculation Remittances Potential usage as a payment instrument	Access to crypto ecosystem, including other crypto assets and DeFi USD-denominated stablecoins might be used as a hedge against inflation or store of value in some EMDEs Potential use as a payment instrument	Loyalty programs, Access to pre-launch discounts	Tokenized equities, fractionalized non-fungible tokens (NFTs), Initial coin offerings (ICOs)	

Sumber: The Cambridge Centre for Alternative Finance (CCAF), 2025

#### 4.4 Klasifikasi sebagai Dasar Respons Kebijakan dan Kalibrasi Risiko

Dalam konteks kebijakan publik, nilai utama klasifikasi terletak pada kemampuannya menyediakan logika pertimbangan yang konsisten ketika menghadapi instrumen atau model bisnis baru. Pasar memerlukan prediktabilitas mengenai bagaimana suatu aktivitas atau produk akan dipandang dalam kerangka pengaturan yang berlaku. Tanpa logika klasifikasi yang konsisten, penentuan ruang lingkup pengaturan dan intensitas pengawasan berisiko menjadi reaktif dan berbasis kasus per kasus. Oleh karena itu, hasil klasifikasi berfungsi sebagai dasar bagi regulator dalam merumuskan respons kebijakan serta menentukan tingkat penguatan manajemen risiko yang diperlukan.

Dalam praktiknya, respons kebijakan dapat mencakup berbagai bentuk kalibrasi, mulai dari penerapan standar perlindungan dasar (baseline safeguards) hingga penguatan bertahap seiring meningkatnya skala, kompleksitas, dan eksposur risiko suatu aktivitas.

#### **a. Baseline Safeguards**

Baseline safeguards pada prinsipnya mencerminkan minimum perlindungan yang diperlukan (minimum viable protection) untuk memastikan kejelasan akuntabilitas, keterbukaan informasi, perlindungan aset, integritas pasar, serta ketahanan operasional dalam ekosistem berbasis tokenisasi.

**Pertama**, akuntabilitas dan tata kelola, yang mencakup kejelasan pihak yang bertanggung jawab atas desain, penawaran, dan operasional produk, serta keberadaan pengendalian internal yang memadai.

**Kedua**, keterbukaan informasi yang memadai, termasuk penyampaian informasi material mengenai hak dan klaim, risiko utama, struktur biaya, serta batasan penggunaan secara jujur dan tidak menyesatkan.

**Ketiga**, perlindungan aset melalui pemisahan dan pengamanan yang memadai, termasuk kejelasan status kepemilikan, segregasi aset, pengamanan penyimpanan, dan mitigasi risiko penyalahgunaan/kehilangan.

**Keempat**, pengelolaan konflik kepentingan, khususnya apabila terdapat hubungan afiliasi antara penerbit, platform, dan pihak lain yang berpotensi mempengaruhi integritas transaksi.

**Kelima**, integritas pasar, termasuk pencegahan praktik manipulatif atau tidak wajar dalam perdagangan dan penawaran.

**Keenam**, kepatuhan terhadap prinsip integritas keuangan, termasuk penguatan pencegahan penyalahgunaan untuk tujuan pencucian uang atau pendanaan terorisme (AML/CFT).

**Ketujuh**, ketahanan operasional dan keamanan siber, termasuk pengelolaan risiko teknologi dan kesiapan menghadapi gangguan sistem.

**Kedelapan**, mekanisme penanganan pengaduan dan pemulihan yang jelas bagi pengguna atau investor.

Baseline ini bukan daftar kewajiban formal dalam dokumen ini, tetapi refleksi bahwa aktivitas berbasis tokenisasi tetap memediasi risiko ekonomi yang nyata terhadap publik.

## **b. Penguatan Bertahap dan Pendekatan Sequencing**

Seiring perkembangan pasar dan peningkatan skala aktivitas, penguatan bertahap dapat dilakukan melalui berbagai instrumen kebijakan, seperti standardisasi keterbukaan informasi, penguatan mekanisme audit dan pelaporan, peningkatan ketahanan operasional, serta penggunaan ruang uji terbatas atau proyek percontohan untuk mendukung pembelajaran kebijakan. Pendekatan bertahap ini membantu menghindari dua ekstrem kebijakan, yaitu pengaturan yang terlalu ketat pada tahap awal inovasi atau sebaliknya pengaturan yang tertinggal ketika skala risiko telah meningkat secara material.

Elemen-elemen penguatan tersebut antara lain dapat berupa:

- standardisasi format keterbukaan informasi untuk meningkatkan keterbandingan produk;
- penggunaan ruang uji terbatas atau proyek percontohan sebagai sarana pembelajaran kebijakan;
- penguatan audit dan mekanisme pengendalian kualitas, serta pengembangan pelaporan data yang lebih terstruktur untuk mendukung pengawasan berbasis risiko;
- peningkatan interoperabilitas dan kompatibilitas operasional untuk mengurangi risiko konsentrasi;
- pengujian kesiapan operasional dalam menghadapi gangguan atau lonjakan aktivitas (stress testing).

Secara konseptual, pendekatan bertahap dapat ditempuh melalui:

- penyelarasan awal terhadap kerangka klasifikasi dan baseline manajemen risiko; implementasi terbatas pada kategori atau use case tertentu sebagai tahap
- pembelajaran; kalibrasi lanjutan berbasis evaluasi empiris dan dinamika pasar.

## **4.5 Harmonisasi Lintas Rezim sebagai Konsekuensi Pendekatan Regulatory Gap dan Multidimensi**

Penerapan pendekatan regulatory gap / residual yang dikombinasikan dengan kerangka klasifikasi multi-dimensi secara inheren membawa implikasi terhadap koordinasi dan harmonisasi lintas rezim pengaturan. Dalam konteks aset keuangan digital dan tokenisasi, satu instrumen atau aktivitas dapat memiliki karakteristik yang relevan bagi lebih dari satu mandat pengaturan, tergantung pada fungsi ekonomi, struktur hak dan kewajiban, serta pola penggunaan aktual yang dijalankan di pasar.

Dalam konteks Indonesia, potensi irisan tersebut dapat melibatkan berbagai rezim pengaturan, termasuk namun tidak terbatas pada:

- **rezim pasar modal**, khususnya untuk instrumen yang memenuhi definisi efek atau instrumen investasi dan berada dalam lingkup pengawasan Otoritas Jasa Keuangan (OJK);
- **rezim sistem pembayaran dan kebijakan moneter**, untuk instrumen dan aktivitas yang berfungsi sebagai sarana pembayaran atau penyelesaian transaksi dan berada dalam lingkup kewenangan Bank Indonesia;
- **rezim komoditi dan derivatif**, produk komoditas dan produk turunannya yang berada dalam lingkup pengaturan dan pengawasan Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi (Bappebti); serta
- **rezim lain yang relevan dengan stabilitas sistem keuangan**, perlindungan konsumen, dan integritas pasar.

Pendekatan ini mengimplikasikan bahwa penilaian awal terhadap suatu instrumen atau aktivitas perlu dilakukan dengan mempertimbangkan keterterapannya terhadap rezim-rezim yang telah ada, sebelum menarik kesimpulan mengenai perlakuan pengaturan yang lebih spesifik. Dalam kerangka ini, klasifikasi tidak dimaksudkan untuk menetapkan bahwa suatu aset atau aktivitas “harus” berada di bawah kewenangan otoritas tertentu. Sebaliknya, klasifikasi berfungsi sebagai alat bantu analisis yang memungkinkan pemetaan karakteristik aset dan aktivitas secara konsisten lintas rezim. Melalui pemetaan tersebut, potensi tumpang tindih kewenangan, perbedaan pendekatan pengawasan, maupun celah pengaturan dapat diidentifikasi secara lebih transparan dan berbasis substansi. Harmonisasi lintas rezim dalam konteks ini tidak dipahami sebagai penyatuan kewenangan atau penyederhanaan struktur kelembagaan. Harmonisasi dipahami secara terbatas sebagai upaya memastikan bahwa aktivitas dan risiko yang secara substansial sebanding memperoleh perlakuan analitis yang konsisten, terlepas dari bentuk teknologi, arsitektur tokenisasi, maupun terminologi yang digunakan oleh pelaku pasar.

Secara konseptual, koordinasi dapat didukung oleh:

- alat penilaian klasifikasi bersama dalam asesmen lintas rezim (parameter yang selaras untuk membaca karakteristik aset dan aktivitas);
- pemetaan berbasis aktivitas untuk memperjelas batas peran tanpa memperlebar tumpang tindih;
- konvergensi penguatan manajemen risiko untuk risiko yang sebanding, sehingga standar proteksi tidak “lompat” hanya karena label teknologi atau jalur rezim.

Melalui pendekatan tersebut, masing-masing otoritas tetap dapat menjalankan mandatnya secara independen, namun berada dalam kerangka penalaran yang selaras. Hal ini membantu menghindari terbentuknya rezim paralel berbasis teknologi sekaligus mengurangi insentif terjadinya regulatory arbitrage, di mana pelaku usaha memilih struktur teknologi atau jalur pengaturan tertentu semata-mata untuk menghindari rezim pengaturan yang lebih ketat. Dengan menempatkan klasifikasi sebagai fondasi analitis bersama, koordinasi lintas otoritas dapat difokuskan pada penilaian risiko dan aktivitas yang nyata di pasar, tanpa mengurangi ruang diskresi regulator dalam menetapkan kebijakan dan pengaturan sesuai dengan mandat masing-masing.

#### **4.6 Rekomendasi Pembentukan Forum Koordinasi Klasifikasi Aset Keuangan Digital (FKKAKD)**

Pembahasan dalam dokumen ini menunjukkan bahwa klasifikasi aset keuangan digital tidak dapat dipahami semata-mata sebagai upaya pelabelan token, melainkan sebagai fondasi analitis untuk menentukan bagaimana suatu aset, aktivitas, atau model bisnis seharusnya dibaca dalam kerangka hukum dan pengaturan yang berlaku. Melalui pendekatan regulatory gap/residual dan multi-dimensi, dokumen ini menegaskan bahwa medium teknologi tidak dengan sendirinya menciptakan kategori hukum baru. Sebaliknya, penilaian harus diarahkan pada substansi ekonomi, struktur hak dan kewajiban, desain teknis yang relevan, serta aktivitas aktual yang dijalankan di pasar.

Dalam konteks Indonesia, pendekatan tersebut menjadi penting karena pengaturan atas aset keuangan digital berada dalam arsitektur kelembagaan yang melibatkan lebih dari satu rezim dan lebih dari satu otoritas, masing-masing dengan mandat yang sah dan berbeda. Dalam praktiknya, satu produk atau aktivitas dapat secara bersamaan menyentuh ruang lingkup investasi, perdagangan komoditi, kustodi, settlement, perlindungan konsumen, integritas pasar, hingga stabilitas sistem keuangan. Dalam kondisi demikian, kebutuhan utamanya bukan semata-mata menambah kategori pengaturan baru, melainkan memastikan adanya alat ukur yang memungkinkan penilaian lintas regulator dilakukan secara konsisten, terdokumentasi, dan berbasis substansi.

Atas dasar itu, dokumen ini memandang bahwa penguatan koordinasi kelembagaan merupakan implikasi logis dari pendekatan klasifikasi yang telah diuraikan. Koordinasi tersebut tidak dimaksudkan untuk membentuk regulator baru, mengubah pembagian kewenangan yang telah ditetapkan, atau mengurangi independensi masing-masing otoritas. Sebaliknya, koordinasi diperlukan sebagai mekanisme untuk memperjelas titik irisan, memetakan risiko, mengidentifikasi lead regulator, serta mengurangi potensi regulatory arbitrage yang timbul dari perbedaan pendekatan atau keterbatasan pembacaan antar-rezim.

Sehubungan dengan itu, patut dipertimbangkan pembentukan Forum Koordinasi Klasifikasi Aset Keuangan Digital sebagai wadah koordinasi yang bersifat permanen, non-adjudikatif, dan terdokumentasi. Forum ini dapat berfungsi sebagai ruang harmonisasi penalaran lintas-otoritas dalam menangani isu klasifikasi yang material, khususnya untuk produk, aktivitas, atau model bisnis yang memiliki karakteristik beririsan. Dalam desainnya, forum tersebut idealnya tetap menempatkan pengambilan keputusan formal pada otoritas yang berwenang sesuai mandat masing-masing, didukung oleh panel teknis untuk penelaahan substantif, sekretariat formal pada struktur otoritas, serta keterlibatan asosiasi dan pemangku kepentingan lain secara konsultatif dan non-voting.

Dalam praktiknya, ruang koordinasi tersebut juga dapat dirancang cukup fleksibel untuk memungkinkan pelibatan kementerian atau lembaga lain yang memiliki keterkaitan substantif dengan isu yang sedang dibahas. Meskipun fokus utama forum ini berada pada koordinasi lintas rezim pengaturan sektor keuangan, perkembangan model bisnis aset keuangan digital, termasuk tokenisasi aset riil (real-world assets), dapat bersinggungan dengan kebijakan sektoral lain di luar sektor jasa keuangan. Dalam konteks tertentu, forum ini dapat melibatkan kementerian atau lembaga terkait secara tematik, misalnya melalui pembentukan kelompok kerja teknis atau pembahasan ad-hoc, guna memperkaya analisis kebijakan dan memastikan bahwa isu yang memiliki dimensi lintas sektor dapat dipahami secara lebih komprehensif.

Pada akhirnya, tantangan utama Indonesia bukan semata-mata bagaimana melabelkan suatu token, tetapi bagaimana memastikan bahwa setiap inovasi berbasis aset keuangan digital dibaca dengan kerangka yang sama, diawasi dengan prinsip yang selaras, dan diarahkan dalam arsitektur kebijakan yang tidak terpecah oleh label teknologi. Karena itu, pembentukan Forum Koordinasi Klasifikasi Aset Keuangan Digital layak dipertimbangkan sebagai langkah kelembagaan yang strategis untuk menjaga koherensi lintas-rezim, memperkuat kepastian hukum, dan memastikan bahwa perkembangan inovasi digital di sektor keuangan tetap berada dalam koridor pengaturan yang proporsional, konsisten, dan berbasis risiko.

## DAFTAR SINGKATAN

Daftar berikut memuat singkatan yang digunakan dalam dokumen ini.

- AKD** — Aset Keuangan Digital
- AML/CFT** — Anti-Money Laundering / Counter-Financing of Terrorism
- ART** — Asset-Referenced Token
- BI** — Bank Indonesia
- Bappebti** — Badan Pengawas Perdagangan Berjangka Komoditi
- CBDC** — Central Bank Digital Currency
- CCAF** — Cambridge Centre for Alternative Finance
- CIS** — Collective Investment Scheme
- DAO** — Decentralised Autonomous Organisation
- dApps** — Decentralised Applications
- DeFi** — Decentralised Finance
- DEX** — Decentralised Exchange
- DLT** — Distributed Ledger Technology
- EBA** — European Banking Authority
- ERC-20** — Ethereum Request for Comments 20
- ESMA** — European Securities and Markets Authority
- FCA** — Financial Conduct Authority
- FPO** — Financial Promotion Order
- FSMA** — Financial Services and Markets Act 2000
- ICO** — Initial Coin Offering
- IMF** — International Monetary Fund
- MiCA** — Markets in Crypto-Assets Regulation
- NFT** — Non-Fungible Token
- OJK** — Otoritas Jasa Keuangan
- RAO** — Regulated Activities Order
- RWA** — Real-World Asset
- SEC** — Securities and Exchange Commission
- SPV** — Special Purpose Vehicle
- STO** — Security Token Offering

