

3-23-2021

ASPEK HUKUM ATAS PENERBITAN WARAN TANPA HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU SEBAGAI CARA PEMBAYARAN UTANG EMITEN PASAR MODAL INDONESIA

Arfan Noer Azwad
arfan.noer@ui.ac.id

Follow this and additional works at: <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasisya>



Part of the [Administrative Law Commons](#), [Banking and Finance Law Commons](#), [Business Organizations Law Commons](#), [Civil Law Commons](#), [Commercial Law Commons](#), [Constitutional Law Commons](#), [Criminal Law Commons](#), and the [International Law Commons](#)

Recommended Citation

Azwad, Arfan Noer (2021) "ASPEK HUKUM ATAS PENERBITAN WARAN TANPA HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU SEBAGAI CARA PEMBAYARAN UTANG EMITEN PASAR MODAL INDONESIA,"

Dharmasisya: Vol. 1 , Article 20.

Available at: <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasisya/vol1/iss1/20>

This Article is brought to you for free and open access by UI Scholars Hub. It has been accepted for inclusion in Dharmasisya by an authorized editor of UI Scholars Hub.

ASPEK HUKUM ATAS PENERBITAN WARAN TANPA HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU SEBAGAI CARA PEMBAYARAN UTANG EMITEN PASAR MODAL INDONESIA

Cover Page Footnote

Mahasiswa Program Magister Hukum, Program Kekhususan Hukum Ekonomi, Fakultas Hukum Universitas Indonesia. Harian Terbit, Pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT. Bakrieland Development, Tbk., Kamis, 7 Desember 2017, hal. 7. "Entitas Anak PT. Bakrieland Development, Tbk., di Singapura adalah BLD Investment, Pte, Ltd., dan BLD Asia Pte, Ltd., hal mana PT. Bakrieland Development, Tbk., menjadi guarantor atas obligasi yang diterbitkan oleh BLD Investment, Pte, Ltd., selaku issuer." Lihat Informasi Kepada Para Pemegang Saham PT. Bakrieland Development, Tbk., Harian Terbit edisi Rabu, 22 November 2017, hal. 4. Harian Terbit Informasi Kepada Para Pemegang Saham PT. Bakrieland Development, Tbk., Rabu, 22 November 2017, hal. 4. Ibid. Ini Cara Bakrieland Kurangi Utang tapi Tetap Dapat Uang .diakses tanggal 15 Agustus 2019. Suad Husnan, Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas, cet.1, (Jakarta: UPP AMP YKPN, 1998), hal. 3. Indonesia, Undang-Undang Tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, LN Tahun 1995 Nomor 64, TLN Nomor 3608, Pasal 1 angka 5. M. Irsan Nasarudin, et al., Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, cet.6, (Jakarta: Kencana 2010), hal. 182. Ibid. "Share is a part of definite portion of a thing owned by a number of persons in common and contemplates something owned by 2 or more persons and has reference to that part of the undivided interest which belongs to someone of them." Lihat: Black's Law Dictionary 5th Edition (USA: West Publishing Company, 1979), hal. 1233. "Equity Financing adalah upaya pemenuhan kebutuhan modal sendiri dengan jalan mengadakan penjualan saham perusahaan secara luas". Lihat: Edilius dan Sudarsono, Kamus Ekonomi, Uang & Bank (Jakarta: Rineka Cipta, 1994), hal. 108. Indonesia, Peraturan Bapepam dan LK Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas, Peraturan Nomor IX.J.I Bapepan dan LK, Angka 1 huruf a. William F. Sharpe et al, Investment 6th edition (New Jersey: Prantice Hall International. Inc, 1995),hal. 56. Simon Brodie, Bonds and restructuring: corporate bond considerations in the design of debt restructuring frameworks in emerging market economies , (Routledge: Law and Financial Markets Review, 2017), hal. 2. Ibid. Indonesia, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, POJK No. 32/POJK.04/2015, LN No. 307 Tahun 2015, TLN No. 5781, sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, POJK No. 14/POJK.04/2019, LN No. 87 Tahun 2019, TLN No. 6343, Pasal 1 angka 4. Michael Ferdin dan Maxi Ali, "Menyimak Untung Rugi Si Pemanis.", Uang dan Efek (September, 1995), hal. 10. "A warrant is a certificate issued by a company which gives the holder the right to buy a stated number of shares of the company's stock at a specified price from some specified length of time." Lihat: Eugene F. Brigham, et al., Intermediate Financial Management, 6th edition, (Florida: Dryden Press, 1999), hal. 568. Sawidji Widodoatmodjo, Pasar Modal Indonesia: Pengantar dan Stndi Kasus, (Bogor: Ghalia, 2009), hal. 77. M. Paulus Situmorang, Pengantar Pasar Modal, (Jakarta: Mitra Wacaua Media, 2008), hal. 153. Ibid., hal. 153-154. Otoritas Jasa Keuangan, POJK No. 32/POJK.04/2015..., Pasal 3. Yannis Manuel ides, "GDP-Linked Bonds: a commentary on a termsheet", Capital Markets Law Journal, Vol. 12, No. 2, hal. 126. Binoto Nadapdap, Hukum Perseroan Terbatas (Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007), (Jakarta: Permata Aksara, 2013), hal. 117. Binoto Nadapdap, Hukum Perseroan Terbatas (Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007), (Jakarta: Permata Aksara, 2013), hal. 117. Gunawan Widjaja, 150 Tanya Jawab Tentang Perseroan Terbatas, Cet. 2, (Jakarta: Forum Sahabat, 2008), hlm. 50. Indonesia, Undang-Undang Tentang Perseroan Terbatas..., Pasal 1 angka 4. Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Tentang Peraturan Nomor IX.J.1 Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat

Ekuitas dan Perusahaan Publik, No. Kep-179/BL/2008, Pasal 2. Binoto Nadapdap, Hukum Perseroan Terbatas..., hal. 64. Victor Purba, Kamus Umum Pasar Modal, (Jakarta: UI Press, 2000), hal. 127. Indonesia, Undang-Undang Tentang Pasar Modal..., Pasal 1 angka 13. M. Irsan Nasarudin, dkk., Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, cet. 6, (Jakarta: Kencana, 2010), hal. 13. Suad Husnan, Dasar-Dasar Teori Porto folio dan Analisis Sekuritas..., hal. 435. Indonesia, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang..., Pasal 6.

ASPEK HUKUM ATAS PENERBITAN WARAN TANPA HAK MEMESAN EFEK TERLEBIH DAHULU SEBAGAI CARA PEMBAYARAN UTANG EMITEN PASAR MODAL INDONESIA

Arfan Noer Azwad¹

Fakultas Hukum Universitas Indonesia
arfan.noer@ui.ac.id

Abstrak

Dalam melaksanakan kegiatan restrukturisasi hutang, suatu perusahaan publik dimungkinkan untuk memanfaatkan berbagai instrumen pasar modal yang dianggap paling sesuai dengan keadaan perusahaan publik atau emiten. Salah satu diantaranya adalah dengan melakukan penjualan atas efek bersifat ekuitas baik melakukan penjualan saham, melakukan konversi obligasi dalam penyelesaian restrukturisasi utang, dan/atau melakukan penerbitan waran. Waran yang diterbitkan sebagai bagian suatu skema restrukturisasi Emiten Pasar Modal dalam pembayaran utang tentunya memiliki risiko hukum yang tentunya berdampak kepada para pemegang saham, ataupun kepada Kreditor.

Kata Kunci: pasar modal, efek, waran, saham, restrukturisasi hutang

Abstract

In order to debt restructuring activities, a public company may be able to utilize various capital market instruments deemed to be most appropriate to the circumstances of public companies or issuers. One of them is by selling the equity securities either selling stocks, converting bonds in the settlement of debt restructuring, and / or issuing warrants. Warrants issued as part of a restructuring scheme of the Capital Market Issuers in debt repayments certainly have legal risks which certainly have an impact on shareholders, or on creditors.

Keywords: capital market, securities, warrant, shares, debt restructuring

I. PENDAHULUAN

Krisis ekonomi mengakibatkan banyak perusahaan (emiten) tidak dapat menjalankan produksinya secara normal karena mengalami kesulitan finansial. Salah satu penyebabnya adalah naiknya nilai tukar Dollar Amerika Serikat terhadap Rupiah, sehingga menyebabkan melonjaknya hutang-hutang dalam mata uang Dollar Amerika Serikat beserta biaya bunga yang lebih besar dan diluar kemampuan perusahaan (emiten) untuk membayar kembali padasebagian besar perusahaan (emiten). Restrukturisasi hutang suatu perseroan publik (emiten) adalah merupakan tindakan korporasi (*corporate action*) bagi emiten demi melangsungkan perbaikan neraca keuangan perusahaannya. Pada suatu kasus di Indonesia yang terjadi pada tahun 2017 lalu, Penulis melihat adanya suatu contoh kasus mengenai restrukturisasi utang melalui transaksi efek bersifat ekuitas, hal mana salah satu penyelesaian utang tersebut adalah dengan melakukan penerbitan waran yang ditawarkan kepada para pemegang obligasi sebagai instrumen pembayaran utang tanpa hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD). Seperti contoh pada akhir tahun 2017 lalu, PT Bakrieland Development, Tbk., suatu Perseroan Terbatas Terbuka yang berkedudukan hukum di Jakarta Selatan, dan memiliki kode saham ELTY pada Bursa Efek Indonesia telah melakukan penerbitan sejumlah 2.518.461.951 (dua milyar lima ratus delapan belas juta empat ratus enam puluh satu ribu sembilan ratus lima puluh satu) waran, hal mana penawaran waran tersebut dilakukan tanpa melakukan hak memesan efek terlebih dahulu (HMETD), yang memiliki nominal 1 waran-nya akan memberikan hak kepada para kreditor utang obligasi (*bondholder*) untuk dapat membeli 10 lembar saham ELTY dengan masa *exercise* 4

¹ Mahasiswa Program Magister Hukum, Program Kekhususan Hukum Ekonomi, Fakultas Hukum Universitas Indonesia.

tahun sejak waran diterbitkan.²

Bahwa kemudian, penerbitan waran tersebut didasarkan atas adanya Putusan Pengadilan Tinggi Singapura melalui *Order of Court* No. HC/OS 895/2017 tertanggal 8 November 2017, yang pada inti putusannya adalah memberikan suatu skema baru atas restrukturisasi hutang PT. Bakrieland Development, Tbk, selaku *Guarantor* kepada para kreditornya dan/atau *bondholder* tersebut atas Perjanjian *Trustee Deed* sejak tanggal 23 Maret 2010 atas *Equity Linked Bonds* (ELB) pada Entitas Anak Perusahaan tersebut di Singapura.³ Aksi Korporasi tersebut dimaksudkan agar para Kreditornya (dalam hal ini pemegang *Migasi/bondholders*) dapat segera mendapatkan pembayaran atas obligasinya dengan melakukan konversi obligasi menjadi saham yang telah jatuh tempo sejak 23 Maret 2015.⁴

Kemudian, setelah adanya putusan pada Pengadilan Tinggi Singapura sebagaimana tersebut di atas, PT Bakrieland Development, Tbk telah melaksanakan RUPSLB yang diadakan pada tanggal 29 Desember 2017. Hal mana dalam penambahan modal atas penerbitan waran tanpa HMETD tersebut telah disetujui oleh Para Pemegang Saham melalui RUPS Luar Biasa, serta sudah mendapatkan persetujuan dari OJK selaku regulator dalam Pasar Modal, dikarenakan akan berdampak salah satunya pada terdilusinya saham Para Pemegang Saham dikarenakan adanya penambahan modal atas penerbitan waran tanpa HMETD setelah masa *exercise* tersebut.⁵

Penerbitan dan pendistribusian waran tersebut telah terlaksana, dengan disetujuinya oleh Para Pemegang Saham dalam Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT Bakrieland Development, Tbk. Waran yang diterbitkan adalah sejumlah 2.518.461.951 waran dengan nilai Rp 100 per lembar saham dan satu waran tersebut dapat ditukar dengan 10 lembar saham. Jika waran tersebut seluruhnya ditukarkan, maka PT Bakrieland Development, Tbk., akan mendapatkan dana sebesar sekitar Rp 2,5 triliun.⁶

II. PEMBAHASAN

Pasar Modal menyediakan sarana untuk berbagai instrumen keuangan jangka Panjang yang dapat diperjual belikan, baik yang berbentuk hutang maupun modal sendiri, diterbitkan oleh Pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta.⁷ Berbagai jenis perangkat yang dapat digunakan sebagai media investasi dalam Pasar Modal disebut instrumen Pasar Modal atau lebih dikenal dengan istilah “Efek”. Efek adalah surat berharga, yaitu surat pengakuan utang, surat berharga komersial, saham, obligasi, tanda bukti utang, Unit Penyertaan kontrak investasi kolektif, kontrak berjangka atas Efek, dan setiap derivatif dari efek.⁸

Instrumen pasar modal dapat dibedakan atas surat berharga (efek) yang bersifat

² Harian Terbit, *Pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT. Bakrieland Development, Tbk.*, Kamis, 7 Desember 2017, hal. 7.

³ “Entitas Anak PT. Bakrieland Development, Tbk., di Singapura adalah BLD Investment, Pte, Ltd., dan BLD Asia Pte, Ltd., hal mana PT. Bakrieland Development, Tbk., menjadi *guarantor* atas obligasi yang diterbitkan oleh BLD Investment, Pte, Ltd., selaku issuer.” Lihat *Informasi Kepada Para Pemegang Saham PT. Bakrieland Development, Tbk.*, Harian Terbit edisi Rabu, 22 November 2017, hal. 4.

⁴ Harian Terbit *Informasi Kepada Para Pemegang Saham PT. Bakrieland Development, Tbk.*, Rabu, 22 November 2017, hal. 4.

⁵ *Ibid.*

⁶ *Ini Cara Bakrieland Kurangi Utang iapi Tetap Dapat Uang* <<https://www.cnbcindonesia.com/market/20180119190711-17-2030/ini-cara-bakrieland-kurangi-utang-tapi-tetap-dapat-uang>>. diakses tanggal 15 Agustus 2019.

⁷ Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, cet.1, (Jakarta: UPP AMP YKPN, 1998), hal. 3.

⁸ Indonesia, *Undang-Undang Tentang Pasar Modal*, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, LN Tahun 1995 Nomor 64, TLN Nomor 3608, Pasal 1 angka 5.

pemilikan Saham atau *equity*) dan surat berharga (efek) yang bersifat utang (*bonds* atau obligasi).⁹ Dalam praktiknya, saham maupun obligasi dapat diperbanyak ragamnya, Artinya, saham dan obligasi diderivasikan dalam beberapa jenis yang penggolongannya dapat ditentukan menurut kriteria yang melekat pada masing-masing saham, dan obligasi itu sendiri.¹⁰ Secara umum, instrumen di pasar modal dapat dibedakan atas beberapa kategori, yang terdiri dari Instrumen Utang (obligasi), instrument penyertaan (saham), instrument efek lainnya, dan instrument derivatif.

Salah satu jenis instrument Pasar Modal yang paling umum dikenal yaitu saham. Saham merupakan bukti kepemilikan atas bagian modal suatu perusahaan yang memberikan beberapa hak kepada pemilik atau pemegangnya sesuai dengan ketentuan anggaran dasar perusahaan tersebut.¹¹ Saham sebagai efek bersifat ekuitas juga merupakan *equity financing*.¹²

Bahwa kemudian selain saham, yang dimaksud dengan efek bersifat ekuitas terdapat efek yang dapat ditukar dengan saham atau efek yang mengandung hak untuk memperoleh saham dari Perseroan selaku penerbit.¹³ Bahwa perlu diketahui, dalam hal terjadi likuidasi, pemegang saham berada pada unitan terakhir untuk menuntut pembagian aset perusahaan (emiten).¹⁴

Instrumen pasar modal lainnya yaitu efek bersifat utang seperti obligasi. Obligasi merupakan surat tanda hutang dengan nilai nominal dan tingkat bunga tertentu untuk jangka waktu tertentu yang diterbitkan oleh perusahaan atau Pemerintah. Efek ini mengandung janji pihak perusahaan (emiten) untuk membayar sejumlah uang tertentu (utang pokok) pada tanggal jatuh tempo pinjaman tersebut. Obligasi juga merupakan salah satu cara perusahaan (emiten) untuk mendapatkan sejumlah uang yang dibutuhkan sebagai modal kerja. Oleh karena itu, obligasi disebut *debt financing*.¹⁵ Obligasi sering diterbitkan dalam bentuk global, hal mana dalam obligasi secara global tersebut, hutang yang diberikan kepada seluruh investor melalui obligasinya disimpan dalam bentuk satu atau sejumlah kecil perusahaan sekuritas kecil (biasanya bank) atau oleh perusahaan penyimpanan sekuritas internasional (1CSD) seperti *Clearstream*, *Euroclear*, atau *The Depository Trust Company (DTC)*. Hal mana setiap 1CSD melakukan kliring terhadap setiap transaksi sekuritas yang dilakukan.¹⁶

Bahwa kemudian terdapat pula Derivatif efek yang merupakan efek yang diterbitkan berdasarkan atas atau terikat dengan efek lainnya (*underlying securities*), sehingga keberadaan efek derivatif tergantung dari efek yang mendasarinya, bisa berupa efek bersifat ekuitas, ataupun efek yang bersifat utang. Contoh efek bersifat derivatif yang diterbitkan oleh emiten antara lain seperti *right*, *option*, *convertible bond*, dan waran.

Khusus terkait dengan waran, dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan

⁹ M. Irsan Nasarudin, *et al.*, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet.6, (Jakarta: Kencana 2010), hal. 182.

¹⁰ *Ibid.*

¹¹ “Share is a part of definite portion of a thing owned by a number of persons in common and contemplates something owned by 2 or more persons and has reference to that part of the undivided interest which belongs to someone of them.” Lihat: *Black’s Law Dictionary 5th Edition* (USA: West Publishing Company, 1979), hal. 1233.

¹² “Equity Financing adalah upaya pemenuhan kebutuhan modal sendiri dengan jalan mengadakan penjualan saham perusahaan secara luas”. Lihat: Edilius dan Sudarsono, *Kamus Ekonomi, Uang & Bank* (Jakarta: Rineka Cipta, 1994), hal. 108.

¹³ Indonesia, *Peraturan Bapepam dan LK Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas*, Peraturan Nomor IX.J.I Bapepam dan LK, Angka 1 huruf a.

¹⁴ Willian F. Sharpe et al, *Investment 6th edition* (New Jersey: Prantice Hall International. Inc, 1995),hal. 56.

¹⁵ Simon Brodie, *Bonds and restructuring: corporate bond considerations in the design of debt restructuring frameworks in emerging market economies*, (Routledge: Law and Financial Markets Review, 2017), hal. 2.

¹⁶ *Ibid.*

Hak glemesan Efek Terlebih Dahulu (“POJK 32/2015”) sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 14/POJK.04/2019 Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“POJK 14/2019”) dalam Pasal 1 angka 4 disebutkan sebagaimana berikut:

“Waran adalah efek yang diterbitkan oleh suatu perusahaan yang memberi hak kepada pemegang Efek untuk memesan saham dari perusahaan tersebut pada harga tertentu setelah 6 (enam) bulan sejak Efek dimaksud diterbitkan.”¹⁷

Bahwa waran termasuk ke dalam salah satu jenis instrumen Pasar Modal yang diperjualbelikan dalam pasar modal Indonesia. Hal mana tindakan jual beli waran tersebut merupakan suatu hal yang wajar, dan waran sudah menjadi instrumen yang dikenal luas di bursa-bursa dunia termasuk *wall street* sekitar tahun 1970.¹⁸

Phillip R. Daveslain, Louis C. Gapsenski, dan Eugene F. Brigham juga mendefinisikan waran sebagai suatu sertifikat yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten) kepada penerima waran, dan penerima waran mendapatkan hak untuk membeli sejumlah saham emiten tersebut pada harga yang telah ditentukan dan waktu pelaksanaan yang ditentukan.¹⁹ Berdasarkan pengertian di atas, dapat dilihat bahwa karakteristik waran adalah sebagaimana berikut:

1. Keberadaannya didasarkan atas efek suatu perusahaan yang menjadi *underlying* dari waran tersebut;
2. Menibankan hak kepada pemegangnya (penerima waran) untuk membeli sejumlah efek dari suatu perusahaan;
3. Menetapkan jangka waktu tertentu bagi pemegangnya untuk dapat membeli efek dari perusahaan yang menerbitkan waran (terdapat *exercise date*).
4. Menetapkan harga pelaksanaan atas efek perusahaan yang akan dibeli berdasarkan dengan waran tersebut.

Pemegang waran tidak memiliki hak yang sama dengan pemegang saham biasa sebelum mereka melaksanakan haknya (*exercise*) atas waran yang dimilikinya. Jika pemegang waran memutuskan untuk melaksanakan haknya, maka dia harus membayar sejumlah harga yang telah ditentukan sebelumnya, kemudian pemegang waran tersebut akan menerima jumlah tertentu saham perusahaan (emiten) yang menerbitkan waran. Dengan telah dilakukannya *exercise* waran tersebut, menjadikan pemegang waran sebagai pemegang saham dan memperoleh hak yang sama dengan pemegang saham lainnya. Perlu diketahui, bahwa saham yang dikeluarkan sebagai akibat dari *exercise* waran sebagaimana disebutkan di atas, berasal dari saham portepel yang dimiliki oleh perusahaan (emiten), sehingga terjadi penambahan modal dalam perusahaan penerbit waran tersebut.

Melihat karakteristik waran sebagaimana di atas, sehingga waran dapat dikategorikan sebagai suatu instrumen efek derivatif karena sifatnya yang merupakan turunan dari instrumen pasar modal baik efek bersifat ekuitas maupun efek bersifat hutang. Dalam penjelasan Pasal 1

¹⁷ Indonesia, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu*, POJK No. 32/POJK.04/2015, LN No. 307 Tahun 2015, TLN No. 5781, sebagaimana telah diubah dengan *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu*, POJK No. 14/POJK.04/2019, LN No. 87 Tahun 2019, TLN No. 6343, Pasal 1 angka 4.

¹⁸ Michael Ferdin dan Maxi Ali, “*Menyimak Untung Rugi Si Pemanis.*”, Uang dan Efek (September, 1995), hal. 10.

¹⁹ “*A warrant is a certificate issued by a company which gives the holder the right to buy a stated number of shares of the company’s stock at a specified price from some specified length of time.*” Lihat: Eugene F. Brigham, *et al.*, *Intermediate Financial Management*, 6th edition, (Florida: Dryden Press, 1999), hal. 568.

angka 5 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal (“UUPM”) telah ditegaskan bahwa waran adalah suatu bentuk derivatif dari efek. Sebagai salah satu instrumen derivatif efek, dapat dikatakan bahwa karakteristik waran adalah sebagaimana berikut:

1. Merupakan hak untuk membeli sejumlah efek pada harga dan waktu tertentu;
2. Tidak memiliki klaim langsung atas *real asset perusahaan*;
3. Klaim waran adalah atas efek perusahaan;
4. Harga pelaksanaannya biasanya ditentukan lebih tinggi dari harga pasar saham perusahaan;
5. Memiliki batas waktu tertentu, misalnya 3 (tiga) tahun;
6. Dapat dijual terpisah dari surat berharga yang membawanya; dan
7. Memiliki *exercise ratio*, yaitu jumlah saham yang diperoleh pada harga pelaksanaan setiap satu waran.

Waran menjadi daya tarik kepada calon investor untuk membeli saham yang ditawarkan perusahaan (emiten) dalam penawaran umum saham karena waran tcf^{but} diberikan secara cuma-cuma atas pembelian saham yang ditawarkan. Maksudnya adalah waran itu melekat pada saham yang diterbitkan tersebut, sehingga setiap pembelian saham akan mendapat waran sesuai dengan ketentuan dalam penawaran umum saham akan mendapatkan waran. Daya tariknya adalah karena hak yang diberikan waran kepada pemegangnya, dapat menjadikan pemegang waran tersebut dapat membeli saham dari perusahaan penerbit waran pada harga dan waktu tertentu. Perlu diketahui, harga saham dapat berubah-ubah setelah penawaran umum, bilamana harga saham naik lebih tinggi dari harga pelaksanaan waran, pemilik waran akan mendapat keuntungan karena dapat membeli saham dengan harga pelaksanaan waran tadi. Namun sebaliknya, apabila harga saham turun lebih rendah dari harga pelaksanaan, waran tidak dapat digunakan untuk membeli saham dengan harga yang lebih rendah dari harga pelaksanaan waran. Di Pasar primer, waran diterbitkan melekat pada saham dalam suatu penawaran umum. Namun demikian, di pasar sekunder pemegang waran dapat menjual waran secara terpisah dari saham tadi. Hal ini juga dapat memberi keuntungan bagi pemegang waran apabila ia dapat menjual waran dengan harga yang lebih tinggi dari harga pembeliannya.²⁰

Dalam mengembangkan usahanya dan/atau melakukan pembayaran utang, perusahaan publik (emiten) dapat melakukan pengeluaran saham baru dalam rangka penambahan modal perseroan. Dalam pasar modal terdapat 2 (dua) cara penambahan modal, hal mana emiten pada intinya dapat melakukan tindakan penambahan modal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) ataupun tanpa menggunakan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sesuai dengan aturan yang telah diberikan pada POJK 32/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan terbuka Dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 Tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Tujuan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu bagi emiten biasanya untuk memperoleh dana tambahan dari investor lama, baik untuk kepentingan ekspansi, ataupun untuk restrukturisasi, dan atau tujuan lainnya. Penerbitan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu ini bisa disertai dengan waran atau tidak, tergantung dari kesepakatan dan strategi perusahaan (emiten) untuk mendapatkan hasil yang diharapkan.²¹

Adapun penambahan modal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sebagaimana di atas memiliki dampak serta risiko tersendiri bagi investor dampaknya adalah apabila jumlah

²⁰ Sawidji Widoatmodjo, *Pasar Modal Indonesia: Pengantar dan Studi Kasus*, (Bogor: Ghalia, 2009), hal. 77.

²¹ M. Paulus Situmoraug, *Pengantar Pasar Modal*, (Jakarta: Mitra Wacana Media, 2008), hal. 153.

saham yang beredar menjadi bertambah, konsekuensinya akan berakibat pada komposisi kepemilikan pemegang saham lama, hal mana apabila pemegang saham lama tidak melakukan haknya untuk membeli saham baru dengan hak yang dimiliki, akan mengalami dilusi, yaitu penurunan persentase kepemilikan saham.²²

Dalam LJIJPT tindakan penambahan modal dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu lebih akrab dikenal dengan istilah *right issue*. *Right Issue* ini erat kaitannya dengan *pre-emptive right* atau hak yang dimiliki oleh pemegang saham untuk mempertahankan persentase kepemilikannya. Sesuai dengan ketentuan dalam Pasal 43 ayat (1) UUP, disebutkan bahwa seluruh saham yang dikeluarkan untuk penambahan modal harus terlebih dahulu ditawarkan kepada setiap pemegang saham seimbang dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama. Dengan kata lain, pemegang saham memiliki Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) atas saham-saham baru tersebut.

Suatu perseroan publik (emiten) dapat pula melakukan penambahan modal saham tanpa melalui Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, dengan syarat sepanjang ditentukan dalam anggaran dasar dan bila memenuhi ketentuan yang diatur secara khusus dalam POJK 32/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan JIerbuka Dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 Tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Metode ini lebih dikenal dengan metode *non pre-emptive right issue*, yang mana penambahan modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu yang dilakukan oleh setiap emiten dilakukan tanpa harus memberikan kesempatan terlebih dahulu kepada pemegang saham lama atau pemegang saham terdahulu untuk membeli saham baru yang diterbitkan demi mempertahankan presentase kepemilikannya di dalam emiten/perusahaan tersebut.

Penambahan modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu juga menjadi alternatif yang jauh lebih baik dibandingkan apabila perusahaan/emiten melakukan pinjaman modal kepada pihak lain ataupun dengan cara menjual aset perseroan. Apabila perseroan memilih cara meminta pinjaman pada bank atau pihak ketiga lainnya, maka ibaratnya perseroan melakukan tindakan seperti menggali lubang lalu menutup lubang secara terus menerus. Hal mana dapat berlangsung dalam jangka waktu yang lama mengingat pinjaman tersebut akan digunakan untuk membayar beban utang lainnya yang tentunya disertai dengan tambahan biaya bunga di luar pinjaman pokoknya.

Bahwa kemudian, disebutkan dalam Pasal 3 POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019, penambahan modal melalui penerbitan saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya dalam rangka perbaikan posisi keuangan, selain perbaikan posisi keuangan, dan penerbitan saham bonus yang merupakan dividen saham maupun bukan merupakan dividen saham, tidak memerlukan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.²³ Suatu efek turunan (derivatif) seperti waran, dapat dianalogikan sebagai Efek bersifat ekuitas lainnya dalam aturan tersebut. Sehingga pada prakteknya terdapat waran yang diterbitkan sebagai cara pembayaran utang dalam perbaikan posisi keuangan sehingga tidak memerlukan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dalam pendistribusiannya.

Restrukturisasi hutang suatu perseroan publik (emiten) adalah merupakan tindakan korporasi (*corporate action*) bagi emiten demi melangsungkan perbaikan neraca keuangan perusahaannya. Pada tindakan penerbitan waran tanpa HMETD oleh suatu emiten Pasar Modal Indonesia (PT Bakrieland Development, Tbk.) yang berdasarkan putusan internasional (dalam

²² *Ibid.*, hal. 153-154.

²³ Otoritas Jasa Keuangan, POJK No. 32/POJK.04/2015..., Pasal 3.

hal ini Putusan Pengadilan Tinggi Singapura), pada dasarnya belum ada aturan khusus mengenai pelaksanaan putusan luar negeri terhadap entitas badan hukum publik di Indonesia, akan tetapi merujuk pada perjanjian *Trustee Deed* tersebut, pihak PT. Bakrieland Development, Tbk., telah menyetujui untuk mengikatkan diri dalam hal penerbitan obligasi global (*equity linked bonds*) oleh Qttas anak usahanya yang berada di Singapura. Selain itu, merujuk kepada Pasal 3 huruf a Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“POJK 32/2015”) sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019 Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“POJK 14/2019”) dijelaskan pada intinya adalah suatu Perusahaan Terbuka dapat menambah modal tanpa memberikan HMETD kepada pemegang saham dalam rangka untuk memperbaiki posisi keuangan, dengan ketentuan memenuhi ketentuan di dalam PasalQB POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019, yaitu terdapat ketentuan bahwa Perusahaan Terbuka yang tidak mampu memenuhi kewajiban keuangan pada saat jatuh tempo kepada pemberi pinjaman yang tidak terafiliasi sepanjang pemberi pinjaman yang tidak terafiliasi tersebut menyetujui untuk menerima saham atau obligasi konversi Perusahaan Terbuka untuk menyelesaikan pinjaman tersebut.²⁴

Hal tersebut memungkinkan bahwa dengan adanya persetujuan dari Para Pemegang Saham dalam RUPSLB atas penambahan modal berupa penerbitan waran sebagaimana dimaksud di atas dapat memberikan ruang bagi Perusahaan (emiten) untuk dapat membersihkan beban hutang dalam buku keuangannya, sehingga memperbaiki performa emiten kedepannya. Penerbitan waran dapat juga digunakan untuk menghindarkan perusahaan (emiten) dari sumber-sumber dana yang biayanya terlampaui tinggi akibat kelangkaan dana segar (*scarcity rent*). Waran yang diterbitkan dalam proses restrukturisasi hutang biasanya juga diberikan kepada kreditur secara cuma-cuma. Waran sering ditambahkan sebagai *sweetener* yang sering dilibatkan dalam proses restrukturisasi hutang.²⁵ Melalui penerbitan waran tersebut, Perusahaan (emiten) berharap agar kreditur mau melaksanakan hak atas warannya untuk membeli saham baru perusahaan (emiten), sehingga terdapat *cash flow* ke dalam perusahaan (emiten). Kreditur akan mendapatkan keuntungan berupa dividen atau *capital gain* dan hak-hak lainnya seperti halnya pemegang saham yang ada. Dengan demikian, kreditur akan mendapatkan keuntungan tambahan dari waran selain mendapatkan pengembalian pinjamannya.

Risiko Hukum Bagi Pemegang Saham Atas Penerbitan Waran Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu

Salah satu pelaku Pasar Modal yang paling penting menentukan bergeraknya kegiatan Pasar Modal adalah pemegang saham (investor). Pemegang saham dalam Pasar Modal juga tunduk dalam ketentuan dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas (“UUPT”), dimana pemegang saham melalui Rapat Umum Pemegang Saham (RUPS) adalah merupakan organ perseroan yang tertinggi dalam Perseroan Terbatas yang memiliki wewenang yang tidak diberikan kepada Direksi atau Dewan Komisaris dalam batas yang ditentukan dalam UUPT dan/atau anggaran dasar.²⁶

²⁴ Yannis Manuel ides, “GDP-Linked Bonds: a commentary on a termsheet”, *Capital Markets Law Journal*, Vol. 12, No. 2, hal. 126.

²⁵ Binoto Nadapdap, *Hukum Perseroan Terbatas (Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007)*, (Jakarta: Permata Aksara, 2013), hal. 117.

²⁶ Binoto Nadapdap, *Hukum Perseroan Terbatas (Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007)*, (Jakarta: Permata Aksara, 2013), hal. 117.

Sebagai organ perseroan, RUPS memiliki dan melaksanakan semua kewenangan yang tidak diberikan kepada Direksi dan Komisaris.²⁷ Kewenangan khusus yang dimiliki RUPS tersebut dalam batas yang ditentukan di dalam UUPT dan/atau Anggaran Dasar²⁸ Bagi perseroan terbatas yang iftelakukan penawaran umum efek bersifat ekuitas dan perusahaan publik, wajib mengubah anggaran dasarnya sesuai dengan Peraturan Bapepam-LK Nomor IX.J.1. Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas dan Perusahaan Publik.²⁹ Hal mana di dalam aturan tersebut diatur juga ketentuan mengenai RUPS untuk perusahaan publik.

Sebagai individu atau suatu badan hukum, pemegang saham (investor) tentu memiliki saham sebagai bukti kepemilikannya sebagai pemegang saham. Saham memberikan hak kepada pemiliknya untuk menghadiri dan mengeluarkan suara dalam RUPS, untuk menerima pembayaran dividen dan sisa kekayaan hasil likuidasi, serta menjalankan hak lainnya berdasarkan Undang-Undang.³⁰ Adapun hak dari pemegang saham ini berlaku setelah saham dicatat dalam daftar pemegang saham atas nama pemiliknya.

Perlu diingat, dividen merupakan pembagian sisa laba bersih perseroan yang didistribusikan kepada para pemegang saham.³¹ Sebagai pemegang saham perseroan (sekali sebagai pemilik perseroan), investor pasti mengharapkan adanya dividen dari perseroannya. Terlebih juga yang dibagi adalah dividen tunai. Perseroan yang membagikan dividen secara teratur, akan memberikan daya tarik tersendiri bagi para investor. Dividen juga menjadi salah satu pertimbangan utama bagi para investor untuk membeli saham pada perseroan tersebut, terutama bagi para investor yang bermaksud untuk investasi jangka panjang. Para investor ini menganalogikan dividen seperti buah yang ditunggu akan menjadi matang dan berharap mendapatkan hasil buah tersebut yang memiliki rasa manis, namun tentunya dengan risiko apabila perseroan tersebut mengalami kerugian maka kemungkinan tidak akan terjadi pembagian dividen.

Dalam Pasar Modal, keberlangsungan dan keberhasilan kegiatan Pasar Modal tidak dapat dipisahkan dari keterlibatan para pelaku Pasar Modal. Banyak pihak yang terlibat dalam kegiatan Pasar Modal, mulai dari pemerintah yang diwakili oleh Otoritas Jasa Keuangan, ataupun pihak-pihak lainnya yaitu perusahaan terbuka (emiten), pemegang saham (investor), perusahaan sekuritas, reksadana, dan juga biro administrasi efek. Tanpa peranan pelaku Pasar Modal tersebut maka Pasar Modal tidak dapat tumbuh secara wajar. Dalam pasar modal, terdapat kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.³² Di pasar modal diperjualbelikan instrumen keuangan seperti saham, obligasi, waran, *right*, obligasi konversi, dan berbagai produk turunan (derivatif) yang merupakan sumber pembiayaan dari surat berharga jangka panjang. Berbeda dengan pasar uang, dimana yang diperjualbelikan antara lain Sertifikat Bank Indonesia (SBI), Surat Berharga Pasar Uang (SBPU), *paper*, *promissory notes*, dan lainnya yang merupakan surat berharga jangka pendek. Secara sederhana, pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar yang memperjualbelikan berbagai instrumen keuangan (sekuritas) jangka panjang, baik dalam bentuk utang maupun modal sendiri

²⁷ Gunawan Widjaja, *150 Tanya Jawab Tentang Perseroan Terbatas*, Cet. 2, (Jakarta: Forum Sahabat, 2008), hlm. 50.

²⁸ Indonesia, *Undang-Undang Tentang Perseroan Terbatas...*, Pasal 1 angka 4.

²⁹ Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, *Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Tentang Peraturan Nomor IX.J.1 Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas dan Perusahaan Publik*, No. Kep-179/BL/2008, Pasal 2.

³⁰ Binoto Nadapdap, *Hukum Perseroan Terbatas...*, hal. 64.

³¹ Victor Purba, *Kamus Umum Pasar Modal*, (Jakarta: UI Press, 2000), hal. 127.

³² Indonesia, *Undang-Undang Tentang Pasar Modal...*, Pasal 1 angka 13.

yang diterbitkan oleh perusahaan swasta.³³

Pembayaran utang dengan waran, dapat memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham baru perusahaan (emiten) pada suatu masa yang akan datang, dan hal tersebut dapat menimbulkan akibat yang merugikan pemegang saham lama apabila hak pelaksanaannya (exercise) dilakukan oleh pemegang waran tersebut, yang diketahui penerbitan waran sebagaimana dilakukan dalam rangka pembayaran utang tersebut tidak terdapat adanya batasan jumlah yang diterbitkan, atau dengan kata lain sesuai dengan nilai yang disepakati Kreditor dan Debitor dalam skema restrukturisasinya. Sehingga kerugian berupa dilusi terhadap pemegang saham pastinya akan bisa lebih besar dibanding dengan dilusi yang dihasilkan oleh waran yang dilakukan secara Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

Kerugian yang ditimbulkan adalah terjadinya penurunan nilai dari saham yang menyebabkan manfaat yang dapat diambil oleh pemegang saham atas dividen tentunya menjadi berkurang. Penurunan nilai dari saham tersebut dinamakan dilusi. Dilusi adalah menurunnya persentase kepemilikan dari pemegang saham suatu perusahaan (emiten) sebagai akibat bertambahnya jumlah saham yang beredar, sehingga untuk nilai yang sama harus dibagi dengan sejumlah lembar saham yang lebih besar.³⁴

Dilusi terjadi karena peningkatan jumlah saham yang beredar. Dalam kaitannya dengan waran, apabila hak untuk membeli saham dilakukan oleh pemegang waran, maka hal tersebut dapat menambah jumlah saham baru yang diterbitkan oleh perusahaan (emiten). Penambahan saham tersebut akan berpengaruh pada persentase kepemilikan dari pemegang saham lama, dan secara langsung akan menjadi faktor pembagi yang baru atas dividen yang dibagikan berdasarkan persentase kepemilikan pemegang saham (investor). Sehingga semakin banyaknya saham yang beredar, maka semakin kecil juga *earning per share* dari tiap-tiap saham. Pada umumnya, pembayaran dividen akan berkurang sejalan dengan pertambahan jumlah saham. Selain menurunnya pembayaran dividen, hak suara yang dimiliki oleh pemegang saham (investor publik) dalam RUPS semakin kecil dalam turut menentukan arah dan kebijakan (*policy*) ataupun transaksi yang dilakukan oleh manajemen perusahaan (emiten). Semakin kecilnya hak suara pemegang saham, semakin mungkin tidak akan terdengar suaranya tanpa adanya dukungan dari pemegang saham lama atau yang lainnya.

Risiko Hukum Bagi Kreditor Atas Penerbitan Waran Tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu

Penerbitan waran oleh perusahaan (emiten) dalam rangka restrukturisasi utang dapat mempengaruhi kepentingan investor publik pada emiten tersebut. Dengan diterbitkannya waran, terdapat kemungkinan pemegang saham pada emiten tersebut akan bertambah ketika pemegang waran melaksanakan haknya (exercise) untuk membeli saham baru emiten. Bertambahnya jumlah pemegang saham akan membawa perubahan bagi pemegang saham yang ada termasuk investor publik.

Kreditor yang mendapatkan waran sebagai bagian dari skema restrukturisasi utang perusahaan (emiten) pasar modal tentunya akan mendapatkan berbagai macam keuntungan yang dapat diperoleh, salah satunya adalah bahwa dengan dimilikinya waran perusahaan (emiten) olehnya, maka Kreditor tersebut berhak untuk dapat menjadikannya sebagai investor perusahaan (emiten) dengan cara membeli saham baru dari perusahaan (emiten) dengan harga pelaksanaan waran yang telah disepakati, selama waktu masa pelaksanaan waran tersebut sampai dengan akhir pelaksanaan waran tersebut. Selain itu, dengan memiliki waran, kemungkinan

³³ M. Irsan Nasarudin, dkk., *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, cet. 6*, (Jakarta: Kencana, 2010), hal. 13.

³⁴ Suad Husnan, *Dasar-Dasar Teori Porto folio dan Analisis Sekuritas...*, hal. 435.

Kreditor meraih keuntungan akan lebih tinggi, ketika kinerja perusahaan (emiten) meningkat, sehingga berdampak positif pada harga sahamnya di Bursa. Para Kreditor yang mendapatkan waran tersebut akan memperoleh keuntungan yang jauh lebih besar ketika harga saham atas waran yang diterbitkan tersebut berada di atas harga pelaksanaan (*exercise price*) waran, hal mana situasi tersebut bergantung pada kecermatan Kreditor ataupun calon investor untuk menilai prospek waran dan tentu saja sulit untuk melakukan spekulasi.

Namun selain keuntungan sebagaimana disebutkan di atas, penerbitan waran sebagai cara pembayaran utang dalam skema restrukturisasi utang juga terdapat risiko bagi Kreditor tersebut apabila Debitor menawarkan pembayaran jumlah utangnya melalui mekanisme penerbitan waran tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, hal mana telah diketahui sebelumnya bahwa waran yang diatur dalam POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 hanya mengatur secara khusus jenis waran yang diterbitkan secara Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, yang mana penerbitan waran tersebut dibatasi hanya sebesar tidak boleh melebihi 35% (tiga puluh lima persen) dari modal ditempatkan dan disetor penuh pada saat pernyataan pendaftaran disampaikan kepada OJK oleh perusahaan (emiten),³⁵ dan memiliki ciri waran dengan *underlying* berupa saham yang dikeluarkan pada saat *right issue*.

Dalam hal pembayaran utang dengan menggunakan waran sebagai cara pembayaran utangnya. Debitor (perusahaan/emiten) tersebut pada prakteknya menggunakan syarat penambahan modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dengan alasan perbaikan posisi keuangan emiten. Sehingga waran yang diterbitkan oleh Debitor kepada Kreditor dilakukan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, dan oleh sebab itu tidak diperlukan pernyataan pendaftaran lagi untuk waran tersebut dapat terlaksana, tetapi hanya melalui persetujuan RUPS terkait dengan penerbitan waran tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu dan dilanjutkan dengan pembuatan akta-akta terkait penerbitan waran oleh Notaris.

Kreditor yang diberikan waran dengan cara penerbitan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, tidak diperlukan pernyataan pendaftaran ke OJK. Sehingga dalam hal ini, untuk Kreditor dapat melakukan pelaksanaan (*exercise*) waran tersebut haruslah dilakukan dengan menggunakan warkat, dan dilakukan dengan cara menghubungi secara langsung Biro Administrasi Efek (BAE) yang menjadi profesi penunjang dalam penerbitan waran tersebut. Meskipun Kreditor (pemegang waran) masih dapat mengalihkan dengan cara jual/beli warannya dengan pihak lain dengan warkat, dan bukan dengan cara *scriptless* seperti waran yang dikeluarkan dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

Risiko hukum paling penting terhadap Kreditor yang mendapatkan waran sebagai cara Debitor membayar utang sebagaimana di atas adalah Kreditor harus berspekulasi atas kenaikan maupun penurunan harga saham di Bursa selama masa pelaksanaan waran. Apabila harga saham di Bursa turun dari harga pelaksanaan dalam waran, maka Kreditor kemungkinan besar tidak akan melakukan *exercise* atas warannya, dan dapat menjadi permasalahan, bilamana penurunan harga saham tersebut terjadi sampai dengan pada masa waktu pelaksanaan waran berakhir (*expired*). Apabila sampai pada masa pelaksanaan waran berakhir tersebut, dan Kreditor belum melakukan *exercise* atas waran tersebut, maka waran yang dimiliki Kreditor akan hangus, sehingga tagihan Kreditor terhadap Debitor (dalam hal ini emiten) tidak ada nilainya dan hanya menguntungkan Debitor yang telah berhasil melakukan pembayaran utang dalam skema restrukturisasinya saja.

III. KESIMPULAN

Berdasarkan uraian di atas, berkaitan dengan aspek hukum atas tindakan penerbitan

³⁵ Indonesia, *Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang...*, Pasal 6.

waran sebagai cara pembayaran utang emiten pasar modal di Indonesia dapat ditarik suatu kesimpulan yakni penambahan modal Perusahaan Terbuka dengan melakukan penerbitan waran dalam peraturan perundang-undangan di Indonesia telah diatur secara teknis di dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (“POJK 32/2015”) sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia Nomor 14/POJK.04/2019 Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu.

Namun, atas peraturan tersebut, belum adanya pengaturan lebih spesifik mengenai penerbitan waran yang dilakukan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, sehingga beberapa persyaratan di dalam POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 tidak dapat dilaksanakan aturan penerbitan waran yang semestinya, seperti pembatasan atas jumlah waran yang dikeluarkan dalam rangka perbaikan posisi keuangan, serta kewajiban melakukan penawaran umum atas waran yang diterbitkan. Aturan pembatasan atas penerbitan waran dalam POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 hanya mengatur mengenai waran yang diterbitkan dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Adapun jenis waran yang diterbitkan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu seperti ini adalah merupakan jenis *Naked Warrant*. Waran tersebut diterbitkan tanpa menyertai penerbitan efek lainnya, dan diterbitkan oleh emiten secara berdiri sendiri tanpa adanya efek lain yang mengikatnya, hal mana dalam Peraturan Pasar Modal di Indonesia jenis waran ini belum dikenal, sehingga penerbitan atas jenis *Naked Warrant* seperti ini masih merupakan celah hukum bagi emiten Pasar Modal Indonesia untuk diterapkan sebagai tindakan penambahan modal tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, tentunya dengan alasan-alasan yang diperbolehkan oleh POJK 32/2015 sebagaimana telah diubah dengan POJK 14/2019 seperti salah satunya dengan alasan perbaikan posisi keuangan emiten pasar modal (restrukturisasi utang).

Dalam penerbitan waran sebagai cara pembayaran utang, terdapat risiko hukum bagi pemegang saham dari suatu emiten Pasar Modal Indonesia, diantaranya adalah terdilusinya kepemilikan saham pemegang saham pada emiten. Adapun dilusi yang dihasilkan apabila emiten pasar modal menerbitkan waran tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu sebagai bagian dari restrukturisasi utang dapat lebih besar ketimbang penerbitan waran dengan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Hal tersebut bergantung pada jumlah utang yang dimiliki emiten, dan kesepakatan pembayaran utang tersebut dengan waran yang diterbitkan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu. Tidak adanya aturan batas penerbitan waran khusus terkait dengan waran yang diterbitkan tanpa Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu menjadikan tidak adanya batasan dilusi apabila waran tersebut dilaksanakan oleh pemegang waran.

Risiko hukum terkait dengan para pemegang waran (Kreditor) yang mendapatkan waran sebagai pembayaran utang adalah Kreditor (pemegang waran) harus berspekulasi atas kenaikan maupun penurunan harga saham di Bursa selama masa pelaksanaan waran. Apabila harga saham di Bursa turun dari harga pelaksanaan dalam waran, maka Kreditor kemungkinan besar tidak akan melakukan *exercise* atas warannya, dan dapat menjadi perm as alahan, bilamana penurunan harga saham tersebut terjadi sampai dengan pada masa waktu pelaksanaan waran berakhir *ferp/rerf/* Apabila sampai pada masa pelaksanaan waran berakhir tersebut, dan Kreditor belum melakukan *exercise* atas waran tersebut, maka waran yang dimiliki Kreditor akan hangus, sehingga tagihan Kreditor terhadap Debitor (dalam hal ini emiten) tidak ada nilainya dan hanya menguntungkan Debitor yang telah berhasil melakukan pembayaran utang dalam skema restrukturisasinya saja.

Daftar Pustaka

Artikel

- Brodie, Simon. *Bonds and restructuring: corporate bond considerations in the design of debt restructuring frameworks in emerging market economies*, Routledge: Law and Financial Markets Review, 2017.
- Ferdin, Michael dan Ali, Maxi. "Menyimak Untune Rugi Si Pemanis." *Uang dan Efek*, September, 1995.
- Manuelides, Yannis. *GDP-Linked Bonds: a commentary on a terms/zeeL Capital Markets Law Journal*, Vol. 12, No. 2.

Buku

- Husnan, Suad. *Dasar-Dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*, Jakarta: UPP AMP YKPN, 1998.
- Nasarudin, M. Irsan. *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia, cet.6*, Jakarta: Kencana 2010.
- Edilius dan Sudarsono, *Kamus Ekonomi, Uang & Bank*, Jakarta: Rineka Cipta, 1994.
- F. Sharpe, Willian. *edition*, New Jersey: Prantice Hall International. Inc, 1995.
- F. Brigham, Eugene. *Intermediate Financial Management, 6th edit ion*, Florida: Dryden Press,1999.
- Widoatmodjo, Sawidji. *Pasar Modal Indonesia: Pengantar dan Studi Kasus*, Bogor: Ghalia, 2009.
- Situmorang, M. Paulus. *Pengantar Pasar Modal*, Jakarta: Mitra Wacana Media, 2008.
- Nadapdap, Binoto. *Hukum Perseroan Terbatas (Berdasarkan Undang-Undang No. 40 Tahun 2007)*, Jakarta: Permata Aksara, 2013.
- Widjaja, Gunawan. *150 Tanya Jawab Tentang Perseroan Terbatas, Cet. 2*, Jakarta: Forum Sahabat, 2008.
- Purba, Victor. *Kamus Umum Pasar Modal*, Jakarta: U1 Press, 2000.

Peraturan

- Indonesia, Undang-Undang Tentang Pasar Modal, Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995, LN Tahun 1995 Nomor 64, TLN Nomor 3608
- Indonesia, Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan, Keputusan Ketua Badan Pengawas Pasar Modal Tentang Peraturan Nomor 1X.J.1 Tentang Pokok-Pokok Anggaran Dasar Perseroan yang Melakukan Pena war an Umum Efek Bersifat Ekuitas dan Perusahaan Publik, No. Kep- 179/BL/2008
- Indonesia, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, POJK No. 32/POJK.04/2015, LN No. 307 Tahun 2015, TLN No. 5781, sebagaimana telah diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, POJK No. 14/POJK.04/2019, LN No. 87 Tahun 2019, TLN No. 6343.
- Indonesia, Undang-Undang Tentang Perseroan Terbatas, Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007, LN Tahun 2007 Nomor 106, TLN Nomor 4756.

Internet

- <https://www.cnbcindonesia.com/market/20180119190711-17-2030/ini-cara-bakrieland-kurangi-utang-tapi-tetap-dapat-uang>

Kamus

Black's Law Dictionary 5th Edition (USA: West Publishing Company, 1979)

Media Cetak

Harian Terbit, Pemanggilan Rapat Umum Pemegang Saham Luar Biasa PT. Bakrieland Development, Tbk., Kamis, 7 Desember 2017

Harian Terbit, Informasi Kepada Para Pemegang Saham PT. Bakrieland Development, Tbk., Rabu, 22 November 2017