

December 2022

PERBANDINGAN PENGATURAN PENAWARAN TENDER (STUDI KOMPARATIF: AMERIKA SERIKAT, THAILAND DAN INDONESIA)

Areta Artauli

Follow Areta Artauli on ORCID iD: <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasiswa>



Part of the Administrative Law Commons, Banking and Finance Law Commons, Bankruptcy Law Commons, Business Organizations Law Commons, Civil Law Commons, Civil Procedure Commons, Computer Law Commons, Conflict of Laws Commons, Constitutional Law Commons, Construction Law Commons, Contracts Commons, Courts Commons, Criminal Law Commons, Criminal Procedure Commons, Family Law Commons, Government Contracts Commons, Health Law and Policy Commons, Human Rights Law Commons, Insurance Law Commons, International Law Commons, International Trade Law Commons, Internet Law Commons, Jurisprudence Commons, Law and Economics Commons, Law and Philosophy Commons, Law and Politics Commons, Law of the Sea Commons, Legal History Commons, Legislation Commons, Marketing Law Commons, Military, War, and Peace Commons, Oil, Gas, and Mineral Law Commons, Organizations Law Commons, Other Law Commons, Privacy Law Commons, Public Law and Legal Theory Commons, Religion Law Commons, Rule of Law Commons, Social Welfare Law Commons, State and Local Government Law Commons, Supreme Court of the United States Commons, Taxation-Federal Commons, Taxation-Federal Estate and Gift Commons, Taxation-Transnational Commons, Tax Law Commons, Torts Commons, Transnational Law Commons, Transportation Law Commons, Water Law Commons, and the Workers' Compensation Law Commons

Recommended Citation

Artauli, Areta (2022) "PERBANDINGAN PENGATURAN PENAWARAN TENDER (STUDI KOMPARATIF: AMERIKA SERIKAT, THAILAND DAN INDONESIA)," *"Dharmasiswa" Jurnal Program Magister Hukum FHUI*: Vol. 2, Article 22.

Available at: <https://scholarhub.ui.ac.id/dharmasiswa/vol2/iss1/22>

This Article is brought to you for free and open access by the Faculty of Law at UI Scholars Hub. It has been accepted for inclusion in "Dharmasiswa" Jurnal Program Magister Hukum FHUI by an authorized editor of UI Scholars Hub.

PERBANDINGAN PENGATURAN PENAWARAN TENDER (STUDI KOMPARATIF: AMERIKA SERIKAT, THAILAND DAN INDONESIA)

Cover Page Footnote

Asril Sitompul, Pasar Modal (Penawaran Umum dan Permasalahannya), PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 1996, hlm.1. Ibid., hlm.7. Indonesia, Undang-Undang Pasar Modal, UU No. 8 tahun 1995, LN No.64 , TLN No. 3608, Pasal 4 Andy Porman Tambunan, Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation), Jakarta: Elex Media Computindo, 2007, hlm 57 Harvard Law Review, "The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Security Exchange Commission Act 1934", Harvard Law Review. Vol. 86, No. 7 (May, 1973), hlm. 1250, <http://www.jstor.org/stable/1340067> , diakses pada tanggal 27 Februari 2019, pukul 22.45 WIB. Ibid. Ibid. Maulidya Nurhalima Siregar, "Tinjauan Hukum terhadap Mekanisme Pencatatan Kembali (Relisting) Saham di Bursa Efek Indonesia Studi Pada: PT Jasa Angkasa Semesta Tbk, PT Bukaka Teknik Utama Tbk, dan PT Apexindo Pratama Duta Tbk", (M.H. Thes., Universitas Indonesia, 2013), hlm. 44 Harvard Law Review, "Tender Offer", hlm. 1251 Maulidya Nurhalima, "Relisting", hlm. 44 Harvard Law Review, "Tender Offer", "Not all tender offers were made subject to Section 14(d) (I)'s disclosure requirement, apparently because Congress's principal concern was to assure the shareholder substantial, timely disclosure in situations where tender offers were potentially being used to gain control. In such situations, Congress determined that the shareholder should have the "relevant facts" so that he can make an informed decision on whether to sell his holdings or to maintain his investments in a company that might be changing hands and undergoing significant transformation" Carl Krasik, "Tender Offers: The Target Company's Duty of Disclosure", The Business Lawyer, Vol. 25, No. 2 (January 1970), hlm. 466. Ibid. "Employment Contract is a contract that contain the information of certain members of the management group that have employment contracts with the offeror would be material information that shall be disclosed." Harvard Law Review, "Tender Offer", hlm. 1258-1259 Maulidya Nurhalima, "Relisting", hlm. 46 Harvard Law Review, "Tender Offer", hlm. 1258-1259, "Section 14 (d) (7) requires that any increase in the purchase in a tender offer be paid to all tendering shareholders, even to those who tendered in response to the lower price." Carl Krasik, "Tender Offers: The Target Company's Duty of Disclosure", hlm. 467. Maulidya Nurhalima, "Relisting", hlm. 47. Ibid. Notification of the CMSB No. TorJor. 12/2554 entitled Rules, Conditions and Procedures for the Acquisition of Securities for Business Takeovers (Takeover Rules), Chapter 1 Clause 3: "Any person, who has purchased or taken any other action which results in his acquisition of shares, or his becoming a holder of shares, of any business at the end of any particular day in any manner specified in Clauses 4, 5, or 6, shall make a tender offer for all securities of that business according to the provisions prescribed herein unless an exemption prescribed under Chapter 2 applies." Ibid., Chapter 1 Clause 4. Ibid., Chapter 2 Clause 8. Bangkok Global Law, Tender Offer in Thailand (2016) "Frustration Action Principal: From the date on which any person declares the intention to the public or makes a tender offer of securities to the end of a period of a tender offer of securities of the business, the business shall not act or omit to disturb the tender offer unless it is approved by 50% of the vote of the meeting of shareholders or as prescribed by law." Agus Riyanto, 2017, Penawaran Tender: Antara Wajib dan Sukarela, <http://business-law.binus.ac.id/konsultasi-hukum/penawaran-tender/>, diakses pada tanggal 26 Februari 2018 Andy Porman Tambunan, Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation), Jakarta: Elex Media Computindo, 2007, hlm 57 David Kairupan, Aspek Hukum Penanaman Modal Asing di Indonesia, Jakarta: Kencana, 2013, hlm 154

PERBANDINGAN PENGATURAN PENAWARAN TENDER (STUDI KOMPARATIF: AMERIKA SERIKAT, THAILAND DAN INDONESIA)

Areta Artauli

Fakultas Hukum Universitas Indonesia
Korespondensi: artaulariaret@gmail.com

Abstrak

Penulisan ini membahas mengenai macam-macam bentuk pengaturan terhadap skema Penawaran Tender atau *Tender Offer* di Amerika Serikat sebagai salah satu contoh negara maju, Thailand sebagai salah satu contoh negara berkembang dibandingkan dengan pengaturan *tender offer* di Indonesia. *Tender Offer* di Indonesia diatur dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 54 /POJK.04/2015 tentang Penawaran Tender Sukarela dan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 9 /POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka. Secara umum, ketiga negara memiliki pengertian dan tujuan yang sama tentang *Tender Offer*, yaitu untuk melindungi investor (pemegang saham) dan menciptakan lalu lintas pasar modal serta kegiatan pengambilalihan yang aman dan adil (*fair*). Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui perbedaan juga terjadi dalam pengaturan serta jenis-jenis *Tender Offer* sesuai dengan karakteristik hukum positif masing-masing negara. Metode yang digunakan dalam penelitian ini adalah metode yuridis normatif

Kata Kunci: Penawaran tender, pengambilalihan, akuisisi, pemegang saham.

Abstract

This writing discusses about various types of the Tender Offer scheme in the United States as a developed countries, Thailand as a developing countries compared to the tender offer regulation in Indonesia. Tender Offer in Indonesia is stipulated by Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) No 54 /POJK.04/2015 concerning Voluntary Tender Offer and Peraturan Otoritas Jasa Keuangan No. 9 /POJK.04/2018 concerning Takeover of Public Company. In general, the three countries have the same understanding and purpose regarding the Tender Offer, namely to protect investors (shareholders) and create a fair capital market activities. This study aims to determine of several differences also occur in the regulation and types of Tender Offer in accordance with the positive legal characteristics of each country.

Keywords: *Tender offers, takeovers, acquisitions, shareholders. The metode used in this research is the juridical-normative method.*

I. PENDAHULUAN

Semakin maju perkembangan dunia secara global, kegiatan perekonomian pun mengalami peningkatan yang sangat pesat.¹ Berbagai pelaku bisnis berlomba-lomba melakukan ekspansi terhadap usahanya. Untuk itu para pengusaha giat mencari sumber-sumber yang dapat menyediakan dana dalam jumlah besar. Perusahaan semakin mengarahkan pandangannya ke sektor pasar modal baik dalam negeri maupun luar negeri.

Pasar modal sejak lama telah merupakan lembaga yang sangat diperhitungkan bagi perkembangan ekonomi negara, dan karenanya negara berkepentingan mengatur jalannya pasar modal.² Negara, melalui regulasi dan lembaga negara, diharapkan dapat mewujudkan tujuan penciptaan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar transparan, efisien, serta melindungi kepentingan para investor di pasar modal.³ Salah satu bentuk perlindungan investor dalam dunia pasar modal adalah dengan adanya mekanisme Penawaran Tender (*Tender Offer*). Secara umum, dapat dikatakan bahwa Penawaran Tender adalah penawaran secara terbuka untuk memperoleh Efek Bersifat Ekuitas yang diterbitkan oleh perusahaan sasaran dengan cara pembelian atau pertukaran dengan Efek lainnya melalui media massa.

Skema Penawaran Tender telah dikenal di berbagai Negara. Baik negara maju seperti Amerika dan Inggris maupun negara berkembang seperti Thailand dan Singapura, telah menerapkan pengaturan mengenai Penawaran Tender atau lebih dikenal dengan istilah *Tender Offer*. Tidak terkecuali Indonesia sebagai negara berkembang yang telah mengakomodir

¹ Asril Sitompul, *Pasar Modal (Penawaran Umum dan Permasalahannya)*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 1996, hlm.1.

² *Ibid.*, hlm.7.

³ Indonesia, Undang-Undang Pasar Modal, UU No. 8 tahun 1995, LN No.64, TLN No. 3608, Pasal 4

perlindungan terhadap para investor dengan mengatur pula mengenai *Tender Offer* melalui Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK).

Meskipun telah diatur di Indonesia, tidak dapat dipungkiri permasalahan mengenai Penawaran Tender muncul dalam kaitannya dengan tindakan pengambilalihan terhadap suatu perusahaan oleh pihak lain, yang berdampak pada pemegang saham lainnya sehingga tidak jarang pemegang saham minoritas pun dirugikan. Mengingat skema Penawaran Tender adalah penting untuk mengawal kegiatan bisnis dan pasar modal, maka untuk mengatasi permasalahan yang semakin beragam, Indonesia perlu belajar dan membandingkan ketentuan Penawaran Tender di negara-negara lain. Pada akhirnya, hal-hal yang baik yang ditemukan di negara lain, dapat disesuaikan dengan *iklim bisnis* di Indonesia dan memberikan manfaat bagi lalu lintas pasar modal dalam hal ini skema Penawaran Tender (*Tender Offer*).

Berdasarkan hal yang diuraikan di atas, penulis tertarik untuk melakukan studi perbandingan tentang pengaturan *tender offer* di negara Amerika sebagai negara maju dan di Thailand sebagai negara berkembang dibandingkan dengan pengaturan *tender offer* di Indonesia.

II. PEMBAHASAN

A. Pengaturan *Tender Offer* Di Amerika Serikat

Ketentuan mengenai *tender offer* di Amerika Serikat diatur dalam Sections 14(d) dan 14(e) SEC Act 1934, tetapi tidak satupun dalam pengaturan tersebut yang menjelaskan mengenai definisi *tender offer*.⁴ Para praktisi berpendapat bahwa pada tahun 1968, *Congress* berkehendak mengatur mengenai *tender offer* yang bersifat konvensional dalam Sections 14(d) dan 14(e) sebagai bagian dari *Williams Act*, namun beberapa hakim dan beberapa pihak dalam *Security Exchange Commission* menolak hal tersebut karena dianggap tidak konsisten dengan pemahaman umum (konvensional) mengenai *tender offer* dalam SEC Act.⁵

Dalam pengertian konvensional, *tender offer* di Amerika Serikat harus dibuat dengan melakukan pengumuman kepada publik yang ditunjukkan kepada para pemegang saham untuk melakukan penawaran atas saham mereka dengan harga yang ditentukan secara spesifik dan dalam kurun waktu terbatas, yang biasanya tidak lebih dari dua minggu.⁶ Proses pembayaran atas saham tersebut dapat dilakukan baik secara tunai atau ditukarkan dengan efek lainnya. Proses *tender offer* yang konvensional ini biasanya digunakan untuk mengambil alih saham perusahaan lain dengan tujuan untuk melakukan pengendalian ataupun pengambilalihan saham tanpa hak untuk mengendalikan.⁷ *Tender offer* konvensional dinilai sebagai mekanisme yang lebih murah dan lebih sederhana. Permasalahan yang timbul dari *tender offer* konvensional ini adalah bagi pembelian saham secara tunai tidak ketentuan yang menyatakan perlu dilakukan dengan keterbukaan, sementara di satu sisi, *tender offer* dengan pertukaran efek lainnya diwajibkan untuk dilakukan dengan keterbukaan.⁸

⁴ Andy Porman Tambunan, *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*, Jakarta: Elex Media Computindo, 2007, hlm 57

⁵ Harvard Law Review, "The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Security Exchange Commission Act 1934", *Harvard Law Review*. Vol. 86, No. 7 (May, 1973), hlm. 1250, <http://www.jstor.org/stable/1340067>, diakses pada tanggal 27 Februari 2019, pukul 22.45 WIB.

⁶ *Ibid.*

⁷ *Ibid.*

⁸ Maulidya Nurhalima Siregar, "Tinjauan Hukum terhadap Mekanisme Pencatatan Kembali (*Relisting*) Saham di Bursa Efek Indonesia Studi Pada: PT Jasa Angkasa Semesta Tbk, PT Bukaka Teknik Utama Tbk, dan PT Apexindo Pratama Duta Tbk", (M.H. Thes., Universitas Indonesia, 2013), hlm. 44

Lebih jauh lagi, *Williams Act* mengatur mengenai adanya lima ketentuan tambahan dalam SEC Act 1934, yaitu dalam Sections 14(d) paragraph (1) yang mengatur mengenai kewajiban keterbukaan, dalam Paragraph (5)-(7) yang mengatur mengenai batasan-batasan dalam proses *tender offer*, serta yang terakhir Section 14 (e) yang mengatur mengenai antifraud.⁹

1. *Disclosure (Penyataan)*

Dalam Section 14 (d) (I), diatur mengenai setiap pihak yang hendak melakukan tender offer dengan kepemilikan saham yang lebih dari 5% sesuai dengan klasifikasi saham yang terdaftar menurut ketentuan SEC Act 1934 diharuskan untuk melakukan keterbukaan mengenai informasi-informasi material, khususnya apabila adanya keinginan untuk melakukan pengambilalihan perusahaan.¹⁰ Kewajiban melakukan keterbukaan informasi ini bertujuan agar pihak publik mengetahui situasi mengenai tender offer yang akan dilakukan sehingga publik dapat menentukan sikap untuk menjual sahamnya atau untuk mempertahankan sahamnya dalam perubahan kepemilikan manajemen yang baru.¹¹ Ketentuan mengenai informasi-informasi material yang harus dilaporkan antara lain berkaitan dengan:¹²

- a. Kewajiban pengelola perusahaan untuk menerima atau menolak permohonan dari pihak penawar;
- b. Kewajiban pengelola perusahaan untuk membuka kontrak kerja (*employment contracts*)¹³ dengan pihak penawar;
- c. Kewajiban pengelola perusahaan untuk memberitahu mengenai pihak yang akan menjual sahamnya;
- d. Kewajiban pengelola perusahaan untuk melakukan keterbukaan informasi atas informasi material yang bukan menjadi milik publik; dan
- e. Tindakan yang ditempuh oleh pengelola perusahaan terhadap adanya penawaran berganda dan merger.

2. *Substantive Restrictions On Tender Offers (Pembatasan)*

Berkaitan dengan kewajiban melakukan keterbukaan informasi, berikut ini adalah batasan-batasan pelaksanaan *tender offer*, yaitu:

- a. Memungkinkan pemegang saham untuk menarik saham yang telah didepositokan pada *tender offer*, dalam jangka waktu 7 hari pertama dari penawaran tersebut, atau 60 hari apabila pihak penawar (*offeror*) belum membayar sejumlah saham atau belum menukarkan saham yang ditawarkan dengan efek lainnya. Tujuan dari ketentuan ini adalah untuk memberikan waktu singkat (*a minimum period of time*) kepada setiap pemegang saham untuk membuat

⁹ Harvard Law Review, "Tender Offer", hlm. 1251

¹⁰ Maulidya Nurhalima, "Relisting", hlm. 44

¹¹ Harvard Law Review, "Tender Offer", "Not all tender offers were made subject to Section 14(d) (I)'s disclosure requirement, apparently because Congress's principal concern was to assure the shareholder **substantial, timely disclosure in situations where tender offers were potentially being used to gain control. In such situations, Congress determined that the shareholder should have the "relevant facts" so that he can make an informed decision on whether to sell his holdings or to maintain his investments in a company that might be changing hands and undergoing significant transformation**"

¹² Carl Krasik, "Tender Offers: The Target Company's Duty of Disclosure", *The Business Lawyer*, Vol. 25, No. 2 (January 1970), hlm. 466.

¹³ *Ibid.* "Employment Contract is a contract that contain the **information of certain members of the management group that have employment contracts with the offeror would be material information that shall be disclosed.**"

- suatu keputusan terkait penawaran sahamnya tanpa dirugikan oleh pemegang saham lainnya.¹⁴
- b. Adanya kebolehan bagi para pihak dalam melakukan *tender offer* untuk membeli secara pro rata semua saham yang ditawarkan apabila keterangan mengenai jumlah saham lebih ditekankan daripada pihak yang berpartisipasi dalam proses *tender offer* tersebut, dalam jangka waktu 10 hari pertama sejak penawaran.¹⁵
 - c. Adanya kebolehan untuk menaikkan harga beli atas saham yang ditawarkan oleh pemegang saham, termasuk saham yang ditawarkan dengan harga beli yang paling rendah.¹⁶

3. *Fraud prohibition*

Secara umum dapat dilihat bahwa pertanggungjawaban pengelola perusahaan kepada pemegang saham dalam proses *tender offer*, sangat berkaitan dengan penyampaian keterbukaan informasi seperti yang sudah disebutkan sebelumnya. Bentuk pertanggungjawaban perusahaan ini diatur dalam Section 14(e) SEC Act 1934 yang berbunyi:

“it shall be unlawful for any person to make untrue statement of a material fact or omit to state any material fact necessary in order to make the statements made, in the light of the circumstances under which they are made, not misleading or to engage in any fraudulent, deceptive or manipulative acts or practices, in connection with any tender offer or request or invitation for tenders or any solicitation of security holders in opposition to or in factor of any such offer, request or invitation.”¹⁷

Berdasarkan penjelasan di atas, maka dapat disimpulkan bahwa dalam proses *tender offer* setiap pihak, khususnya pengelola perusahaan, tidak boleh membuat pernyataan yang tidak benar atau pernyataan yang menyesatkan tentang informasi material yang berkaitan dengan proses *tender offer*.

4. *Special Bids*

Harga pelelangan yang digunakan dalam proses *tender offer* adalah harga pasar terkait jenis saham tertentu yang akan ditawarkan dengan tujuan agar saham yang dibeli masih dapat diperdagangkan dalam pasar regular walaupun dengan harga yang tinggi.¹⁸ Dalam hal ini, pihak pembeli mengumumkan jumlah harga tertentu atas saham dengan menyebutkan jumlah saham yang diinginkan dan besarnya harga penawaran tetap. Harga penawaran ini biasanya lebih tinggi dibandingkan dengan harga saham untuk jumlah saham yang sejenis.¹⁹

Persamaan *tender offer* dengan harga pelelangan dengan *tender offer* konvensional adalah tindakan *tender offer* sama-sama dilakukan dan ditawarkan kepada seluruh pemegang saham di perusahaan publik. Adapun perbedaan *tender offer* dengan menggunakan harga pelelangan dan *tender offer* dengan cara konvensional adalah dimana *tender offer* dengan harga pelelangan ini tidak meliputi atau mencakup jangka waktu dimana saham tersebut pertama kali ditempatkan. Proses *tender offer* dengan menggunakan harga pelelangan ini dilakukan dan dibayar secepatnya sampai pelelangan telah selesai atau ditarik.

¹⁴ Harvard Law Review, “Tender Offer”, hlm. 1258-1259

¹⁵ Maulidya Nurhalima, “Relisting”, hlm. 46

¹⁶ Harvard Law Review, “Tender Offer”, hlm. 1258-1259, “Section 14 (d) (7) requires that any increase in the purchase in a tender offer be paid to all tendering shareholders, even to those who tendered in response to the lower price.”

¹⁷ Carl Krasik, “Tender Offers: The Target Company’s Duty of Disclosure”, hlm. 467.

¹⁸ Maulidya Nurhalima, “Relisting”, hlm. 47.

¹⁹ *Ibid.*

B. Pengaturan *Tender Offer* Di Thailand

Ketentuan mengenai *tender offer* di Thailand terdapat dalam pengaturan mengenai pengambilalihan (*take over*). Tindakan pengambilalihan diatur dalam *Securities and Exchange (SEC) Act* B.E. 2535 (A.D. 1998) dan dalam Notification of the Capital Market Supervisory Board (CMSB) No. ThorJor. 12/2554 tentang: Peraturan, Ketentuan, dan Prosedur untuk Pengambilalihan Efek untuk Pengambilalihan Bisnis. Untuk investor asing, tidak ada karakteristik yang berbeda dalam SEC Act, atau peraturan khusus tentang pengambilalihan. Berdasarkan *Notification of CMSB*, hanya saham perusahaan publik yang terdaftar di Bursa Efek Thailand yang tunduk pada proses penawaran tender. Pengertian mengenai *tender offer* terdapat dalam SEC Act BE. 2551, Section 247:

Any person offers to purchase, by his own act or acting in concert with others, or does any other acts which result or will result in such person or others acquiring or holding securities in a business up to 25% percent or more of the total number of voting rights of such business, shall be deemed to be an acquisition of securities for the purpose of taking over a business, except for acquisition by inheritance.

Terjemahan bebas:

Setiap orang menawarkan untuk membeli, dengan tindakannya sendiri atau bertindak bersama orang lain, atau melakukan tindakan lain yang mengakibatkan atau akan mengakibatkan orang tersebut atau orang lain memperoleh atau memegang saham dalam jumlah mencapai 25% atau lebih dari jumlah total hak suara, akan dianggap sebagai tindakan akuisisi saham dengan tujuan pengendalian, kecuali untuk akuisisi dengan warisan.

Melalui pengertian di atas, terkandung pengecualian bagi akuisisi dengan warisan. Pengecualian semacam ini diena di Thailand dan akan lebih lanjut dibahas dalam subbab berikutnya.

Adapun di Thailand, *tender offer* dibedakan menjadi 4 (empat) jenis, yaitu Penawaran Tender Wajib (*Mandatory Tender Offer*), Penawaran Tender Sukarela (*Voluntary Tender Offer*), Penawaran Tender Sebagian (*Partial Tender Over*) dan Penawaran Tender untuk Delisting (*Tender Offer for Delisting of Shares from the Stock Exchange*). Jenis-jenis *tender offer* tersebut secara tegas dibedakan penyebutannya dan diatur dalam bagian-bagian yang terpisah.

1. Penawaran Tender Wajib (*Mandatory Tender Offer*)

Penawaran Tender Wajib diberlakukan bagi seseorang yang melakukan tindakan yang mengakibatkan pengambilalihan atau pengendalian suatu perusahaan.²⁰ Ambang batas angka kepemilikan saham (*trigger point*) yang menimbulkan kewajiban untuk melakukan penawaran tender wajib adalah 25%, 50% atau 75% dari total hak suara dari perusahaan target.²¹ Setelah akuisisi saham mencapai atau melewati *trigger point*, pihak pengakuisisi diharuskan untuk melakukan penawaran tender wajib atas semua saham, termasuk segala yang dapat dikonversi atau dieksekusi menjadi saham dari perusahaan target.

²⁰ *Notification of the CMSB No. ThorJor. 12/2554 entitled Rules, Conditions and Procedures for the Acquisition of Securities for Business Takeovers (Takeover Rules), Chapter 1 Clause 3:*

“Any person, who has purchased or taken any other action which results in his acquisition of shares, or his becoming a holder of shares, of any business at the end of any particular day in any manner specified in Clauses 4, 5, or 6, shall make a tender offer for all securities of that business according to the provisions prescribed herein unless an exemption prescribed under Chapter 2 applies.”

²¹ *Ibid., Chapter 1 Clause 4.*

Dalam hal menghitung angka ambang batas pengambilalihan/akuisisi, Thailand mengenal *Chain Principle* (Prinsip Rantai): Kondisi dimana pihak pengakuisisi memperoleh tingkat kontrol yang signifikan (dengan memegang saham yang memberikan 50% atau lebih dari total hak suara atau memiliki kekuatan untuk mengendalikan manajemen atau operasi) dari perusahaan target, baik dengan cara kepemilikan saham secara langsung atau kepemilikan saham melalui perusahaan lain (tidak langsung), pengakuisisi tersebut tetap diharuskan untuk melakukan penawaran tender wajib.

2. Pengecualian Penawaran Tender

Di Thailand terdapat pengecualian Penawaran Tender Wajib bagi kondisi-kondisi tertentu yang diatur dalam ketentuan Pasal 8 Notification of CMSB²², yaitu:

- a. Akuisisi yang berasal dari Warisan, Pembagian Dividen atau *right offering* dan Thai Trust Fund/Non-voting Depository Receipt (NVDR)
- b. Pengurangan proporsi kepemilikan saham atau pengurangan kontrol
- c. Pengecualian untuk Penawaran Tender Sebagian (*Partial Tender Offer*)
- d. Pengecualian berdasarkan kebijakan SEC yaitu tidak ada perubahan kontrol, rehabilitasi bisnis, *Whitewash*, Putusan Takeover Panel, dan keadaan lainnya yang ditentukan oleh SEC.

3. Penawaran Tender Sebagian (*Partial Tender Offer*)

Kondisi dimana seseorang mengambalalih suatu perusahaan dengan total suara mencapai trigger points namun termasuk dalam golongan yang dikecualikan. Penawaran Tender Sebagian dilakukan dengan mengacu pada pengaturan Penawaran Tender Wajib.

4. Penawaran Tender Delisting (*Tender Offer for Delisting of Shares from the Stock Exchange*).

Prosedur Penawaran Tender Delisting mengikuti prosedur umum penawaran tender yang diatur dalam SEC Act dan Notification of CMSB. Harga penawaran dalam pelaksanaan Penawaran Tender Delisting tidak boleh kurang dari harga maksimum masing-masing berikut ini:

- a. Harga tertinggi perolehan saham selama harga 90 hari hingga tanggal penyerahan penawaran tender ke Kantor SEC.
- b. Harga pasar rata-rata tertimbang.
- c. Nilai aset bersih bisnis.
- d. Nilai wajar saham yang dinilai oleh penasihat keuangan.

Ketentuan Tender Offer di Thailand memungkinkan pemberi penawaran *tender offer* delisting untuk membatalkan penawaran tender jika terjadi salah satu kondisi sebagai berikut:

1. Segala peristiwa atau tindakan terjadi yang mengakibatkan atau dapat mengakibatkan kerusakan serius pada status atau aset perusahaan target; atau
2. Segala peristiwa lain yang menunda pencabutan sekuritas yang terdaftar.

5. Prosedur Pelaksanaan Tender Offer

Prosedur Penawaran Tender diatur dengan tahapan-tahapan sebagai berikut :

- i. Mengirim laporan kepemilikan saham (bentuk Formulir 246-2);

²² *Ibid.*, Chapter 2 Clause 8.

- ii. Menyerahkan penawaran tender (bentuk Formulir 247-4) bersama-sama dengan *approval/ form of acceptance* yang disiapkan oleh penasihat keuangan (*financial advisor*) untuk penawaran tender;
- iii. Mengirim penawaran tender bersama dengan *form of acceptance* kepada:
 1. Pemegang Saham
 2. Perusahaan Target
 3. SEC of Thailand
- iv. Beriklan di surat kabar;
- v. Pihak penawar (*offeror*) mulai membeli efek dalam waktu 3 hari kerja setelah tanggal penyerahan penawaran tender ke Kantor SEC;
- vi. Masa penawaran tidak boleh kurang dari 25 hari kerja dan tidak boleh lebih dari 45 hari kerja;
- vii. Pihak penawar harus membuat laporan hasil awal penawaran tender ke Kantor SEC berikut salinannya kepada Bursa Efek selambat-lambatnya 3 hari kerja sebelum akhir periode penawaran;
- viii. Pihak pemberi penawaran harus melaporkan hasil akhir penawaran tender (bentuk Formulir 256-2) ke Kantor SEC berikut salinannya kepada Bursa Efek dalam waktu 5 hari kerja setelah akhir periode penawaran; dan
- ix. Harga penawaran harus dalam bentuk yang sama dan tidak boleh kurang dari harga maksimum pada saat akuisisi saham selama periode 90 hari sebelum tanggal penyerahan penawaran tender ke Kantor SEC.

6. Pembatalan Penawaran Tender (*Cancellation of Tender Offer*)

Pembatalan penawaran tender diatur dalam Notification of CMSB, Part IV, Clause 45. Pihak penawar diberikan hak untuk membatalkan penawaran tendernya dalam kondisi-kondisi berikut:

1. Dalam hal terdapat peristiwa yang dapat mengakibatkan kerusakan serius pada status atau aset perusahaan target;
2. Perusahaan target melakukan tindakan yang menghasilkan penurunan signifikan terhadap nilai saham, setelah penawar mengumumkan *tender offer*; atau
3. Rapat pemegang saham melakukan resolusi untuk perusahaan sehubungan dengan *Frustration Action*.²³

C. Pengaturan *Tender Offer* Di Indonesia

Setelah dibentuknya Otoritas Jasa Keuangan (OJK), beberapa kewenangan lembaga lain dalam mengawasi industri keuangan Indonesia beralih menjadi kewenangan OJK. Salah satu lembaga yang beralih kewenangannya tersebut adalah Badan Pengawas Pasar Modal dan Lembaga Keuangan (BAPPEPAM-LK) yang kini telah beralih kepada OJK. Hal tersebut mengharuskan OJK untuk menyusun serta menyempurnakan aturan-aturan perihal pengawasan serta pengaturan pasar modal supaya lebih bisa memberikan kepastian hukum serta perlindungan hukum. Untuk itulah, OJK menerbitkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan (POJK) Nomor 54 /POJK.04/2015 tentang Penawaran Tender Sukarela (selanjutnya disebut

²³ Bangkok Global Law, *Tender Offer in Thailand* (2016) “*Frustration Action Principal: From the date on which any person declares the intention to the public or makes a tender offer of securities to the end of a period of a tender offer of securities of the business, the business shall not act or omit to disturb the tender offer unless it is approved by 50% of the vote of the meeting of shareholders or as prescribed by law.*”

POJK Penawaran Tender Sukarela), serta menerbitkan POJK Nomor 9 /POJK.04/2018 tentang Pengambilalihan Perusahaan Terbuka (selanjutnya disebut POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka). Kedua POJK tersebut menjadi payung hukum pelaksanaan Penawaran Tender Wajib (*Mandatory Tender Offer*) dan Penawaran Tender Sukarela (*Voluntary Tender Offer*).

Berdasarkan Pasal 1 (3) POJK Penawaran Tender Sukarela, disebutkan pengertian Penawaran Tender Sukarela adalah sebagai berikut:

“Penawaran Tender Sukarela adalah penawaran yang dilakukan secara sukarela oleh Pihak untuk memperoleh Efek Bersifat Ekuitas yang diterbitkan oleh Perusahaan Sasaran dengan cara pembelian atau pertukaran dengan Efek lainnya melalui Media Massa.”

Sementara berdasarkan Pasal 1 (6) POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, disebutkan pengertian Penawaran Tender Wajib adalah sebagai berikut:

“Penawaran Tender Wajib adalah penawaran untuk membeli sisa saham Perusahaan Terbuka yang wajib dilakukan oleh Pengendali baru.”

Berdasarkan pengertian tersebut, maka dapat dipahami bahwa pada prinsipnya perbedaan antara *Voluntary Tender Offer* dan *Mandatory Tender Offer* adalah bahwa *Voluntary Tender Offer* atau penawaran tender sukarela tidak disebabkan keharusan adanya pengendali baru, sementara dalam *Mandatory Tender Offer* atau penawaran tender wajib pengendali baru mutlak harus ada, sehingga secara prinsip tujuan pelaksanaan keduanya tidaklah sama.

Tujuan keduanya, disebutkan sepintas dalam POJK masing-masing. Misalnya, dalam penjelasan Pasal 4 huruf (i) POJK Penawaran Tender Sukarela menyebutkan bahwa:

“Contoh tujuan dan rencana atas Perusahaan Sasaran setelah Penawaran Tender Sukarela selesai dilaksanakan antara lain rencana untuk mengubah struktur modal, kebijakan dividen, atau mengubah manajemen.”

Sementara itu, dalam Pasal 7 ayat (1) POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, disebutkan bahwa setelah terjadinya Pengambilalihan, Pengendali baru wajib mengumumkan paling sedikit dalam 1 (satu) surat kabar harian berbahasa Indonesia yang berperedaran nasional atau situs web Bursa Efek dan menyampaikan kepada Otoritas Jasa Keuangan perihal terjadinya Pengambilalihan paling lambat 1 (satu) hari kerja setelah terjadinya Pengambilalihan dan wajib melakukan Penawaran Tender Wajib. Sekalipun POJK mewajibkan *tender offer* sebagaimana disebutkan sebelumnya, namun skema mandatory tender offer mengenal juga adanya pengecualian. Pengecualian tersebut berlaku terhadap:

1. Saham yang dimiliki pemegang saham yang telah melakukan transaksi Pengambilalihan dengan Pengendali baru;
2. Saham yang dimiliki Pihak lain yang telah mendapatkan penawaran dengan syarat dan kondisi yang sama dari Pengendali baru;
3. Saham yang dimiliki Pihak lain yang pada saat bersamaan juga melakukan Penawaran Tender Wajib atau penawaran tender sukarela atas saham Perusahaan Terbuka yang sama;
4. Saham yang dimiliki Pemegang Saham Utama; dan
5. Saham yang dimiliki oleh Pengendali lain Perusahaan Terbuka tersebut.

Selain daripada itu, Agus Riyanto menjelaskan perbedaan tujuan penawaran tender sukarela dan penawaran tender wajib, bahwa: “Tujuan Penawaran Tender Wajib adalah dapat mengendalikan perusahaan publik setelah pengambilalihan, sementara itu Penawaran Tender Sukarela adalah tindakan pembelian terhadap seluruh sisa saham publik dengan tujuan

merubah perusahaan terbuka menjadi perusahaan tertutup (go private).”²⁴ Mengenai go private, Andy Porman Tambunan menjelaskan bawa jika *go public* adalah aksi korporasi yang menawarkan sahamnya ke publik dan kemudian mencatatkan saham-saham tersebut di bursa efek agar dapat diperdagangkan di pasar modal, go private adalah kebalikannya. Perusahaan yang melakukan go private akan membeli kembali saham-sahamnya dari publik melalui penawaran terbuka (tender offer) yang diumumkan di media massa. Kemudian, perusahaan tersebut akan mengajukan permohonan untuk menghapus pencatatan sahamnya dari bursa efek. Permohonan seperti ini disebut *voluntary delisting* atau *delisting* secara sukarela.²⁵

1. Prosedur Pelaksanaan Penawaran Tender Wajib

Adapun prosedur pelaksanaan penawaran tender wajib atau *mandatory tender offer* berdasarkan POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, adalah sebagai berikut:

- 1) Calon pengendali baru melakukan negosiasi, hal ini sebagaimana disebutkan dalam BAB II dalam POJK tersebut. Dalam rangka keterbukaan informasi, proses negosiasi ini dapat diumumkan kepada publik, dan apabila diputuskan untuk diumumkan, maka wajib dimuat dalam satu surat kabar nasional Indonesia atau situs web Bursa Efek (Pasal 4 (2)).
- 2) Keterbukaan informasi negosiasi ini sifatnya tidak wajib, namun sangat sensitif, karena dapat mempengaruhi harga saham perusahaan target, khususnya dalam penentuan harga penawaran tender wajib. Hal lain yang perlu juga diperhatikan bahwa sekalipun keterbukaan informasi tersebut dilakukan, pengambilalihan yang direncanakan atau dinegosiasikan tersebut belum tentu direalisasikan pada akhirnya. Oleh karenanya dalam hal calon pengendali baru memutuskan untuk tidak mengumumkan negosiasi tersebut, maka calon pengendali wajib merahasiakan informasi hasil negosiasi tersebut sampai pengambilalihan tersebut akhirnya dilaksanakan.²⁶ Kerahasiaan ini juga diatur dalam Pasal 6 POJK tersebut.
- 3) Pengendali baru melakukan pengambilalihan. Sebagaimana telah disebutkan sebelumnya, bahwa setelah terjadinya pengambilalihan, maka pengendali baru wajib mengumumkan telah terjadinya pengambilalihan pada satu surat kabar nasional Indonesia paling lambat satu hari kerja, serta selanjutnya melakukan Penawaran Tender Wajib (Pasal 7 (1)).
- 4) Sebelum melakukan penawaran tender wajib, pengendali baru wajib menyampaikan teks pengumuman keterbukaan informasi penawaran tender wajib kepada OJK (Pasal 12 (1)), dan setelah diterima OJK wajib diumumkan pada satu surat kabar nasional Indonesia paling lambat dua hari kerja (Pasal 13 (3)).
- 5) Pengendali baru melaksanakan penawaran tender wajib selama tiga puluh hari yang dimulai satu hari setelah pengumuman keterbukaan informasi. Setelah jangka waktu penawaran tender wajib selesai, pengendali baru wajib menyelesaikannya dengan cara penyerahan uang, paling lambat dua belas hari setelah jangka waktu penawaran tender wajib selesai.

2. Prosedur Pelaksanaan Penawaran Tender Sukarela

Sementara, prosedur pelaksanaan penawaran tender sukarela atau *voluntary tender offer* berdasarkan POJK Penawaran Tender Sukarela, adalah sebagai berikut:

²⁴ Agus Riyanto, 2017, *Penawaran Tender: Antara Wajib dan Sukarela*, <http://business-law.binus.ac.id/konsultasi-hukum/penawaran-tender/>, diakses pada tanggal 26 Februari 2018

²⁵ Andy Porman Tambunan, *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*, Jakarta: Elex Media Computindo, 2007, hlm 57

²⁶ David Kairupan, *Aspek Hukum Penanaman Modal Asing di Indonesia*, Jakarta: Kencana, 2013, hlm 154

- 1) Pihak yang akan melakukan penawaran tender sukarela wajib menyampaikan Pernyataan Penawaran Tender Sukarela kepada OJK, yang ditembuskan kepada:
 - (1) Bursa Efek dimana Efek Bersifat Ekuitas yang menjadi obyek Penawaran Tender Sukarela dicatatkan;
 - (2) Perusahaan Sasaran; dan
 - (3) Pihak lain yang menyampaikan pengumuman penawaran tender sukarela atas efek bersifat ekuitas dari perusahaan sasaran yang sama yang masa penawarannya belum berakhir (Pasal 3). Pernyataan ini wajib dimuat dalam dua surat kabar Indonesia, salah satunya berperedaran Nasional (Pasal 5 (1)).
- 2) Pernyataan Penawaran Tender Sukarela akan efektif setelah lewatnya waktu, yaitu lima belas hari diterima secara lengkap oleh OJK, atau lima belas hari setelah tanggal perubahan terakhir yang disampaikan pihak yang melakukan Penawaran Tender Sukarela atau yang diminta Otoritas Jasa Keuangan dipenuhi. Atau berdasarkan pernyataan efektif dari OJK (Pasal 7).
- 3) Masa Penawaran Tender Sukarela wajib dimulai paling lambat dua hari kerja setelah pernyataan tender sukarela menjadi efektif. Penawaran tender sukarela dilaksanakan paling singkat tiga puluh hari dan dapat diperpanjang paling lama sembilan puluh hari, kecuali disetujui lain oleh OJK (Pasal 17).
- 4) Setelah masa penawaran tender sukarela berakhir, maka transaksi wajib diselesaikan paling lambat dua belas hari dengan penyerahan uang atau penyerahan efek sebagai penukarnya (Pasal 18).

3. Harga Pembelian Saham Perusahaan Terbuka yang Diambil Alih

Sebagaimana telah diatur dalam POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka dan POJK Penawaran Tender Sukarela, harga pembelian saham perusahaan terbuka yang diambil alih wajib ditetapkan diatas harga pasar. Dalam Pasal 13 POJK Penawaran Tender Sukarela, disebutkan bahwa harga saham dan/atau waran harus lebih tinggi dari harga berikut:

- a. harga Penawaran Tender Sukarela tertinggi yang diajukan sebelumnya oleh Pihak yang sama dalam jangka waktu - 8 - 180 (seratus delapan puluh) hari sebelum pengumuman sebagaimana dimaksud dalam Pasal 5 ayat (1);
- b. harga rata-rata dari harga tertinggi perdagangan harian di Bursa Efek selama 90 (sembilan puluh) hari terakhir sebelum pengumuman sebagaimana dimaksud dalam Pasal 5 ayat (1), dalam hal Penawaran Tender Sukarela dilakukan atas saham dan/atau waran Perusahaan Sasaran yang tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek;
- c. harga rata-rata dari harga tertinggi pada perdagangan harian di Bursa Efek dalam waktu 12 (dua belas) bulan terakhir yang dihitung mundur dari hari perdagangan terakhir atas saham dimaksud, dalam hal saham dan/atau waran Perusahaan Sasaran tidak diperdagangkan di Bursa Efek dalam jangka waktu 90 (sembilan puluh) hari terakhir sebelum pengumuman sebagaimana dimaksud dalam Pasal 5 ayat (1); atau
- d. harga wajar yang ditetapkan oleh Penilai, dalam hal Penawaran Tender Sukarela dilakukan atas saham dan/atau waran Perusahaan Sasaran yang tidak tercatat di Bursa Efek.

Sementara itu, Pasal 17 POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka menyebutkan tentang harga pembelian saham perusahaan terbuka yang diambil alih sebagai berikut:

- a. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah (tidak boleh lebih rendah dari) sebesar:



1. harga rata-rata dari harga tertinggi perdagangan harian di Bursa Efek dalam jangka waktu 90 (sembilan puluh) hari terakhir:
 - a) sebelum pengumuman Pengambilalihan sebagaimana dimaksud dalam Pasal 7 ayat (1) huruf a;
 - b) sebelum pengumuman negosiasi sebagaimana dimaksud dalam Pasal 4 ayat (2), jika calon Pengendali baru mengumumkan negosiasi;
 - c) sebelum pengumuman informasi sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan mengenai penambahan modal Perusahaan Terbuka dengan memberikan hak memesan efek terlebih dahulu yang telah mengungkapkan informasi mengenai calon Pengendali baru, jika Pengambilalihan terjadi karena penambahan modal Perusahaan Terbuka dengan memberikan hak memesan efek terlebih dahulu; atau
 - d) sebelum keterbukaan informasi sebagaimana dimaksud dalam Peraturan Otoritas Jasa Keuangan mengenai penambahan modal Perusahaan Terbuka tanpa memberikan hak memesan efek terlebih dahulu, jika Pengambilalihan terjadi karena penambahan modal Perusahaan Terbuka tanpa memberikan hak memesan efek terlebih dahulu; atau
2. harga Pengambilalihan yang sudah dilakukan, mana yang paling tinggi.
- b. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek, namun selama 90 (sembilan puluh) hari atau lebih sebelum pengumuman sebagaimana dimaksud dalam huruf a angka 1 huruf a) sampai dengan huruf d) tidak diperdagangkan di Bursa Efek atau dihentikan sementara perdagangannya oleh Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah (tidak boleh lebih rendah dari) sebesar:
 1. harga rata-rata dari harga tertinggi perdagangan harian di Bursa Efek dalam waktu 12 (dua belas) bulan terakhir yang dihitung mundur dari hari perdagangan terakhir atau hari dihentikan sementara perdagangannya; atau
 2. harga Pengambilalihan yang sudah dilakukan, mana yang paling tinggi;
- c. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tidak tercatat dan tidak diperdagangkan di Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah sebesar:
 1. harga Pengambilalihan yang sudah dilakukan; atau
 2. harga wajar yang ditetapkan oleh penilai yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan, mana yang paling tinggi;
- d. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara tidak langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah sebesar harga rata-rata dari harga tertinggi perdagangan harian di Bursa Efek dalam jangka waktu 90 (sembilan puluh) hari terakhir sebelum pengumuman sebagaimana dimaksud dalam huruf a angka 1 huruf a) sampai dengan huruf d);
- e. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara tidak langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tercatat dan diperdagangkan di Bursa Efek, namun selama 90 (sembilan puluh) hari atau lebih sebelum pengumuman Pengambilalihan sebagaimana dimaksud dalam huruf a angka 1 huruf a) sampai dengan huruf d) tidak diperdagangkan di Bursa Efek atau dihentikan sementara perdagangannya oleh Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah sebesar harga rata-rata dari harga tertinggi perdagangan harian di Bursa Efek dalam waktu 12 (dua belas) bulan terakhir yang dihitung mundur dari hari perdagangan terakhir atau hari dihentikan sementara perdagangannya; atau

- f. dalam hal Pengambilalihan dilakukan secara tidak langsung atas saham Perusahaan Terbuka yang tidak tercatat dan tidak diperdagangkan di Bursa Efek, harga pembelian saham paling rendah sama dengan harga wajar yang ditetapkan oleh penilai yang terdaftar di Otoritas Jasa Keuangan.

4. Refloating atau pelepasan kembali sejumlah saham kepada publik

Pada pelaksanaan penawaran tender wajib, selain harus mengikuti prosedur-prosedur serta ketentuan lainnya yang disebutkan diatas, juga harus memenuhi ketentuan tentang *Refloating* atau pelepasan kembali sejumlah saham kepada publik. Aturan ini dibuat supaya saham emiten kembali likuid ditransaksikan serta tidak mudah bagi emiten yang bersangkutan untuk mengubah status perusahaannya menjadi perusahaan tertutup (*go private*). Ketentuan *refloating* saham hanya terdapat pada Penawaran Tender Wajib, dan diatur dalam Pasal 21 POJK Pengambilalihan Perusahaan Terbuka, yang menyebutkan sebagai berikut:

- a. Dalam hal pelaksanaan Penawaran Tender Wajib mengakibatkan kepemilikan saham oleh Pengendali baru lebih besar dari 80% (delapan puluh persen) dari modal disetor Perusahaan Terbuka, Pengendali baru wajib mengalihkan kembali saham Perusahaan Terbuka tersebut kepada masyarakat sehingga saham yang dimiliki masyarakat paling sedikit 20% (dua puluh persen) dari modal disetor Perusahaan Terbuka.
- b. Dalam hal Pengambilalihan mengakibatkan Pengendali baru memiliki saham Perusahaan Terbuka lebih besar dari 80% (delapan puluh persen) dari modal disetor Perusahaan Terbuka, Pengendali baru dimaksud wajib mengalihkan kembali saham Perusahaan Terbuka tersebut kepada masyarakat dengan jumlah paling sedikit sebesar persentase saham yang diperoleh pada saat pelaksanaan Penawaran Tender Wajib.
- c. Kewajiban mengalihkan kembali saham Perusahaan Terbuka sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dan ayat (2) wajib dilakukan dalam jangka waktu paling lama 2 (dua) tahun sejak Penawaran Tender Wajib selesai dilaksanakan.
- d. Kewajiban mengalihkan saham oleh Pengendali baru sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dan ayat (2) tidak berlaku apabila setelah terjadinya Pengambilalihan, Perusahaan Terbuka melakukan aksi korporasi yang mengakibatkan terpenuhinya persyaratan sebagaimana dimaksud pada ayat (1) dan ayat (2).

III. KESIMPULAN

Dari pembahasan di atas, didapat kesimpulan sebagai berikut:

1. Secara umum, ketiga negara yaitu Amerika, Thailand dan Indonesia memiliki pengertian dan tujuan yang sama tentang Penawaran Tender (*Tender Offer*), yaitu untuk melindungi investor (pemegang saham) dan menciptakan lalu lintas pasar modal serta kegiatan pengambilalihan yang aman dan adil (*fair*). Namun, beberapa perbedaan juga terdapat dalam pengaturan masing-masing ketiga negara tersebut. Dari mulai jenis-jenis *Tender Offer* sampai kepada kriteria pengecualian terhadap *Tender Offer*, sesuai dengan perspektif dan karakteristik hukum yang dianut masing-masing negara.

Dari hasil pembahasan di atas, terlihat pula bahwa pengaturan *Tender Offer* di Amerika Serikat tidak bersifat mendetail. Hal ini dikarenakan, Amerika merupakan negara *common law*, sehingga dalam hal menentukan aturan-aturan baku, Amerika tetap memberi ruang dimungkinkan terjadinya kondisi-kondisi baru. Sehingga pemecahan masalah serta penyelesaian dispute berkaitan dengan *Tender Offer* merujuk langsung pada kondisi spesifik saat terjadinya masalah tersebut.

2. Untuk menjawab perbedaan pengaturan *Tender Offer* ketiga negara tersebut, berikut tabel perbandingannya:

Perbedaan	Amerika	Thailand	Indonesia
Jenis	Dua Jenis: 1. <i>Tender offer</i> dengan harga pelelangan; 2. <i>Tender offer</i> dengan cara konvensional	Empat Jenis: 1. Penawaran Tender Wajib (<i>Mandatory Tender Offer</i>) 2. Penawaran Tender Sukarela (<i>Voluntary Tender Offer</i>) 3. Penawaran Tender Sebagian (<i>Partial Tender Over</i>) 4. Penawaran Tender untuk Delisting (<i>Tender Offer for Delisting of Shares from the Stock Exchange</i>).	Dua Jenis: 1. Penawaran Tender Wajib 2. Penawaran Tender Sukarela
Pengecualian	Tidak diatur	Pengecualian bagi: 1. Akuisisi dari Warisan, Pembagian kontrol an Thai Trust Fund/Non-voting Depository Receipt (NVDR) 2. Pengurangan proporsi kepemilikan saham atau pengurangan kontrol 3. Pengecualian Penawaran Tender Sebagian (<i>Partial Tender Over</i>) 4. Pengecualian berdasarkan kebijakan SEC	Pengecualian bagi: 1. Saham yang dimiliki pemegang saham yang telah melakukan transaksi Pengambilalihan dengan Pengendali baru; 2. Saham yang dimiliki Pihak lain yang telah mendapatkan penawaran dengan syarat dan kondisi yang sama dari Pengendali baru; 3. Saham yang dimiliki Pihak lain yang pada saat bersamaan juga melakukan Penawaran Tender Wajib atau penawaran tender sukarela atas saham Perusahaan Terbuka yang sama; 4. Saham yang dimiliki Pemegang Saham Utama; dan 5. Saham yang dimiliki oleh Pengendali lain Perusahaan Terbuka tersebut.
Pembatalan	Tidak diatur	1. Terdapat peristiwa yang dapat mengakibatkan kerusakan serius pada status atau aset perusahaan target; 2. Penurunan signifikan terhadap nilai saham, setelah penawar mengumumkan <i>tender offer</i> . 3. <i>Frustration Action</i> .	Hanya dimungkinkan dalam <i>Mandatory Tender Offer</i> , apabila pengambilalihan batal. Batalnya pengambilalihan tersebut wajib diumumkan di surat kabar. Dengan kata lain skema <i>mandatory tender offer</i> otomatis menjadi batal seiring dengan batalnya pengambilalihan. Dalam <i>Voluntary Tender Offer</i> tidak diperbolehkan.

Berkaitan dengan pembahasan ini, adapun saran-saran yang diberikan:

1. Bagi perusahaan atau pemegang saham yang hendak melakukan akuisisi (yang mengakibatkan pengendalian) adalah mutlak berpedoman kepada POJK, sebab aturan-aturan POJK yang telah ada, merupakan bentuk perlindungan negara terhadap investor atau pemegang saham, sehingga dikemudian hari pemegang saham dapat meminimalisir resiko kerugian.
2. Bagi Pemerintah Indonesia dan OJK, struktur pengaturan skema *Tender Offer* khususnya di Thailand layak menjadi bahan perbandingan serta pertimbangan agar hal-hal yang belum diatur dalam POJK seperti halnya *tender offer for delisting*, kriteria pembatalan *tender offer* dapat diadaptasi ke dalam pengaturan di Indonesia.

Daftar Pustaka

Buku

- Sitompul, Asril *Pasar Modal (Penawaran Umum dan Permasalahannya)*, PT. Citra Aditya Bakti, Bandung, 1996
- Tambunan, Andy Porman, *Menilai Harga Wajar Saham (Stock Valuation)*, Jakarta: Elex Media Computindo, 2007
- Kairupan, David *Aspek Hukum Penanaman Modal Asing di Indonesia*, Jakarta: Kencana, 2013

Artikel

- Krasik, Carl, "Tender Offers: The Target Company's Duty of Disclosure", *The Business Lawyer*, Vol. 25, No. 2 (January 1970)

Peraturan Perundang-undangan

- Indonesia, Undang-undang No. 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal.

Internet

- Harvard Law Review, "The Developing Meaning of "Tender Offer" under the Security Exchange Commission Act 1934", *Harvard Law Review*. Vol. 86, No. 7 (May, 1973), hlm. 1250, <http://www.jstor.org/stable/1340067>, diakses pada tanggal 27 Februari 2019, pukul 22.45 WIB.
- Riyanto, Agus 2017, *Penawaran Tender: Antara Wajib dan Sukarela*, <http://business-law.binus.ac.id/konsultasi-bukum/penawaran-tender/>, diakses pada tanggal 26 Februari 2018

Thesis

- Maulidya Nurhalima Siregar, "Tinjauan Hukum terhadap Mekanisme Pencatatan Kembali (*Relisting*) Saham di Bursa Efek Indonesia Studi Pada: PT Jasa Angkasa Semesta Tbk, PT Bukaka Teknik Utama Tbk, dan PT Apexindo Pratama Duta Tbk", (M.H. Thes., Universitas Indonesia, 2013)



UNIVERSITAS
INDONESIA

Veritas, Probitas, Justitia

DHARMASISYA
JURNAL PROGRAM MAGISTER HUKUM
FAKULTAS HUKUM
UNIVERSITAS INDONESIA

DHARMASISYA

Jurnal Program Magister Hukum Fakultas Hukum Universitas Indonesia

Volume 2 Nomor 1 (Maret 2022) 285-300

e-ISSN: 2808-9456

Regulasi Negara Lain

Notification of the CMSB No. TorJor. 12/2554 entitled Rules, Conditions and Procedures for the Acquisition of Securities for Business Takeovers (Takeover Rules), Chapter 1 Clause 3:

Bangkok Global Law, *Tender Offer in Thailand* (2016) *“Frustration Action Principal: From the date on which any person declares the intention to the public or makes a tender offer of securities to the end of a period of a tender offer of securities of the business, the business shall not act or omit to disturb the tender offer unless it is approved by 50% of the vote of the meeting of shareholders or as prescribed by law.”*



UNIVERSITAS
INDONESIA

Veritas, Probatum, Justitia

DHARMASISYA
JURNAL HUKUM MAGISTER HUKUM
FAKULTAS HUKUM
UNIVERSITAS INDONESIA

DHARMASISYA

Jurnal Program Magister Hukum Fakultas Hukum Universitas Indonesia

Volume 2 Nomor 1 (Maret 2022) 285-300

e-ISSN: 2808-9456