

PERLINDUNGAN HUKUM TERHADAP PEMEGANG WARAN ATAS PELAKSANAAN PERCEPATAN JATUH TEMPO WARAN

Benedictus Calvin Ardisa, Fakultas Hukum Universitas Tarumanagara,
email: benedictus.207241044@stu.untar.ac.id

Amad Sudiro, Fakultas Hukum Universitas Tarumanagara,
email: ahmads@fh.untar.ac.id

doi: <https://doi.org/10.24843/KS.2025.v13.i11.p05>

ABSTRAK

Penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kepastian hukum dan perlindungan hukum bagi pemegang Waran Seri III (FREN-W2) PT Smartfren Telecom Tbk (FREN) berdasarkan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, dalam pelaksanaan percepatan jatuh tempo waran yang dilakukan sehubungan dengan adanya penggabungan usaha (*merger*) dengan PT XL Axiata Tbk (EXCL). Dengan menggunakan metode yuridis normatif melalui pendekatan perundang-undangan, konseptual, komparatif, penelitian ini mengkaji UU Pasar Modal, Prospektus, dokumen keterbukaan informasi, serta Putusan Pengadilan Negeri Jakarta Pusat Nomor 203/Pdt.G/2025/PN Jkt.Pst. Penelitian menunjukkan bahwa secara normatif, kepastian dan perlindungan hukum pemegang waran seharusnya dijamin melalui prinsip keterbukaan informasi, melalui prospektus sebagai landasan kontraktual, dan regulasi pasar modal. Ditemukan masih adanya asimetri informasi material antara prospektus dan akta penerbitan waran, serta tidak adanya mekanisme kompensasi eksplisit atas hilangnya nilai waktu (*time value*), serta lemahnya *legal standing* pemegang waran. Kondisi ini menunjukkan bahwa regulasi yang ada belum bisa memberikan kepastian dan perlindungan hukum yang memadai bagi pemegang waran. Penelitian ini merekomendasikan reformasi regulasi terkait penguatan keterbukaan informasi dalam prospektus, perlindungan nilai ekonomis waran dalam aksi korporasi, mekanisme kompensasi yang mempertimbangkan keadilan dan nilai waktu, serta kewajiban edukasi bagi investor di pasar modal guna mewujudkan kepastian dan perlindungan hukum bagi pemegang waran.

Kata kunci: *Merger*, Percepatan Jatuh Tempo Waran, Undang-Undang Pasar Modal, Kepastian Hukum, Perlindungan Hukum.

ABSTRACT

This study aims to analyze the legal certainty and legal protection afforded to holders of Series III Warrants (FREN-W2) issued by PT Smartfren Telecom Tbk (FREN) pursuant to Law Number 8 of 1995 concerning Capital Markets, particularly in relation to the accelerated maturity of the warrants following the corporate action of a merger with PT XL Axiata Tbk (EXCL). Employing a normative juridical method through statutory, conceptual, and comparative approaches, this research examines the Capital Market Law, the prospectus, disclosure documents, and the Central Jakarta District Court Decision Number 203/Pdt.G/2025/PN Jkt.Pst. The findings indicate that, normatively, legal certainty and legal protection for warrant holders should be guaranteed through the principle of information disclosure, the prospectus as a contractual foundation, and capital market regulations. However, the research identifies the persistence of material information asymmetry between the prospectus and the Warrant Issuance Deed, the absence of any explicit compensation mechanism for the loss of time value, as well as the weak legal standing of warrant holders. These conditions demonstrate that the existing regulatory framework has not yet been able to provide adequate legal certainty and legal protection for warrant holders. This study recommends regulatory reforms to strengthen information disclosure within the prospectus, protect the economic value of warrants during corporate actions, establish compensation mechanisms that take fairness and time value

into account, and impose investor education obligations in the capital market in order to achieve legal certainty and legal protection for warrant holders.

Keywords: *Merger, Accelerated Warrant Maturity, Capital Market Law, Legal Certainty, Legal Protection.*

1. PENDAHULUAN

1.1 Latar Belakang Masalah

Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945 (UUD 1945) merupakan landasan konstitusional utama dalam penyelenggaraan perekonomian nasional. Dalam pasal 33 ayat (1) Undang-Undang Dasar 1945 menyatakan bahwa perekonomian disusun sebagai usaha bersama berdasar asas kekeluargaan, yang menegaskan orientasi ekonomi Indonesia pada kerja sama, gotong royong, dan kesejahteraan bersama. Selanjutnya, pada ayat (4) menyatakan bahwa perekonomian nasional diselenggarakan berdasarkan demokrasi ekonomi, efisiensi berkeadilan, berkelanjutan, berwawasan lingkungan, kemandirian serta menjaga keseimbangan kemajuan dan kesatuan ekonomi nasional. Kedua ayat ini menjadi payung hukum bagi seluruh aktivitas ekonomi nasional, termasuk kegiatan di pasar modal.

Pasar modal memiliki peran strategis dan telah menjadi bagian penting dalam sistem perekonomian Indonesia, yang berkontribusi pada pembangunan ekonomi dan menopang stabilitas ekonomi nasional sejak dibuka oleh pemerintah pada tahun 1977. Pasar modal menjadi salah satu instrumen penting dalam pengumpulan dana untuk menunjang kegiatan ekonomi, baik bagi pemerintah, korporasi besar, maupun masyarakat luas. Menurut Suad Husnan, pasar modal dapat didefinisikan sebagai pasar untuk berbagai instrumen keuangan atau sekuritas jangka panjang yang dapat diperjualbelikan, baik dalam bentuk utang ataupun modal sendiri, baik yang diterbitkan oleh pemerintah, *public authorities*, maupun perusahaan swasta. Dengan kata lain, pasar modal adalah tempat bertemunya penawaran dan permintaan dana jangka menengah dan jangka panjang.¹ Melalui pasar modal, pihak yang membutuhkan dana (emiten) dapat memperoleh pembiayaan dengan menerbitkan efek, sementara pihak yang memiliki dana (investor) dapat menginvestasikan modalnya untuk memperoleh keuntungan.

Aktivitas pasar modal harus tetap berjalan sesuai prinsip-prinsip yang digariskan UUD 1945, yakni adil, transparan, akuntabel, dan berkontribusi pada pemerataan kemakmuran. Prinsip ekonomi nasional sebagaimana Pasal 33 UUD 1945 juga menegaskan asas kekeluargaan, demokrasi ekonomi, dan keadilan. Prinsip ini menjadi pedoman normatif dalam merancang kebijakan, regulasi, maupun praktik pasar modal, agar keberadaannya tidak semata-mata menguntungkan segelintir pihak, tetapi mendorong pembangunan ekonomi yang inklusif, berkeadilan, dan berkelanjutan.

Secara yuridis, pengertian pasar modal diatur dalam Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UU PM). Dalam pasal 1 ayat (13) pasar modal didefinisikan sebagai kegiatan yang bersangkutan dengan penawaran umum dan

¹ Adrian Sutedi, *Pasar Modal: Mengenal Nasabah sebagai Pencegahan Pencucian Uang*, (Bandung: Alfabeta, 2013), hal. 42.

perdagangan efek, perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya, serta lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek. Pemahaman ini juga diperluas melalui Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (P2SK), pasar modal adalah bagian dari sistem keuangan yang berkaitan dengan kegiatan:

- a. penawaran umum dan transaksi efek;
- b. pengelolaan investasi;
- c. emiten dan perusahaan publik yang berkaitan dengan efek yang diterbitkannya; dan
- d. lembaga dan profesi yang berkaitan dengan efek.

Definisi ini menunjukkan bahwa pasar modal bukan sekadar tempat jual beli efek, tetapi juga mencakup seluruh ekosistem yang terlibat, mulai dari emiten, investor, lembaga penunjang, hingga otoritas pengawas. Dengan begitu, pasar modal Indonesia seharusnya memiliki landasan yang kuat untuk beroperasi secara teratur, wajar, dan efisien, sekaligus memberikan kepastian dan perlindungan hukum bagi seluruh pelaku pasar.

Salah satu instrumen yang diperdagangkan dalam pasar modal merupakan waran. Waran merupakan salah satu instrumen turunan (*derivative securities*) dari saham yang memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham perusahaan penerbit pada harga tertentu dalam jangka waktu tertentu, setelah 6 (enam) bulan sejak efek dimaksud diterbitkan sebagaimana diatur dalam Pasal 1 Angka 4 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. Biasanya waran diterbitkan bersamaan dengan saham baru atau obligasi konversi sebagai *pemanis (sweetener)* agar penawaran menjadi lebih menarik bagi investor. Waran memberikan fleksibilitas kepada investor untuk memperoleh potensi keuntungan melalui hak pembelian saham di masa depan, tetapi sekaligus mengandung risiko tinggi karena nilainya sangat dipengaruhi oleh harga saham dasar (*underlying stock*), volatilitas pasar, dan waktu jatuh tempo (*time decay*). Oleh karena itu, setiap calon investor wajib memahami risiko dan membaca prospektus dengan seksama sebelum berinvestasi. Beberapa risiko yang dihadapi pada investor, diantaranya termasuk dalam transaksi waran, meliputi risiko finansial akibat kegagalan emiten memenuhi kewajibannya, risiko pasar akibat fluktuasi harga yang dipengaruhi kondisi ekonomi, serta risiko psikologis yang timbul akibat perilaku emosional investor.²

Menurut Pasal 1 angka 2 Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, Prospektus adalah setiap informasi tertulis yang dipergunakan sehubungan dengan penawaran umum dengan tujuan agar pihak lain membeli efek. Prospektus sendiri memuat informasi material seperti profil emiten, struktur keuangan, karakteristik instrumen, risiko, dan jadwal penting sebagai dasar keputusan investasi. Lebih lanjut, Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum mengatur bahwa prospektus wajib disusun secara jelas, lengkap, dan tidak menyesatkan agar investor dapat memperoleh gambaran yang benar mengenai kondisi emiten dan efek yang ditawarkan. Prospektus memiliki fungsi hukum sebagai kontrak atau perjanjian antara

² *Ibid.*, hal. 65.

emiten dan pemegang efek, yang menimbulkan hubungan hukum timbal balik. Menurut Pasal 1313 KUHPerdara, perjanjian adalah suatu perbuatan dengan mana satu orang atau lebih mengikatkan dirinya terhadap satu orang lain atau lebih.³ Dalam hal ini, waran sebagai salah satu instrumen yang diperdagangkan dalam pasar modal memberikan hak kepada pemegangnya untuk membeli saham pada harga dan waktu tertentu di masa depan, yang secara substansial merupakan bentuk perikatan atau janji yang mengikat secara hukum dari emiten kepada pemegang waran.

Dalam kasus Waran Seri III PT Smartfren Telecom Tbk (FREN-W2), periode pelaksanaan FREN-W2 ditetapkan berlaku sejak tanggal 28 Oktober 2021 hingga 27 April 2026, namun berkenaan dengan adanya *corporate action* berupa *merger* antara PT Smartfren Telecom Tbk (FREN) dengan PT XL Axiata Tbk (EXCL), jatuh tempo pelaksanaan waran dipercepat menjadi sampai dengan 15 April 2025 dan oleh karenanya, terhitung sejak tanggal 16 April 2025, FREN-W2 dihapuskan dan tidak dapat lagi diperdagangkan atau dikeluarkan dari Daftar Efek yang tercatat di PT Bursa Efek Indonesia (*delisting*).

Para pemegang waran menilai percepatan jatuh tempo waran bertentangan dengan asas keterbukaan informasi sebagaimana Pasal 78 ayat (1) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, yang melarang prospektus memuat keterangan yang tidak benar tentang fakta material atau tidak memuat informasi yang benar tentang fakta material yang diperlukan agar prospektus tidak memberikan gambaran yang menyesatkan. Selain itu, Pasal 111 UUPM menegaskan bahwa setiap pihak yang menderita kerugian akibat pelanggaran undang-undang ini atau peraturan pelaksanaannya dapat menuntut ganti rugi baik sendiri-sendiri maupun bersama-sama terhadap pihak yang bertanggung jawab atas pelanggaran tersebut. Dalam kasus ini, ketentuan tersebut menjadi sorotan karena informasi awal mengenai jadwal dan harga pelaksanaan yang sebelumnya sudah tercantum dalam prospektus menjadi tidak relevan dengan pelaksanaan di lapangan.

Sebagai respons, sembilan pemegang waran mengajukan gugatan perdata (perbuatan melawan hukum) terhadap PT Smartfren Telecom Tbk (FREN), PT XL Axiata Tbk (EXCL), Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Kementerian Komunikasi dan Digital, Kementerian Hukum dan HAM RI, serta jajaran pimpinan Smartfren, melalui Pengadilan Negeri Jakarta Pusat dengan nomor perkara 203/Pdt.G/2025/PN Jkt.Pst, yang terdaftar pada tanggal 08 April 2025. Pemegang waran menilai bahwa percepatan jatuh tempo waran dianggap merugikan karena menghilangkan kesempatan bagi pemegang waran untuk mengeksekusi haknya sesuai jadwal yang tercantum dalam prospektus dengan harga yang lebih optimal, mengingat harga pelaksanaan FREN-W2 sebesar Rp 100,- per waran, sementara harga saham FREN di pasar sekunder hanya sekitar Rp 24,- per saham.

Perlindungan Investor sendiri menekankan prinsip keterbukaan informasi (*disclosure*), keadilan (*fairness*), serta keteraturan pasar (*market integrity*) sebagai syarat mutlak agar investor dapat mengambil keputusan investasi yang rasional. Hal ini sejalan dengan prinsip dari IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) yang menekankan pentingnya transparansi, *fairness*, dan *equal treatment* bagi seluruh investor. Kasus ini menimbulkan pertanyaan fundamental mengenai kepastian hukum dan perlindungan investor dalam praktik pasar modal Indonesia, khususnya terhadap efek

³ Subekti, *Hukum Perjanjian*, (Jakarta: Intermasa, 2002), hal. 1.

turunan seperti waran. Perubahan yang dilakukan terhadap informasi awal berupa tanggal dan harga pelaksanaan yang tercantum dalam prospektus dibandingkan dengan realisasi di lapangan menimbulkan potensi pelanggaran asas keterbukaan serta kerugian bagi investor. Padahal tujuan pelaksanaan prinsip keterbukaan itu sendiri adalah untuk menjamin transparansi di pasar modal dalam rangka memfasilitasi terbentuknya harga yang wajar serta menyediakan informasi untuk pelaku dan otoritas pasar.⁴

1.2 Rumusan Masalah

Uraian yang sudah disampaikan oleh penulis pada bagian latar belakang mengarah pada rumusan masalah dalam penelitian ini, yaitu:

1. Bagaimana kepastian hukum bagi pemegang waran di pasar modal Indonesia berdasarkan Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal?
2. Bagaimana perlindungan hukum terhadap pemegang Waran dalam pelaksanaan percepatan jatuh tempo Waran Seri III PT Smartfren Telecom Tbk?

1.3 Tujuan Penulisan

Berdasarkan rumusan masalah yang diteliti, penulis ingin mengkaji dan menganalisa beberapa hal sebagai berikut:

1. Kepastian hukum bagi pemegang waran di pasar modal Indonesia berdasarkan Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
2. Perlindungan hukum terhadap pemegang Waran dalam pelaksanaan percepatan jatuh tempo Waran Seri III (FREN-W2) PT Smartfren Telecom Tbk

2. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode yuridis normatif dengan empat pendekatan utama, yaitu pendekatan perundang-undangan (*statute approach*), pendekatan konseptual (*conceptual approach*), pendekatan komparatif (*comparative approach*), dan pendekatan kasus (*case approach*). Data penelitian diperoleh melalui studi kepustakaan (*library research*) yang mencakup asas-asas hukum, norma, doktrin, peraturan perundang-undangan di bidang pasar modal, prospektus, putusan pengadilan, serta literatur dan jurnal akademik yang membahas mengenai perlindungan hukum, kepastian hukum, dan keadilan bagi investor. Analisis data dilakukan secara kualitatif, dengan menafsirkan dan menghubungkan norma-norma hukum yang berlaku dengan

⁴ Fisuda Alifa Mimiamanda Radinda, Monika Ardia Ningsi Massora, dan Ricka Auliaty Fathonah, "Praktik Insider Trading sebagai Bentuk Pelanggaran Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Pasar Modal di Indonesia," *Jurnal Cakrawala Hukum* 11, no. 1 (2020): hal. 41-49.

fakta empiris dan dokumen resmi yang berkaitan dengan praktik percepatan jatuh tempo Waran Seri III PT Smartfren Telecom Tbk (FREN-W2).

3. HASIL DAN PEMBAHASAN

3.1 Kepastian Hukum bagi Pemegang Waran di Pasar Modal Indonesia Berdasarkan Undang-Undang No.8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.

a. Kerangka Hukum Regulasi Pasar Modal sebagai Dasar Pembentukan Kepastian Hukum

Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UUPM) merupakan landasan hukum dan fondasi utama yang mengatur sistem hukum pasar modal Indonesia dan menjadi acuan bagi peraturan turunannya dalam penyelenggaraan pasar modal Indonesia untuk menciptakan kegiatan pasar modal yang teratur, wajar, dan efisien. Salah satu prinsip yang ingin dibentuk dan dituju dalam UU Pasar Modal adalah kepastian hukum yang merupakan elemen fundamental dari sistem hukum pasar modal, karena pasar modal hanya dapat berjalan optimal apabila investor dapat memprediksi risiko, manfaat, dan konsekuensi hukum dari setiap instrumen efek yang diperdagangkan.

Oleh karena itu, agar pasar modal dapat berkembang, diperlukan landasan hukum yang kukuh untuk lebih menjamin kepastian hukum pihak-pihak yang melakukan kegiatan di Pasar Modal serta melindungi kepentingan masyarakat dari praktik yang merugikan. Diperlukan penguatan sinergi baik dari industri, regulator maupun lembaga penegak hukum agar pasar modal dapat tumbuh dengan kokoh dan dipercaya oleh masyarakat.⁵ Esensi dari UU Pasar Modal ini sejalan dengan Prinsip dari IOSCO (*International Organization of Securities Commissions*) yang juga menekankan pentingnya transparansi, *fairness*, dan *equal treatment* bagi seluruh investor.

Prinsip keterbukaan informasi (*disclosure principle*) sendiri juga diatur dalam Pasal 1 angka 25 & Pasal 78 UU No. 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal, bahwa Emiten wajib memberikan informasi yang benar, lengkap, dan tidak menyesatkan. Dalam Pasal 86 UUPM ditegaskan bahwa "*Emiten atau Perusahaan Publik wajib menyampaikan kepada masyarakat setiap informasi atau fakta material mengenai usahanya atau efeknya.*" Kewajiban ini diperkuat dengan larangan dalam Pasal 90 yang menyatakan bahwa "*dalam kegiatan perdagangan Efek, setiap Pihak dilarang secara langsung atau tidak langsung menipu atau mengelabui pihak lain dengan menggunakan sarana dan atau cara apa pun, turut serta menipu atau mengelabui pihak lain dan membuat pernyataan tidak benar mengenai fakta yang material atau tidak mengungkapkan fakta yang material agar pernyataan yang dibuat tidak menyesatkan mengenai keadaan yang terjadi pada saat pernyataan dibuat dengan maksud untuk menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak lain atau dengan tujuan mempengaruhi pihak lain untuk membeli atau menjual Efek*" dan diatur juga pada pasal 91 yang menyatakan bahwa "*setiap pihak dilarang melakukan tindakan, baik langsung maupun tidak langsung, dengan tujuan untuk menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga Efek di Bursa Efek*". Dengan demikian, prinsip keterbukaan (*disclosure*) merupakan mekanisme hukum preventif

⁵ Vicky Prayitno, "Studi Kasus Tindak Pidana Pasar Modal pada PT Reliance Securities, Tbk dan PT Magnus Capital," *Dharmasisya: Jurnal Program Magister Hukum Fakultas Hukum Universitas Indonesia* 2, no. 2 (2022): hal. 653-674.

yang bertujuan memberikan dasar prediktabilitas (*legal predictability*) kepada investor, sehingga mereka dapat mengambil keputusan investasi berdasarkan informasi yang benar, lengkap, dan tidak menyesatkan.⁶

Dalam hal penerbitan waran sebagai salah satu instrumen turunan (*derivative securities*), biasanya diterbitkan bersamaan dengan saham baru atau obligasi konversi sebagai *pemanis* (*sweetener*) agar penawaran menjadi lebih menarik bagi investor. Aturan pelaksanaannya antara lain ada pada POJK 32/2015 jo. 14/2019 yang mengatur mekanisme penambahan modal dengan memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD) dan penerbitan waran sebagai bagian dari instrumen tersebut serta Peraturan BEI Nomor I-A (Kep-00101/BEI/12-2021) yang mengatur tata kelola pencatatan efek. Harmonisasi regulasi diperlukan untuk menjamin kepastian hukum baik untuk investor derivatif dan non-derivatif.⁷ Aturan-aturan ini dimaksudkan untuk mencegah hal-hal yang menyesatkan dan mempengaruhi keputusan investasi, sehingga investor bisa mendapatkan kepastian hukum dalam berinvestasi. Hal ini sejalan dengan dasar pembentukan UU Pasar Modal untuk lebih menjamin kepastian hukum investor di pasar modal.

b. Prospektus Sebagai Kontrak Baku dan Sumber Kepastian Hukum

Spesifikasi teknis dan fundamental terhadap efek yang akan diterbitkan, dituangkan dan diatur dalam Prospektus, yang dalam fungsi hukumnya berfungsi juga sebagai kontrak baku antara emiten dan investor. Sejalan dengan UU Pasar Modal, salah satu cara untuk mewujudkan kepastian hukum adalah melalui transparansi, dengan memberikan informasi yang benar bagi investor melalui prospektus. Prospektus memiliki peran ganda: sebagai dokumen keterbukaan informasi dan sebagai kontrak baku (*standard contract*) antara emiten dan investor. Prospektus mengikat para pihak melalui asas *pacta sunt servanda* (Pasal 1338 KUHPerdata), sehingga seluruh informasi material di dalamnya harus benar, jelas, dan tidak menyesatkan.

Menurut Munir Fuady, kontrak baku merupakan bentuk perjanjian yang isinya telah ditentukan sepihak dan mengikat pihak lainnya.⁸ Berdasarkan pandangan ini, prospektus dalam penerbitan waran dapat dipahami sebagai bentuk perjanjian baku yang mengatur syarat yang sudah ditetapkan sepihak oleh emiten, dan mengikat bagi para pemegang waran. Oleh karena itu, seharusnya prospektus juga berperan sebagai sumber kepastian hukum bagi investor. Hal ini sejalan dengan pendekatan modern terhadap teori perjanjian yang mengakui validitas perjanjian baku dan mengedepankan prinsip itikad baik (*good faith*) serta perlindungan terhadap pihak yang lemah.⁹

⁶ Noesti, "Perlindungan Hukum Investor dalam Transaksi di Bursa Efek," *Indonesian Journal of Law and Justice* 2, no. 1 (2024): hal. 1-15.

⁷ Rahardjo, S., "Hukum Bisnis: Perspektif Pasar Modal," *Jurnal Kajian Hukum Ekonomi* 1, no. 2 (2018): hal. 23-30.

⁸ Munir Fuady, *Hukum Kontrak: Dari Sudut Pandang Hukum Bisnis*, (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2003), hal. 45.

⁹ Salim HS, *Perkembangan Hukum Kontrak di Luar KUHPerdata*, (Jakarta: Raja Grafindo Persada, 2010), hal. 61.

c. Kesenjangan Informasi antara Prospektus dan Akta Waran serta Korelasinya dengan Kepastian Hukum bagi Pemegang Waran

Kesenjangan antara informasi publik (prospektus) dan informasi privat (akta) menimbulkan asimetri informasi yang merugikan investor ritel. Temuan akademik menyebutkan bahwa asimetri informasi merupakan sumber terbesar ketidakpastian hukum, terutama pada instrumen derivatif yang sensitif terhadap perubahan korporasi.¹⁰

Meskipun prospektus FREN-W2 menetapkan periode pelaksanaan 28 Oktober 2021 sampai dengan 27 April 2026 dan mencantumkan klausul penyesuaian harga/jumlah waran, dokumen ini tidak memuat secara eksplisit risiko percepatan jatuh tempo karena *merger*. Keterangan mengenai waran dalam prospektus hanya merupakan pokok-pokok akta, bukan merupakan isi lengkapnya. Sementara itu, ketentuan substantif mengenai percepatan pelaksanaan, pembatalan waran, serta tidak adanya hak pemegang waran untuk meminta kompensasi terdapat dalam Akta Penerbitan Waran yang dapat dibaca di kantor perseroan sehingga tidak mudah untuk diakses publik secara luas. Tindakan menutup akses informasi menyebabkan investor berada di posisi yang tidak menguntungkan.¹¹ Prospektus yang tidak lengkap juga menimbulkan tanggung jawab hukum bagi emiten.¹²

Kesenjangan informasi seperti ini kurang mencerminkan transparansi, keadilan, dan perlakuan setara bagi seluruh investor, sehingga prospektus yang seharusnya menjadi sumber kepastian hukum bagi pemegang waran belum dapat menjalankan fungsinya untuk memberikan kepastian hukum secara optimal.

d. Merger dan Implikasinya Terhadap Eksistensi dan Nilai Ekonomis Waran

Dalam kegiatan bisnis, khususnya bagi perusahaan-perusahaan yang telah terdaftar di bursa efek (Perusahaan Terbuka), pada dasarnya terdapat keinginan untuk terus berkembang dan memperoleh keuntungan maksimal. Seiring berjalannya waktu, beberapa perusahaan tersebut dapat melakukan tindakan Akuisisi, *Merger*, maupun Konsolidasi terhadap perusahaan lain.¹³ Penggabungan usaha (*merger*) antara PT Smartfren Telecom Tbk (FREN), PT Smart Telecom (ST), dan PT XL Axiata Tbk (EXCL) menjadi PT XLSmart yang efektif 16 April 2025 merupakan *corporate action* yang berdampak langsung pada keberlanjutan Waran Seri III (FREN-W2). *Merger* menimbulkan perubahan struktur perusahaan dan perubahan atas *underlying stock* FREN-W2. *Merger* membawa konsekuensi terhadap seluruh instrumen keuangan termasuk derivatif.¹⁴

¹⁰ Salwa Fathin Setiadi, "Perlindungan Hukum Pemegang Saham Minoritas dalam Merger," *Journal of MISTER* 2, no. 1 (2025): hal. 77–82.

¹¹ Fahmi, "Transparansi dan Perlindungan Investor di Indonesia," *Jurnal Cendekia Hukum* 9, no. 1 (2021): hal. 121–130.

¹² "Prospektus dan Tanggung Jawab Emiten atas Informasi Menyesatkan," *Comprehensive Journal Law* 2, no. 1 (2024): hal. 51–63.

¹³ Raden Roro Citra Hendardini, "Akuisisi, Merger, dan Konsolidasi Perusahaan dalam Pasar Modal," *Indonesian Notary* 3, no. 4 (2021): hal. 731–748.

¹⁴ Hendardini, "Konsekuensi Hukum Merger terhadap Instrumen Keuangan," *Administratum Journal* 3, no. 1 (2023): hal. 1–10.

Berdasarkan Prospektus HMETD PT Smartfren Telecom Tbk (2021), FREN-W2 memiliki masa pelaksanaan sejak 28 Oktober 2021 hingga 27 April 2026 dengan harga pelaksanaan Rp 100,- per lembar. Namun, seiring adanya aksi korporasi berupa penggabungan usaha (*merger*) antara PT Smartfren Telecom Tbk dan PT XL Axiata Tbk, Bursa Efek Indonesia (BEI) mengumumkan percepatan jatuh tempo FREN-W2 menjadi:

- a. Perdagangan terakhir: 11 April 2025
- b. Akhir pelaksanaan: 15 April 2025
- c. *Delisting*: 16 April 2025

Percepatan jatuh tempo ini menyebabkan hilangnya nilai waktu (*time value*) waran, yang merupakan komponen utama harga efek turunan. Menurut John F. Ehlers, nilai waktu pada instrumen derivatif bersifat *decaying*, di mana semakin dekat ke tanggal jatuh tempo, nilainya menurun eksponensial karena berkurangnya peluang harga saham induk naik di atas harga pelaksanaan.¹⁵ Sementara Buff Pelz Dormeier menjelaskan bahwa volume perdagangan yang meningkat menjelang kedaluwarsa mencerminkan perilaku spekulatif dan ketidakpastian investor ritel terhadap arah harga.¹⁶ Kondisi tersebut memperlihatkan risiko besar yang dihadapi investor ritel yang tidak memahami karakteristik produk derivatif. Penelitian Kurniawan juga menunjukkan bahwa *merger* berpotensi meningkatkan volatilitas dan memperbesar ketidakpastian nilai instrumen derivatif dikarenakan perubahan nilai fundamental dan struktur perusahaan pasca *merger*.¹⁷ Hal ini relevan dalam konteks kasus FREN-W2 yang menghadapi perubahan struktur perusahaan akibat *merger*.

Dalam kasus ini, para pemegang waran FREN-W2 menjadi kehilangan sisa masa berlaku lebih dari satu tahun dan berimplikasi terhadap penurunan nilai waktu (*time value*) waran FREN-W2. Harga pasar waran FREN-W2 di BEI yang sebelumnya bergerak di kisaran Rp 25-80,- turun menjadi Rp 1,- pada periode Januari - April 2025. Sejumlah pemegang waran menilai kebijakan ini tidak diungkapkan secara memadai dalam prospektus dan melanggar prinsip keterbukaan informasi, mengingat harga pelaksanaan Waran Seri III FREN sebesar Rp 100,- per waran, sementara harga saham FREN di pasar sekunder hanya sekitar Rp 24,- per saham.

Jika mengacu pada teori perjanjian, tindakan ini perlu ditinjau, apakah dalam pelaksanaan percepatan jatuh tempo waran, tindakan tersebut dilakukan sesuai dengan itikad baik dan prinsip-prinsip hukum perjanjian, khususnya asas *pacta sunt servanda* yaitu bahwa setiap perjanjian mengikat dan wajib dipenuhi.¹⁸ Jika perubahan dilakukan tanpa mekanisme persetujuan ulang dan tanpa pemberian kompensasi, atau terdapat ketidakseimbangan posisi hukum antara emiten dan pemegang waran, maka dapat dikatakan bahwa terdapat potensi pelanggaran terhadap asas keadilan dan itikad baik, sebagaimana diatur dalam Pasal 1338 KUHPdata. Untuk mewujudkan kepastian hukum, *merger* wajib memperhatikan kepentingan investor minoritas dan pemangku kepentingan lain.¹⁹

¹⁵ John F. Ehlers, *Cycle Analytics for Traders* (New York: Wiley, 2013), hal. 89.

¹⁶ Buff Pelz Dormeier, *Investing with Volume Analysis* (New York: McGraw Hill, 2011), hal. 57.

¹⁷ Kurniawan, "The Impact of Merger Company on the Value of Stocks," *Jurnal Ekonomi* 5, no. 1 (2021): hal. 20.

¹⁸ R. Setiawan, *Pokok-Pokok Hukum Perikatan*, (Bandung: Binacipta, 1991), hal. 10.

¹⁹ *Op.Cit.*

e. Analisa dan Evaluasi Kepastian Hukum bagi Pemegang Waran dalam Pelaksanaan Percepatan Jatuh Tempo Waran

Pada dasarnya, salah satu fokus dari UU Pasar Modal sebagai landasan hukum aktivitas pasar modal adalah untuk membentuk kepastian hukum bagi investor. Regulasi ini beserta turunannya menekankan pentingnya transparansi, *fairness*, dan *equal treatment* bagi seluruh investor. Melalui prinsip keterbukaan informasi (*disclosure*), keadilan (*fairness*), serta keteraturan pasar (*market integrity*) diharapkan investor bisa mendapatkan kepastian hukum, sehingga investor dapat mengambil keputusan investasi yang rasional.

Menurut Gustav Radbruch, hukum yang baik harus menyeimbangkan tiga nilai fundamental: keadilan (*Gerechtigkeit*), kepastian hukum (*Rechtssicherheit*), dan kemanfaatan (*Zweckmäßigkeit*).²⁰ Dalam kasus FREN-W2, ditemukan masih terdapat kesenjangan informasi antara prospektus dan akta waran, dimana prospektus yang seharusnya berfungsi sebagai kontrak baku dan menjadi sumber kepastian hukum bagi investor, justru hanya memuat pokok-pokok akta dan tidak menampilkan informasi yang berdampak material secara utuh, selengkapny ada pada akta penerbitan waran yang lebih sulit diakses publik, sehingga terjadi asimetri informasi bagi pemegang waran. Kondisi ini terlihat kurang mencerminkan penerapan prinsip keterbukaan informasi. Sebagaimana kajian di atas, asimetri informasi merupakan sumber terbesar ketidakpastian hukum, terutama pada instrumen derivatif yang sensitif terhadap perubahan struktur dan fundamental korporasi, dalam hal ini karena adanya *merger*.

Dalam hukum perusahaan, *merger* mengakibatkan peleburan aset, hak, dan kewajiban ke dalam entitas baru atau entitas penerima. Jurnal Hendarini menegaskan bahwa *merger* membawa konsekuensi hukum terhadap seluruh kontrak dan instrumen keuangan yang diterbitkan perusahaan sebelum penggabungan, termasuk efek turunannya.²¹ Namun demikian, klausul dalam prospektus dan akta waran kurang menjamin keadilan substantif bagi investor karena tidak ada mekanisme kompensasi atas kerugian akibat percepatan jatuh tempo waran. Baik dalam prospektus FREN-W2 maupun regulasi yang ada belum mengatur ketentuan eksplisit mengenai mekanisme kompensasi bagi pemegang derivatif yang terdampak, sehingga menciptakan *uncertainty*.

Lon L. Fuller menekankan pentingnya *internal morality of law*, yakni kejelasan, konsistensi, dan prospektivitas aturan hukum agar dapat memberikan kepastian.²² Tanpa kepastian hukum, hukum kehilangan daya mengikatnya dan masyarakat akan menghadapi ketidakpastian dalam menjalankan hak dan kewajibannya.²³ Regulasi yang seringkali tidak harmonis menciptakan ketidakpastian bagi investor.²⁴ Kepastian hukum menuntut bahwa investor dapat memperkirakan akibat hukum dari investasinya.

²⁰ Gustav Radbruch, *Legal Philosophy* (Oxford: Oxford University Press, 1950), hal. 107.

²¹ Hendarini, *Op.Cit.*, hal. 33.

²² Lon L. Fuller, *The Morality of Law* (New Haven: Yale University Press, 1969), hal. 33.

²³ Muchsin, *Perlindungan dan Kepastian Hukum Bagi Investor di Indonesia* (Surakarta: Universitas Sebelas Maret, 2003), hal. 25.

²⁴ Rahma Donna dan Sintong Arion Hutapea, "Harmonisasi Peraturan Perlindungan Hukum bagi Investor di Pasar Modal," *Hukum Inovatif* 2, no. 2 (2025): hal. 64–73.

Kondisi yang terjadi pada FREN-W2 menunjukkan adanya *regulatory gap* antara esensi kepastian hukum yang ingin dituju oleh UU Pasar Modal dan turunannya dibandingkan dengan implementasi di lapangan. Sebagai efek derivatif, waran tunduk pada prinsip-prinsip pasar modal, namun belum memiliki mekanisme hukum eksplisit jika terjadi perubahan struktur korporasi yang berdampak pada nilai ekonominya. Melalui prospektus yang ada, investor belum bisa mendapatkan prediktabilitas mengenai risiko *merger* dan dampaknya terhadap waran yang dimiliki, karena klausul yang ditampilkan pada prospektus merupakan pokok-pokok dari akta penerbitan waran. Oleh karena itu, dapat dikatakan bahwa kewajiban keterbukaan sebagaimana diatur dalam POJK 31/2015 dan POJK 32/2015 jo. 14/2019 bersifat formalistik, tetapi belum menjamin keterbacaan dan fungsionalitas informasi bagi investor ritel, sehingga regulasi yang ada belum bisa mewujudkan kepastian hukum yang memadai bagi investor, khususnya bagi pemegang instrumen derivatif seperti waran.

3.2 Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Waran dalam Pelaksanaan Percepatan Jatuh Tempo Waran FREN-W2

a. Kajian atas Bentuk Perlindungan Hukum dalam Pasar Modal

Menurut Philipus M. Hadjon, perlindungan hukum mencakup dua bentuk, yaitu preventif (melalui pengaturan dan informasi yang jelas sebelum kerugian terjadi) dan represif (melalui pemulihan hak setelah kerugian terjadi)²⁵. Dalam praktik pasar modal Indonesia, perlindungan preventif sudah tersedia melalui prinsip keterbukaan, asas keadilan, dan larangan penyalahgunaan informasi material, yang salah satunya melalui kewajiban penerbitan prospektus dan keterbukaan informasi, namun perlindungan represif masih terbatas karena tidak semua efek turunan diatur secara eksplisit dalam hukum positif. Hal ini sejalan dengan pandangan Satjipto Rahardjo, bahwa hukum tidak hanya berfungsi sebagai aturan tertulis, tetapi juga sebagai sarana untuk melindungi dan memperkuat nilai-nilai sosial dalam masyarakat²⁶.

Dalam kajian Mangindaan juga ditekankan bahwa perlindungan investor tidak hanya bertumpu pada kepatuhan formal emiten, tetapi juga efektivitas sistem pengawasan dan ketersediaan informasi yang material bagi pengambilan keputusan²⁷. Untuk itu, prinsip *full and fair disclosure* menjadi fondasi pasar modal modern. Transparansi lembaga penunjang (KSEI, KPEI) juga merupakan bagian dari perlindungan investor.²⁸ Hal ini sejalan dengan fungsi hukum dalam pasar modal untuk melindungi pihak yang lemah, seperti investor ritel.²⁹

²⁵ Philipus M. Hadjon, *Perlindungan Hukum bagi Rakyat di Indonesia* (Surabaya: Bina Ilmu, 1987), hal. 32.

²⁶ Satjipto Rahardjo, *Ilmu Hukum* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2000), hal. 174.

²⁷ Efrain J. Z. Mangindaan, Diva Rombot, dan Alsam Polontalo, "Perlindungan Hukum Bagi Investor dalam Transaksi Jual Beli Efek di Pasar Modal," *Lex Administratum* 10, no. 4 (2022): hal. 7–12.

²⁸ Emiel Salim Siregar, Iswahyuni, dan Dina Purnama, "Peran Lembaga Penunjang Pasar Modal dalam Perlindungan Investor," *Jurnal Pasar Modal* 4, no. 2 (2024): hal. 246–257.

²⁹ Lili Rasjidi dan I.B. Wyasa Putra, "Perlindungan Investor Pasar Modal oleh SIPF," *Notarius* 12, no. 2 (2019): hal. 793–794.

b. Kajian Sistem Perlindungan Pasar Modal dari Perspektif Perilaku dan Literasi Investor

Rendahnya literasi keuangan investor ritel juga memperburuk dampak kerugian. Sebagian besar investor ritel di Indonesia berorientasi pada *trading jangka pendek* dan *rumor-based decision*, bukan pada analisis fundamental. Hal ini memperkuat temuan Hank Pruden bahwa bias perilaku seperti *overconfidence* dan *herd behavior* mendorong investor mengambil risiko yang tidak proporsional.³⁰ Semakin besar keuntungan, maka biasanya semakin tinggi risiko yang didapatkan.³¹ Sebaliknya, Warren Buffett, sebagaimana dijelaskan oleh Robert G. Hagstrom, menekankan pentingnya *margin of safety* dan rasionalitas dalam keputusan investasi, sehingga investasi menjadi aktivitas berbasis nilai, bukan spekulasi.³² Bertambahnya jumlah investor di pasar modal Indonesia seringkali juga tidak diiringi dengan perlindungan hukum yang cukup bagi para investor.³³ Oleh karena itu, sebaiknya juga diatur, bahwa klausula yang dicantumkan dalam prospektus, baik letak maupun bentuknya tidak boleh sulit dilihat ataupun susah dimengerti.³⁴

Kesenjangan antara perilaku spekulatif dan literasi hukum investor menjadi tantangan tersendiri bagi sistem perlindungan pasar modal Indonesia. Literasi keuangan merupakan bagian integral dari perlindungan preventif, karena hukum tidak dapat melindungi pihak yang tidak memahami hak dan kewajibannya sendiri. Menurut Steve Ward, kesalahan investor sering kali bukan karena pasar, melainkan karena ekspektasi yang tidak realistis dan bias emosional terhadap hasil investasi.³⁵ Dalam kasus ini, para pemegang waran FREN-W2 mungkin belum memiliki literasi yang memadai dan berorientasi untuk *trading* jangka pendek berdasarkan spekulasi dan rumor, serta didorong perilaku *overconfidence*. Secara umum, pergerakan harga waran lebih *volatile*, sehingga ada kemungkinan para pemegang waran berharap mendapatkan keuntungan yang besar secara singkat, padahal semakin besar potensi keuntungan, maka semakin besar juga resikonya. Inilah alasan mengapa diperlukan adanya regulasi yang mengatur kewajiban edukasi yang memadai bagi investor di pasar modal sebagai salah satu bentuk perlindungan hukum pada investor itu sendiri. Dengan adanya edukasi, diharapkan investor bisa memiliki bekal ilmu dan literasi yang memadai dalam melakukan transaksi di pasar modal, sehingga untuk kedepannya, jika terjadi kondisi serupa seperti pada FREN-W2, baik pemegang waran maupun yang baru berniat membeli waran bisa mengambil keputusan yang rasional dengan memperhatikan *risk* dan *margin of safety*.

³⁰ Hank Pruden, *The Three Skills of Top Trading* (New York: Wiley, 2007), hal. 42.

³¹ Ida Bagus Rama Pratistha, I Nyoman Putu Budiarta, dan Desak Gde Dwi Arini, "Akibat Hukum Terhadap Investor Karena Adanya Penghapusan Pencatatan (Forced Delisting) Perusahaan Terbuka di Pasar Modal," *Jurnal Konstruksi Hukum* 3, no. 1 (2022): hal. 141-146.

³² Robert G. Hagstrom, *The Buffett Way* (New York: Wiley, 2014), hal. 75.

³³ Hasbuddin Khalid, "Hukum dan Investasi: Aspek Perlindungan Hukum oleh Otoritas Jasa Keuangan bagi Investor Pasar Modal," *UNES Law Review* 6, no. 1 (2023): hal. 737-745.

³⁴ I Nengah Suardana, Ni Luh Mahendrawati, dan Ni Gusti Ketut Sri Astiti, "Perlindungan Hukum Terhadap Investor Berdasarkan Prinsip Keterbukaan oleh Emiten di Pasar Modal," *Jurnal Analogi Hukum* 2, no. 2 (2020): hal. 182-186.

³⁵ Steve Ward, *High Performance Trading* (London: Harriman House, 2010), hal. 102.

c. Kajian Perlindungan Hukum Pasar Modal Dilihat dari Amar Putusan Pengadilan Nomor 203/Pdt.G/2025/PN Jkt.Pst.

Dalam kasus ini, sembilan pemegang waran mengajukan gugatan Perbuatan Melawan Hukum terhadap PT Smartfren Telecom Tbk (FREN), PT XL Axiata Tbk (EXCL), Otoritas Jasa Keuangan (OJK), Kementerian Komunikasi dan Digital, Kementerian Hukum dan HAM RI, serta jajaran pimpinan Smartfren, melalui Pengadilan Negeri Jakarta Pusat dengan nomor perkara 203/Pdt.G/2025/PN Jkt.Pst, terdaftar pada tanggal 08 April 2025, yang kemudian berdasarkan data publik SIPP PN Jakarta Pusat, majelis hakim menjatuhkan amar putusan “Gugatan tidak dapat diterima (*Niet Ontvankelijke Verklaard*)” pada tanggal 08 Oktober 2025. Menurut M. Yahya Harahap, putusan *Niet Ontvankelijke Verklaard* berarti pengadilan tidak memeriksa substansi perkara karena ada cacat formil dalam gugatan, sehingga objek sengketa tidak diuji secara materiil.³⁶ Dalam konteks pasar modal, amar ini memperlihatkan keterbatasan hukum acara perdata dalam memberikan perlindungan hukum bagi investor pemegang efek turunan seperti waran, yang secara tidak langsung dapat diartikan belum diakui memiliki *legal standing* atau kepentingan hukum secara langsung terhadap aksi korporasi.

Oleh karena itu, untuk mewujudkan perlindungan hukum bagi pemegang waran, perlu desain regulasi khusus untuk efek turunan dan reformulasi norma yang mengakui hak hukum pemegang efek turunan dalam skema aksi korporasi, terutama ketika keputusan tersebut menyebabkan percepatan jatuh tempo atau hilangnya nilai waktu (*time value*).

d. Kajian Penerapan Asas Keadilan dalam Perlindungan Hukum bagi Pemegang Waran Pada Pelaksanaan Percepatan Jatuh Tempo Waran FREN-W2

Keadilan pada dasarnya adalah suatu konsep yang relatif, setiap orang tidak sama, adil menurut yang satu belum tentu adil bagi yang lainnya, hal itu tentunya harus relevan dengan ketertiban umum di mana suatu skala keadilan diakui.³⁷ Teori Keadilan menekankan pentingnya prinsip keadilan distributif dan *fairness*. Keadilan berasal dari adil, menurut Kamus Besar Bahasa Indonesia adil adalah tidak sewenang-wenang, tidak memihak, tidak berat sebelah.³⁸ Dari perspektif John Rawls, keadilan adalah hasil dari distribusi yang adil atas risiko dan manfaat sosial.³⁹ Menurut Reinhold Zippelius, terdapat beberapa bentuk keadilan, diantaranya yaitu keadilan komutatif, yang merupakan keadilan timbal balik yang terjadi ketika warga masyarakat melakukan transaksi kontraktual. Keadilan terjadi pada saat pemulihan dari keadaan cedera hak, misalnya pemberian ganti rugi bagi pihak yang dirugikan. Selain itu ada juga keadilan distributif, yaitu keadilan dalam pembagian. Misalnya dalam lapangan hukum perdata, jika ada orang memecahkan barang di toko, ia harus menggantinya tanpa melihat latar belakang sosial ekonominya.⁴⁰

³⁶ M. Yahya Harahap, *Hukum Acara Perdata* (Jakarta: Sinar Grafika, 2017), hal. 889.

³⁷ Muhamad Sadi Is, *Pengantar Ilmu Hukum*, cet. III (Jakarta: Prenamedia Group, 2019), hal. 197.

³⁸ Eko Hadi Wiyono, *Kamus Bahasa Indonesia Lengkap* (Jakarta: Akar Media, 2007), hal. 10.

³⁹ John Rawls, *Teori Keadilan: Dasar-dasar Filsafat Politik untuk Mewujudkan Kesejahteraan Sosial dalam Negara*, Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2006, hal. 14.

⁴⁰ Budiono Kusumohamidjojo, *Filsafat Hukum: Problematik Ketertiban yang Adil*, Bandung: Mandar Maju, 2011, hal. 158.

Terkait dengan pelaksanaan percepatan jatuh tempo waran FREN W-2, pemegang saham pengendali melalui PT Bali Media Telekomunikasi (BMT) berupaya memperkenalkan Opsi BMT sebagai solusi alternatif bagi pemegang waran. Meski begitu, mekanismenya bersifat *private placement* dan berada di luar kerangka prospektus. Dari perspektif keadilan komutatif dan distributif, Opsi BMT yang ditawarkan juga belum dapat dianggap sebagai mekanisme keseimbangan. Zippelius menegaskan bahwa keadilan menuntut kesetaraan risiko antara pihak kuat dan pihak lemah.⁴¹ Namun, dalam kasus ini, beban risiko sepenuhnya berada pada investor ritel, sementara pengendali menikmati manfaat dari aksi korporasi tersebut. Oleh karena itu, meskipun ditawarkan sebagai solusi transisi, Opsi BMT tidak dapat dipandang sebagai perlindungan hukum formal yang adil bagi pemegang waran. Hal ini diperkuat oleh beberapa risiko substantif, antara lain:

- 1) *Non-tradable*: Opsi BMT tidak dapat diperdagangkan di pasar sekunder, sehingga likuiditasnya nol.
- 2) Asimetri ketentuan: Rasio 94:1 dan harga pelaksanaan Rp9.400,- tidak melalui mekanisme *fairness test*.
- 3) Risiko nilai saham PT XLSMART: Harga saham pasca *merger* belum diketahui, menambah ketidakpastian nilai opsi.
- 4) Hilangnya hak hukum: Setelah menukar waran menjadi Opsi BMT, investor tidak lagi dapat menuntut FREN sebagai penerbit waran.
- 5) Tidak ada jaminan kompensasi atas *time value loss*.

Aksi korporasi seharusnya memperhatikan perlindungan hukum bagi investor dan mengedepankan prinsip perlakuan yang adil (*fair treatment*) bagi seluruh pemegang efek, termasuk derivatif.⁴² Hal ini sejalan dengan pendapat Hendarini yang menyatakan bahwa *merger* seharusnya memperhatikan kepentingan seluruh pemangku kepentingan, termasuk pemegang derivatif.⁴³ Aksi korporasi yang menyebabkan pihak yang lemah menanggung kerugian tanpa kompensasi yang adil menunjukkan lemahnya perlindungan hukum dari regulasi yang sudah ada. Penelitian Administratum mengemukakan bahwa investor minoritas seringkali berada dalam posisi lemah ketika berhadapan dengan tindakan korporasi yang kompleks dan melibatkan aspek teknis derivatif. Sehingga perlu adanya regulasi derivatif yang menyeimbangkan risiko pemegang efek turunan.⁴⁴ Dengan adanya regulasi tersebut, diharapkan pemegang waran seperti FREN-W2 dapat memperoleh perlindungan hukum yang memadai dan mempertimbangkan keadilan dan keseimbangan, baik dari risiko dan manfaat antara emiten dan pemegang waran.

e. Analisa dan Evaluasi Perlindungan Hukum terhadap Pemegang Waran dalam Pelaksanaan Percepatan Jatuh Tempo Waran

UU Pasar Modal sebagai landasan hukum aktivitas pasar modal juga bertujuan mewujudkan perlindungan hukum bagi investor dalam aktivitas pasar modal. Dari kajian yang disampaikan sebelumnya, dapat dilihat bahwa perlindungan hukum dapat

⁴¹ Budiono Kusumohamidjojo, *Op.Cit.*, hal. 157.

⁴² Aurel M. Sahira, "Kajian Keadilan dalam Corporate Action," *Das Sollen: Jurnal Kajian Kontemporer Hukum dan Masyarakat Indonesia* 2, no. 1 (2021): hal. 71

⁴³ Hendarini, *Op.Cit.*.

⁴⁴ *Administratum Journal*, "Perlindungan Investor Minoritas," 10, no. 4 (2021): hal. 11-12.

terwujud dari adanya kepastian hukum, yang kemudian bertujuan juga untuk mencari keadilan. Sebagaimana penelitian Mangindaan, perlindungan investor sangat bergantung pada adanya informasi yang lengkap, benar, dan memberikan gambaran risiko substantif, bukan hanya formal.⁴⁵ Perlindungan investor bergantung pada kelengkapan dan keakuratan informasi material.⁴⁶ Pada kasus FREN-W2, sebagaimana disampaikan pada kajian di atas, bahwa ditemukan adanya asimetri informasi antara prospektus dan akta penerbitan waran FREN-W2, sehingga prospektus yang seharusnya hadir sebagai sumber kepastian hukum tidak dapat mewujudkan kepastian hukum secara optimal. Oleh karenanya, prospektus juga tidak dapat memberikan perlindungan hukum preventif yang seharusnya bisa lebih memadai dan tidak hanya memuat informasi dasar, tetapi seharusnya juga menegaskan secara transparan kemungkinan perubahan akibat aksi korporasi.

Hal ini selaras dengan yang dikemukakan Hadjon, bahwa perlindungan efektif harus mencegah kerugian sebelum terjadi, bukan hanya memberikan respons administratif.⁴⁷ Namun ketika prospektus ternyata tidak sepenuhnya sejalan dengan realisasi, maka perlindungan hukum represif harus tersedia bagi investor, misalnya melalui intervensi regulator untuk menjamin pemulihan hak investor. Dengan demikian, teori ini menekankan bahwa perlindungan hukum dalam pasar modal tidak cukup hanya berhenti pada tahap regulasi preventif, melainkan harus dilengkapi dengan mekanisme represif yang efektif untuk menjaga kepercayaan investor dan menjamin kepastian hukum.⁴⁸ Hal ini sejalan dengan pandangan Lili Rasjidi dan I.B. Wyasa Putra yang menekankan fungsi hukum sebagai sarana perlindungan yang adaptif, fleksibel, prediktif, dan antisipatif.⁴⁹

Perlindungan hukum preventif melalui prospektus dan keterbukaan informasi sebenarnya telah diatur, namun dalam pelaksanaannya ternyata masih ditemukan adanya asimetri informasi antara prospektus dan akta yang berpotensi merugikan investor ritel apabila terjadi *corporate action* yang mempengaruhi nilai ekonomis dari waran. Perlindungan represif juga masih lemah karena belum ada *legal standing* yang jelas bagi pemegang efek turunan. Menurut Hadjon, kondisi ini menunjukkan kegagalan hukum dalam memenuhi fungsi perlindungannya secara utuh, dimana hukum berhenti pada tataran formal, bukan substansi.⁵⁰ Hal ini sebagaimana terlihat dari gugatan investor yang berakhir *Niet Ontvankelijke Verklaard* mengindikasikan adanya masalah *legal standing* yang tidak setara dengan pemegang saham, karena waran tidak memberikan hak suara atau hak korporasi. Hal ini sesuai kajian Mangindaan bahwa investor derivatif seringkali berada di luar spektrum perlindungan perdata konvensional.⁵¹ Padahal menurut Sunaryati Hartono, hukum seharusnya memiliki

⁴⁵ Mangindaan, *et al.*, *Op.Cit.*, hal. 4.

⁴⁶ Noesti, *Op.Cit.*, hal. 1-15.

⁴⁷ Hadjon, *Op.Cit.*, hal. 40.

⁴⁸ Munir Fuady, *Pasar Modal, Modernisasi Regulasi & Perlindungan Investor* (Bandung: Citra Aditya Bakti, 2001), hal. 41-42.

⁴⁹ Lili Rasjidi dan I.B. Wyasa Putra, *Hukum Sebagai Suatu Sistem* (Bandung: Remaja Rosdakarya, 1993), hal. 74.

⁵⁰ *Ibid.*

⁵¹ *Ibid.*

fungsi khusus untuk melindungi individu yang lemah secara sosial, ekonomi, dan politik, agar mereka dapat memperoleh keadilan sosial.⁵²

Dalam konteks UU P2SK, OJK berwenang memastikan kepatuhan terhadap prinsip keterbukaan dan melindungi kepentingan investor yang berpotensi dirugikan. Prinsip ini memperluas fungsi OJK tidak hanya sebagai pengawas administratif, tetapi juga harusnya berfungsi sebagai pengembang kebijakan protektif terhadap produk berisiko tinggi seperti waran. Oleh karena itu, regulator juga harus benar-benar memahami perannya, karena pemahaman regulasi rendah dan pengawasan lambat menghambat perlindungan investor.⁵³ Diperlukan upaya yang terus-menerus dari regulator, pelaku pasar, dan pihak terkait lainnya untuk memperkuat kerangka hukum dan menjamin bahwa investor dilindungi secara memadai. Perlindungan hukum preventif dapat dilakukan dengan cara memberikan edukasi kepada masyarakat maupun pengawasan yang dilakukan oleh OJK terhadap transaksi sedangkan dalam perlindungan hukum represif yaitu litigasi, non litigasi, dan sanksi.⁵⁴ OJK wajib memberi edukasi, mencegah kegiatan berbahaya, dan menindak pelaku pasar.⁵⁵ Hal ini sejalan dengan kajian Al-Zayn, bahwa kepastian hukum hanya terwujud jika regulator juga menjalankan fungsinya secara efektif.⁵⁶ Pengawasan OJK & BEI yang masih tidak optimal juga dapat menyebabkan perlindungan investor lemah.⁵⁷

4. KESIMPULAN

Sebagai efek derivatif, waran tunduk pada prinsip-prinsip pasar modal, namun belum memiliki mekanisme hukum eksplisit jika terjadi perubahan struktur korporasi yang berdampak pada nilai ekonominya. Melalui prospektus yang ada, investor belum bisa mendapatkan prediktabilitas mengenai risiko *merger* dan dampaknya terhadap waran yang dimiliki, yang mana dalam kasus *merger* antara PT Smartfren Telecom Tbk (FREN) dengan PT XL Axiata Tbk (EXCL) menyebabkan terjadinya percepatan jatuh tempo waran FREN-W2.

Kondisi yang terjadi pada FREN-W2 menunjukkan adanya *regulatory gap* antara esensi kepastian hukum yang ingin dituju oleh UU Pasar Modal dan turunannya, dibandingkan dengan implementasi di lapangan. Dalam hal ini masih ditemukan adanya asimetri informasi antara prospektus dan akta penerbitan waran, serta belum adanya mekanisme dan regulasi eksplisit yang mengatur kompensasi kerugian *time value* kepada pemegang waran dalam hal terjadi *merger*, sehingga menciptakan *uncertainty*.

⁵² Sunaryati Hartono, *Politik Hukum Menuju Satu Sistem Hukum Nasional* (Bandung: Alumni, 1991), hal. 45.

⁵³ Purnomo, *Op.Cit.*, hal. 112-118.

⁵⁴ Dewi, Ida Ayu Cintiya Kencana, I Nyoman Putu Budiarta, dan Ni Made Puspasutari Ujianti, *Perlindungan Hukum Terhadap Investor Akibat Praktik Manipulasi Dalam Pasar Modal*. *Jurnal Analogi Hukum*. 3, no.3 (2021): hal. 288-293.

⁵⁵ "Perlindungan Konsumen/Investor menurut UU OJK," *Comprehensive Journal Law* 2, no. 1 (2024): hal. 60-63.

⁵⁶ Oriza Yufa Lazuardi, Mega Hardini, dan Rahman Hakim, "Kepastian Hukum dalam Penyelesaian Sengketa di Pasar Modal Indonesia," *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum* 3, no. 3 (2025): hal. 1774-1780.

⁵⁷ "Perlindungan Investor di Pasar Modal Indonesia," *Jurnal Kajian Hukum dan Pendidikan Kewarganegaraan* 1, no. 1 (2024): hal. 30-33.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa regulasi yang ada belum bisa mewujudkan kepastian hukum yang memadai bagi investor, khususnya bagi pemegang instrumen derivatif seperti waran. Oleh karena itu, diperlukan pembaruan norma pasar modal berupa pengaturan khusus terhadap efek turunan dalam aksi korporasi, termasuk kewajiban penyediaan skema kompensasi yang proporsional. Selain itu prospektus juga wajib menampilkan seluruh informasi secara utuh agar tidak terjadi asimetri informasi yang menyebabkan ketidakpastian hukum. Diperlukan juga peran dari regulator, untuk menjalankan *regulatory function*, *supervisory function*, *enforcement function*.

Selain mewujudkan kepastian hukum, UU Pasar Modal juga bertujuan mewujudkan perlindungan hukum, karena perlindungan hukum dapat terwujud apabila ada kepastian hukum. Perlindungan investor juga sangat bergantung pada adanya informasi yang lengkap, benar, dan akurat, khususnya yang menyangkut informasi material.

Pada kasus percepatan jatuh tempo waran FREN-W2 akibat *merger* antara PT Smartfren Telecom Tbk (FREN) dengan PT XL Axiata Tbk (EXCL), ditemukan asimetri informasi antara prospektus dan akta penerbitan waran FREN-W2, sehingga prospektus yang seharusnya hadir sebagai sumber kepastian hukum tidak dapat mewujudkan perlindungan hukum secara optimal dan memadai. Oleh karenanya, prospektus seharusnya tidak hanya memuat informasi dasar, tetapi seharusnya juga menegaskan secara transparan kemungkinan perubahan akibat aksi korporasi. Hal ini guna mewujudkan perlindungan efektif yang mencegah kerugian sebelum terjadi.

Selain itu, perlindungan hukum represif juga harus tersedia bagi investor, misalnya melalui intervensi regulator untuk menjamin pemulihan hak investor. Dengan demikian, perlindungan hukum dalam pasar modal tidak cukup hanya berhenti pada tahap regulasi preventif, melainkan harus dilengkapi dengan mekanisme represif yang efektif. Hukum seharusnya berfungsi sebagai sarana perlindungan yang adaptif, fleksibel, prediktif, dan antisipatif, sehingga dalam hal terjadinya percepatan jatuh tempo waran akibat *merger* seperti FREN-W2, para pemegang waran bisa mendapatkan perlindungan hukum yang memadai. Investor derivatif seringkali berada di luar spektrum perlindungan perdata konvensional karena belum ada *legal standing* yang jelas bagi pemegang efek turunan, padahal hukum seharusnya melindungi individu yang lemah secara sosial, ekonomi, dan politik, agar mereka dapat memperoleh keadilan sosial.

Dengan demikian, dapat disimpulkan bahwa regulasi yang ada belum bisa mewujudkan perlindungan hukum secara optimal bagi pemegang instrumen derivatif seperti waran. Oleh karena itu, perlu adanya kepastian hukum melalui penyediaan regulasi pengaturan khusus terhadap efek turunan dalam aksi korporasi, sehingga pemegang waran bisa mendapatkan manfaat perlindungan hukum baik secara efektif maupun represif. Regulator harus memahami dan bisa menjalankan fungsinya sebagai pengawas administratif dan pengembang kebijakan protektif terhadap produk berisiko tinggi seperti waran, karena pemahaman regulasi rendah dan pengawasan lambat menghambat perlindungan investor. Untuk memberikan perlindungan, para investor yang melakukan transaksi di pasar modal juga wajib dibekali dengan literasi dan pengetahuan yang memadai, terlebih untuk aset derivatif berisiko tinggi seperti waran, sehingga investor bisa mengambil keputusan secara rasional.

DAFTAR PUSTAKA

Buku

- Dormeier, Buff Pelz. *Investing with Volume Analysis*. New York: McGraw Hill, 2011.
- Ehlers, John F. *Cycle Analytics for Traders*. New York: Wiley, 2013.
- Fuller, Lon L. *The Morality of Law*. New Haven: Yale University Press, 1969.
- Hagstrom, Robert G. *The Buffett Way*. New York: Wiley, 2014.
- Hadjon, Philipus M. *Perlindungan Hukum bagi Rakyat di Indonesia*. Surabaya: Bina Ilmu, 1987.
- Harahap, M. Yahya. *Hukum Acara Perdata*. Jakarta: Sinar Grafika, 2017.
- Is, Muhammad Sadi. *Pengantar Ilmu Hukum*, cet. III. Jakarta: Prenamedia Group, 2019.
- Kusumohamidjojo, Budiono. *Filsafat Hukum: Problematik Ketertiban yang Adil*. Bandung: Mandar Maju, 2011.
- Pruden, Hank. *The Three Skills of Top Trading*. New York: Wiley, 2007.
- Radbruch, Gustav. *Legal Philosophy*. Oxford: Oxford University Press, 1950.
- Rasjidi, Lili, dan I. B. Wyasa Putra. *Hukum Sebagai Suatu Sistem*. Bandung: Remaja Rosdakarya, 1993.
- Rawls, John. *Teori Keadilan: Dasar-dasar Filsafat Politik untuk Mewujudkan Kesejahteraan Sosial dalam Negara*. Yogyakarta: Pustaka Pelajar, 2006.
- Setiawan, R. *Pokok-Pokok Hukum Perikatan*. Bandung: Binacipta, 1991.
- Subekti. *Hukum Perjanjian*. Jakarta: Intermasa, 2002.
- Sutedi, Adrian. *Pasar Modal: Mengenal Nasabah sebagai Pencegahan Pencucian Uang*. Bandung: Alfabeta, 2013.
- Ward, Steve. *High Performance Trading*. London: Harriman House, 2010.
- Wiyono, Eko Hadi. *Kamus Bahasa Indonesia Lengkap*. Jakarta: Akar Media, 2007.
- Fuady, Munir. *Hukum Kontrak: Dari Sudut Pandang Hukum Bisnis*. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2003.
- — —, Munir. *Pasar Modal, Modernisasi Regulasi & Perlindungan Investor*. Bandung: Citra Aditya Bakti, 2001.
- Hartono, Sunaryati. *Politik Hukum Menuju Satu Sistem Hukum Nasional*. Bandung: Alumni, 1991.
- HS, Salim. *Perkembangan Hukum Kontrak di Luar KUHPerdata*. Jakarta: RajaGrafindo Persada, 2010.

Jurnal/Prosiding

- Dewi, Ida Ayu Cintiya Kencana, I Nyoman Putu Budiarta, dan Ni Made Puspasutari Ujianti. "Perlindungan Hukum Terhadap Investor Akibat Praktik Manipulasi Dalam Pasar Modal." *Jurnal Analogi Hukum* 3, no. 3 (2021): 288-293.
- Fahmi. "Transparansi dan Perlindungan Investor di Indonesia." *Jurnal Cendekia Hukum* 9, no. 1 (2021): 121-130.
- Hendardini, Raden Roro Citra. "Akuisisi, Merger, dan Konsolidasi Perusahaan dalam Pasar Modal." *Indonesian Notary* 3, no. 4 (2021): 731-748.
- — — — —. "Konsekuensi Hukum Merger terhadap Instrumen Keuangan." *Administratum Journal* 3, no. 1 (2023): 1-10.
- Khalid, Hasbuddin. "Hukum dan Investasi: Aspek Perlindungan Hukum oleh OJK bagi Investor Pasar Modal." *UNES Law Review* 6, no. 1 (2023): 737-745.
- Kurniawan. "The Impact of Merger Company on the Value of Stocks." *Jurnal Ekonomi* 5, no. 1 (2021): 20.

- Lazuardi, Oriza Yufa, Mega Hardini, dan Rahman Hakim. "Kepastian Hukum dalam Penyelesaian Sengketa di Pasar Modal Indonesia." *Al-Zayn: Jurnal Ilmu Sosial & Hukum* 3, no. 3 (2025): 1774-1780.
- Mangindaan, Efrain J. Z., Diva Rombot, dan Alsam Polontalo. "Perlindungan Hukum Bagi Investor dalam Transaksi Jual Beli Efek di Pasar Modal." *Lex Administratum* 10, no. 4 (2022): 7-12.
- Noesti. "Perlindungan Hukum Investor dalam Transaksi di Bursa Efek." *Indonesian Journal of Law and Justice* 2, no. 1 (2024): 1-15.
- Pratistha, Ida Bagus Rama, I Nyoman Putu Budiarta, dan Desak Gde Dwi Arini. "Akibat Hukum Terhadap Investor Karena Forced Delisting Perusahaan Terbuka." *Jurnal Konstruksi Hukum* 3, no. 1 (2022): 141-146.
- Prayitno, Vicky. "Studi Kasus Tindak Pidana Pasar Modal pada PT Reliance Securities, Tbk dan PT Magnus Capital." *Dharmasiswa* 2, no. 2 (2022): 653-674.
- Radinda, Fisuda Alifa Mimiamanda, Monika Ardia Ningsi Massora, dan Ricka Auliaty Fathonah. "Praktik Insider Trading sebagai Bentuk Pelanggaran Prinsip Keterbukaan Informasi dalam Pasar Modal di Indonesia." *Jurnal Cakrawala Hukum* 11, no. 1 (2020): 41-49.
- Rahardjo, S. "Hukum Bisnis: Perspektif Pasar Modal." *Jurnal Kajian Hukum Ekonomi* 1, no. 2 (2018): 23-30.
- Rahma Donna dan Sintong Arion Hutapea. "Harmonisasi Peraturan Perlindungan Hukum bagi Investor di Pasar Modal." *Hukum Inovatif* 2, no. 2 (2025): 64-73.
- Rasjidi, Lili dan I. B. Wyasa Putra. "Perlindungan Investor Pasar Modal oleh SIPF." *Notarius* 12, no. 2 (2019): 793-794.
- Sahira, Aurel M. "Kajian Keadilan dalam Corporate Action." *Das Sollen: Jurnal Kajian Kontemporer Hukum dan Masyarakat Indonesia* 2, no. 1 (2021): 71.
- Suardana, I Nengah, Ni Luh Mahendrawati, dan Ni Gusti Ketut Sri Astiti. "Perlindungan Hukum Terhadap Investor Berdasarkan Prinsip Keterbukaan oleh Emiten di Pasar Modal." *Jurnal Analogi Hukum* 2, no. 2 (2020): 182-186.
- Administratum Journal*. "Perlindungan Investor Minoritas." *Administratum Journal* 10, no. 4 (2021): 11-12.
- "Perlindungan Investor di Pasar Modal Indonesia." *Jurnal Kajian Hukum dan Pendidikan Kewarganegaraan* 1, no. 1 (2024): 30-33.
- "Perlindungan Konsumen/Investor menurut UU OJK." *Comprehensive Journal Law* 2, no. 1 (2024): 60-63.
- "Prospektus dan Tanggung Jawab Emiten atas Informasi Menyesatkan." *Comprehensive Journal Law* 2, no. 1 (2024): 51-63.

Peraturan Perundang-Undangan

- Undang-Undang Dasar Negara Republik Indonesia Tahun 1945.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 21 Tahun 2011 tentang Otoritas Jasa Keuangan.
- Undang-Undang Republik Indonesia Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan.
- Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih

Dahulu sebagaimana diubah dengan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 14/POJK.04/2019.
Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 31/POJK.04/2015 tentang Keterbukaan atas Informasi atau Fakta Material oleh Emiten atau Perusahaan Publik.
Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum.
Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 29/POJK.04/2021 tentang Penawaran Efek Melalui Layanan Urut Dana Berbasis Teknologi Informasi.
Peraturan Bursa Efek Indonesia Nomor I-A Kep-00101/BEI/12-2021 tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham di Bursa Efek.