



Penerapan Kebijakan Special Purpose Acquisition Company di Indonesia: Analisis Legal Framework dan Perlindungan Investor

Ezra Sebastian¹, Jaden Asher Marpaung¹, Gerhan Muhammad Rizky^{1*}

¹ Universitas Pelita Harapan, Tangerang, Banten, Indonesia

*Corresponding Author: Ezra Sebastian

✉ gerhan538@gmail.com

Artikel Histori

Direvisi: 09-06-2026

Diterima: 14-08-2026

Diterbitkan: 26-09-2026

Abstrak: Penelitian ini menganalisis kelayakan penerapan mekanisme Special Purpose Acquisition Company (SPAC) dalam sistem hukum dan pasar modal Indonesia. SPAC merupakan perusahaan cangkang yang dibentuk khusus untuk melakukan akuisisi terhadap perusahaan target melalui mekanisme penawaran umum perdana (IPO), kemudian melakukan merger (*de-SPAC*). Kajian ini dilakukan melalui pendekatan yuridis normatif dengan menelaah regulasi terkait, khususnya Undang-Undang Perseroan Terbatas, Undang-Undang Pasar Modal, dan Undang-Undang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan. Hasil penelitian menunjukkan bahwa secara konseptual, SPAC memiliki potensi untuk diterapkan di Indonesia sebagai alternatif IPO yang lebih efisien, terutama bagi perusahaan rintisan dan sektor teknologi. Namun, terdapat beberapa kendala hukum substantif, di antaranya: (1) ketiadaan klasifikasi KBLI yang spesifik untuk SPAC, (2) persyaratan pencatatan di Bursa Efek Indonesia yang mensyaratkan perusahaan memiliki pendapatan dan kegiatan operasional, sementara SPAC tidak memiliki aktivitas usaha sebelum merger, dan (3) ketiadaan regulasi khusus yang mengatur skema *trust fund*, hak *redemption*, dan mekanisme *Private Investment in Public Equity* (PIPE) sebagai pengganti Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Di sisi perlindungan investor, penelitian mengidentifikasi sejumlah risiko seperti asimetri informasi, konflik kepentingan sponsor, potensi *insider trading*, serta praktik *misleading information* yang rentan terjadi akibat belum adanya pengaturan *lex specialis*. Namun, dengan keunggulan dalam memenuhi target IHSG dan keberhasilan SPAC di negara lain, sejatinya mekanisme ini tetap layak diperhitungkan dengan penyesuaian beberapa aspek dan regulasi.

Kata Kunci: SPAC; IPO; Perlindungan Investor

Abstract: This study analyzes the feasibility of implementing the Special Purpose Acquisition Company (SPAC) mechanism within the Indonesian legal system and capital market framework. A SPAC is a shell company established specifically to conduct an initial public offering (IPO) and subsequently acquire and merge with a target company through a *de-SPAC* transaction. This research adopts a normative juridical approach by examining relevant regulations, particularly the Company Law, the Capital Market Law, and the Law on the Development and Strengthening of the Financial Sector. The findings indicate that, conceptually, SPACs have the potential to be implemented in Indonesia as an alternative and more efficient IPO mechanism, particularly for startup companies and technology-based sectors. However, several substantive legal constraints remain, including (1) the absence of a specific Indonesian Standard Industrial Classification (KBLI) for SPACs, (2) listing requirements of the Indonesia Stock Exchange that require companies to have operational activities and revenue, while SPACs do not conduct business operations prior to a merger, and (3) the absence of specific regulations governing trust fund arrangements, redemption rights, and the Private Investment in Public Equity (PIPE) mechanism as a substitute for pre-emptive rights (HMETD). From an investor protection perspective, this study identifies risks such as information asymmetry, conflicts of interest involving sponsors, potential insider trading, and misleading information resulting from the lack of a *lex specialis* regulating SPACs. Nevertheless, considering the successful implementation of SPACs in other jurisdictions and their potential contribution to capital market performance, this mechanism remains worthy of consideration in Indonesia, subject to necessary regulatory adjustments and legal refinement.

Keywords: SPAC; IPO, Investor Protection

Pendahuluan

Pasca pandemi, lanskap sektor keuangan Indonesia mengalami transformasi signifikan dengan diluncurkannya Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan ("UU P2SK"). Reformasi struktural ini menjadi katalisator dalam memperkuat ketahanan sistem keuangan nasional. Sejalan dengan hal tersebut, Presiden Indonesia, Prabowo Subianto, menargetkan pertumbuhan ekonomi sebesar 8% pada tahun 2029 mendatang.¹ Di tengah arus transformasi, pasar modal Indonesia berkembang menjadi elemen strategis dalam mendorong pertumbuhan ekonomi.

Pasar modal memiliki peran sebagai pendukung pertumbuhan ekonomi melalui kontribusinya dalam memberikan dukungan modal kepada pelaku usaha. Dengan dukungan modal tersebut, pelaku usaha bisa melakukan ekspansi bisnis yang berpotensi mempengaruhi penciptaan lapangan kerja dan pembangunan infrastruktur.² Sehingga ekonomi dapat berputar di masyarakat. Seiring dengan hal tersebut, Menteri Keuangan Republik Indonesia, Bapak Purbaya Yudhi Sadewa memberikan target Indeks Harga Saham Gabungan (IHSG) pada level 36.000 dalam 5 hingga 10 tahun mendatang. Tetapi, saat ini IHSG masih berada di angka Rp 8.000.³

Dalam konteks ini, agar suatu perusahaan dapat terdaftar dan melakukan perdagangan atas kepemilikan saham perseroan kepada publik, perusahaan diharuskan melalui *Initial Public Offering* (IPO). IPO sebagaimana mengacu kepada Pasal 1 Angka (5) Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal yang menjelaskan bahwa *go public* atau IPO adalah kegiatan penawaran efek yang dilakukan oleh emiten untuk menjual efek kepada masyarakat. Emiten sendiri dapat dipahami sebagai pihak yang menawarkan saham yang dimilikinya.⁴

Proses IPO melibatkan banyak tahap dan pihak penunjang, sehingga tidak mudah, terutama bagi startup dengan potensi tinggi, namun belum memenuhi syarat laba selama tiga tahun berturut-turut. Alternatif seperti SPAC mengisi celah ini, meski IPO tetap menawarkan modal baru dan perbaikan dalam tata kelola, yang mana sebelumnya hal ini menjadi pertimbangan perseroan dalam hal melakukan IPO. Padahal di sisi lainnya, IPO berpotensi menghadirkan sumber permodalan baru sekaligus meningkatkan tata kelola perusahaan. Pada sektor *fintech*, baru terdapat 4 (empat) perusahaan yang terdaftar di bursa efek Indonesia, yakni PT Gojek Tokopedia Tbk, PT Cashlez Worldwide Indonesia Tbk, PT Hansae Davest Indonesia Tbk, PT Super Bank Indonesia (Superbank).⁵

Seiring dengan kemajuan teknologi dan perkembangan informasi, muncul cara baru bagi perusahaan untuk dapat tercatat di bursa tanpa melalui proses IPO secara langsung, yaitu melalui *Special Purpose Acquisition Company* (SPAC). SPAC merupakan perusahaan cangkang yang dibentuk khusus dengan tujuan melakukan akuisisi terhadap perusahaan lain. Berbeda dengan perusahaan pada umumnya, SPAC tidak memiliki kegiatan usaha atau aktivitas operasional. Dalam praktiknya, SPAC menawarkan *trust* kepada para investornya dengan mengandalkan reputasi serta kredibilitas tim pendiri atau sponsornya yang umumnya berasal dari kalangan profesional berpengalaman. Dana yang dihimpun dari investor kemudian ditempatkan dalam *escrow account*, dan dalam jangka waktu tertentu, biasanya sekitar dua tahun, SPAC akan mencari perusahaan target yang akan diakuisisi. Dengan demikian, SPAC dirancang secara khusus untuk menghimpun modal publik dan menggunakannya dalam proses akuisisi terhadap perusahaan tertutup (*private company*) atau entitas target lainnya.

¹ Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan

² Fathori, F. (2023). Peran pasar modal dalam pembangunan ekonomi: Studi kasus tentang kontribusi pasar saham terhadap pertumbuhan ekonomi di negara berkembang. *CURRENCY (Jurnal Ekonomi Dan Perbankan Syariah)*, 2(1), 233-242.

³ Purbaya Yudhi Sadewa. (2025, October 10). *Purbaya ramal IHSG bisa tembus 36.000, begini penjelasannya!* CNBC Indonesia. <https://www.cnbcindonesia.com/market/20251010111439-17-674687/purbaya-ramal-ihsg-bisa-tembus-36000-begini-penjasannya>

⁴ Hukumonline. (n.d.). *Adakah perbedaan perseroan publik dan perseroan terbuka?* <https://www.hukumonline.com/klinik/a/adakah-perbedaan-perseroan-publik-dan-perseroan-terbuka-lt59d19e8d6de3d/>

⁵ Dwinanda, I. A. (2024). Analisis hukum terkait IPO GoTo di BEI. *Jurnal Hukum Kenotariatan Otentik*, 6(1). <https://journal.univpancasila.ac.id/index.php/otentik/article/download/6215/2795/25828>

SPAC pertama kali lahir di Amerika Serikat pada awal tahun 1990-an sebagai inovasi pasar modal yang memungkinkan perusahaan melakukan penggalangan dana publik dengan cepat tanpa melalui proses IPO konvensional terlebih dahulu. SPAC menjadi populer di Amerika Serikat, serta di pasar modal Singapura dan Hong Kong, karena proses pencatatan dan penggalangan dana yang relatif lebih cepat dan efisien dibandingkan dengan IPO tradisional.⁶ Di Indonesia sendiri, SPAC sejatinya memiliki potensi sebagai instrumen pembiayaan inovatif terutama untuk mendukung perusahaan rintisan (*startup*) dan sektor teknologi yang berkembang pesat. Namun, sampai saat ini Indonesia belum memiliki regulasi yang secara khusus mengatur tentang SPAC. SPAC harus didukung oleh regulasi yang mampu mendukung pelaksanaannya yang kompleks mengingat sifatnya yang berbeda dengan IPO tradisional. Regulasi ini sekiranya dapat mengatur berbagai aspek terkait pelaksanaan SPAC, yang di dalamnya mencakup aspek teknis dan perlindungan bagi investor dalam pelaksanaan SPAC.

Meninjau pada berbagai regulasi yang mengatur tentang proses pelaksanaan IPO di Indonesia, sejatinya kerangka hukum pasar modal dan perseroan terbatas memiliki cakupan pengaturan yang cukup komprehensif. Regulasi tentang IPO atau penawaran umum sudah diatur di berbagai peraturan perundang-undangan. Dasar hukum utama tentang pelaksanaan IPO adalah Undang-Undang Cipta Kerja Nomor..., Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas (UU 40/2007), dan Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (UU 8/1995). Selain itu, terdapat juga peraturan perundang-undangan yang mengatur hal-hal yang lebih teknis terkait penawaran umum, seperti Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 41/POJK.04/2020 Tahun 2020 tentang Pelaksanaan Kegiatan Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas, Efek Bersifat Utang, dan/atau Sukuk Secara Elektronik (POJK 41/2020), POJK No.14 /POJK.04/2019 tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu, dan lain sebagainya (POJK 14/2019). Akan tetapi, pada kenyataannya masih terdapat aspek yang harus diakomodasikan secara terkhusus dalam pelaksanaan IPO SPAC.

SPAC memiliki karakteristik khusus yang membedakannya dari perseroan pada umumnya. Dalam hal ini, kategori perseroan dapat ditinjau pada Pasal 109 Undang-Undang Cipta Kerja (UUCK), yang menyatakan bahwa perseroan terdiri atas lima unsur, yaitu:

- a. Berbentuk badan hukum
- b. Didirikan atas dasar perjanjian
- c. Melakukan atau mempunyai kegiatan usaha
- d. Modalnya dibagi atas saham
- e. Memenuhi persyaratan undang-undang dan peraturan pelaksanaannya.⁷

Berdasarkan unsur-unsur perseroan terbatas yang telah diatur dalam Pasal 109 UUCK, terdapat perbedaan signifikan dengan ciri atau sifat dari SPAC. Perbedaan utamanya dalam hal ini adalah SPAC tidak mempunyai kegiatan usaha operasional karena sifatnya sebagai perusahaan cangkang yang hanya bertujuan khusus untuk mengakuisisi satu atau lebih perusahaan operasi melalui kombinasi atau *merger* dengan perusahaan operasi. Selain itu, mengingat SPAC didirikan dengan tujuan mengumpulkan dana melalui IPO, maka perlu juga untuk memperhatikan pengaturan dalam pasar modal terkait persyaratan perseroan.

Sifat SPAC yang berbeda dari perseroan pada umumnya, juga cenderung bertentangan dengan ketentuan dalam Peraturan PT Bursa Efek Indonesia. Dalam hal ini, ketentuan III 1.1. Peraturan PT Bursa Efek Indonesia Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat, perusahaan atau badan usaha yang dapat melakukan penawaran umum melalui pencatatan saham di Bursa Efek adalah badan usaha yang berbentuk PT atau Perseroan. Selain itu, SPAC juga memiliki perbedaan dalam hal jangka waktu pelaksanaan waran dengan IPO tradisional. Dalam hal ini, jangka waktu pelaksanaan waran untuk IPO SPAC cenderung jauh lebih cepat

⁶ Tan, D., Disemadi, H. S., & Sudirman, L. (2024). Decoding the Special Purpose Acquisition Companies: A New Frontier in Tech Start-Up Financing. *Padjadjaran Jurnal Ilmu Hukum (Journal of Law)*, 11(1), 97-121.

⁷ *Ibid.*

dibandingkan dengan IPO tradisional. Terakhir, SPAC juga memiliki mekanisme penggalangan dan tambahan yang berbeda dengan IPO tradisional. Dalam hal ini, penggalan dana tambahan untuk IPO tradisional biasanya dilaksanakan melalui mekanisme Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD). Sementara itu, SPAC melakukan penggalangan dana tambahan melalui mekanisme *Private Investment in Public Equity* (PIPE).

Meninjau pada unsur-unsur perseroan dan teknis pelaksanaan IPO yang diatur dalam peraturan perundang-undangan yang sudah ada, serta mengacu pada definisi dan karakteristik SPAC, maka masih terdapat kekosongan hukum terkait penerapan SPAC di Indonesia. Berdasarkan hal ini, maka penelitian ini bertujuan untuk menganalisis kelayakan penerapan mekanisme SPAC berdasarkan peraturan perundang-undangan atau regulasi yang ada di Indonesia. Selain itu, penelitian ini juga akan menganalisis perlindungan hukum bagi investor dalam pelaksanaan proses SPAC di Indonesia.

Metode

Metode penelitian dalam penulisan ini adalah penelitian hukum normatif dan doktrinal. Metode ini digunakan untuk mencari suatu kebenaran koherensi dengan objek penelitian berupa sinkronisasi mekanisme SPAC) terhadap regulasi perseroan terbatas dan pasar modal di Indonesia. Pendekatan yang digunakan dalam penulisan ini adalah pendekatan undang-undang serta pendekatan konseptual. Pendekatan undang-undang dilakukan dengan menelaah seluruh regulasi yang berkaitan dengan isu hukum yang menjadi fokus penelitian, terutama terkait syarat klasifikasi bidang usaha (KBLI), standar pencatatan emiten pada Bursa Efek Indonesia, serta mekanisme dalam UU P2SK. Sedangkan pada pendekatan konseptual dilakukan dengan menggunakan konsep serta pandangan para ahli hukum mengenai perusahaan cangkang, doktrin *fiduciary duty*, dan prinsip keterbukaan demi memitigasi risiko asimetri informasi bagi investor ritel. Melalui penggunaan metode tersebut, penulis membangun suatu argumentasi hukum yang komprehensif untuk memberikan jawaban atas isu hukum terkait kelayakan dan perlindungan investor dalam penerapan SPAC di Indonesia.

Hasil dan Pembahasan

Konstruksi Hukum SPAC Berdasarkan Regulasi di Indonesia

Dalam sistem hukum Indonesia, kegiatan usaha atau bisnis dialaskan pada suatu badan usaha, yang dimana terdapat dua jenis yakni badan usaha berbadan hukum seperti perseroan terbatas, yayasan, dan koperasi.⁸ Selain itu jenis yang kedua adalah badan usaha bukan berbadan hukum seperti Perusahaan perorangan, usaha dagang, Perusahaan persekutuan, yang terdiri dari Persekutuan Perdata, Firma, dan Persekutuan Komanditer (CV).⁹

Kedua jenis tersebut pada dasarnya dibedakan berdasarkan beberapa karakteristik, tetapi unsur tanggung jawab menjadi karakteristik utama yang paling membedakan, yang mana jika badan usaha berbadan hukum, tanggung jawab nya menjadi tanggung jawab perseroan artinya tidak sampai menyangkut harta pribadi jika terjadi pailit.¹⁰ Sedangkan, pada badan usaha berbadan hukum, tanggung jawab nya sampai kepada harta pribadi.

Pada umumnya, kegiatan perusahaan dalam skala menengah hingga besar menggunakan badan usaha berbadan hukum Perseroan Terbatas ("PT"). Hal ini didasari bahwa PT memiliki tanggung jawab terpisah antara pemegang saham dengan perseroan serta organ yang lengkap dan profesional untuk menjalankan suatu bisnis. Regulasi pendirian perseroan terbatas di Indonesia diatur dalam Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas ("UU PT"). Dalam konteks SPAC

⁸ E. T. R. Mayora dan N. K. Umboh, "Perbandingan Aspek Legalitas dan Tanggung Jawab Badan Usaha Berbadan Hukum dan Tidak Berbadan Hukum dalam Usaha Kecil dan Menengah (UKM) di Sektor Industri", Jurnal Intelek dan Cendekiawan Nusantara, Vol. 1, No. 4 (2024): 5953.

⁹ Ibid.

¹⁰ Isawa Arby Sarjana, "Analisis Yuridis Mengenai Perseroan Perorangan Menurut Pasal 153A Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2020 Tentang Cipta Kerja", Jurnal Dinamika, Vol. 28, No. 19 (2022): 6002-6014.

sebagaimana dijelaskan pada pendahuluan, SPAC memiliki model bisnis yang berbeda dengan perusahaan pada umumnya. SPAC didirikan untuk melakukan IPO dan setelah itu merger dengan perusahaan yang ditargetkan.

Pada saat jurnal ini ditulis belum terdapat pengaturan spesifik yang mengaturnya. Namun demikian, UU PT membuka peluang untuk diterapkannya SPAC. Berdasarkan Pasal 154 ayat (1) UU PT menyatakan bahwa perseroan yang memiliki sifat terkhusus atau berbeda dari perseroan pada umumnya, dapat diatur melalui pengaturan khusus. Dalam hal ini, tidak menutup kemungkinan bahwa SPAC dapat dikategorikan sebagai perseroan yang memiliki sifat khusus atau berbeda dari perusahaan lain.

Kegiatan usaha SPAC bertujuan menggalang dana dalam jumlah besar dan terdapat investor institusional dan individu, sehingga badan usaha yang identik dengan kegiatan bisnis SPAC adalah PT. Selain itu, SPAC akan melakukan IPO. Berdasarkan Undang-Undang 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan ("UU P2SK"), hanya perusahaan berbentuk badan hukum dengan bentuk perseroan terbatas, termasuk UMK dan Koperasi berbentuk PT yang bisa melakukan IPO.¹¹

Lebih lanjut, setelah dilakukan IPO, SPAC akan melakukan merger terhadap perusahaan target, yang dimana jika mengacu kepada UUPT, kegiatan merger dan akuisisi hingga peleburan hanya bisa dilakukan oleh PT. Dengan demikian, perlu dilihat terlebih dahulu dari perspektif UU PT, apakah eksistensi SPAC dimungkinkan atau tidak.

Pendirian PT memerlukan berbagai aspek salah satunya diperlukan persetujuan dari Kementerian Hukum ("Kemenkum") yang dituangkan dalam keputusan menteri dan untuk memperoleh keputusan tersebut perusahaan harus melengkapi dokumen yang dipersyaratkan, salah satunya adalah maksud dan tujuan serta kegiatan usaha perseroan sebagaimana diatur dalam Pasal 9 ayat (1) huruf d UU PT. Hal tersebut juga kemudian ditegaskan dalam Pasal 18 UU PT yang berbunyi:

"Perseroan harus mempunyai maksud dan tujuan serta kegiatan usaha yang dicantumkan dalam anggaran dasar Perseroan sesuai dengan ketentuan peraturan perundang-undangan"

Suatu pendirian PT selain mengacu pada ketentuan dalam UUPT, juga mengacu pada Pasal 1 angka 4 dan 5 Peraturan Pemerintah Nomor 24 Tahun 2018 tentang Pelayanan Perizinan Berusaha Terintegrasi Secara Elektronik, bahwa pendirian PT tersebut wajib ditindaklanjuti dengan pengurusan perizinan berusaha melalui *Online Single Submission* (OSS) dengan mengacu pada Klasifikasi Baku Lapangan Usaha Indonesia (KBLI) yang merupakan klasifikasi rujukan yang digunakan untuk mengklasifikasikan aktivitas atau kegiatan ekonomi Indonesia ke dalam beberapa lapangan usaha atau bidang usaha yang dibedakan berdasarkan jenis kegiatan ekonomi yang menghasilkan produk atau output baik berupa barang maupun jasa.

Dalam menentukan maksud dan tujuan perseroan, SPAC memiliki perbedaan dengan perusahaan pada umumnya. SPAC tidak memiliki kegiatan operasional bisnis. Ketika SPAC didirikan, objektivitas pendiriannya hanya mengumpulkan dana sebagai modal di awal dan melakukan IPO. Saat ini belum terdapat KBLI yang relevan dengan model bisnis SPAC di Indonesia. Oleh karena itu, SPAC tidak memiliki landasan secara hukum untuk menjalankan SPAC tersebut. Meski demikian terdapat KBLI yang mendekati dengan model bisnis SPAC, yakni KBLI 64200 yang menyatakan bahwa

"suatu perusahaan induk atau holding yang memiliki cakupan kegiatan yang berkaitan dengan perancangan strategi untuk merger dan akuisisi, dengan menggunakan jasa penasihat dan perunding."

KBLI tersebut bisa digunakan kegiatan usaha yang di desain untuk merancang strategi merger dan akuisisi. Namun, KBLI tersebut ditujukan kepada perusahaan induk yang dalam hal ini masih belum relevan dengan SPAC. Selain KBLI 64200, terdapat KBLI 64999 terkait dengan aktivitas usaha jasa

¹¹ SIP Law Firm. (2025, December 15). Ketika perusahaan startup menjadi go public: Apa saja kriteria yang wajib dipenuhi? <https://siplawfirm.id/ketika-perusahaan-startup-menjadi-go-public-apa-saja-kriteria-yang-wajib-dipenuhi/?lang=id>

keuangan lainnya kecuali asuransi dan dana pensiun. Secara karakteristik KBLI tersebut lebih dekat dengan SPAC karena mencakup aktivitas investasi dan perdagangan atas nama sendiri serta peran sebagai *financial vehicle corporation*.¹² Ruang lingkup tersebut secara fungsional sejalan dengan entitas yang dibentuk untuk mengelola dana dan melakukan akuisisi di kemudian hari. Namun, klasifikasi KBLI 64999 masih menempatkan kegiatan usaha pada sektor jasa keuangan secara umum, sehingga belum secara spesifik mencerminkan karakter badan usaha dengan tujuan akuisisi tertentu seperti SPAC. Meski demikian, tidak menutup kemungkinan SPAC bisa didirikan di Indonesia jika memberikan dasar hukum aktivitas SPAC yakni pengumpulan modal (sponsor) dan melakukan IPO serta merger sebagai suatu kegiatan usaha baru.

Jika ditinjau dari sisi proses IPO, perusahaan harus menyusun Prospektus dan melengkapi beberapa dokumen pendaftaran sebagaimana diatur dalam Pasal 3 Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 7/POJK.04/2017 tentang Dokumen Pernyataan Pendaftaran dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas, Efek Bersifat Utang, dan/atau Sukuk ("SAL 7/POJK.04/2017") yang berbunyi:

"Dalam rangka pengajuan Pernyataan Pendaftaran sebagaimana dimaksud dalam Pasal 2 ayat (1), Emiten harus menyampaikan dokumen paling sedikit terdiri atas:

- a. surat pengantar Pernyataan Pendaftaran sesuai dengan format Surat Pengantar Pernyataan Pendaftaran sebagaimana tercantum dalam Lampiran yang merupakan bagian tidak terpisahkan dari Peraturan Otoritas Jasa Keuangan ini;
- b. Prospektus;
- c. Prospektus Ringkas;
- d. Prospektus Awal (jika ada); dan
- e. dokumen lain yang harus disampaikan sebagai bagian dari Pernyataan Pendaftaran".

Isi dan bentuk Prospektus diatur dalam Salinan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 8/POJK.04/2017 tentang Bentuk dan Isi Prospektus dan Prospektus Ringkas dalam Rangka Penawaran Umum Efek Bersifat Ekuitas ("SAL 8/POJK.04/2017") yang dimana pada Pasal 6 huruf K, dijelaskan bahwa Prospektus memuat keterangan tentang Emiten, kegiatan usaha, serta kecenderungan dan prospek usaha. Mengacu pada pasal tersebut, dalam hal SPAC, ketentuan tersebut tidak bisa serta merta diterapkan. Hal ini didasari perbedaan bisnis model SPAC yang dibentuk hanya untuk mengumpulkan dana lalu melakukan IPO tanpa memiliki kegiatan operasional. Sehingga keterangan usaha dalam SPAC hanya bisa dipaparkan dalam ruang lingkup spekulasi tanpa adanya gambaran yang terstruktur.

Lebih lanjut pada tahap pencatatan saham di Bursa Efek Indonesia ("BEI") mengacu kepada Surat Keputusan Direksi PT Bursa Efek Indonesia Nomor Kep-00101/BEI/12-2021 Perihal Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham Dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham Yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat. Pada ketentuan tersebut tepatnya pada bagian II.2.1 dijelaskan bahwa Bursa berwenang menyetujui atau menolak permohonan Pencatatan termasuk menetapkan papan pencatatannya, setelah melakukan penelaahan atas keterangan-keterangan dan dokumen yang disampaikan Calon Perusahaan Tercatat atau yang diperoleh Bursa dengan tidak hanya mempertimbangkan pada aspek formal, tetapi juga mempertimbangkan substansi persyaratan dan karakteristik tertentu. Karakteristik tertentu tersebut dijelaskan pada bagian III.3.1 yang mengharuskan perusahaan memiliki pertumbuhan pendapatan yang tinggi.

Selain pertumbuhan pendapatan yang tinggi, untuk dapat tercatat dalam Papan Pengembangan maupun Papan Utama, BEI menilai kegiatan operasional yang menghasilkan pendapatan atau laba. Papan Pengembangan sebagaimana dijelaskan pada Bagian III.2.3 dan III.3.3 mensyaratkan perusahaan telah menjalankan kegiatan usaha secara komersial dan membukukan pendapatan setidaknya selama

¹² Badan Pusat Statistik. (2020). *Klasifikasi Baku Lapangan Usaha Indonesia (KBLI) 2020*. <https://oss.go.id/id/kbli/detail/fef78d36-e42b-45f6-acfc-fb10a8b6c8c5>

satu tahun, sedangkan Papan Utama pada Bagian III.2.2 dan III.2.3 mensyaratkan kegiatan operasional dan membukukan pendapatan selama tiga tahun.

Dalam konteks SPAC, sepanjang belum dilakukannya merger dengan perusahaan target, SPAC tidak memiliki kegiatan usaha atau operasional yang membukukan pendapatan. Dengan demikian, kondisi tersebut berpotensi membuat SPAC tidak bisa melanjutkan proses IPO, dan terhambat pada proses pencatatan saham yang disebabkan tidak sesuainya bisnis model SPAC dengan ketentuan pencatatan saham BEI. Berbicara mengenai aktivitas jasa keuangan, dalam proses IPO peran sponsor dan konsorsium pendirinya menjadi tulang punggung kredibilitas yang menggantikan track record operasional dan keuangan yang menjadi syarat utama IPO tradisional. Sponsor tersebut merupakan sebuah konsorsium

Setelah SPAC berhasil melakukan IPO dan dana ditempatkan dalam escrow account, tahap selanjutnya adalah mengakuisisi perusahaan target melalui mekanisme merger. Dua skenario hukum yang paling lazim digunakan adalah *Reverse Triangular Merger* dan *Direct Merger*, yang masing-masing memiliki pertimbangan strategis dan hukum. Dalam skenario *Direct Merger*, perusahaan target melebur sepenuhnya ke dalam entitas SPAC. Berdasarkan Pasal 1 angka 9 UU PT, tindakan ini mengakibatkan seluruh aktiva dan pasiva perusahaan target beralih demi hukum kepada SPAC, dan selanjutnya perusahaan target bubar demi hukum sebagaimana ditegaskan dalam Pasal 122 ayat (1). Secara yuridis, mekanisme ini menciptakan risiko bagi investor publik di SPAC. Karena SPAC wajib memikul seluruh kewajiban hukum dan utang tersembunyi perusahaan target dari masa lalu. Ketidakpastian liabilitas inilah yang membuat *Direct Merger* jarang dipilih, karena tidak adanya sekat pelindung antara modal publik di SPAC dengan risiko operasional perusahaan target.

Sebagai alternatif, *Reverse Triangular Merger* menawarkan proteksi lebih baik dengan menggunakan anak perusahaan sementara (*merger subsidiary*) milik SPAC untuk bergabung ke dalam perusahaan target. Dalam skema ini, perusahaan target tetap bertahan sebagai badan hukum namun kepemilikannya beralih ke SPAC. Di Indonesia, tantangan muncul pada Pasal 7 ayat (1) UU PT yang mensyaratkan perseroan harus didirikan oleh minimal dua subjek hukum. Pembentukan “perusahaan cangkang sementara” khusus untuk merger seringkali dipandang tidak memenuhi substansi ekonomi dalam praktik pendaftaran badan hukum di Indonesia, sehingga membutuhkan pengaturan lebih lanjut agar struktur yang lebih aman bagi investor ini dapat dilegalisasi secara efisien.

Efisiensi waktu yang menjadi nilai jual SPAC seringkali berbenturan dengan birokrasi penggabungan dalam UU PT. Berdasarkan Pasal 127 ayat (2) dan (8), direksi wajib mengumumkan rancangan penggabungan di surat kabar dan kepada karyawan paling lambat 30 hari sebelum RUPS. Selain itu, Pasal 127 ayat (4) memberikan ruang bagi kreditur untuk mengajukan keberatan dalam waktu 14 hari. Jeda waktu yang kaku ini dapat menghambat akselerasi transaksi *de-SPAC* yang biasanya terikat kontrak dengan batasan waktu ketat. Jika terjadi sengketa dengan kreditur yang tidak kunjung usai, maka proses merger dapat terhenti secara permanen, yang berakibat pada kegagalan SPAC memenuhi kewajiban akuisisi tepat waktu.

Perlindungan Investor dalam Mekanisme SPAC di Indonesia

Meninjau pada praktik pelaksanaan IPO SPAC di negara lain, masih terdapat beberapa risiko yang pada akhirnya berujung pada gugatan. telah terdapat 33 gugatan yang berkaitan dengan transaksi proses *de-SPAC* pada tahun 2021 dan 24 gugatan pada tahun 2022.¹³ Dalam hal ini, pelanggaran terhadap *fiduciary duty* dan *misleading information* merupakan beberapa contoh pelanggaran yang cukup umum terjadi.¹⁴ *Fiduciary duty* sendiri merupakan suatu prinsip kepercayaan yang harus dipatuhi atau diterapkan oleh setiap anggota direksi dan komisaris sebagai pengurus perseroan. Dalam kata lain,

¹³ Dunaevsky, Y., & Milano, T. (2024, January 24). SPAC Litigation by the Numbers: Surprisingly Positive Trends in 2022. American Bar Association.

¹⁴ Hochberg, Y., & Lawrence, G. (2022). SPACs: Market Trends and Litigation Considerations. <https://www.analysisgroup.com/Insights/ag-feature/spacs-market-trends-and-litigationconsiderations/>

prinsip ini menekankan pada itikad baik dalam melaksanakan pengurusan perseroan oleh anggota direksi dan komisaris dalam praktik dan doktrin hukum, salah satunya adalah dapat dipercaya untuk bertanggung jawab terhadap pengurusan perseroan.¹⁵

Di sisi lain, *misleading information* atau informasi palsu yang menyesatkan merupakan pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan (*disclosure*) dengan membuat pernyataan yang menyesatkan atau menghilangkan fakta materiil yang ada, baik dalam dokumen penawaran umum, maupun dalam perdagangan saham. Tindakan ini dapat berupa tindakan penipuan dan manipulasi pasar. Berdasarkan Pasal 90 ayat (3) UU 8/1995 dinyatakan bahwa setiap pihak dalam pelaksanaan penawaran umum, dilarang secara langsung maupun tidak langsung untuk membuat pernyataan tidak benar terkait fakta material atau tidak mengungkapkan fakta material secara penuh dalam rangka menguntungkan atau menghindarkan kerugian untuk diri sendiri atau pihak tertentu dengan maksud mempengaruhi pihak lain agar membeli atau menjual efek.¹⁶

Selain itu, *misleading information* juga dapat dikatakan sebagai bentuk manipulasi pasar. Berdasarkan Pasal 91 UU 8/1995, manipulasi pasar merupakan tindakan yang dilakukan oleh pihak tertentu dalam rangka menciptakan gambaran semu atau menyesatkan mengenai perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di bursa, baik secara langsung maupun tidak langsung. Dalam hal ini, tindakan manipulasi pasar dapat terdiri dari beberapa pola, seperti penyebaran informasi palsu atau *false information* terkait emiten dan penyebaran informasi yang menyesatkan atau tidak lengkap (*misinformation*).¹⁷ Kedua hal ini merupakan salah satu pelanggaran yang paling umum terjadi karena potensi atau risiko *conflict of interest* yang cukup besar dalam pelaksanaan IPO SPAC.

Contoh nyata penerapan IPO SPAC yang berujung pada gugatan adalah kasus Nikola Corporation. Dalam hal ini, CEO dari perusahaan tersebut, Nikola Milton, ditetapkan sebagai terdakwa dan dihukum 4 (empat) tahun penjara dan denda sebesar USD 125 Juta.¹⁸ Nikola Milton terbukti bersalah atas kasus penipuan dengan melakukan penyebaran *false information* atau informasi palsu kepada para investor.¹⁹ Selain itu, kasus serupa juga pernah menimpa Mudrick Capital Acquisition Corporation II (MUDS). Dalam kasus tersebut, dewan perusahaan diduga melakukan pelanggaran terhadap ketentuan dalam Delaware General Corporation Law. Pelanggaran tersebut berupa pemaksaan terhadap pemegang saham kelas A agar mereka memberikan suara bersama dengan pemegang saham kelas B terkait rencana penambahan saham perusahaan.²⁰

Pelaksanaan IPO SPAC yang penuh dengan pro-kontra, tidak dapat dipisahkan dari kondisi ekosistem ekonomi dunia saat ini yang dipenuhi dengan berbagai perusahaan yang memiliki kepentingan bias. Perusahaan tersebut dapat mempengaruhi redistribusi kekayaan dan memperoleh pemasukan yang mendistorsi pasar, tanpa memberikan dampak yang signifikan terhadap masyarakat. Hal ini merupakan salah satu pertimbangan yang harus diperhatikan ketika menerapkan SPAC sebagai instrumen khusus untuk proses IPO.²¹ Penerapan SPAC sebagai mekanisme IPO baru yang pengaturan khususnya belum ada di Indonesia berpotensi membuka peluang bagi perusahaan “nakal” untuk memberikan informasi yang menyesatkan atau dilebih-lebihkan. Pemberian informasi yang tidak

¹⁵ Jeremia, K. O. (2023, March 8). *Prinsip fiduciary duty direksi dan dewan komisaris*. Hukumonline. <https://www.hukumonline.com/klinik/a/fiduciary-duty-cl4058/>

¹⁶ Wahyuni, S. (2015). *Perlindungan hukum terhadap investor akibat informasi menyesatkan di dalam prospektus*. Neliti. <https://media.neliti.com/media/publications/19284-ID-perlindungan-hukum-terhadap-investor-akibat-informasi-menyestakan-di-dalam-prosp.pdf>

¹⁷ M. Irsan Nasarudin dan dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet.7, (Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2006). hlm 262-263

¹⁸ SEC. (2021, December 2021). *Nikola Corporation to Pay \$125 Million to Resolve Fraud Charges*. U.S. Securities and Exchange Commision. <https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2021-267>

¹⁹ *Ibid*

²⁰ Jackson, S. (2021, August 14). *SPAC Investor Sues to Block Shareholder Vote Ahead of \$1.3 bln Topps Union*. Reuters. <https://www.reuters.com/legal/transactional/spac-investorsues-block-shareholder-vote-ahead-13-bln-topps-union-2021-08-11/>

²¹ The Problem of Regulatory Arbitrage: A Transaction Cost Economics Perspective,” *Regulation and Governance* 15, no. 2 (2021): 388, <https://doi.org/10.1111/rego.12287>.

transparan ini juga berpotensi menimbulkan praktik *insider trading*. Hal ini mengingat penentuan harga perusahaan operasional dalam mekanisme SPAC dilaksanakan melalui proses negosiasi antara para eksekutif dengan sponsor, bukan melalui valuasi yang dilakukan oleh bankir investasi.²²

Menilik pada sejarah dari SPAC sebagai salah satu bentuk dari “perusahaan cek kosong”, praktik *pump-and-dump* merupakan suatu hal yang harus diperhatikan. Praktik ini menekankan pada penjualan atau penawaran saham yang didasarkan pada spekulasi yang bias atau biasanya disebut sebagai teori “*the greater fool*”. Teori ini menekankan bahwa investor yang kurang berpengalaman merupakan pihak yang rentan untuk dimanipulasi sehingga sponsor atau pihak yang berkepentingan dapat memperoleh keuntungan dengan cara yang tidak baik. Hal ini akan mendorong terjadinya konflik kepentingan antara sponsor, tim eksekutif, dan investor. Selain itu, investor juga memiliki risiko yang besar dalam pelaksanaan SPAC karena pada umumnya tidak jaminan aset dalam pelaksanaan SPAC.²³

Dalam pelaksanaan IPO SPAC, para pemilik SPAC akan mendapatkan porsi signifikan dari proses merger dan akuisisi dengan perusahaan target. Dalam kata lain mereka mendapatkan keuntungan yang signifikan dari proses merger dan akuisisi.²⁴ Apabila proses merger dan akuisisi berhasil, para sponsor akan mendapatkan sebuah “promosi”. Dalam hal ini, mereka akan mendapat proporsi saham dari perusahaan gabungan dengan persentase mencapai 20%, dengan harga yang cenderung di bawah nilai pasar.²⁵ Proporsi signifikan yang diterima oleh para eksekutif atau sponsor, mendorong mereka untuk secara antusias mempromosikan potensi dari SPAC agar proses akuisisi dan merger dapat segera terlaksana.²⁶ Hal ini terlihat baik mengingat adanya jangka waktu yang harus dipatuhi dalam proses pencarian hingga transaksi *de-spac*. Akan tetapi, di sisi lain para sponsor atau eksekutif pada akhirnya cenderung mencari perusahaan target yang lebih mudah untuk di-*merge* dalam waktu pencarian yang terbatas, daripada mencari perusahaan yang cocok atau sesuai dengan kriteria.²⁷ Hal ini membuka potensi ketidakpastian bagi para investor terkait kestabilan kinerja perusahaan target yang nantinya akan bergabung menjadi satu dengan SPAC tersebut. Dalam kata lain, investor ritel sangat rentan karena harus mengandalkan kepercayaan mereka terhadap penilaian dari para pemegang saham berpengalaman, seperti eksekutif atau sponsor dalam SPAC.²⁸

Berbicara mengenai aspek perlindungan investor dalam proses pelaksanaan IPO SPAC, hak penambahan atau penggalangan modal tambahan merupakan hal yang tidak dapat dipisahkan. Dalam hal ini, terdapat perbedaan mekanisme penambahan atau penggalangan modal tambahan antara IPO tradisional dengan IPO SPAC. IPO tradisional menggunakan mekanisme Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (HMETD), sementara itu IPO SPAC menggunakan mekanisme *Private Investment in Public Equity* (PIPE). Perbedaan mekanisme penggalangan modal tambahan antara IPO SPAC dengan IPO tradisional, sudah selayaknya menjadi hal yang harus diperhatikan untuk memitigasi potensi terjadinya tindakan atau perbuatan hukum yang dapat merugikan investor.

Meninjau pada pelaksanaan IPO konvensional atau tradisional di Indonesia, mekanisme HMETD merupakan mekanisme yang digunakan dalam rangka penggalangan modal tambahan. Mekanisme HMETD merupakan mekanisme penambahan modal yang dilaksanakan dengan memberikan hak kepada pemegang saham untuk dapat membeli saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya, baik yang dapat dikonversikan menjadi saham atau yang memberikan hak untuk membeli saham, sebelum ditawarkan kepada pihak lain. Pasal 1 ayat (1) Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Republik Indonesia

²² Jay Geiss, “The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity,” 249.

²³ *Ibid*, Jay Geiss, 251.

²⁴ Andrew F Tuch and Joel Seligman, “The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers, and Direct Listings,” *Iowa Law Review* 108, no. 1 (2022): 340.

²⁵ Warren, E. (2022, June 1). *New report from Senator Warren: The SPAC hack—How SPACs tilt the playing field and enrich Wall Street insiders* [Report]. United States Senate. <https://www.warren.senate.gov/oversight/reports/new-report-from-senator-warren-the-spac-hack-how-spacs-tilt-the-playing-field-and-enrich-wall-street-insiders>

²⁶ *Ibid*, Andrew F Tuch

²⁷ Shabnam Mousavi and Gerd Gigerenzer, “Risk, Uncertainty, and Heuristics,” 136.

²⁸ Mira Ganor, “The Case for Non-Binary, Contingent, Shareholder Action,” 412.

Nomor 14 /POJK.04/2019 tentang Perubahan Atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 32/POJK.04/2015 Tentang Penambahan Modal Perusahaan Terbuka Dengan Memberikan Hak Memesan Efek Terlebih Dahulu (POJK 14/2019) menjelaskan bahwa HMETD merupakan hak yang memberikan kesempatan kepada pemegang saham lama atau *eksisting* untuk membeli saham dan/atau jenis efek lainnya, baik yang dapat dikonversikan menjadi saham atau memberikan hak untuk membeli saham, sebelum ditawarkan kepada pihak lain. Hal ini berbeda dengan pelaksanaan IPO SPAC yang menggunakan mekanisme PIPE sebagai langkah penggalangan modal tambahan.

Mekanisme PIPE merupakan mekanisme penambahan modal yang dilaksanakan dengan mencari investor institusional atau terakreditasi agar dapat membeli saham dari perusahaan yang menerbitkannya secara langsung. Dalam kata lain, pembelian saham dalam rangka penambahan modal hanya dilakukan oleh segelintir pihak saja, atau hanya investor yang terpilih. PIPE merupakan langkah penggalangan modal yang lebih cepat dibandingkan dengan penambahan modal sekunder. Dalam praktiknya, penerbit biasanya mendapatkan pendanaan dalam waktu dua hingga tiga minggu. Akan tetapi, mekanisme PIPE memiliki risiko terhadap valuasi saham bagi perusahaan penerbit.²⁹ Salah satu potensi risiko dari pelaksanaan mekanisme PIPE adalah potensi terjadinya dilusi yang berdampak pada kepemilikan saham dari investor lama atau investor *eksisting* sehingga membutuhkan persetujuan lebih lanjut dari pemegang saham lama.³⁰

Dilusi saham tersebut timbul akibat adanya pemberian diskon terhadap saham baru yang hanya diberikan kepada para investor terakreditasi atau terpilih sehingga berpotensi menurunkan valuasi atau nilai kepemilikan pemegang saham lama secara signifikan. Dalam kata lain, hanya investor PIPE yang mendapatkan potongan harga atau diskon, tetapi investor publik harus menanggung risiko akibat penurunan valuasi saham tersebut. Hal ini tentunya berbeda dengan mekanisme HMETD yang menekankan pada penawaran saham baru untuk penambahan modal kepada seluruh pemegang saham yang ada. Dengan demikian, risiko dilusi saham dalam mekanisme HMETD lebih minim dengan mekanisme PIPE.³¹

Untuk meminimalisir risiko dilusi saham, beberapa negara yang menerapkan IPO SPAC, seperti Amerika Serikat dan Singapura mengatur persyaratan terkait persentase saham yang diterbitkan untuk penambahan atau penggalangan modal. Dalam hal ini, bursa AS menerapkan peraturan *20% rule* untuk mekanisme PIPE. Singkatnya, ketentuan ini mensyaratkan bahwa penerbitan saham atau saham konversi baru dalam rangka penggalangan atau penambahan modal yang memiliki proporsi sama dengan atau lebih besar dari 20% saham yang sudah beredar di pasar, maka harus melalui RUPS untuk memperoleh persetujuan para pemegang saham lama. Ketentuan ini juga berlaku apabila salah satu investor memiliki proporsi kepemilikan saham lebih dari 5%. Apabila pelaksanaan penambahan modal tidak mengikuti ketentuan peraturan ini, maka perusahaan berisiko harus mencabut sahamnya dari bursa efek atau *delisting*.

Ketentuan ini juga serupa dengan apa yang diatur di Singapura. SGX mengizinkan penerbitan 20% saham baru untuk penambahan modal, tanpa harus memperoleh persetujuan para pemegang saham lama. Akan tetapi, RUPS wajib digelar apabila saham baru yang diterbitkan melebihi ambang batas 20% tersebut. Selain itu, harga di bawah pasar atau diskon maksimal boleh yang diberikan untuk PIPE adalah 10%. Harga diskon yang melebihi ambang batas 10% wajib memperoleh persetujuan dari pemegang saham lama. Akan tetapi, ketentuan ini tidak berlaku jika investor PIPE akan menguasai modal ditempatkan dengan persentase kurang lebih sebanyak 15%.

Selain dilusi saham, permasalahan terkait asimetri informasi antara investor terpilih dan retail merupakan suatu hal yang patut diperhatikan juga. Hal ini mengingat mekanisme PIPE yang memiliki proses negosiasi tertutup sehingga hanya investor terpilih yang mendapatkan informasi detail secara

²⁹ Hayes, A. (2022, September 30.). *PIPE deal (private investment in public equity)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/pipe-deal.asp>

³⁰ *Ibid*

³¹ *Ibid*

private. Asimetri informasi tersebut dapat menyebabkan ketimpangan informasi antara kedua belah pihak sehingga membuka potensi terjadinya *insider trading*. Terlebih lagi, apabila para investor tersebut menerima informasi material non-publik yang sifatnya sensitif dan tidak diumumkan ke pasar secara luas.³² Untuk menghindari terjadinya asimetri informasi tersebut, beberapa negara yang telah menerapkan IPO SPAC, seperti Singapura dan Amerika Serikat, mengatur ketentuan pembatasan terhadap hal tersebut.

Meninjau pada pengaturan di Negara Singapura, kebanyakan entitas yang terdaftar di Singapore Exchange Limited (SGX), enggan untuk memberikan informasi material non-publik karena mereka sadar bahwa semua pemegang saham sudah seyogyanya diperlukan secara setara. Apabila investor PIPE menerima informasi material non-publik tersebut, maka harus dilaksanakan melalui perjanjian kerahasiaan, dan investor dilarang untuk memperdagangkan sahamnya apabila menerima informasi material non-publik tersebut.³³ Hal ini serupa dengan Amerika Serikat yang juga mengatur bahwa investor yang menerima informasi material non-publik dibatasi untuk memperdagangkan saham atau efek lainnya. Selain itu, penerbit yang memberikan informasi material secara terbatas diwajibkan untuk mengungkapkan informasi tersebut ke publik sebelum penutupan PIPE agar pasar “bersih”.³⁴

Analisis Regulasi Penawaran Umum di Indonesia Terhadap Risiko penerapan IPO SPAC.

Meninjau pada risiko penerapan IPO SPAC yang sudah selayaknya dapat dimitigasi oleh pemerintah, peraturan perundang-undangan atau regulasi terkait penawaran umum merupakan suatu hal yang harus diperhatikan. Sejatinya, peraturan perundang-undangan di Indonesia telah memberikan suatu perlindungan bagi para investor dalam menanamkan modal mereka dalam suatu penawaran umum. Regulasi atau peraturan perundang-undangan yang mengatur terkait penawaran dapat ditinjau dari Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 Tentang Pasar Modal. Undang-Undang ini telah menekankan asas atau prinsip keterbukaan dalam pelaksanaan penawaran umum. Hal ini dinyatakan dalam Pasal 1 ayat (24) yang menyatakan bahwa prinsip keterbukaan merupakan suatu pedoman yang mewajibkan Emiten, Perusahaan Publik, dan Pihak lain agar menginformasikan seluruh informasi material terkait usaha atau efek yang dapat mempengaruhi keputusan pemodal atau investor terhadap efek yang dimaksud dan atau harga dari efek tersebut.

Asas atau prinsip keterbukaan informasi dalam proses penawaran merupakan suatu prinsip yang sudah seyogyanya dapat ditaati bagi seluruh pihak dalam melaksanakan atau mengimplementasikan IPO SPAC. Dalam pelaksanaan penawaran umum, maka prinsip keterbukaan merupakan kewajiban perusahaan atau emiten dalam menyampaikan laporan perusahaan, baik dalam bentuk laporan keuangan, maupun laporan kejadian penting lainnya.³⁵ Kendati demikian, pelaksanaan IPO SPAC pelaksanaan IPO SPAC tidak luput dari risiko terjadinya praktik penyebaran informasi menyesatkan atau *misleading information* dan asimetri informasi. Hal ini karena belum adanya pengaturan khusus atau *lex specialis* terkait pelaksanaan IPO SPAC dapat membuka peluang bagi perusahaan yang tidak bertanggung jawab untuk memberikan informasi. Dalam hal ini, pelanggaran terhadap prinsip keterbukaan dapat berupa pernyataan yang menyesatkan karena misrepresentasi atau berupa penghilangan terhadap fakta materiil, baik dalam dokumen penawaran umum, maupun dalam perdagangan saham.³⁶

Meninjau pada peraturan perundang-undangan terkait penawaran umum di Indonesia, Undang - Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (UU 4/2023) telah mengklasifikasikan berbagai tindakan atau perbuatan yang melanggar prinsip keterbukaan

³² SIP Law Firm. (2024, December 21). *Insider trading*. <https://siplawfirm.id/insider-trading/?lang=id>

³³ Baker McKenzie. (2020, July). *Global PIPE guide: Your questions answered*. <https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/04/global-pipe-guide-07212020.pdf>

³⁴ *Ibid*

³⁵ Adrian Sutedi, Segi-segi Hukum Pasar Modal, (Jakarta: Ghalia Indonesia, 2009), hlm.4

³⁶ Zulfi Chairi, Keterbukaan (Disclosure) di Pasar Modal, (Makalah, Fakultas Hukum Universitas Sumatera Utara, 2003).hlm 8

informasi dalam penawaran umum. Dalam hal ini, Pasal 90 huruf a UU 4/2023 menyatakan bahwa dalam kegiatan perdagangan efek, setiap pihak dilarang, baik secara langsung atau tidak langsung, mengelabui pihak lain dengan menggunakan nama palsu, martabat palsu, tipu muslihat, dan/atau cara apapun dalam rangka mempengaruhi pihak lain untuk membeli efek, menjual efek, menahan efek, dan menggunakan jasanya untuk pengelolaan investasi, dengan menyerahkan dan/atau efek untuk dikelola, dengan tujuan menguntungkan diri sendiri atau pihak. Setelah itu, Pasal 90 huruf b UU 4/2023 menyatakan bahwa setiap pihak dilarang secara langsung atau tidak langsung membuat pernyataan tidak benar tentang informasi atau fakta material, serta tidak mengungkapkan fakta material dengan tujuan menguntungkan atau menghindarkan kerugian diri sendiri atau pihak lain; mempengaruhi pihak lain agar membeli, menjual, atau menahan efek. Selain itu, Pasal 91 UU 8/1995 telah menyatakan bahwasanya setiap pihak dilarang untuk melakukan tindakan penciptaan gambaran semu atau menyesatkan terkait kegiatan perdagangan, keadaan pasar, atau harga efek di Bursa Efek, baik secara langsung maupun tidak langsung. Tindakan ini seperti penawaran jual atau beli efek pada harga tertentu, dimana pihak yang melakukan tindakan ini telah melakukan persekongkolan dengan pihak lain yang juga melakukan penawaran beli atau jual efek yang sejenis pada harga yang relatif sama, sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 91 huruf b. Selain itu, Pasal 91 huruf c juga menyatakan bahwa dapat dimasukan juga berbagai tindakan atau transaksi lainnya yang berkaitan dengan efek sebagai salah bentuk tindakan yang dilarang.

Pelaksanaan mekanisme penambahan modal atau penggalangan modal dalam IPO SPAC juga merupakan suatu hal yang harus diperhatikan. Dalam hal ini, IPO SPAC menggunakan mekanisme PIPE dalam melaksanakan penambahan modal. Sementara itu, IPO tradisional menggunakan mekanisme HMETD dalam melaksanakan penambahan modal. Kedua mekanisme ini memiliki perbedaan dalam hal subjek atau pihak sebagai pihak yang memperoleh hak untuk membeli saham baru dalam rangka penambahan modal.³⁷ Sebagaimana telah dinyatakan sebelumnya, mekanisme PIPE merupakan mekanisme penambahan modal yang dimana hanya investor institusional atau terakreditasi yang mendapatkan hak untuk membeli saham dari perusahaan penerbit.³⁸ Dalam hal ini, Indonesia sejatinya belum memiliki peraturan yang secara khusus untuk mengatur mekanisme PIPE dalam pelaksanaan penambahan modal.

Metode PIPE yang digunakan sebagai mekanisme penambahan atau penggalangan modal memiliki risiko asimetri informasi antara investor terakreditasi atau terpilih dengan investor retail, terlepas dari keunggulannya dalam aspek waktu. Pemberian informasi yang tidak seimbang antara investor retail dan investor terakreditasi dapat menimbulkan dilusi saham atau bahkan *insider trading*. *Insider trading* sendiri merupakan suatu tindakan atau perbuatan ilegal dimana investor tertentu mendapatkan informasi terkait peluang atau keuntungan dalam pelaksanaan jual beli saham, tanpa sepengetahuan investor lainnya, terutama investor retail atau minoritas. Dalam hal ini, investor mendapatkan informasi tentang fakta materiil yang berasal dari orang dalam perusahaan penerbit atau *inside information*, yang dimana informasi tersebut sifatnya belum publik atau belum tersedia untuk publik. Motifnya adalah untuk mendapatkan keuntungan melalui informasi yang dimilikinya melalui jalan pintas yang tidak sah atau ilegal.³⁹

Insider trading dapat mengakibatkan distorsi harga saham karena saham yang diterbitkan tidak mencerminkan harga sesungguhnya akibat ketidakadilan informasi atau asimetri informasi antara

³⁷ Indra, A. K. M., Putri, A. I. A., Wafiyatunnabihah, S. H., & Yuwono, S. (2025). *Analisis jabatan pada Kepala Unit Perlindungan Perempuan dan Anak (PPA) di Polresta Surakarta*. Indonesian Journal of Social Sciences and Humanities, 5(2), 250–256. <https://journal.publication-center.com/index.php/ijssh/article/view/1820>

³⁸ Kraus, A., & Stoll, H. R. (2000). *Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange*. Journal of Finance, 55(2), 817–842. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00233>

³⁹ Riyanto, A., & Suwardi. (2021, July 18). *Insider trading dan kendalanya di pasar modal*. BINUS Business Law. <https://business-law.binus.ac.id/2021/07/18/insider-trading-dan-kendalanya-di-pasar-modal/>

investor terakreditasi dengan investor retail.⁴⁰ Berdasarkan hal ini, praktik *insider trading* bertentangan dengan prinsip keterbukaan yang menekankan pada transparansi dalam pelaksanaan penawaran umum dengan memberikan informasi material yang sesungguhnya secara adil kepada semua pihak. Untuk mencegah terjadinya praktik *insider trading* tersebut, Indonesia sejatinya telah memiliki regulasi atau pengaturan terkait penawaran umum yang dapat berfungsi sebagai langkah mitigatif atau represif dalam menyelesaikan permasalahan *insider trading* akibat asimetri informasi. Hal ini dapat dilihat Pasal 95 dan Pasal 96 dalam UU 8/1995 dan Pasal 97 UU 4/2023.

Pasal 95 UU 8/1995 menyatakan bahwa orang dalam dari emiten atau perusahaan penerbit yang memiliki informasi orang dalam dilarang untuk melakukan transaksi atas efek yang diterbitkan oleh emiten atau perusahaan yang dimaksud. Dalam hal ini, Penjelasan Pasal 95 merincikan siapa saja yang dianggap sebagai “orang dalam”, yaitu komisaris, direktur, atau pegawai emiten dan perusahaan publik. Selain itu, pemegang saham utama juga dikategorikan sebagai “orang dalam” atau *insider*. Terakhir, orang perseorangan yang karena kedudukan atau profesinya atau hubungan usahanya dengan emiten atau perusahaan, memungkinkan orang ini untuk memperoleh informasi orang dalam. Ketentuan tentang pihak-pihak yang dikategorikan sebagai “orang dalam” sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 95 akan tetap berlaku sampai 6 (enam) bulan sejak pihak-pihak tersebut tidak lagi menjadi “orang dalam”.

Pasal 96 huruf a UU 8/1995 juga kembali menegaskan bahwa orang dalam suatu perusahaan atau emiten dilarang untuk mempengaruhi pihak lain untuk melakukan transaksi atas efek yang diterbitkan. Orang dalam emiten atau perusahaan tersebut juga dilarang untuk memberikan informasi tersebut kepada pihak lain yang patut diduga dapat menyalahgunakan informasi tersebut untuk melakukan transaksi atas efek, sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 96 huruf b. Terakhir, pengaturan tentang informasi orang dalam tertera dalam Pasal 97 Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 Tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (UU 4/2023). Dalam hal ini, Pasal 97 UU 4/2023 menyatakan bahwa setiap pihak yang memiliki informasi orang dalam dan selayaknya mengetahui bahwa informasi tersebut merupakan informasi orang dalam akan dikenakan larangan atau ketentuan yang sama dalam Pasal 95 dan Pasal 96 UU 8/1995.

Bagi para pihak yang melanggar ketentuan terkait orang dalam, maka mereka akan dikenakan sanksi, yang terdiri dari sanksi pidana dan sanksi denda. Pasal 104 UU 4/2023 menyatakan bahwa bagi pihak yang melanggar ketentuan penawaran sebagaimana yang dimaksud dalam Pasal 90 sampai Pasal 98 UU 8/1995 akan diberikan sanksi berupa pidana penjara paling singkat 5 (lima) tahun dan paling lama 15 (lima belas) tahun. Selain itu, pihak tersebut juga akan diberikan sanksi berupa denda paling sedikit Rp 5.000.000,00 (lima miliar rupiah) dan paling banyak Rp 150.000.000.000,00 (seratus lima puluh miliar rupiah). Setelah itu, Pasal 107 UU 4/2023 mengatur bahwa bagi pihak yang dengan sengaja melakukan penipuan, pemusnahan, penghilangan, pengaburan, penyembunyian, penghapusan, pemalsuan, merugikan atau menyesatkan pihak lain dan OJK akan diberikan sanksi berupa pidana penjara paling sedikit 1 (satu) tahun dan paling lama 5 (lima) tahun, serta denda paling sedikit Rp 1.500.000.000,00 (satu miliar lima ratus juta rupiah) dan paling banyak Rp 50.000.000.000,00 (lima puluh miliar rupiah).

Sanksi pidana penjara dan denda sebagaimana dimaksud dalam Pasal 104 dan 107 akan diberikan atau dikenakan juga kepada pihak yang mempengaruhi pihak lain untuk melakukan pelanggaran sebagaimana dimaksud, baik secara langsung maupun tidak langsung. Apabila tindak pidana sebagaimana dimaksud dalam Pasal 104 dan 107 dilakukan oleh korporasi atau badan usaha berbentuk badan hukum maupun tidak, atau badan lainnya, maka hukuman pidana dijatuhkan terhadap korporasi atau badan usaha yang berbentuk badan hukum maupun yang tidak berbentuk badan hukum, atau badan lainnya dan/atau anggota direksi atau yang dipersamakan, anggota dewan komisaris atau yang dipersamakan, pemegang saham pengendali atau yang dipersamakan, dan/atau Pihak lain.

⁴⁰ Nasution, B. (2013). *Analisis Terhadap Larangan Praktik Insider Trading Di Pasar Modal*. USU Law Journal, 2(2), 92-111. <https://media.neliti.com/media/publications/163587-ID-none.pdf>

Prinsip keterbukaan informasi dalam proses pelaksanaan PIPE juga harus diterapkan dalam mekanisme penambahan modalnya. Dalam hal ini, mekanisme penambahan modal melalui PIPE dalam IPO SPAC memiliki karakteristik yang berbeda dengan mekanisme penambahan modal melalui HMETD. PIPE merupakan salah satu mekanisme penambahan modal dalam bentuk *Private Placement*. Dalam hal ini, *private placement* merupakan mekanisme penambahan modal dengan menggaling dana dari perusahaan terakreditasi atau tertentu untuk membeli saham baru yang diterbitkan, tanpa menawarkan hak kepada pemegang saham lama atau *eksisting* untuk dapat membeli saham baru yang diterbitkan tersebut. Berdasarkan hal ini, *private placement* tidak memberikan *pre-emptive rights* kepada pemegang saham lama atau pemegang saham *eksisting*.⁴¹

Melalui *pre-emptive right*, pemilik saham *eksisting* memiliki hak untuk membeli saham baru yang sesuai dengan proporsi persentase kepemilikannya. *Pre-emptive right* pada umumnya diberikan kepada pemegang saham lama dalam rangka pelaksanaan penambahan modal melalui mekanisme HMETD. Dalam hal ini, saham baru yang diterbitkan akan ditawarkan terlebih dahulu kepada pemegang saham *eksisting*, sebelum ditawarkan kepada pihak lain. Hal ini sejatinya bertujuan untuk mempertahankan kepemilikan pemegang saham sehingga mencegah atau menghindari terjadinya dilusi saham. Selain itu, hal ini juga merupakan implementasi dari *Right of First Refusal* yang dimiliki oleh perseroan, dimana mereka mempunyai kewajiban untuk menawarkan saham baru kepada setiap pemegang saham *eksisting*, sesuai dengan kepemilikan saham untuk klasifikasi saham yang sama, dalam rangka penambahan modal. Hal ini tertuang dalam Pasal 43 ayat (1) Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 Tentang Perseroan Terbatas. Kendati demikian, mekanisme penambahan modal dalam pelaksanaan IPO SPAC tidak menggunakan HMETD, tetapi mekanisme PIPE.⁴²

Mekanisme PIPE dapat dikatakan memiliki kemiripan dengan mekanisme *Private Placement*. Dalam hal ini, *private placement* menawarkan saham baru kepada perusahaan tertentu atau terpilih saja, tanpa menjualnya di bursa saham. Di sisi lain, PIPE menawarkan saham baru untuk penambahan modal saat perusahaan penerbit sudah IPO dan menawarkan sahamnya dalam bursa saham.⁴³ Meninjau pada sifat PIPE yang berbeda dengan mekanisme HMETD, maka mekanisme ini dapat dikatakan sebagai mekanisme penambahan modal tanpa HMETD. Pengaturan mekanisme penambahan modal tanpa HMETD dapat ditinjau dari POJK 14 Tahun 2019 Tentang Penambahan Modal (POJK 14/2019). Hal ini dapat dilihat dari Pasal 3 POJK 14 Tahun 2019 yang menyatakan bahwa penambahan modal dengan penerbitan saham dan/atau efek bersifat ekuitas lainnya, dapat dikecualikan dari kewajiban pemberian HMETD dalam rangka perbaikan posisi keuangan; selain perbaikan posisi keuangan; dan penerbitan saham bonus. Berdasarkan hal ini, penambahan modal dengan PIPE dapat dikategorikan sebagai kegiatan selain perbaikan posisi keuangan.

Dalam hal perlindungan pemegang saham lama dalam pelaksanaan mekanisme PIPE untuk penambahan modal, yang dapat digolongkan sebagai penambahan modal tanpa HMETD, maka Pasal 15 POJK 14/2019 menuntut keterbukaan informasi kepada perusahaan penerbit. Dalam hal ini, Pasal 15 ayat (1a) menyatakan bahwa perusahaan terbuka yang melakukan penambahan modal tanpa HMETD wajib mengumumkan kepada pemegang saham lama informasi terkait penambahan modal, bersamaan dengan RUPS. Dalam hal ini, informasi yang wajib diberikan atau terdiri dari berbagai hal, seperti alasan dan tujuan penambahan modal; rencana penggunaan dana hasil penambahan modal; manajemen dan analisis keuangan perusahaan penerbit sebelum dan sesudah penambahan modal; risiko atau dampak penambahan modal kepada pemegang saham lama, salah satunya dilusi saham; keterangan terkait rincian struktur modal saham sebelum dan sesudah penambahan modal. Dalam hal ini, keterangan

⁴¹ Susanti, D. (2025, November 25.). *Regulatory framework for private placement in Indonesia: Understanding OJK Regulation No. 38/POJK.04/2014*. Schinder Law Firm. <https://schinderlawfirm.com/blog/regulatory-framework-for-private-placement-in-indonesia-understanding-ojk-regulation-no-38-pojk-04-2014/>

⁴² Rohman, M., & Tamaulina, B. S. (2024). *Dampak positif penegakan hukum cyber crime di Indonesia*. Legal Standing: Jurnal Ilmu Hukum, 10(1). <https://journal.umpo.ac.id/index.php/LS/article/view/12539>

⁴³ Segal, T. (2025, August 30). *PIPE (Private investment in public equity)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/pipe.asp>

terkait rincian saham terdiri dari beberapa hal, yang salah satunya terdapat keterangan tentang rincian kepemilikan saham yang memiliki proporsi atau persentase sebesar 5% (lima) persen atau lebih. Terakhir, informasi diberikan atau dibuka kepada pemegang saham lama adalah keterangan mengenai calon pemodal, yang di dalamnya termasuk informasi ada atau tidaknya hubungan afiliasi.

Pengumuman penambahan modal melalui PIPE sebagai mekanisme penambahan modal tanpa HMETD juga harus disampaikan kepada masyarakat, serta melakukan pemberitahuan kepada OJK mengenai pelaksanaannya dan hasil pelaksanaannya. Hal ini dinyatakan dalam Pasal 43A ayat (1) dan Pasal 43 B ayat (1) POJK 14/2019. Pasal 43A ayat (1) POJK 14/2019 menyatakan bahwa pelaksanaan penambahan modal selain HMETD harus diumumkan kepada masyarakat, serta memberitahukan OJK dengan kurun waktu paling lambat 5 (lima) hari kerja sebelum pelaksanaan penambahan modal. Pengumuman tersebut wajib dilaksanakan paling tidak melalui surat kabar harian dengan bahasa Indonesia yang memiliki peredaran di lingkup nasional atau situs web bursa efek, dan situs web perusahaan terbuka. Bukti pengumuman ini harus diberitahukan kepada OJK dalam kurun waktu paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah pengumuman dimaksud. Hasil pelaksanaan dari PIPE sebagai mekanisme penambahan modal tanpa HMETD juga harus diumumkan kepada masyarakat, serta diberitahukan kepada OJK sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 43 B ayat (1) POJK 14/2019, paling lambat 2 (dua) hari kerja setelah pelaksanaan penambahan modal.

Salah satu risiko dari penerapan mekanisme PIPE adalah dilusi saham. Dilusi saham sendiri merupakan suatu kondisi dimana jumlah saham yang dimiliki oleh pemegang saham berkurang jumlahnya karena adanya penolakan dari sebagian pemegang saham untuk membeli saham baru yang diterbitkan dalam rangka penambahan modal. Berdasarkan *The Law Dictionary*, dilusi saham merupakan tindakan pengurangan proporsi kepemilikan saham yang dimiliki investor *eksisting* akibat penerbitan saham baru atau pelaksanaan opsi saham yang beredar atau konversi obligasi konvertibel lainnya.⁴⁴ Dalam kata lain, dilusi saham merupakan suatu kondisi dimana persentase kepemilikan suatu saham mengalami penurunan akibat bertambahnya jumlah saham, tetapi sebagian investor atau pemegang saham lama yang bersangkutan tidak menggunakan haknya untuk membeli penerbitan saham baru tersebut. Ketidakmampuan dari investor atau pemegang saham lama untuk menebus penerbitan saham ini yang pada akhirnya menyebabkan efek dilusi.⁴⁵ Risiko dilusi ini akan semakin tinggi dalam pelaksanaan IPO SPAC, mengingat pelaksanaan penambahan modal dalam IPO SPAC tidak menganut *pre-emptive right*, layaknya IPO tradisional.⁴⁶

Untuk mengatasi risiko terjadinya dilusi saham, berbagai negara yang telah menerapkan PIPE sebagai mekanisme penambahan modal mempunyai ketentuan terkait batasan persentase saham. Dalam hal ini, Amerika Serikat mempunyai ketentuan *20% rule*, dimana persentase saham yang diterbitkan dalam rangka penambahan modal harus melalui persetujuan RUPS, apabila persentasenya lebih besar atau sama dengan 20% saham yang sudah beredar di pasar. Melalui POJK14/2019 sejatinya telah ada ketentuan serupa yang sekiranya dapat meminimalisir risiko terjadinya dilusi saham dalam rangka penambahan modal melalui mekanisme PIPE. Hal ini dapat ditinjau Pasal 8C ayat (1) POJK 14/2019.

Pasal 8C ayat (1) POJK 14/2019 telah memberikan batasan dalam penambahan modal non-HMETD, yaitu sekitar 10% dari jumlah saham yang ditempatkan dan disetor penuh atau modal disetor yang tercantum dalam perubahan anggaran dasar yang telah diberitahukan dan diterima Menteri yang berwenang pada saat pengumuman RUPS. Perhitungan 10% tersebut wajib didasarkan pada perhitungan yang mengakibatkan dilusi saham yang lebih kecil pada pemegang saham, khususnya pemegang saham minoritas, sebagaimana dinyatakan dalam Pasal 8C ayat (2) POJK 14/2019. Selain itu, Pasal 8C ayat (3) POJK 14/2019 juga memberikan ketentuan bahwa apabila masih terdapat pelaksanaan penambahan modal Perusahaan Terbuka dalam rangka Program Kepemilikan Saham sebagaimana

⁴⁴ The Law Dictionary. (2012, October). *Dilution*. <https://thelawdictionary.org/dilution/>

⁴⁵ Siswanto, A. H. (2019). *Rights issue sebagai perlindungan hukum bagi pemegang saham terhadap dilusi saham perusahaan terbuka*. Lex Jurnalica, 16(3). https://digilib.esaunggul.ac.id/public/UEU-Journal-14529-11_0115.pdf

⁴⁶ *Ibid*.

dimaksud pada ayat (1) huruf b yang belum selesai jangka waktunya ketika sedang melaksanakan penambahan modal non-HMETD, maka penambahan modal melalui PIPE sebagai mekanisme non-HMETD, hanya dapat dilakukan paling banyak 10% dari modal disetor pada saat pengumuman RUPS mengenai penambahan modal dan dikurangi jumlah penambahan modal untuk Program Kepemilikan Saham yang belum dilaksanakan.

Dilusi saham juga dapat disebabkan oleh penawaran harga saham dalam rangka penambahan modal yang tidak wajar. Dalam hal ini, diskon harga saham yang diberikan dalam pelaksanaan PIPE akan mempengaruhi risiko dilusi bagi pemegang saham lama.⁴⁷ Dalam hal ini, Indonesia sudah mempunyai pengaturan untuk membatasi penawaran harga saham baru dalam rangka penambahan modal untuk meminimalisir terjadinya dilusi dalam. Hal ini dapat ditinjau dari Ketentuan V.1.1 Kep-00183/BEI/12-2018 Tentang Perubahan Peraturan Nomor I-A tentang Pencatatan Saham dan Efek Bersifat Ekuitas Selain Saham yang Diterbitkan Oleh Perusahaan Tercatat. Ketentuan ini menyatakan bahwa harga saham baru dalam rangka penambahan modal non-HMETD paling sebesar 90% dari rata-rata harga penutupan saham perusahaan yang bersangkutan dalam jangka waktu 25 hari bursa berturut-turut di Pasar Reguler, sebelum tanggal permohonan pencatatan saham tambahan hasil penambahan modal tanpa HMETD.

Kesimpulan

Berdasarkan hasil pembahasan, dapat disimpulkan bahwa penerapan SPAC dalam sistem hukum Indonesia secara konseptual dimungkinkan, namun secara normatif belum memperoleh dasar hukum yang memadai dan komprehensif. Kerangka hukum perseroan terbatas pada prinsipnya membuka ruang bagi perseroan dengan karakteristik khusus, sehingga SPAC dapat diposisikan sebagai perseroan dengan model bisnis yang berbeda. Namun, ketiadaan pengaturan khusus menyebabkan model SPAC berhadapan dengan berbagai ketentuan yang dirancang untuk perusahaan operasional konvensional.

Hambatan utama terlihat pada aspek pendirian dan perizinan usaha, khususnya terkait kewajiban penentuan maksud dan tujuan serta klasifikasi kegiatan usaha berdasarkan KBLI. Tidak adanya klasifikasi yang secara spesifik mencerminkan karakter SPAC menimbulkan ketidakpastian hukum sejak tahap awal pendirian. Kondisi serupa juga muncul pada tahap penawaran umum dan pencatatan saham, dimana persyaratan adanya kegiatan operasional dan pendapatan tidak sejalan dengan karakter SPAC yang belum menghasilkan pendapatan sebelum dilaksanakannya merger dengan perusahaan target. Pada tahap pasca penawaran umum, mekanisme merger sebagai inti dari proses SPAC juga menghadapi tantangan yuridis. Ketentuan penggabungan dalam Undang-Undang Perseroan Terbatas belum sepenuhnya selaras dengan kebutuhan efisiensi dan perlindungan investor yang menjadi ciri utama SPAC. Skema penggabungan yang tersedia masing-masing mengandung risiko hukum, baik berupa pengalihan kewajiban perusahaan target maupun kendala prosedural yang berpotensi menghambat penyelesaian transaksi dalam jangka waktu yang ditentukan.

Dari perspektif perlindungan investor, penerapan SPAC mengandung risiko signifikan, terutama terkait konflik kepentingan sponsor, penyampaian informasi yang menyesatkan, asimetri informasi, insider trading, serta dilusi saham melalui mekanisme PIPE. Meskipun rezim hukum pasar modal Indonesia telah mengatur prinsip keterbukaan dan larangan praktik manipulatif, pengaturan tersebut masih bersifat umum dan belum secara spesifik dirancang untuk karakteristik SPAC dan PIPE.

Dengan demikian, penelitian ini menyimpulkan bahwa penerapan SPAC di Indonesia memerlukan pengaturan khusus yang mampu mengakomodasi model bisnis SPAC secara proporsional, sekaligus memperkuat perlindungan investor. Tanpa adanya penyesuaian regulasi tersebut, penerapan SPAC berpotensi menimbulkan ketidakpastian hukum dan risiko pasar yang bertentangan dengan tujuan pengembangan dan penguatan sektor keuangan nasional.

⁴⁷ Lee, C.-C., Ng, S.-H., & Khong, R. W. L. (2024). *Subscription price discounts of stock warrants and cost of potential ownership dilution*. *International Review of Economics & Finance*, 96. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103692>

Referensi

- Adrian Sutedi, *Segi-segi Hukum Pasar Modal*, (Jakarta: Ghalia Indonesia, 2009), hlm.4
- Andrew F Tuch and Joel Seligman, "The Further Erosion of Investor Protection: Expanded Exemptions, SPAC Mergers, and Direct Listings," *Iowa Law Review* 108, no. 1 (2022): 340.
- Baker McKenzie. (2020, July). *Global PIPE guide: Your questions answered*. <https://www.bakermckenzie.com/-/media/files/insight/publications/2020/04/global-pipe-guide-07212020.pdf>
- Badan Pusat Statistik. (2020). *Klasifikasi Baku Lapangan Usaha Indonesia (KBLI) 2020*. <https://oss.go.id/id/kbli/detail/fef78d36-e42b-45f6-acfc-fb10a8b6c8c5>
- Bismar Nasution, "Insider Trading" (Online), tersedia di WWW: <https://bismarnasution.com/insider-trading/> (11 Januari 2021).
- Dunaevsky, Y., & Milano, T. (2024, January 24). SPAC Litigation by the Numbers: Surprisingly Positive Trends in 2022. American Bar Association.
- Dwinanda, I. A. (2024). Analisis hukum terkait IPO GoTo di BEI. *Jurnal Hukum Kenotariatan Otentik*, 6(1). <https://journal.univpancasila.ac.id/index.php/otentik/article/download/6215/2795/25828>
- E. T. R. Mayora dan N. K. Umboh, "Perbandingan Aspek Legalitas dan Tanggung Jawab Badan Usaha Berbadan Hukum dan Tidak Berbadan Hukum dalam Usaha Kecil dan Menengah (UKM) di Sektor Industri", *Jurnal Intelek dan Cendekiawan Nusantara*, Vol. 1, No. 4 (2024): 5953.
- Hayes, A. (n.d.). *PIPE deal (private investment in public equity)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/pipe-deal.asp>
- Hochberg, Y., & Lawrence, G. (2022). SPACs: Market Trends and Litigation Considerations. <https://www.analysisgroup.com/Insights/ag-feature/spacs-market-trends-and-litigationconsiderations/>
- Indra, A. K. M., Putri, A. I. A., Wafiyatunnabihah, S. H., & Yuwono, S. (2025). *Analisis jabatan pada Kepala Unit Perlindungan Perempuan dan Anak (PPA) di Polresta Surakarta*. Indonesian Journal of Social Sciences and Humanities, 5(2), 250–256. <https://journal.publication-center.com/index.php/ijssh/article/view/1820>
- Isawa Arby Sarjana, "Analisis Yuridis Mengenai Perseroan Perorangan Menurut Pasal 153A Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2020 Tentang Cipta Kerja", *Jurnal Dinamika*, Vol. 28, No. 19 (2022): 6002-6014.
- Jackson, S. (2021, August 14). SPAC Investor Sues to Block Shareholder Vote Ahead of \$1.3 bln Topps Union. Reuters. <https://www.reuters.com/legal/transactional/spac-investorsues-block-shareholder-vote-ahead-13-bln-topps-union-2021-08-11/>
- Jay Geiss, "The IPO Alternative: Special Purpose Acquisition Companies Are Gaining Traction in Private Equity," 249.
- Kraus, A., & Stoll, H. R. (2000). *Price impacts of block trading on the New York Stock Exchange*. *Journal of Finance*, 55(2), 817–842. <https://doi.org/10.1111/0022-1082.00233>
- Lee, C.-C., Ng, S.-H., & Khong, R. W. L. (2024). *Subscription price discounts of stock warrants and cost of potential ownership dilution*. *International Review of Economics & Finance*, 96. <https://doi.org/10.1016/j.iref.2024.103692>
- M. Irsan Nasarudin dan dan Indra Surya, *Aspek Hukum Pasar Modal Indonesia*, cet.7, (Jakarta : Kencana Prenada Media Group, 2006). hlm 262-263
- Nasution, B. (2013). *ANALISIS TERHADAP LARANGAN PRAKTIK INSIDER TRADING DI PASAR MODAL*.
- Indra, A. K. M., Putri, A. I. A., Wafiyatunnabihah, S. H., & Yuwono, S. (2025). *Analisis jabatan pada Kepala Unit Perlindungan Perempuan dan Anak (PPA) di Polresta Surakarta*. Indonesian Journal of Social Sciences and Humanities, 5(2), 250–256. <https://journal.publication-center.com/index.php/ijssh/article/view/1820>

- Rohman, M., & Tamaulina, B. S. (2024). *Dampak positif penegakan hukum cyber crime di Indonesia*. Legal Standing: Jurnal Ilmu Hukum, 10(1). <https://journal.umpo.ac.id/index.php/LS/article/view/12539>
- Riyanto, A., & Suwardi. (2021, July 18). *Insider trading dan kendalanya di pasar modal*. BINUS Business Law. <https://business-law.binus.ac.id/2021/07/18/insider-trading-dan-kendalanya-di-pasar-modal/>
- Segal, T. (n.d.). *PIPE (Private investment in public equity)*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/p/pipe.asp>
- SIP Law Firm. (2024, December 21). *Insider trading*. <https://siplawfirm.id/insider-trading/?lang=id>
- Siswanto, A. H. (2019). *Rights issue sebagai perlindungan hukum bagi pemegang saham terhadap dilusi saham perusahaan terbuka*. Lex Jurnalica, 16(3). https://digilib.esaunggul.ac.id/public/UEU-Journal-14529-11_0115.pdf
- Susanti, D. (n.d.). *Regulatory framework for private placement in Indonesia: Understanding OJK Regulation No. 38/POJK.04/2014*. Schinder Law Firm. <https://schinderlawfirm.com/blog/regulatory-framework-for-private-placement-in-indonesia-understanding-ojk-regulation-no-38-pojk-04-2014/>
- Tan, D., Disemadi, H. S., & Sudirman, L. (2024). *Decoding the Special Purpose Acquisition Companies: A New Frontier in Tech Start-Up Financing*. *Padjadjaran Jurnal Ilmu Hukum (Journal of Law)*, 11(1), 97-121.
- Warren, E. (2022, June 1). *New report from Senator Warren: The SPAC hack—How SPACs tilt the playing field and enrich Wall Street insiders* [Report]. United States Senate. <https://www.warren.senate.gov/oversight/reports/new-report-from-senator-warren-the-spac-hack-how-spacs-tilt-the-playing-field-and-enrich-wall-street-insiders>
- Zulfi Chairi, *Keterbukaan (Disclosure) di Pasar Modal*, (Makalah, Fakultas Hukum Universitas Sumatera Utara, 2003).