



Analisis Yuridis terhadap Perlindungan Hukum bagi Pemegang Obligasi tanpa Jaminan dalam Kepailitan Emiten di Pasar Modal

Gibran Ibnu Sina^{1*}, Yahya Ayyash Ibrahim Pasha², Barbie Puteri³

¹⁻³ Universitas Padjadjaran, Indonesia

Alamat: Jl. Raya Bandung Sumedang KM.21, Hegarmanah, Kec. Jatinangor, Kabupaten Sumedang, Jawa Barat 45363

*Korespondensi penulis: gibran.ibnu1901@gmail.com

Abstract. *Economic development in today's world has grown rapidly, leading to numerous changes in human life. By investing in the capital market, it becomes one of the alternatives for financing the community's economy and is easily accessible to the public. One of them is to invest in bond securities in issuer companies. However, by purchasing bonds in the capital market with the issuer company, in addition to providing benefits through interest rates, there are risks, including if the issuer company goes bankrupt. Under these conditions, the holder of the unsecured bond will be positioned as a concurrent creditor, whose repayment is made after the separatist and preferred creditor. Although not guaranteed collateral, bondholders still obtain legal guarantees of their rights through information disclosure, the role of trustees, and arrangements within the applicable legal framework.*

Keywords : *Bonds, Debenture Bond, Capital Markets, Public Company, Bankruptcy.*

Abstrak. Perkembangan ekonomi di zaman sekarang ini telah bertumbuh pesat sehingga mendorong banyak perubahan bagi kehidupan manusia. Dengan melakukan investasi di pasar modal menjadi salah satu alternatif dalam melakukan pembiayaan ekonomi masyarakat dan mudah untuk dijangkau oleh masyarakat. Salah satunya adalah dengan melakukan investasi pada efek obligasi dalam perusahaan emiten. Akan tetapi, dengan melakukan pembelian obligasi di pasar modal dengan perusahaan emiten, selain memberikan keuntungan melalui tingkat suku bunga, terdapat risiko yang dihadapi termasuk apabila perusahaan emiten tersebut mengalami kepailitan. Dalam kondisi tersebut, pemegang obligasi tanpa jaminan akan berkedudukan sebagai kreditor konkuren, yang pelunasannya dilakukan setelah kreditor separatist dan preferen. Meskipun tidak dijamin agunan, pemegang obligasi tetap memperoleh jaminan hukum atas hak-haknya melalui keterbukaan informasi, peran wali amanat, serta pengaturan dalam kerangka hukum yang berlaku.

Kata Kunci : Obligasi, Obligasi Tanpa Jaminan, Pasar Modal, Perusahaan Emiten, Kepailitan.

1. LATAR BELAKANG

Pasar modal memiliki peran strategis dalam perekonomian nasional sebagai sarana penghimpunan dana dari masyarakat untuk membiayai kegiatan usaha emiten. Landasan hukum utama yang mengatur kegiatan pasar modal di Indonesia adalah Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal (“UU PM”) yang mengatur peran serta tanggung jawab para pihak, termasuk emiten, investor, dan otoritas pengawas. Dalam praktiknya, tidak jarang emiten yang telah berhasil menghimpun dana dari investor menghadapi kesulitan keuangan hingga berujung pada kepailitan. Kondisi ini menimbulkan tantangan serius terkait perlindungan hukum bagi investor, mengingat kepailitan emiten dapat mengancam hak dan kepentingan investor serta menciptakan ketidakpastian hukum yang berpotensi merusak kepercayaan pasar.

Oleh karena itu, pemahaman terhadap mekanisme perlindungan hukum dan pemenuhan hak investor dalam situasi kepailitan emiten menjadi sangat penting untuk menjaga stabilitas dan kredibilitas pasar modal. Secara umum, kepailitan emiten diatur dalam Undang-Undang Nomor 37 Tahun 2004 tentang Kepailitan dan Penundaan Kewajiban Pembayaran Utang (“UU KPKPU”), sedangkan dalam konteks pasar modal, pengaturan lebih lanjut tercantum dalam Peraturan Bapepam-LK Nomor X.K.5 tentang keterbukaan informasi bagi emiten yang dimohonkan pailit (Isnawati & Mahmudah, 2023, p. 7099). Pengaturan ini menjadi penting mengingat dalam praktiknya, emiten memperoleh dana dari investor melalui mekanisme penawaran efek yang ditawarkan kepada publik di pasar modal.

Sebagai sarana pembiayaan, pasar modal berperan dalam mempertemukan investor sebagai pihak yang memiliki dana lebih dengan emiten merupakan pihak yang sedang memerlukan dana. Untuk memenuhi kebutuhan pendanaan, emiten dapat menghimpun dana dari investor melalui mekanisme penawaran umum (*public offering*) maupun penawaran terbatas (*private placement*). Penawaran umum ini dapat dilaksanakan dengan cara menerbitkan saham atau efek bersifat ekuitas yang dapat ditawarkan melalui pasar modal sehingga investor dapat memilih secara bebas pilihan sesuai keinginan investor. Dari hasil investasi tersebut, investor diharapkan dapat memperoleh keuntungan berbentuk *return* berupa *capital gain* dan deviden.

Penawaran umum di pasar modal tidak hanya dilakukan melalui penerbitan saham, tetapi juga melalui efek bersifat utang seperti obligasi. Obligasi menjadi alternatif investasi yang menarik karena menawarkan pendapatan tetap berupa kupon dan pelunasan pokok pada waktu jatuh tempo. Dalam hal ini, investor bertindak sebagai kreditor, sedangkan emiten berkewajiban memenuhi pembayaran tersebut sesuai dengan perjanjian. Sebagai efek bersifat utang, obligasi memiliki beragam jenis yang dapat diklasifikasikan berdasarkan jangka waktu, sistem bunga, pihak penerbit, serta adanya jaminan atau agunan. Klasifikasi berdasarkan jaminan terbagi menjadi dua kategori yaitu obligasi dengan jaminan yang didukung agunan dan obligasi tanpa jaminan yaitu obligasi yang diterbitkan tanpa adanya agunan tertentu (Sihombing & Rachmawati, 2015, p. 49).

Jenis obligasi tanpa jaminan tersebut memiliki risiko yang lebih tinggi karena tidak didukung oleh aset sebagai jaminan pelunasan, sehingga investor sepenuhnya mengandalkan kepastian atas pembayaran kupon dan pokok sebagai bentuk perlindungan atas dana yang telah diinvestasikan. Namun, risiko tetap ada ketika emiten gagal memenuhi

kewajibannya. Dalam situasi tersebut, investor dapat menempuh langkah hukum termasuk pengajuan permohonan pailit sebagaimana diatur dalam Pasal 2 ayat (1) UU KPKPU.

Dalam berinvestasi di pasar modal, investor pemegang obligasi tidak hanya dihadapkan pada risiko umum seperti *default risk* atau risiko gagal bayar, tetapi juga pada risiko yang lebih kompleks, yaitu kepailitan emiten sebagai penerbit obligasi. Risiko ini dapat menimbulkan dampak pada keamanan investor pemegang obligasi yang mengandalkan kepastian pembayaran dari emiten. Oleh karena itu, penting untuk mengkaji bagaimana pengaturan dan perlindungan hukum dapat bekerja secara memadai dalam menjamin kepentingan investor pemegang obligasi ketika terjadi kepailitan dalam menciptakan kepastian dan keadilan di pasar modal.

2. KAJIAN TEORITIS

2.1 Penelitian Terdahulu

Penelitian ini merupakan pengembangan dari penelitian terdahulu yang sudah dibahas yakni penelitian mengenai “Perlindungan Hukum Hak Pemegang Saham Pada Pembubaran Perusahaan Dikarenakan Pailit”. Penelitian tersebut membahas akibat hukum hak pemegang saham terhadap perusahaan yang dinyatakan pailit serta perlindungan hukum pemegang saham berdasarkan hukum kepailitan. Selain itu terdapat penelitian “Perlindungan Hukum Investor Pasar Modal Akibat Kepailitan Perusahaan Terbuka Ditinjau dari Hukum Kepailitan dan Hukum Perusahaan Indonesia” yang membahas mengenai perlindungan hukum investor pasar atas kepailitan perusahaan terbuka serta mekanisme gugatan secara keperdataan. Unsur keterbaruan dalam penelitian ini terletak pada pembahasan yang secara khusus mengenai implikasi hukum serta bentuk perlindungan hukum yang diberikan kepada investor dan pemegang surat obligasi tanpa jaminan. Pembahasan dalam penelitian ini tidak hanya menguraikan ketentuan normatif yang mengatur mekanisme kepailitan emiten di pasar modal, tetapi juga secara khusus mengkaji posisi dan perlindungan hukum bagi investor pemegang obligasi tanpa jaminan yang kerap terabaikan dalam literatur hukum yang lebih berfokus pada pemegang saham. Dengan pendekatan tersebut, penelitian ini diharapkan dapat memberikan pemahaman mengenai bagaimana hukum kepailitan dan pasar modal bekerja secara terpadu untuk melindungi kepentingan kreditor obligasi tanpa jaminan, khususnya dalam menghadapi risiko gagal bayar dan proses pemberesan harta pailit emiten.

2.2 Tinjauan Teoritis

A. Perlindungan Hukum

Satjipto Rahardjo menjelaskan bahwa perlindungan hukum adalah bentuk pengayoman terhadap hak asasi manusia yang dilanggar oleh pihak lain, di mana perlindungan tersebut bertujuan agar masyarakat dapat menjalankan dan menikmati hak-hak yang dijamin oleh hukum (Satjipto, 2000, p. 54). Selain itu, C.S.T. Kansil juga mengemukakan bahwa perlindungan hukum merupakan serangkaian langkah hukum yang perlu diberikan kepada aparat penegak hukum guna menjamin rasa aman, baik secara mental maupun fisik, dari segala bentuk gangguan dan ancaman yang berasal dari pihak manapun. (C.S.T. Kansil, 1989, p. 102). Sementara menurut Philipus M. Hadjon, perlindungan hukum merupakan bentuk upaya untuk memberikan bantuan atau perlindungan kepada subjek hukum melalui pemanfaatan instrumen-instrumen hukum yang tersedia. (Philipus, 2011, p. 10).

Konsep perlindungan hukum pada dasarnya terbagi menjadi dua, yaitu perlindungan hukum preventif dan perlindungan hukum represif. Perlindungan hukum preventif memiliki dampak yang sangat besar untuk mencegah hal-hal yang tidak diinginkan. Maka dari itu, pemerintah terdorong untuk bersikap hati-hati dalam mengambil keputusan. Tindakan preventif tersebut dilakukan untuk mencegah terjadinya suatu pelanggaran serta memberikan batasan-batasan dalam melakukan kewajiban. Sementara itu, perlindungan hukum secara represif merupakan perlindungan hukum yang dilakukan dengan menyelesaikan sengketa yang timbul akibat terjadinya pelanggaran. Bentuk perlindungan ini merupakan upaya pamungkas yang diwujudkan melalui pemberian sanksi atas pelanggaran yang telah terjadi.

Perlindungan hukum dalam pasar modal memberikan perlindungan hukum kepada investor terhadap tindakan-tindakan emiten yang nantinya memberikan dampak langsung kepada investor apabila terjadi kepailitan baik perlindungan secara preventif maupun perlindungan hukum secara represif.

B. Pasar Modal

Secara etimologis, pasar modal terdiri dari kata “Pasar” dan “Modal”. “Pasar” memiliki arti yaitu tempat bertemunya penjual dan pembeli. Sementara itu, “Modal” memiliki arti yaitu barang bernilai ekonomi yang digunakan oleh pelaku usaha untuk memulai dan membiayai sebuah usaha. Pasar modal adalah tempat bagi segala instrumen keuangan jangka panjang yang dapat diperjual-belikan, baik dalam bentuk hutang maupun modal sendiri, atau dapat berupa dokumen yang diterbitkan oleh pemerintah, perusahaan

swasta, dan *public authorities* (Miftakhur, 2022, p. 12). Pasar modal merupakan sarana bagi berbagai pihak, terutama perusahaan, untuk menawarkan saham dan obligasi guna memperoleh dana tambahan atau memperkuat struktur permodalan perusahaan (Irham, 2022, p. 55). Pasal 1 angka 13 UU PM mendefinisikan pasar modal sebagai segala kegiatan yang berhubungan dengan Penawaran Umum dan perdagangan Efek, Perusahaan Publik terkait Efek yang diterbitkannya, serta lembaga maupun profesi yang memiliki kaitan dengan Efek.

Pasar modal sendiri memiliki dua jenis yang dapat diklasifikasikan berdasarkan waktu transaksinya, yakni pasar perdana dan pasar sekunder (Buku Saku Pasar Modal) :

1. Pasar Perdana

Pasar perdana adalah tempat pertama kali surat berharga, seperti obligasi atau saham, ditawarkan kepada publik sebelum tercatat di Bursa Efek. Pada tahap ini, penawaran dilakukan oleh Penjamin Emisi Efek (*underwriter*) melalui Perantara Pedagang Efek yang bertindak sebagai agen penjual, dalam proses yang dikenal sebagai Penawaran Umum Perdana (*Initial Public Offering/IPO*). Perusahaan yang melakukan IPO wajib mengungkapkan informasi penting, seperti harga dan jumlah efek yang ditawarkan, jangka waktu penawaran, serta detail lainnya melalui media massa, situs resmi perusahaan, dan prospektus yang dapat diakses publik.

2. Pasar Sekunder

Pasar sekunder merupakan kelanjutan dari pasar perdana, di mana efek yang telah tercatat di Bursa Efek diperdagangkan antar investor. Di pasar ini, transaksi jual beli saham tidak lagi melibatkan perusahaan penerbit, melainkan terjadi antar investor, umumnya melalui platform online trading yang disediakan oleh perusahaan efek sebagai Perantara Pedagang Efek (PPE). Berbeda dengan pasar perdana yang harganya tetap, harga saham di pasar sekunder berfluktuasi sesuai dengan mekanisme permintaan dan penawaran. Fluktuasi ini dipengaruhi oleh berbagai faktor, baik internal seperti kinerja perusahaan dan industrinya, maupun eksternal seperti suku bunga, inflasi, nilai tukar, serta kondisi sosial-politik.

Investasi sendiri dijelaskan dalam Pasal 1 angka 4 Undang-Undang Nomor 25 Tahun 2007 tentang Penanaman Modal (“**UU Penanaman Modal**”) yaitu segala bentuk kegiatan menanam modal, baik oleh penanam modal dalam negeri maupun penanam modal asing untuk melakukan usaha di wilayah Republik Indonesia. Investasi merupakan bentuk penanaman modal untuk satu atau lebih aset yang dimiliki dan biayanya berjangka waktu lama dengan mendapatkan keuntungan di masa-masa yang akan datang (Mangasi, 2022, p.

1). Investasi sendiri memiliki definisi yang sangat luas dikarenakan mencakup investasi langsung (*direct investment*) maupun investasi tidak langsung (*indirect investment*) atau yang dikenal sebagai *portofolio investment* (Rahmah, 2020, p. 1). Terdapat perbedaan antara investasi langsung dengan investasi tidak langsung. Pada investasi langsung, investor disertakan dalam melakukan pengelolaan dan pengawasan perusahaan serta investasi dilakukan dengan melakukan kegiatan usaha, atau pendirian perusahaan/pabrik, dan/atau mengerjakan proyek. Sementara itu, pada investasi tidak langsung terdapat pemisahan pengelolaan dan pengawasan yang dilakukan oleh investor, dengan kata lain investor tidak melakukan pengelolaan dan pengawasan di dalam perusahaan secara langsung (Rahmah, 2020, p. 1).

Pada investasi tidak langsung mencakup kegiatan transaksi di pasar modal dan pasar uang (Khoidin, 2019, p. 9). Instrumen pasar modal sendiri terbagi menjadi 3 bagian yaitu saham, surat utang/obligasi, dan reksadana. Dari ketiga instrumen pasar modal yang tersedia tersebut, obligasi merupakan salah satu bentuk efek bersifat utang yang memberikan hak kepada investor untuk menerima pembayaran bunga (kupon) secara berkala serta pelunasan pokok pada saat jatuh tempo. Obligasi adalah surat berharga dalam jangka panjang yang didalamnya berisi perjanjian atau kontrak yang bersifat utang di mana ada kewajiban bagi penerbit obligasi untuk membayar bunga dan melunasi utang pada saat jatuh tempo kepada pemegang obligasi. Keuntungan yang bisa didapatkan dari obligasi melalui tingkat suku bunga yang telah ditentukan sebelumnya dan menurut perhitungan tertentu (Herlambang, 2016, p. 1). Terdapat beberapa jenis obligasi yang diperdagangkan di pasar dan masing-masing jenis obligasinya mempunyai karakteristiknya masing-masing, salah satunya obligasi tanpa jaminan. Obligasi tanpa jaminan (*Unsecured Bond*) adalah obligasi yang tidak memiliki jaminan lainnya. Obligasi tanpa jaminan dibagi menjadi 2 jenis, yaitu *debenture bond* merupakan obligasi yang tidak secara khusus menggunakan asetnya dan *subordinate debenture* yaitu obligasi yang memiliki tingkat klaim yang lebih rendah dari semua emiten yang beredar. Maka dari itu, obligasi jenis ini merupakan obligasi yang memiliki tingkat keamanannya paling rendah, memiliki bunga yang lebih tinggi, dan sering dikaitkan dengan hak penukaran (*convertible*) (Budi, 2011, p. 127-129). Kedudukan hukum pemegang obligasi pada konteks kepailitan emiten, termasuk ke dalam kreditor konkuren dikarenakan obligasi tidak dijamin dengan jaminan kebendaan sebagaimana dan dapat melakukan mengajukan permohonan PKPU secara langsung, tetapi ditetapkan pada Pasal 51 Ayat (2) UU PM, segala kepentingan pemegang efek berbentuk utang Wali Amanat baik harus menjadi wakil di pengadilan maupun luar pengadilan (A. M. Tri, 2024, p. 14).

C. Investor

Investor merupakan pihak yang menempatkan kelebihan dananya (*surplus of fund*) untuk kegiatan investasi di sektor usaha. Dapat dikatakan bahwa investor merupakan seseorang atau kelompok yang menyediakan dana atau untuk penanam modal guna memenuhi kebutuhan perusahaan. Dalam Peraturan Perundang-Undangan di Indonesia, tidak dikenal istilah investor. Penggunaan kata yang digunakan untuk merujuk pada pelaku atau orang yang melakukan penanaman modal adalah penanam modal. Penanam Modal menurut Pasal 1 angka 4 UU Penanaman Modal adalah perseorangan atau badan usaha yang melakukan penanaman modal yang dapat berupa penanam modal dalam negeri dan penanam modal asing. Investor terdiri dari subjek hukum yang berupa individu/atau manusia (*natural person*) dan badan hukum (*legal person*) (Rahmah, 2020, p. 34).

D. Emiten

Emiten adalah pihak yang menawarkan efek kepada publik melalui mekanisme penawaran umum sesuai ketentuan perundang-undangan yang mana penawaran ini dilakukan sebagai bentuk promosi untuk menarik minat investor. Tujuan dari penawaran umum untuk memperoleh dana segar guna mendukung kelangsungan operasional perusahaan secara berkelanjutan, dengan harapan menghasilkan keuntungan atau dividen (Asyhadie, 2009, p. 33). Apabila perusahaan sudah terdaftar sebagai perusahaan *go public*, perusahaan tersebut harus menambahkan nama belakangnya dengan istilah “Tbk” (terbuka) (Johan, 2021, p. 39). Berdasarkan Pasal 1 angka 22 UU PM, dinyatakan bahwa perusahaan publik adalah perseroan yang memiliki paling sedikit 300 pemegang saham dan modal disetor minimal sebesar Rp3.000.000.000,00 (tiga miliar rupiah), atau sesuai jumlah pemegang saham dan modal disetor yang ditentukan melalui peraturan pemerintah.

E. Delisting

Berdasarkan keputusan Direksi PT Bursa Efek Jakarta Nomor Kep-309/BEJ/07-2004, penghapusan pencatatan (*delisting*) adalah penghapusan Efek yang tercatat di Bursa sehingga Efek tersebut tidak dapat diperdagangkan di Bursa. Mekanisme untuk penghapusan pencatatan saham (*delisting*) dalam pasar modal dapat terjadi dikarenakan 2 hal, yaitu dikarenakan permohonan *delisting* saham yang diajukan oleh perusahaan tercatat yang bersangkutan (*Voluntary Delisting*), yang disebabkan oleh kemauan dari perusahaan tanpa adanya intervensi dari siapapun (Wahdania et al., 2023, p. 191).

Selain *Voluntary Delisting*, terdapat *Delisting* saham atas perintah Otoritas Jasa Keuangan (OJK) berdasarkan POJK Nomor 3/POJK.04/2021 dan Bursa Efek yaitu

penghapusan paksa (*Forced Delisting*). Hal ini dilakukan jika perusahaan mengalami salah satu dari kondisi (Wahdania et al., 2023, p. 191):

- a. Mengalami peristiwa yang berdampak negatif signifikan terhadap kelangsungan usaha atau statusnya sebagai perusahaan terbuka, baik dari aspek finansial maupun hukum, tanpa adanya indikasi pemulihan yang memadai.
- b. Saham perusahaan tercatat hanya diperdagangkan di pasar negosiasi akibat suspensi di pasar reguler dan tunai selama minimal 24 bulan terakhir.

Kondisi yang dinilai berdampak negatif terhadap kelangsungan usaha perusahaan adalah (Wahdania et al., 2023, p. 191):

1. perusahaan tidak dapat memenuhi standar keuangan minimum yang telah ditetapkan oleh bursa;
2. perusahaan tidak menyampaikan laporan keuangan;
3. tidak terlihat kegiatan usaha perusahaan yang berjalan;
4. keadaan perusahaan yang selalu mengalami kerugian
5. tidak terlihat adanya indikasi pemulihan dari kondisi perusahaan; dan
6. perusahaan sedang menghadapi sengketa hukum atau perusahaan dinyatakan pailit oleh Pengadilan.

F. Kepailitan

Berdasarkan Pasal 1 angka 1 UU KPKPU, kepailitan adalah sita umum atas semua kekayaan Debitor Pailit yang pengurusannya dan pemberesannya dilakukan oleh Kurator di bawah pengawasan Hakim Pengawas sebagaimana diatur dalam UU KPKPU. Selanjutnya di dalam Pasal 2 Ayat 1 dijelaskan bahwa syarat dari kepailitan itu sendiri adalah terdapat dua atau lebih kreditor dan tidak membayar lunas sedikitnya satu utang yang telah jatuh waktu dan dapat ditagih.

UU KPKPU sendiri mendefinisikan utang sebagaimana dijelaskan dalam Pasal 1 angka 6 yaitu kewajiban yang dinyatakan atau dapat dinyatakan dalam jumlah uang baik dalam mata uang Indonesia maupun mata uang asing, baik secara langsung maupun yang akan timbul di kemudian hari atau kontinjen, yang timbul karena perjanjian atau undang-undang dan yang wajib dipenuhi oleh debitor dan bila tidak dipenuhi memberi hak kepada Kreditor untuk mendapat pemenuhannya dari harta kekayaan Debitor. Utang adalah perikatan, yang merupakan prestasi atau kewajiban dalam lapangan harta kekayaan yang harus dipenuhi oleh setiap debitor dan bila tidak dipenuhi, kreditor berhak mendapat pemenuhannya dari harta Debitor (Yuhelson, 2019, p. 39).

Dalam penyelesaian utang Debitor, dikenal tiga jenis kreditor: separatis, preferen, dan konkuren. Kreditor separatis adalah pemegang jaminan kebendaan seperti fidusia, gadai, atau hipotek, yang umumnya memiliki hak prioritas tertinggi, kecuali ditentukan lain oleh undang-undang. Kreditor preferen memiliki hak mendahului berdasarkan ketentuan undang-undang, misalnya tagihan pajak. Sementara itu, kreditor konkuren tidak memiliki jaminan atau keistimewaan, sehingga berada di urutan terakhir dalam pelunasan. (Hukumonline, 2019).

3. METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan pendekatan masalah melalui penelitian hukum normatif yaitu metode atau cara yang digunakan dalam penelitian hukum yang dilakukan dengan cara meneliti bahan pustaka (Soekanto & Mamudji, 2009, p. 13). Penelitian ini menitikberatkan pada analisis terhadap norma hukum positif, khususnya peraturan perundang-undangan yang relevan. Metode yang digunakan adalah yuridis normatif, yaitu penelitian hukum yang berbasis studi kepustakaan dengan data sekunder sebagai sumber utama yang kemudian disusun secara sistematis untuk membentuk argumentasi hukum yang koheren.

4. HASIL DAN PEMBAHASAN

Perlindungan Hukum Bagi Pemegang Obligasi Tanpa Jaminan Terhadap Emiten yang Mengalami Kepailitan di Pasar Modal

Kepastian hukum menjadi hal yang fundamental dalam rangka memberikan perlindungan hukum bagi setiap orang yang hendak melakukan kegiatan investasi di pasar modal. Kepastian hukum juga tentunya memberikan dampak terhadap meningkatnya kepercayaan masyarakat dan membangun *public trust* sebagai tolak ukur sehat atau tidaknya pasar tersebut. Perkembangan hukum pasar modal sangat bergantung pada kualitas penegakan hukum, karena perangkat hukum yang modern akan lebih efektif dalam mengatur kompleksitas industri pasar modal (Khair, 2024, p. 30).

Dinamika pasar modal sangat sensitif terhadap perubahan karena fluktuasi kondisi ekonomi dan pasar yang tidak dapat diprediksi. Hal ini dapat meningkatkan risiko kepailitan apabila perusahaan tidak mampu menjaga stabilitas dan kesehatan finansialnya. Dalam keadaan pailit, sebagaimana diatur dalam Pasal 24 UU KPKPU, seluruh harta kekayaan emiten akan dimasukkan ke dalam boedel pailit dan berada di bawah pengurusan kurator. Kondisi ini akan berdampak pada tertundanya pemenuhan hak-hak investor sebagai pemegang efek. Pada situasi seperti ini, investor tidak hanya menghadapi ketidakpastian

atas pengembalian modal, tetapi juga kehilangan peluang untuk memperoleh *capital gain* karena efek tersebut tidak lagi dapat diperjualbelikan di bursa (Afriana & Sujatmiko, 2015, p. 256).

Oleh karena itu, perlindungan hukum menjadi aspek krusial dikarenakan hubungan antara investor dan emiten bersumber dari perikatan keperdataan sebagaimana diatur dalam Pasal 1313 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (“**KUHPerdata**”) yang melahirkan hak dan kewajiban bagi para pihak sehingga diperlukan perlindungan terhadap individu yang membuat perikatan tersebut dengan turut memastikan terpenuhinya hak-hak investor sebagai kreditor dalam proses kepailitan (Murdayantin, 2024, p. 12). Keterbukaan informasi merupakan salah satu perlindungan hukum sebagai upaya preventif dalam hal pencegahan kerugian investor dalam melakukan kegiatannya di dunia pasar modal. Prinsip keterbukaan informasi pada dasarnya diatur dalam pasal 1 angka 25 UU PM sebagaimana telah diubah dengan ketentuan pasal 1 angka 24 Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan (“**UU PPSK**”) bahwa prinsip keterbukaan mewajibkan emiten, perusahaan terbuka, dan pihak terkait lainnya yang tunduk pada UU PM untuk menyampaikan informasi material secara tepat waktu kepada publik, jika informasi tersebut dapat memengaruhi keputusan investor atau harga efek terkait. Ketentuan ini dimaksudkan agar wali amanat dapat melakukan *due diligence* terhadap emiten sesuai dengan ketentuan Pasal 5 POJK Nomor 20/POJK.04/2020 sebagai bentuk pertanggungjawaban terkait kondisi finansial dan ekonomi emiten yang sehat.

Pemegang obligasi memiliki posisi sebagai kreditor karena obligasi pada dasarnya merupakan instrumen utang yang mencerminkan adanya perjanjian utang-piutang antara investor dan emiten. Hal tersebut ditegaskan dalam Peraturan Pemerintah Nomor 91 Tahun 2021 tentang Pajak Penghasilan atas Penghasilan Berupa Bunga Obligasi yang Diterima atau Diperoleh Wajib Pajak Dalam Negeri dan Bentuk Usaha Tetap (“**PP 91/2021**”) yang mendefinisikan obligasi sebagai surat utang berjangka waktu lebih dari 12 bulan yang diterbitkan oleh pemerintah maupun non-pemerintah. Dalam hubungan ini, emiten bertindak sebagai pihak yang berutang atau debitor, sedangkan pemegang obligasi adalah pihak yang berpiutang atau kreditor dan berhak atas pelunasan pokok serta/atau bunga obligasi sesuai jangka waktu yang telah disepakati.

Dengan adanya transaksi Obligasi merupakan perjanjian antara perusahaan dan investor, di mana perusahaan berkewajiban membayar pokok pinjaman beserta bunganya, baik dengan tingkat tetap (*fixed rate*) maupun mengambang (*floated rate*), pada waktu yang telah ditentukan kepada pemegang obligasi. Oleh karena itu, ketika emiten dinyatakan pailit,

kedudukan pemegang obligasi sebagai kreditor menempatkannya sebagai pihak yang secara langsung terdampak dalam proses pemberesan harta pailit.

Lebih lanjut, para pemegang obligasi tanpa agunan memiliki kedudukan yang dapat dipersamakan dengan kreditor konkuren. Kreditor konkuren merupakan kreditor yang tidak memiliki hak jaminan akan tetapi memiliki hak untuk menagih debitur yang didasarkan pada perjanjian. Meski demikian, Pasal 1131 dan 1132 KUHPerdara telah memberikan perlindungan hukum bagi kreditor konkuren untuk tetap menerima haknya atas pelunasan piutang debitur. Pasal 1131 KUHPerdara menentukan bahwa seluruh harta seseorang baik yang sudah ada maupun yang akan ada di kemudian hari, baik benda bergerak maupun tidak bergerak merupakan jaminan bagi seluruh perikatannya. Selanjutnya Pasal 1132 KUHPerdara menyatakan bahwa kebendaan tersebut menjadi jaminan bersama-sama bagi semua orang yang menghutangkan kepadanya dan akan dibagikan secara *Pari Passu Prorata Parte* (secara bersama-sama tanpa ada yang didahulukan dan sesuai dengan proporsional besarnya piutang).

Kepailitan emiten penerbit obligasi sama dengan kepailitan perusahaan pada umumnya dan dapat diajukan oleh Wali Amanat jika memenuhi ketentuan Pasal 2 ayat (1) UU KPKPU. Pengajuan kepailitan ini dapat dilakukan oleh debitur maupun kreditor. Kepailitan emiten penerbit obligasi ini mengakibatkan pihak emiten tidak dapat lagi mengurus seluruh harta kekayaan perusahaannya karena pengurusan perusahaan diserahkan kepada pihak kurator. Kepailitan suatu perusahaan penerbit obligasi menjadikan pemegang obligasi tanpa agunan berkedudukan sebagai kreditor konkuren. Pelunasan piutang pemegang obligasi sebagai kreditor konkuren dilakukan dari sisa hasil penjualan harta pailit setelah hak kreditor separatis dan preferen dipenuhi yang kemudian dibagi secara proporsional sesuai besarnya piutang masing-masing.

Bentuk Pemenuhan Hak-Hak Pemegang Obligasi Tanpa Jaminan dalam Hal Emiten Mengalami Kepailitan di Pasar Modal

Kepailitan yang dialami oleh emiten tidak hanya berimplikasi terhadap keberlangsungan kegiatan usaha perusahaan, tetapi juga menimbulkan konsekuensi hukum bagi para investor, baik pemegang saham maupun pemegang obligasi. Dalam hal suatu perusahaan telah dinyatakan pailit, maka seluruh aset yang dimilikinya akan disita, dan kurator yang ditunjuk oleh pengadilan memperoleh kewenangan untuk mengelola serta membereskan harta kekayaan debitur pailit tersebut. Berdasarkan Pasal 22 UU KPKPU, sejak putusan

pernyataan pailit diucapkan, debitor kehilangan hak perdata untuk menguasai dan mengelola seluruh harta yang telah menjadi bagian dari harta pailit (Lumowa, 2013, p. 18).

Dalam rangka mencegah kerugian investor pasar modal, sebuah emiten wajib untuk mematuhi prinsip keterbukaan. Berdasarkan Pasal 86 ayat (1) UUPM, emiten wajib menyampaikan laporan berupa informasi mengenai kegiatan usaha dan keuangan emiten secara rutin kepada Bapepam. Kemudian, emiten juga wajib mengumumkan laporan tersebut kepada masyarakat. Setelah itu, apabila terdapat peristiwa material yang dapat mempengaruhi agar efek, maka emiten harus mengumumkan hal tersebut kepada masyarakat paling lambat pada akhir hari kerja ke-2 setelah peristiwa tersebut terjadi. Dengan prinsip keterbukaan ini, investor dapat meminimalisir kerugian yang akan diderita apabila emiten mengalami kepailitan.

Kedudukan pemegang obligasi sebagai kreditor berkaitan erat dengan karakteristik efek bersifat utang, di mana efek tersebut merepresentasikan dana pinjaman yang diperoleh perusahaan penerbit dari investor selaku pembeli efek (Wardhani, 2022, p. 208). Obligasi merupakan salah satu jenis efek bersifat utang yang paling banyak diperdagangkan di pasar modal dan dianggap lebih aman dibandingkan saham karena memberikan imbal hasil tetap (*fixed income*). Obligasi sendiri memiliki dua jenis, yakni obligasi dengan jaminan dan obligasi tanpa jaminan. Obligasi dengan jaminan merupakan surat utang yang diterbitkan dengan agunan sehingga jika penerbit gagal membayar pokok dan bunga, investor dapat mengeksekusi jaminan tersebut, sementara obligasi tanpa jaminan tidak diterbitkan dengan agunan sehingga memiliki risiko yang lebih tinggi dalam hal penerbit gagal membayar pokok dan bunga.

Jika perusahaan penerbit obligasi berada dalam kondisi pailit, maka sesuai Pasal 15 ayat (1) juncto Pasal 16 ayat (1) UU KPKPU, akan ditunjuk Kurator dan Hakim Pengawas untuk melaksanakan pengurusan dan/atau pemberesan harta pailit terhitung sejak tanggal putusan pailit diucapkan. Dalam proses pengurusan dan/atau pemberesan tersebut, Kurator memberikan kesempatan kepada seluruh kreditor perusahaan penerbit obligasi (Debitor) untuk mengajukan tagihan yang memiliki dasar hukum kepada Debitor melalui Kurator, yang selanjutnya akan dilakukan pencocokan sebagaimana ketentuan Pasal 27 UU KPKPU.

Oleh karena itu, agar dapat tercatat sebagai kreditor, pemegang obligasi atau investor dapat terlebih dahulu berkoordinasi dengan Wali Amanat selaku perwakilan resmi yang bertugas melindungi kepentingan pemegang obligasi untuk mendaftarkan tagihan kepada Kurator, atau sesuai dengan ketentuan dalam kontrak perwaliamanatan, pemegang obligasi juga dapat mendaftarkan sendiri tagihannya kepada Kurator. (Sari & Samawati, 2024, p. 122). Selanjutnya, Kurator akan melakukan pencocokan utang dengan merujuk pada Kontrak

Perwaliamanatan yang diajukan oleh Wali Amanat untuk menentukan kedudukan para pemegang obligasi dalam hierarki jenis Kreditor (Sari & Samawati, 2024, pp. 122–123).

Sejalan dengan peran Wali Amanat dalam proses pendaftaran tagihan kepada Kurator, mekanisme perlindungan terhadap risiko gagal bayar juga telah diatur secara spesifik dalam UU PM melalui penunjukan Wali Amanat sebagai pihak ketiga yang mewakili kepentingan investor. Sebelum obligasi diterbitkan, Wali Amanat memiliki tanggung jawab untuk menilai kondisi arus kas emiten. Dalam proses penerbitan, Wali Amanat turut menentukan hak-hak pemegang obligasi selaku kreditor, seperti hak atas pembayaran bunga, pokok utang, dan waktu pelunasan. Setelah obligasi beredar di pasar, Wali Amanat melakukan pemantauan yang hasilnya dilaporkan kepada OJK dan Bursa Efek Indonesia (“BEI”). Di samping itu, sebagaimana diatur dalam Peraturan OJK Nomor 20/POJK.04/2020 Tahun 2020 tentang Kontrak Perwaliamanatan Efek Bersifat Utang dan/atau Sukuk, Wali Amanat juga berwenang melakukan uji tuntas atau *due diligence* terhadap kapabilitas dan kredibilitas emiten.

Untuk melengkapi mekanisme perlindungan tersebut, UU PM juga memberikan landasan hukum bagi investor untuk menuntut pertanggungjawaban apabila dalam proses kepailitan emiten ditemukan adanya unsur kecurangan atau pelanggaran hukum. Pasal 111 UUPM menjelaskan investor diberikan kesempatan untuk memintakan ganti rugi atas kerugian yang diakibatkan oleh pelanggaran terhadap ketentuan UU PM dan peraturan pelaksanaannya apabila proses kepailitan emiten terdapat kecurangan. Maka, investor dapat menempuh proses litigasi dengan mengajukan gugatan perdata ke pengadilan apabila investor mengalami kerugian akibat pelanggaran dari ketentuan mengenai pasar modal meskipun dalam praktiknya jarang dilakukan oleh investor.

5. KESIMPULAN DAN SARAN

1. Kesimpulan

Perlindungan hukum bagi pemegang obligasi tanpa jaminan dalam kasus kepailitan emiten di pasar modal masih menjadi tantangan dalam hukum positif Indonesia. Tingginya risiko yang dihadapi pemegang obligasi tanpa jaminan yang dikarenakan tidak adanya jaminan atau agunan yang dapat dijadikan perlindungan ketika emiten mengalami gagal bayar atau kepailitan. Ketika perusahaan dihadapi dengan kepailitan, pemegang obligasi yang berkedudukan sebagai kreditor konkuren hanya berharap menunggu dari hasil sisa eksekusi boedel pailit dan mengandalkan mekanisme hukum yang ada seperti diwakili oleh wali amanat yang mengajukan permohonan pailit sesuai Pasal 2 Ayat (1) UU KPKPU.

Kepailitan yang dialami oleh emiten tidak hanya mengancam kelangsungan usaha perusahaan, tetapi juga menimbulkan konsekuensi hukum bagi pemegang obligasi sebagai kreditor konkuren yang harus mengajukan tagihan melalui wali amanat atau langsung kepada kurator sesuai kontrak perwaliamanatan. Walaupun obligasi dianggap sebagai instrumen yang relatif aman memberikan imbal hasil tetap, risiko gagal bayar terutama pada obligasi tanpa jaminan tetap ada, sehingga prinsip keterbukaan informasi yang diwajibkan oleh peraturan pasar modal menjadi sangat penting untuk meminimalisir kerugian investor. Peran wali amanat sangat vital dalam melindungi kepentingan pemegang obligasi melalui pemantauan dan pelaporan kepada OJK dan BEI, serta pelaksanaan *due diligence* terhadap emiten. Selain itu, regulasi memberikan hak kepada investor untuk menuntut ganti rugi apabila terjadi pelanggaran hukum dalam proses kepailitan, meskipun upaya hukum ini jarang dilakukan. Hal ini menunjukkan bahwa meskipun mekanisme perlindungan sudah ada, implementasi dan penegakan hak investor masih menghadapi tantangan, sehingga diperlukan sinergi yang lebih baik antara otoritas pasar modal, wali amanat, dan lembaga peradilan agar perlindungan bagi pemegang obligasi dapat berjalan efektif.

2. Saran

1. Perlindungan bagi kreditor konkuren dalam kepailitan emiten obligasi masih lemah meskipun telah diatur dalam UU KPKPU. Penguatan dapat dilakukan melalui Penguatan perlindungan kreditor konkuren meliputi penerapan asas transparansi dan akuntabilitas dalam proses pemberesan harta pailit, pengawasan aktif oleh pengadilan niaga, serta pedoman teknis dari otoritas seperti OJK. Selain itu, diperlukan mekanisme preventif berupa kewajiban emiten untuk mengungkapkan risiko gagal bayar dan peran aktif wali amanat, terutama dalam melindungi kreditor ritel.
2. Pemegang obligasi pada dasarnya memiliki hak-hak hukum ketika emiten mengalami kepailitan sehingga penting bagi mereka untuk memahami posisi dan hak-haknya meskipun pemegang obligasi tersebut tidak memiliki agunan. Pemegang obligasi memiliki kedudukan sebagai kreditor sehingga memiliki hak untuk mengajukan tagihan kepada kurator melalui wali amat maupun secara langsung. Kemudian, OJK dan BEI juga perlu mendorong penguatan implementasi prinsip keterbukaan informasi oleh emiten agar pemegang obligasi tanpa agunan dapat mengambil keputusan yang lebih bijak dan meminimalkan risiko kerugian akibat kepailitan.

DAFTAR REFERENSI

- Afriana, D., & Sujatmika. (2015). Perlindungan hukum investor pasar modal akibat kepailitan perusahaan terbuka ditinjau dari hukum kepailitan dan hukum perusahaan Indonesia. *Padjadjaran Jurnal Ilmu Hukum*, 2(2), 250–268.
- Asyhadie, Z. (2009). *Hukum bisnis: Prinsip dan pelaksanaannya di Indonesia*. Jakarta: Rajawali Press.
- Fikrun Khair. (2024). *Perlindungan hukum bagi investor pasar modal terhadap perusahaan yang delisting akibat diputuskan pailit (Studi kasus Putusan MA No. 667 K/Pdt.Sus-Pailit/2021)* [Skripsi, Universitas Islam Negeri Syarif Hidayatullah]. <https://repository.uinjkt.ac.id/dspace/bitstream/123456789/77816/1/FIKRUN%20KH AIR%20-%20FSH.pdf>
- Herlambang, R., & Nuryartono, N. (2016). Analisis karakteristik obligasi terhadap return obligasi pada sub sektor perbankan tahun 2010–2013. *Jurnal Aplikasi Manajemen*, 14(2), 272–280. <https://doi.org/10.18202/jam23026332.14.2.09>
- Hengki Junius Sihombing, & Rachmawati, E. N. (2015). Faktor-faktor yang mempengaruhi peringkat obligasi pada perusahaan yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia. *Jurnal Ekonomi Kiat*, 26(1), 47–56.
- Johan, S. (2021). Definisi perseroan terbuka atau publik menurut peraturan perundang-undangan Indonesia. *Jurnal Mercatoria*, 14(1), 38–45. <https://doi.org/10.31289/mercatoria.v14i1.4429>
- Kansil, C. S. T. (1989). *Pengantar ilmu hukum dan tata hukum Indonesia*. Jakarta: Balai Pustaka.
- Khoidin, M. (2019). *Hukum penanaman modal*. Yogyakarta: LaksBang Justitia.
- Lumowa, A. B. (2013). Tanggung jawab perusahaan yang dinyatakan pailit terhadap pihak ketiga. *Lex Privatum*, 1(3), 18.
- Maharani, S. (2018). Analisis return dan risiko investasi pada reksadana saham (Studi pada reksadana saham yang terdaftar di Bursa Efek Indonesia per 1.01.2015–31.12.2017). *Jurnal Administrasi dan Bisnis*, 12(2), 169–170.
- Moertiono, R. J. (2021). Perjanjian kredit pemilikan rumah dalam perspektif teori perlindungan hukum. *All Fields of Science J-LAS*, 1(3), 252–262. <https://doi.org/10.58939/afosj-las.v1i3.109>
- Rahardjo, R. (2000). *Ilmu hukum*. Bandung: PT Citra Aditya Bakti.
- Rahmah, M. (2020). *Hukum investasi*. Jakarta: Kencana.
- Sari, H. P., & Samawati, P. (2024). Pemenuhan hak bagi pemegang obligasi yang dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga. *Universitas Sriwijaya*. https://repository.unsri.ac.id/166104/3/RAMA_74101_02012682226105_0017066603_0008038001_01_front_ref.pdf

- Sari, H. P., & Samawati, P. (2024). Penyelesaian sengketa terhadap obligasi korporasi yang dinyatakan pailit oleh Pengadilan Niaga. *Jurnal Solusi*, 22(1), 118–126. <https://doi.org/10.36546/solusi.v22i1.972>
- Sinurat, M. (2022). *Hukum pasar modal*. Malang: PT Cita Intrans Selaras.
- Soekanto, S., et al. (2009). *Penelitian hukum normatif: Suatu tinjauan singkat*. Jakarta: Grafindo Persada.
- Ulfina, F. U. (2024). Akibat kepailitan perusahaan efek terhadap tanggung jawab hukum kepada pemegang saham minoritas. *Das Sollen: Jurnal Kajian Kontemporer Hukum dan Masyarakat*, 2(02). <https://journal.forikami.com/index.php/dassollen/article/view/728>
- Wardhani, A. K. (2022). Proporsionalitas perjanjian penerbit dan penyelenggara securities crowdfunding. *Officium Notarium*, 2(2), 208.
- Wahdania, S., et al. (2024). Tanggung jawab emiten yang delisting terhadap para pemegang saham di pasar modal. *Jurnal Ilmiah Kutei*, 22(2), 188–200. <https://doi.org/10.33369/jkutei.v22i2.31293>
- Yuhelson. (2009). *Hukum kepailitan di Indonesia*. Gorontalo: Ideas Publishing.
- Ayu Tri Isnawati, F., & Mahmudah, S. (2024). Perlindungan hukum hak pemegang saham pada pembubaran perusahaan dikarenakan pailit. *UNES Law Review*, 6(2), 7097–7104. <https://doi.org/10.31933/unesrev.v6i2.1564>