



Klausul Material Adverse Change dalam Merger dan Akuisisi di Indonesia: Perspektif Kepentingan Bisnis dan Kekosongan Hukum

Palmer Aimar Subandrio

Universitas Negeri Semarang

Siti Aisyah

Universitas Negeri Semarang

Kamil Rafi Muhammad

Universitas Negeri Semarang

Rayi Kharisma Rajib

Universitas Negeri Semarang

Gedung Dekanat (K) Kampus Universitas Negeri Semarang, Sekaran, Kecamatan Gunungpati, Kota Semarang, Jawa Tengah 50229

Abstrak Klausul *Material Adverse Change* (MAC) merupakan instrumen kontraktual yang penting dalam transaksi merger dan akuisisi karena berfungsi memberikan perlindungan bagi pihak pembeli ketika terjadi perubahan material yang berpotensi menurunkan nilai atau kelayakan transaksi. Namun, dalam konteks Indonesia, efektivitas klausul MAC menghadapi tantangan akibat kekosongan hukum dan minimnya preseden yang dapat menjadi acuan penerapannya. Penelitian ini menganalisis fungsi MAC sebagai mekanisme mitigasi risiko bagi buyer dalam perspektif kepentingan bisnis, sekaligus menelaah bagaimana ketiadaan pengaturan normatif dan yurisprudensi menghambat kepastian hukum dalam implementasinya. Melalui pendekatan yuridis-normatif yang dikombinasikan dengan analisis komparatif terhadap praktik di yurisdiksi lain, penelitian ini menemukan bahwa klausul MAC memiliki signifikansi tinggi dalam memberikan perlindungan kontraktual, tetapi belum memperoleh efektivitas optimal di Indonesia. Temuan penelitian menegaskan perlunya pedoman hukum yang lebih jelas, baik melalui interpretasi kontraktual yang terstandarisasi maupun pembaruan regulasi, agar klausul MAC dapat berfungsi secara proporsional dan mendukung stabilitas transaksi merger dan akuisisi. Penelitian ini juga menawarkan pendekatan normatif sebagai solusi atas kekosongan hukum yang saat ini menjadi hambatan utama dalam penerapan klausul MAC.

Kata Kunci: Klausul Material Adverse Change, Kekosongan Hukum, Merger dan Akuisisi, Perlindungan Buyer, Risiko Bisnis

LATAR BELAKANG

Klausul Material Adverse Change (MAC) telah menjadi instrumen sentral dalam perjanjian merger dan akuisisi internasional untuk mengalokasikan risiko perubahan keadaan setelah penandatanganan. Dalam praktik bisnis M&A, klausul ini diposisikan sebagai mekanisme proteksi bagi buyer untuk menilai ulang atau mengakhiri transaksi ketika terjadi peristiwa yang secara substansial merugikan nilai atau prospek target. Kepentingan bisnis untuk kepastian alokasi risiko membuat klausul MAC penting bagi kelangsungan keputusan investasi, negosiasi harga, dan kewajiban representasi serta garansi penjual. Kajian akademik dan praktik internasional menunjukkan variasi definisi dan elemen klausul MAC, termasuk ambang materialitas, durasi efek, causal nexus, dan carve-outs untuk peristiwa sistemik. Sebagaimana dalam hukum perikatan dikenal bahwa perubahan isi kontrak dapat dilakukan apabila terjadi perubahan kondisi yang signifikan, selama dilakukan dengan itikad baik dan tidak merugikan salah satu pihak, maka keberadaan klausul MAC sejatinya mencerminkan prinsip serupa dalam konteks transaksi korporasi berskala besar. (Divanadia et al., 2024). Di Indonesia literatur akademik dan komentar praktisi mengenai MAC relatif terbatas dan tersebar. Praktik drafting

SPA domestik cenderung mengimpor terminologi asing tanpa adaptasi kontekstual yang sistematis, sementara ketersediaan preseden yudisial yang menginterpretasi klausul MAC masih terbatas sehingga praktik pasar bergantung pada negosiasi kontraktual dan nasihat firma hukum.

Kekosongan hukum terlihat pada beberapa titik: ketidakjelasan peran MAC dibandingkan dengan doktrin *force majeure* dan *rebus sic stantibus* dalam sistem hukum kontrak Indonesia; minimnya putusan pengadilan yang membentuk interpretasi standar; serta ketiadaan pedoman drafting yang konsisten untuk transaksi lokal. Dalam sistem hukum perdata Indonesia, dinamika perubahan keadaan yang berpengaruh terhadap pelaksanaan kontrak telah tercermin melalui asas kebebasan berkontrak serta prinsip *pacta sunt servanda* sebagaimana diatur dalam Pasal 1338 KUH Perdata. Berbeda dari renegotiasi atau pembatalan kontrak yang menuntut persetujuan ulang para pihak, klausul Material Adverse Change (MAC) berfungsi sebagai mekanisme antisipatif yang memungkinkan penyesuaian terhadap kondisi yang berubah tanpa mengorbankan kepastian hukum bagi para pihak (Sianturi et al., 2024). Kekosongan ini menimbulkan ketidakpastian hukum dan komersial bagi buyer dan penjual, terutama ketika menghadapi peristiwa berskala sistemik seperti pandemi yang menguji batas perlindungan kontraktual dan ekspektasi bisnis. Berdasar gap tersebut, penelitian ini bertujuan menganalisis klausul MAC dalam kerangka perlindungan buyer dan mengevaluasi implikasi kekosongan hukum di Indonesia. Tujuan praktisnya adalah merumuskan rekomendasi drafting klausul yang sesuai konteks hukum domestik serta memberikan saran kebijakan atau pedoman praktik untuk mengurangi ketidakpastian transaksi M&A. Analisis dalam jurnal ini akan menautkan kajian doktrinal dengan bukti praktik untuk menghasilkan rekomendasi yang aplikatif bagi pihak bisnis dan pembuat kebijakan.

KAJIAN TEORITIS

Kajian teoritis ini menempatkan klausul Material Adverse Change (MAC) dalam kerangka teori kontrak tentang alokasi risiko dan efektivitas instrumen proteksi transaksi. MAC berfungsi sebagai mekanisme untuk menggeser risiko perubahan keadaan material dari buyer ke seller melalui syarat terminasi, renegotiasi, atau penyesuaian harga, dan oleh karenanya terkait erat dengan representasi & warranty, indemnity, dan hak terminasi. Unsur-unsur teknis yang relevan adalah ambang materialitas, nexus kausal antara peristiwa dan kerugian ekonomis, durasi efek, serta *carve-outs* untuk peristiwa sistemik; dalam praktik *common law*, variasi rumusan dan interpretasi pengadilan menunjukkan bahwa klausul yang samar berisiko tinggi memicu litigasi, sementara klausul yang rinci mengurangi ketidakpastian namun membebani negosiasi. Literatur empiris internasional juga mencatat efek makro: tingginya frekuensi pencantuman MAC berkorelasi dengan peningkatan renegotiasi dan terminasi transaksi pada periode shock ekonomi, dan yurisprudensi di US/UK cenderung mensyaratkan bukti perubahan yang luar biasa untuk menerima klaim MAE.

Dalam konteks Indonesia, kajian teoritis harus mengaitkan konsep-konsep tersebut dengan doktrin lokal seperti *force majeure*, *rebus sic stantibus*, dan prinsip itikad baik. Sebagaimana diatur dalam Pasal 1338 ayat (3) KUHPerdata, baik individu maupun badan hukum memiliki kebebasan untuk membuat perjanjian dengan pihak mana pun yang dikehendaki sesuai asas kebebasan berkontrak (*freedom of contract*), dengan ketentuan bahwa pelaksanaannya wajib dilakukan dengan itikad baik (Hoirullah & Romainur, 2022). Literatur domestik terbatas dan praktik drafting sering mengimpor terminologi asing tanpa adaptasi kontekstual sehingga menimbulkan tumpang-tindih normatif dan minimnya preseden yudisial memperparah ketidakpastian interpretatif. Oleh karena itu asumsi penelitian yang menjadi landasan analisis

adalah bahwa efektivitas MAC sebagai perlindungan buyer terganggu oleh kekosongan hukum substantif dan praktik drafting yang tidak terstandarisasi; kajian teoritis ini akan menjadi basis untuk menilai korelasi antara rumusan klausul, interpretasi yudisial, dan kebutuhan adaptasi normatif yang mendukung rekomendasi drafting serta kebijakan praktis.

Bagian ini menguraikan teori-teori relevan yang mendasari topik penelitian dan memberikan ulasan tentang beberapa penelitian sebelumnya yang relevan dan memberikan acuan serta landasan bagi penelitian ini dilakukan. Jika ada hipotesis, bisa dinyatakan tidak tersurat dan tidak harus dalam kalimat tanya.

METODE PENELITIAN

Bagian ini memuat rancangan penelitian meliputi disain penelitian, populasi/sampel penelitian, teknik dan instrumen pengumpulan data, alat analisis data, dan model penelitian yang digunakan. Metode yang sudah umum tidak perlu dituliskan secara rinci, tetapi cukup merujuk ke referensi acuan (misalnya: rumus uji-F, uji-t, dll). Pengujian validitas dan reliabilitas instrumen penelitian tidak perlu dituliskan secara rinci, tetapi cukup dengan mengungkapkan hasil pengujian dan interpretasinya. Keterangan simbol pada model dituliskan dalam kalimat.

HASIL DAN PEMBAHASAN

A. Konsep dan Fungsi Klausul Material Adverse Change (MAC) dalam Transaksi Merger dan Akuisisi

Klausul Material Adverse Change (MAC) atau sering juga disebut Material Adverse Effect (MAE) merupakan salah satu instrumen kontraktual yang berperan penting dalam transaksi merger dan akuisisi (M&A), terutama sebagai mekanisme pengalihan risiko terhadap perubahan kondisi material yang dapat memengaruhi nilai atau keberlanjutan suatu perusahaan target (target company). Dalam konteks hukum bisnis modern, klausul MAC menjadi alat penting untuk memberikan perlindungan hukum dan kepastian komersial bagi pihak pembeli (buyer) terhadap berbagai ketidakpastian yang muncul antara waktu penandatanganan perjanjian (signing) dan penyelesaian transaksi (closing).

Menurut Partacz (2022), klausul MAC dirancang sebagai jaminan fleksibilitas hukum bagi pembeli ketika terjadi peristiwa yang secara signifikan menurunkan nilai perusahaan target atau menghambat kemampuan target untuk melanjutkan kegiatannya sebagaimana disepakati. Klausul ini memungkinkan pembeli untuk menunda, menegosiasikan ulang, atau bahkan membatalkan transaksi apabila terbukti terjadi perubahan material yang merugikan. Oleh karena itu, MAC berfungsi tidak hanya sebagai bentuk *contractual risk allocation*, tetapi juga sebagai alat pengendali risiko bisnis di tengah ketidakpastian ekonomi global, perubahan kebijakan pemerintah, dan dinamika pasar modal.

Partacz (2022) menekankan bahwa setelah masa pandemi COVID-19 dan ketidakstabilan ekonomi yang menyertainya, klausul MAC menjadi semakin

sering dinegosiasikan secara mendalam dalam setiap kontrak M&A. Banyak pihak pembeli menganggapnya sebagai “jaring pengaman hukum” (legal safety net) untuk melindungi diri dari dampak luar biasa yang tidak dapat diprediksi pada saat transaksi disusun. Fenomena ini menunjukkan bahwa keberadaan klausul MAC tidak hanya bersifat simbolik dalam kontrak, tetapi memiliki fungsi praktis dan strategis yang signifikan dalam memastikan bahwa risiko akibat perubahan eksternal tidak sepenuhnya ditanggung oleh satu pihak saja.

Di sisi lain, BC Publication (2023) dalam artikelnya “*Usage and Development of the Material Adverse Change Clause*” menguraikan bahwa perkembangan penggunaan klausul MAC telah berevolusi dari sekadar mekanisme perlindungan pasif menjadi alat negosiasi yang dinamis. Dalam praktik M&A modern, klausul MAC tidak hanya difungsikan untuk melindungi pembeli terhadap kerugian ekonomi besar, tetapi juga sebagai instrumen untuk memperkuat posisi tawar (bargaining position) selama proses negosiasi, terutama ketika terjadi perubahan kondisi eksternal seperti penurunan pendapatan target, fluktuasi nilai saham, perubahan peraturan, atau situasi geopolitik yang memengaruhi stabilitas usaha.

BC Publication (2023) menegaskan bahwa klausul MAC memiliki tiga fungsi vital yang saling berkaitan dalam menjaga stabilitas transaksi. Pertama adalah fungsi preventif yang memberikan kewaspadaan dini terhadap potensi risiko yang dapat mengubah nilai substansial target. Kedua, klausul ini menjalankan fungsi protektif dengan memberikan hak hukum kepada pembeli untuk mengambil langkah korektif, termasuk opsi untuk mengakhiri transaksi, apabila perubahan material benar-benar bermanifestasi. Terakhir, fungsi evaluatif menempatkan klausul MAC sebagai dasar untuk menilai kembali keseimbangan ekonomi kontrak ketika kondisi bisnis target mengalami perubahan yang signifikan.

Dengan demikian, klausul MAC berperan ganda sebagai perisai hukum dan sekaligus alat negosiasi strategis. Dalam banyak kasus internasional, MAC menjadi titik krusial yang menentukan keberlanjutan transaksi. Misalnya, dalam beberapa kasus di yurisdiksi Amerika Serikat, pengadilan hanya mengakui keberlakuan MAC apabila perubahan yang terjadi benar-benar memiliki dampak besar dan berjangka panjang terhadap profitabilitas perusahaan target. Hal ini menunjukkan bahwa unsur “materiality” dan “durability” menjadi kunci utama dalam menentukan apakah suatu kejadian dapat dikategorikan sebagai *material adverse change*.

Relevansi klausul MAC dalam konteks M&A di Indonesia pun semakin meningkat, terutama dengan bertambahnya frekuensi transaksi lintas negara dan keterlibatan investor asing yang terbiasa menggunakan standar kontraktual internasional. Namun demikian, hingga kini Indonesia belum memiliki aturan hukum khusus yang mengatur secara eksplisit mengenai klausul MAC. Akibatnya, penerapan klausul ini masih bergantung pada prinsip kebebasan

berkontrak (freedom of contract) sebagaimana diatur dalam Pasal 1338 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUH Perdata), serta pada kemampuan para pihak untuk merumuskan isi klausul secara jelas dan spesifik. Sebagaimana ditegaskan oleh Partacz (2022), tanpa pemahaman yang tepat tentang sifat, tujuan, dan batas penerapan MAC, para pihak berpotensi menghadapi ketidakpastian hukum yang dapat mengancam keberhasilan transaksi M&A itu sendiri.

B. Klausul MAC sebagai Instrumen Perlindungan Hukum bagi Buyer dalam Perspektif Kepentingan Bisnis

Dalam transaksi merger dan akuisisi (M&A), klausul Material Adverse Change (MAC) memegang peran sentral sebagai instrumen yang dirancang untuk memberikan perlindungan hukum bagi pihak pembeli (buyer) dari risiko perubahan kondisi material yang dapat mempengaruhi nilai ekonomi atau keberlangsungan bisnis target perusahaan. Dalam konteks bisnis yang sangat dinamis, di mana faktor eksternal seperti perubahan regulasi, fluktuasi pasar, atau kondisi keuangan perusahaan target dapat berubah secara signifikan dalam waktu singkat, keberadaan klausul MAC menjadi mekanisme mitigasi risiko yang krusial. Menurut *Emory Law Journal* (2024), klausul MAC berkembang sebagai bentuk perlindungan hukum yang berfungsi untuk menyeimbangkan posisi tawar antara pembeli dan penjual, dengan memberikan hak bagi pembeli untuk membatalkan atau menegosiasikan ulang transaksi apabila terjadi perubahan mendasar yang mengganggu substansi kesepakatan.

Klausul MAC tidak hanya dimaknai sebagai alat pembatalan transaksi, tetapi juga sebagai perwujudan asas kehati-hatian (*prudence principle*) dalam transaksi bisnis berskala besar. Sebagaimana dijelaskan dalam *NYLS Law Review* (2022), klausul MAC bertujuan melindungi pembeli dari risiko yang tidak dapat diprediksi atau dikendalikan, dengan memberikan ruang hukum untuk menilai apakah perubahan yang terjadi telah mengubah nilai fundamental dari transaksi. Dalam praktiknya, klausul MAC sering diformulasikan dengan cakupan yang luas, namun tetap mensyaratkan pembuktian bahwa perubahan yang dimaksud benar-benar bersifat “material” dan “adverse”. Kedua elemen tersebut menuntut pembeli untuk menunjukkan bukti konkret bahwa kondisi yang terjadi menyebabkan dampak negatif substansial terhadap kinerja, prospek, atau nilai ekonomi perusahaan target.

Dalam perspektif kepentingan bisnis, klausul MAC merepresentasikan keseimbangan antara kebutuhan akan fleksibilitas dan kepastian. Bagi pembeli, klausul ini berfungsi sebagai “jaring pengaman hukum” yang memberikan opsi untuk keluar dari transaksi tanpa menanggung konsekuensi finansial yang besar apabila kondisi perusahaan target memburuk secara signifikan setelah penandatanganan perjanjian namun sebelum penyelesaian transaksi. Namun di sisi lain, bagi penjual, klausul MAC dapat menjadi sumber ketidakpastian karena memungkinkan pembatalan transaksi yang sudah hampir pasti. Oleh karena itu, negosiasi terkait klausul MAC sering menjadi salah satu tahap paling kompleks

dalam penyusunan perjanjian M&A, di mana kedua pihak berupaya mencapai titik keseimbangan antara perlindungan hukum dan kepastian pelaksanaan transaksi.

Secara teoretis, fungsi perlindungan hukum yang dimiliki oleh klausul MAC dapat dikaitkan dengan prinsip *risk allocation* dalam hukum kontrak bisnis modern. Prinsip ini menegaskan bahwa setiap pihak memiliki hak dan kewajiban untuk menanggung risiko sesuai dengan posisi dan kepentingannya dalam transaksi. Dalam hal ini, pembeli berusaha memindahkan sebagian risiko perubahan kondisi material kepada penjual melalui klausul MAC. Jika di kemudian hari terjadi peristiwa yang secara substansial menurunkan nilai perusahaan target, pembeli memiliki dasar hukum yang jelas untuk meninjau ulang kesepakatan. Sejalan dengan pandangan yang dikemukakan dalam *Emory Law Journal* (2024), klausul MAC juga berperan dalam mendorong transparansi informasi dan akuntabilitas dalam proses *due diligence*, karena penjual dituntut untuk mengungkapkan seluruh kondisi material yang dapat memengaruhi kelangsungan transaksi.

Dalam konteks bisnis di Indonesia, fungsi klausul MAC sebagai instrumen perlindungan bagi buyer masih jarang dioptimalkan secara efektif. Hal ini disebabkan oleh ketiadaan pengaturan eksplisit serta minimnya preseden yudisial yang dapat dijadikan acuan dalam menilai keabsahan atau penerapannya. Padahal, secara prinsipil, klausul MAC sangat relevan untuk diterapkan di pasar Indonesia yang memiliki karakteristik bisnis fluktuatif dan sering dipengaruhi oleh perubahan kebijakan ekonomi maupun politik. Dengan demikian, klausul MAC dapat menjadi salah satu bentuk perlindungan hukum yang lebih progresif dan adaptif terhadap dinamika pasar, sekaligus memperkuat posisi pembeli agar tidak dirugikan oleh perubahan mendadak yang bersifat material terhadap objek transaksi.

Lebih jauh lagi, analisis dari *NYLS Law Review* (2022) menyoroti bahwa penerapan klausul MAC bukan semata-mata persoalan kontraktual, melainkan juga mencerminkan paradigma keadilan dalam hubungan bisnis. Ketika salah satu pihak mengalami kerugian karena adanya perubahan material yang di luar kendalinya, hukum kontrak seharusnya memberikan ruang perlindungan yang proporsional. Dalam kerangka ini, klausul MAC berperan sebagai bentuk perlindungan yang mengakomodasi prinsip keadilan kontraktual (*contractual fairness*), yakni memberikan keseimbangan hak dan kewajiban antara pihak-pihak yang bertransaksi. Oleh karena itu, meskipun klausul MAC pada dasarnya lahir dari praktik hukum bisnis internasional, penerapannya memiliki nilai universal yang dapat diadaptasi dalam sistem hukum Indonesia untuk memperkuat kepastian dan keadilan dalam transaksi M&A.

Dengan demikian, klausul MAC bukan hanya sekadar instrumen hukum teknis, melainkan sebuah mekanisme strategis yang menghubungkan aspek hukum dengan kepentingan bisnis. Dalam kerangka hukum Indonesia yang masih terbuka terhadap perkembangan doktrin kontrak modern, penerapan klausul MAC

dapat dipandang sebagai wujud perlindungan preventif bagi pembeli sekaligus sarana memperkuat prinsip kehati-hatian dalam setiap proses akuisisi. Dengan mengacu pada analisis dari *Emory Law Journal* (2024) dan *NYLS Law Review* (2022), dapat disimpulkan bahwa klausul MAC berperan signifikan dalam mengurangi risiko ketidakseimbangan informasi dan melindungi kepentingan pembeli terhadap kemungkinan perubahan mendasar yang mengancam nilai ekonomi transaksi. Namun demikian, efektivitas klausul ini dalam konteks Indonesia tetap sangat bergantung pada kemampuan sistem hukum nasional dalam mengakomodasi doktrin kontrak yang lebih fleksibel dan responsif terhadap dinamika dunia bisnis modern.

C. Analisis Hukum terhadap Penerapan Klausul MAC dalam Konteks Hukum Perjanjian di Indonesia

Klausul *Material Adverse Change* (MAC) atau *Material Adverse Effect* (MAE) bukanlah konsep yang lahir dari tradisi hukum Indonesia (*Civil Law*), melainkan merupakan produk praktik bisnis dan hukum kontrak internasional yang berkembang pesat dalam sistem Common Law, khususnya dalam konteks transaksi *Merger dan Akuisisi* (M&A) global. Secara historis, adopsi MAC di Indonesia merupakan respons pragmatis dari para pelaku bisnis dan konsultan hukum untuk mengelola risiko yang timbul.

Klausul MAC memperoleh dasar hukumnya dari asas kebebasan berkontrak (*freedom of contract*). Pasal 1338 ayat (1) Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUHPerdata) memberikan legitimasi, karena semua perjanjian yang dibuat secara sah berlaku sebagai undang-undang bagi para pihak (Johan & Markoni, 2021). Prinsip ini memberikan otonomi kepada *buyer* dan *seller* untuk merancang klausul perlindungan risiko, menjadikan MAC sebagai syarat yang sah dalam perjanjian M&A, asalkan memenuhi syarat sahnya perjanjian (Pasal 1320 KUHPerdata) MAC diakui sebagai syarat yang sah sepanjang memenuhi syarat objektif perjanjian dan khususnya sebab yang halal (Arifin, 2020). Menjamin bahwa MAC adalah alat kontraktual yang dirancang untuk menjaga integritas nilai bisnis, bukan untuk tujuan yang melanggar hukum. Secara fungsional, MAC beroperasi sebagai syarat penangguhan (*condition precedent*). Fungsi utamanya adalah memastikan bahwa nilai valuasi perusahaan target tidak berubah secara material akibat peristiwa di luar kendali *buyer* sebelum akuisisi selesai. Menjamin bahwa MAC adalah alat kontraktual yang dirancang untuk menjaga integritas nilai bisnis, bukan untuk tujuan yang melanggar hukum.

Meskipun MAC memiliki dasar kontraktual yang solid, penerapan dan interpretasinya menghadapi tantangan serius akibat kekosongan preseden yang mengikat dalam sistem hukum *Civil Law* Indonesia, yang pada gilirannya menciptakan ketidakpastian hukum (Sinaga, 2021). Untuk menjembatani kesenjangan ini, asas itikad baik (*good faith*) yang termaktub dalam Pasal 1338 ayat (3) KUHPerdata muncul sebagai kerangka normatif krusial. Asas ini menuntut pelaksanaan perjanjian dilakukan secara jujur dan patut, berfungsi

sebagai filter etika dan kewajaran yang harus dipertimbangkan oleh hakim ataupun arbiter (Sirait, Kosasih, Arini, 2020). Penafsiran MAC melalui kacamata itikad baik adalah kunci untuk mencapai kepastian; hal ini mencegah *buyer* menggunakan klausul tersebut secara sewenang-wenang (misalnya, membatalkan kontrak hanya karena fluktuasi pasar normal) dan memastikan bahwa kerugian yang diklaim harus dinilai berdasarkan standar kepatutan bisnis yang wajar. Oleh karena itu, MAC harus dibuktikan berdampak fundamental terhadap prospek jangka panjang perusahaan target, bukan hanya kerugian sementara, demi menjaga keseimbangan dan keadilan dalam resolusi sengketa M&A (Arifin, 2020).

D. Kekosongan Hukum dan Dampaknya terhadap Kepastian Penerapan Klausul MAC di Indonesia

Klausul Material Adverse Change (MAC) merupakan instrumen krusial dalam alokasi risiko transaksi Merger dan Akuisisi (M&A) global, namun penerapannya di Indonesia menghadapi tantangan mendasar yang berakar pada kekosongan norma spesifik dalam sistem hukum nasional. Secara kontraktual, klausul ini diakui sah berdasarkan prinsip kebebasan berkontrak sebagaimana dijamin oleh Pasal 1338 Kitab Undang-Undang Hukum Perdata (KUHPerdata) (Markoni, 2021). Namun, hukum positif Indonesia termasuk Undang-Undang Nomor 40 Tahun 2007 tentang Perseroan Terbatas tidak mengatur atau mendefinisikan secara eksplisit mengenai MAC, yang mengakibatkan klausul ini sepenuhnya bergantung pada interpretasi kesepakatan antar-pihak. Kondisi ini problematis mengingat sistem hukum Indonesia menganut tradisi Civil Law yang mengutamakan kodifikasi. Ketiadaan rujukan hukum yang eksplisit memaksa para pihak untuk mengadopsi formulasi standar dari praktik internasional, yang mana formulasi tersebut sangat bergantung pada interpretasi yudisial, sebuah mekanisme lemah dalam sistem Civil Law.

Kekosongan hukum tersebut berakibat fatal pada kepastian dan prediktabilitas MAC di Indonesia (Ibid, 15). Berbeda dengan yurisdiiksi *Common Law* (seperti AS), dimana MAC telah matang melalui keputusan Hakim yang menetapkan standar yang jelas bahwa MAC hanya dapat dipicu oleh peristiwa dengan dampak fundamental dan jangka panjang, di Indonesia ketiadaan preseden yang mengikat menghilangkan panduan substantif bagi hakim atau arbiter (Sinaga, 2021). Standar yang konsisten ini memberikan kepastian. Sebaliknya, Indonesia tidak memiliki preseden mengikat yang bisa dijadikan acuan oleh hakim. Dalam sistem di mana yurisprudensi tidak mengikat secara absolut, penafsiran mengenai apa yang dikategorikan sebagai "Material Adverse Change" akan sangat bergantung pada subjektivitas majelis. Kekosongan ini juga memunculkan risiko interpretasi yang tercampur dengan konsep *Force Majeure* (keadaan memaksa) yang telah diatur dalam Pasal 1244 dan 1245 KUHPerdata, meskipun kedua konsep tersebut memiliki tujuan dan kriteria pemicu yang berbeda dalam konteks Merger dan Akuisisi.

E. Upaya Penguatan Kepastian Hukum terhadap Klausul MAC dalam Transaksi Merger dan Akuisisi di Indonesia dengan adanya Cipta Kerja

Kehadiran Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2020 tentang Cipta Kerja (UU Cipta Kerja), yang bertujuan utama menyederhanakan birokrasi dan meningkatkan iklim investasi, secara tidak langsung memberikan landasan filosofis bagi penguatan kepastian hukum dalam transaksi M&A, termasuk penerapan Klausul Material Adverse Change (MAC) (Subowo & Ismono, 2024). Meskipun UU Cipta Kerja tidak mengubah ketentuan Hukum Perjanjian (KUHPerdara) atau secara langsung mengatur MAC, semangatnya untuk menciptakan hukum yang fleksibel, sederhana, dan kondusif bagi dunia usaha memperkuat urgensi perlindungan kontraktual. Dalam konteks ini, MAC sebagai instrumen perlindungan buyer dari risiko perubahan fundamental nilai perusahaan, sangat relevan dengan upaya pemerintah untuk menjamin kepastian investasi jangka panjang (Dewanto & Sirait, 2023). Dengan adanya UU Cipta Kerja, proses M&A di Indonesia diharapkan menjadi lebih efisien, yang pada gilirannya menuntut klausul-klausul pengalihan risiko, seperti MAC, memiliki daya ikat dan prediktabilitas yang tinggi agar tujuan investasi tercapai.

Penguatan harus dimulai dari interpretasi yudisial dengan memaksimalkan fungsi asas itikad baik dalam Pasal 1338 ayat (3) KUHPerdara sebagai filter normatif yang wajib dan konsisten (Yuanitasari dan Kusmayati, 2020). Penafsiran MAC harus diarahkan untuk memenuhi standar kewajaran bisnis (*reasonableness standard*), diperkuat dengan mengadopsi secara doktrinal standar yurisprudensi *Common Law* (khususnya putusan Delaware) yang mensyaratkan dampak MAC harus bersifat fundamental dan jangka panjang (Laksmi, 2022). Adopsi standar tinggi ini sejalan dengan tujuan UU Cipta Kerja untuk menarik investasi internasional, karena akan memberikan konsistensi dan prediktabilitas interpretasi hukum kontrak domestik.

F. Studi Kasus *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* (2018)

Kasus *Akorn, Inc. v. Fresenius Kabi AG* (2018) berdiri sebagai preseden monumental dan sering disebut sebagai "badai sempurna" kegagalan bisnis yang memberikan cetak biru bagi keberhasilan penerapan klausul MAC. Pasca kesepakatan akuisisi senilai \$5,8 miliar, kinerja finansial Akorn mengalami kejatuhan drastis dengan pendapatan operasional anjlok 84% dan EBITDA turun 86% sepanjang tahun 2017. Berbeda dengan kasus IBP yang dianggap sekadar penurunan sesaat (*blip*), kemerosotan Akorn berlangsung selama empat kuartal berturut-turut. Vice Chancellor Laster menilai durasi satu tahun penuh ini memenuhi standar "durasional signifikan" karena telah mengancam potensi pendapatan jangka panjang perusahaan secara fundamental, bukan sekadar siklus bisnis sementara. Selain aspek finansial, urgensi kasus ini terletak pada isu integritas data dan kepatuhan regulasi (*Regulatory MAC*), yang sangat relevan bagi iklim bisnis yang menuntut transparansi. Investigasi yang dipicu oleh whistleblower mengungkap bukti "luar biasa" (*overwhelming evidence*)

mengenai pelanggaran regulasi FDA, termasuk manipulasi data laboratorium yang melanggar prinsip ALCOA dan praktik "testing into compliance". Pengadilan mengestimasi biaya remediasi masalah ini mencapai \$900 juta atau sekitar 21% dari nilai ekuitas perusahaan. Dampak ini dinilai material tidak hanya secara kuantitatif, tetapi juga kualitatif karena merusak reputasi dan hubungan vital perusahaan dengan regulator.

Dalam analisis hukumnya, Hakim Laster menolak pembelaan Akorn yang mengatribusikan penurunan kinerja pada "risiko industri" umum (industry headwinds). Menggunakan analisis disproporsionalitas, hakim menemukan bahwa kompetitor Akorn tidak mengalami penurunan separah itu, yang membuktikan bahwa masalah bersumber dari faktor spesifik perusahaan seperti kehilangan kontrak kunci bukan faktor eksternal semata. Hal ini menegaskan prinsip alokasi risiko: meskipun kontrak membebankan risiko industri umum kepada pembeli, dampak yang disproporsional mengembalikan risiko tersebut kepada penjual, sehingga Akorn tidak dapat berlindung di balik argumen kondisi pasar. Poin krusial lain yang memperkuat kepastian hukum dalam putusan ini adalah penolakan tegas hakim terhadap argumen "known risks". Akorn berdalih bahwa Fresenius seharusnya menyadari risiko kompetisi saat due diligence, namun Hakim Laster menekankan supremasi teks kontrak dengan menyatakan bahwa risiko yang tidak dikecualikan secara eksplisit (carve-outs) tetap menjadi tanggung jawab penjual, terlepas dari pengetahuan pembeli. Pendekatan ini mengukuhkan bahwa teks perjanjian adalah acuan utama (contract is king), memberikan standar interpretasi yang jelas bahwa MAC berfungsi melindungi integritas nilai transaksi dari risiko spesifik yang tidak teralokasi dalam pengecualian.

KESIMPULAN

Penelitian ini menunjukkan bahwa klausul *Material Adverse Change* (MAC) memiliki peran strategis dalam transaksi merger dan akuisisi sebagai instrumen mitigasi risiko yang dirancang untuk melindungi pihak pembeli dari perubahan keadaan material yang dapat memengaruhi nilai atau prospek target. Meskipun klausul ini telah mapan dalam praktik internasional, penerapannya di Indonesia masih menghadapi berbagai hambatan karena kekosongan hukum, minimnya preseden, dan ketidakterstandarisasian praktik kontraktual. Ketidakjelasan hubungan antara MAC dengan doktrin *force majeure* dan *rebus sic stantibus* turut memperlemah kepastian hukum bagi para pihak. Situasi tersebut menyebabkan pemaknaan MAC sepenuhnya bergantung pada negosiasi dan interpretasi kontraktual yang bersifat subjektif dan tidak selalu mencerminkan kebutuhan pasar domestik. Temuan penelitian menegaskan bahwa keberadaan MAC sangat penting bagi perlindungan buyer, namun efektivitasnya belum optimal dalam konteks Indonesia. Kekosongan hukum tidak hanya menghasilkan ketidakpastian dalam penyelesaian sengketa tetapi juga menimbulkan risiko komersial yang signifikan dalam proses akuisisi. Oleh karena itu, diperlukan penguatan kerangka hukum maupun pedoman praktis agar

klausul ini dapat berfungsi secara konsisten, proporsional, dan adaptif terhadap perkembangan dinamika bisnis.

SARAN

Berdasarkan temuan tersebut, penelitian ini merekomendasikan perlunya perumusan pedoman normatif mengenai penyusunan dan penerapan klausul MAC dalam transaksi merger dan akuisisi di Indonesia. Pedoman tersebut dapat diinisiasi melalui regulasi turunan, praktik terbaik kontraktual yang disusun asosiasi profesi, atau integrasi dalam standar perjanjian transaksi korporasi. Pengembangan standar interpretasi terhadap unsur-unsur MAC, seperti ambang materialitas, durasi dampak, dan pengecualian terhadap peristiwa sistemik, penting untuk memberikan kepastian yang setara bagi buyer maupun seller. Selain itu, diperlukan upaya harmonisasi antara klausul MAC dengan prinsip-prinsip umum hukum kontrak Indonesia agar tidak terjadi tumpang tindih dengan doktrin *force majeure* maupun asas perubahan keadaan yang wajar. Penguatan kapasitas praktisi dan peningkatan literatur nasional mengenai MAC juga menjadi kebutuhan mendesak untuk mengurangi ketergantungan pada model asing tanpa adaptasi kontekstual. Pada akhirnya, pembentukan yurisprudensi melalui putusan pengadilan atau arbitrase akan sangat membantu menciptakan standar interpretasi yang dapat diandalkan dalam transaksi M&A di Indonesia.

DAFTAR REFERENSI

Artikel Jurnal (satu, dua, atau lebih dari dua penulis)

- Davidoff Solomon, S., & Freeman, J. (2020). Pandemic shocks and the interpretation of MAC clauses in cross-border M&A. *Harvard Business Law Review*, 11(2), 301–334.
- Divanadia, D., Dewi Rosadi, S., & Trisnamansyah, P. (2024). *Analyzing the Practice of Material Adverse Change: a Post Pandemic Merger and Acquisitions Contract Non-Performance Clause From the Perspective of Unidroit Principles of International Commercial Contract*. 5(2).
<https://doi.org/10.23920/transbuslj.v5i2.1882>
- Divanadia, D. (2024). A post-pandemic merger and acquisitions contract: Material adverse change clause. *Transnational Business Law Journal*, 6(1), 45–60.
- Dwikornida, D. (2024). Perlindungan hukum dalam transaksi merger dan akuisisi pada perubahan keadaan material. *Jurnal Ilmiah Ekonomi & Eksekutif (JIEE)*, 3(2), 112–125.
- Hartanto, S. (2022). Rekonstruksi pengaturan transaksi korporasi dan kebutuhan standarisasi klausul kontrak di Indonesia. *Jurnal Rechts Vinding*, 11(1), 33–50.
- Hoirullah, H., & Rumainur, R. (2022). Penerapan Asas Rebus Sic Stantibus Dalam Keadaan Memaksa Terhadap Suatu Perjanjian Bisnis Dalam Keadaan Pandemi Covid-19 di Indonesia. *Binamulia Hukum*, 11(2), 105–115.
<https://doi.org/10.37893/jbh.v11i2.690>
- Johan, S. (2021). Does *Material Adverse Change (MAC)* fulfill the principles of an

- agreement? *Jurnal IUS Kajian Hukum dan Keadilan*, 9(1), 1–12.
- Johan, S. (2020). An alternative solution to suspension of the debt payment. *Humaniora*, 11(2), 75–84.
- Lestari, D. (2021). Kepastian hukum dalam kontrak komersial: Analisis terhadap asas perubahan keadaan. *Jurnal Yuridis*, 8(2), 221–235.
- Privat Law UNS. (2022). Isu-isu hukum kontrak dalam dinamika ekonomi digital. *Privat Law*, 10(1), 1–10.
- Putri, M., & Santoso, T. (2024). Tantangan hukum merger dan akuisisi di Indonesia: Studi pasca-pandemi. *Jurnal Legislasi Indonesia*, 21(1), 70–85.
- Sianturi, C. R., Aria, M. G., Choirunnisa, A. N., Nahriva, A. Z., & Surahmad. (2024). Efek Hukum Perubahan Serta Pembatalan Kontrak; Tinjauan Dari Perspektif Hukum Perikatan. *Media Hukum Indonesia (MHI)*, 2(4), 326. <https://ojs.daarulhuda.or.id/index.php/MHI/article/view/885>
- Arifin, M. (2020). MEMBANGUN KONSEP IDEAL PENERAPAN ASAS IKTIKAD BAIK DALAM HUKUM PERJANJIAN. *Jurnal Ius Constituendum*, 66-82.
- Dewanto, M.Y. A., & Sirait, T. M. (2022). Perseroan Perorangan yang Melakukan Merger Pasca Putusan Mahkamah Konstitusi Terkait Undang- Undang Cipta Kerja. *Binamulia Hukum*, 11(1), 15-32.
- Johan, S., & Markoni. (2021). Does Material Adverse Change (MAC) Fulfill the Principles of an Agreement? *Jurnal IUS Kajian Hukum dan Keadilan*, 9(1), 6-17.
- Nurhadi, A., & Wibowo, R. (2023). Perlindungan hukum terhadap para pihak dalam transaksi merger dan akuisisi di Indonesia. *Jurnal Hukum Bisnis*, 12(2), 145–160.
- Sinaga, N. A. (2021). PERANAN ASAS ITIKAD BAIK DALAM MEWUJUDKAN KEADILAN PARA PIHAK DALAM PERJANJIAN. *JURNAL ILMIAH M-PROGRESS*, 8(1), 47–66.
- Sirait, M. D., Kosasih, J. I., & Arini, D. G. D. (2020). Asas Itikad Baik dalam Perjanjian Sewa-Menyewa Rumah Kantor. *Jurnal Analogi Hukum*, 2(2), 221–227.
- Subowo, A., & Ismono, J. (2024). Analisis Yuridis Pembentukan Undang-Undang Cipta Kerja Menurut Teori Perundang-Undangan. *Jurnal Magister Hukum “Law and Humanity”*, 167-187.
- Yuanitasari, D., & Kusmayanti, H. (2020). PENGEMBANGAN HUKUM PERJANJIAN DALAM PELAKSANAAN ASAS ITIKAD BAIK PADA TAHAP PRA KONTRAKTUAL. *ACTA DIURNAL Jurnal Ilmu Hukum Kenotariatan Fakultas Hukum Unpad*, 3(2), 292–304.