

PERLINDUNGAN HUKUM BAGI INVESTOR DALAM *INITIAL COIN OFFERING* MELALUI
KEPASTIAN HUKUM ATAS KEDUDUKAN TOKEN SEBAGAI BENDA BERDASARKAN KITAB
UNDANG-UNDANG HUKUM PERDATA

Muhammad Rasya Yorika

Fakultas Hukum, Universitas Padjadjaran, Indonesia

Correspondence: rasyayorika@gmail.com

ABSTRACT

Initial Coin Offering (ICO) has developed as a blockchain-based fundraising mechanism through the issuance of digital tokens to the public. Although ICOs provide an efficient alternative for raising capital, they create legal risks in the form of information asymmetry, misleading promotion, uncertainty regarding investors' rights, and ambiguity over the private-law status of tokens. This article analyzes the legal status of tokens offered in ICOs as objects under the Indonesian Civil Code and formulates a regulatory improvement model for ICOs in Indonesia through comparison with the Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) and the United States Securities and Exchange Commission (SEC). The method used is normative juridical research with a statutory, conceptual, and comparative approach. The analysis shows that tokens offered in ICOs may be constructed as intangible movable objects because they have economic value, can be controlled and transferred digitally, and may embody rights or benefits for their holders. However, the classification of tokens as objects does not automatically make all tokens securities; their legal position must be determined according to the function of the token and the substance of the offering. Indonesia therefore needs a tiered ICO regulatory model that combines FINMA's functional classification and the SEC's economic-substance test, supported by token classification, registration or notification, whitepaper standards, issuer liability, supervision of the use of funds, prohibition of misleading promotion, and investor complaint and recovery mechanisms.

Keywords: *Initial Coin Offering; Investor Protection; Legal Certainty; Token; Digital Assets.*

ABSTRAK

Initial Coin Offering (ICO) berkembang sebagai mekanisme penghimpunan dana berbasis blockchain melalui penerbitan token digital kepada masyarakat. Meskipun ICO menawarkan alternatif pendanaan yang efisien, praktik tersebut menimbulkan risiko berupa asimetri informasi, promosi menyesatkan, ketidakjelasan hak investor, serta ketidakpastian kedudukan token sebagai objek hukum. Artikel ini menganalisis kedudukan hukum token yang ditawarkan dalam ICO sebagai benda berdasarkan Kitab Undang-Undang Hukum Perdata dan merumuskan gagasan penyempurnaan regulasi ICO di Indonesia melalui perbandingan dengan Swiss Financial Market Supervisory Authority (FINMA) dan Securities and Exchange Commission (SEC) Amerika Serikat. Metode yang digunakan adalah penelitian

Article History

Received: September 2026

Reviewed: September 2026

Published: September 2026

Copyright : Author

Publish by : CAUSA



This work is licensed under a [Creative Commons Attribution-NonCommercial 4.0 International License](https://creativecommons.org/licenses/by-nc/4.0/).

hukum yuridis normatif dengan pendekatan perundang-undangan, konseptual, dan perbandingan hukum. Hasil pembahasan menunjukkan bahwa token dalam ICO dapat dikonstruksikan sebagai benda bergerak tidak bertubuh karena memiliki nilai ekonomi, dapat dikuasai dan dialihkan secara digital, serta dapat memuat hak atau manfaat bagi pemegangnya. Namun, kedudukan token sebagai benda tidak otomatis menjadikan seluruh token sebagai efek, sebab karakter hukumnya tetap ditentukan oleh fungsi token dan substansi penawarannya. Oleh karena itu, Indonesia memerlukan model pengaturan ICO secara bertingkat yang memadukan klasifikasi fungsional FINMA dan uji substansi ekonomi SEC, disertai mekanisme klasifikasi token, pendaftaran atau pemberitahuan, standar *whitepaper*, tanggung jawab penerbit, pengawasan penggunaan dana, larangan promosi menyesatkan, serta mekanisme pengaduan dan pemulihan kerugian investor.

Kata Kunci: *Initial Coin Offering*; Kepastian Hukum; Perlindungan Investor; Token; Aset Digital.

PENDAHULUAN

Perkembangan teknologi digital telah mengubah cara masyarakat memahami nilai ekonomi, kepemilikan, dan transaksi. Salah satu teknologi yang paling berpengaruh dalam perubahan tersebut adalah *blockchain*, yaitu sistem pencatatan digital terdistribusi yang memungkinkan data transaksi dicatat secara berurutan, dibagikan kepada peserta jaringan, dan sulit diubah tanpa mekanisme konsensus.¹ Karakter tersebut membuat *blockchain* tidak hanya relevan sebagai teknologi pencatatan, tetapi juga sebagai dasar lahirnya aset digital yang dapat dikuasai, dialihkan, dan dimanfaatkan dalam hubungan ekonomi lintas negara.

Transformasi tersebut menimbulkan konsekuensi hukum yang tidak sederhana. Ketika nilai ekonomi direpresentasikan dalam bentuk digital, hukum harus menjawab siapa subjek yang terlibat, apa objek yang diperdagangkan, bagaimana hak atas objek tersebut lahir, serta apa bentuk perlindungan yang dapat diberikan ketika terjadi kerugian. Teknologi buku besar terdistribusi mengubah pola kelembagaan konvensional karena hubungan ekonomi dapat berlangsung melalui jaringan digital tanpa selalu bergantung pada perantara tradisional.² Dalam konteks hukum perdata, perubahan ini menuntut kejelasan mengenai kedudukan aset digital sebagai objek hak.

Salah satu mekanisme penghimpunan dana yang lahir dari ekosistem *blockchain* adalah *Initial Coin Offering* atau ICO. ICO pada umumnya dipahami sebagai kegiatan penerbitan token digital kepada publik sebagai imbalan atas dana yang diberikan investor, baik dalam bentuk aset kripto maupun mata uang fiat.³ Melalui mekanisme ini, suatu proyek dapat memperoleh dana tanpa harus menggunakan pola penawaran umum perdana dalam pasar modal konvensional. ICO menjadi menarik karena penerbit token dapat menjangkau investor secara global, sedangkan investor memperoleh kesempatan untuk berpartisipasi dalam proyek sejak tahap awal.

¹ Dylan Yaga, Peter Mell, Nik Roby, dan Karen Scarfone, *Blockchain Technology Overview*, NISTIR 8202, Gaithersburg: National Institute of Standards and Technology, 2018, hlm. 1.

² Sinclair Davidson, Primavera De Filippi, dan Jason Potts, "Disrupting Governance: The New Institutional Economics of Distributed Ledger Technology," *SSRN Electronic Journal*, 2016, hlm. 1.

³ Christian Catalini dan Joshua S. Gans, *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens*, NBER Working Paper No. 24418, 2018, hlm. 1-2.

Meskipun demikian, kemudahan ICO juga membawa risiko hukum yang besar. Pasar ICO pernah berkembang cepat karena standar token pada jaringan Ethereum memungkinkan penerbitan token dilakukan dengan hambatan teknis yang relatif rendah.⁴ Akan tetapi, rendahnya hambatan teknis tersebut tidak selalu sejalan dengan kesiapan pengaturan hukum. Banyak penawaran token dilakukan melalui *whitepaper*, situs web, media sosial, atau komunitas digital tanpa standar keterbukaan informasi yang memadai. Dalam keadaan seperti itu, investor cenderung mengambil keputusan berdasarkan informasi yang terbatas, sedangkan penerbit token memiliki informasi lebih besar mengenai proyek, penggunaan dana, risiko teknologi, dan prospek usaha.

Risiko tersebut membuat ICO menjadi perhatian penting bagi regulator di berbagai negara. Fenomena ICO menjadi tantangan besar karena di dalamnya terdapat risiko spekulasi, gelembung pasar, dan penipuan yang sulit dikendalikan melalui instrumen pengawasan tradisional.⁵ Risiko hukum dalam ICO tidak hanya terletak pada kemungkinan proyek gagal, tetapi juga pada ketidakjelasan struktur hak yang diperoleh investor setelah menyerahkan dana. Investor perlu mengetahui apakah token yang diterimanya hanya merupakan akses terhadap layanan digital, alat pembayaran dalam ekosistem tertentu, klaim ekonomi, atau instrumen yang menyerupai efek.

Perbedaan fungsi token menjadi titik penting dalam menentukan perlindungan hukum. FINMA membedakan token ke dalam *payment tokens*, *utility tokens*, dan *asset tokens* untuk menunjukkan bahwa token tidak dapat diperlakukan secara seragam.⁶ *Payment tokens* berkaitan dengan fungsi pembayaran, *utility tokens* memberikan akses terhadap aplikasi atau layanan digital, sedangkan *asset tokens* dapat merepresentasikan klaim terhadap aset, pendapatan, dividen, atau hak ekonomi tertentu. Perbedaan fungsi tersebut menunjukkan bahwa pengaturan ICO harus memperhatikan substansi token, bukan hanya label yang digunakan penerbit.

Kebutuhan perlindungan investor semakin kuat karena hak yang melekat pada token sering kali tidak mudah dipahami oleh investor ritel. Hak investor dalam ICO dapat berbeda-beda bergantung pada desain token, isi *whitepaper*, dan janji penerbit.⁷ Apabila hak tersebut tidak dijelaskan secara tegas, investor dapat mengalami kesulitan untuk menentukan dasar tuntutan ketika proyek tidak berjalan, penerbit tidak memenuhi janji, atau token kehilangan nilai secara drastis. Dengan demikian, kepastian hukum atas kedudukan token menjadi prasyarat penting dalam perlindungan investor.

Di Indonesia, isu token dan aset kripto bukan hal yang asing. Beberapa proyek token pernah diperkenalkan kepada masyarakat, antara lain ASIX, I-Coin, Leslar Coin, Vexanium, HARA, dan Tokoin. Kasus token ASIX yang dikaitkan dengan figur publik Anang Hermansyah memperlihatkan adanya persoalan status perizinan, daftar aset kripto yang dapat diperdagangkan, serta kerugian investor akibat penurunan harga yang tajam.⁸ Peristiwa tersebut menunjukkan bahwa persoalan token tidak hanya berkaitan dengan fluktuasi harga, tetapi juga dengan keterbukaan informasi, status penawaran, dan tanggung jawab penerbit sejak tahap awal.

⁴ Gianni Fenu, Lodovica Marchesi, Michele Marchesi, dan Roberto Tonelli, "The ICO Phenomenon and Its Relationships with Ethereum Smart Contract Environment," arXiv, 2018, hlm. 1.

⁵ Dirk A. Zetsche, Ross P. Buckley, Douglas W. Arner, dan Linus Föhr, "The ICO Gold Rush: It's a Scam, It's a Bubble, It's a Super Challenge for Regulators," Harvard International Law Journal, Vol. 60, No. 2, 2019, hlm. 267.

⁶ Swiss Financial Market Supervisory Authority, Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings (ICOs), Bern: FINMA, 16 Februari 2018, hlm. 3-4.

⁷ Xiaoju Zhao, Wenxuan Hou, Jiafu An, Xianda Liu, dan Yun Zhang, "Initial Coin Offerings: What Rights Do Investors Have?," The European Journal of Finance, Vol. 29, No. 14, 2023, hlm. 1-3.

⁸ Kumparan, "Kontroversi Token Kripto ASIX: Dijual Meski Dilarang, Banyak Investor Rugi," 13 Februari 2022, <https://kumparan.com/>, diakses 2 Juli 2026.

Kebutuhan pengaturan juga tampak dari perkembangan pasar aset kripto di Indonesia. OJK mencatat bahwa jumlah pelanggan aset kripto per Desember 2024 mencapai 22,91 juta pelanggan, meningkat dari 22,11 juta pada November 2024, sedangkan nilai transaksi aset kripto sepanjang tahun 2024 mencapai Rp650,61 triliun.⁹ Data tersebut menunjukkan bahwa aset kripto telah menjadi bagian nyata dari aktivitas investasi masyarakat. Semakin besar jumlah investor dan nilai transaksi, semakin besar pula potensi kerugian apabila penawaran token berlangsung tanpa standar keterbukaan, pengawasan, dan kepastian mengenai kedudukan token sebagai objek hukum.

Perubahan kelembagaan setelah Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan memperkuat posisi OJK dalam pengaturan aset keuangan digital. Pergeseran pengawasan aset kripto dari Bappebti kepada OJK menunjukkan perubahan paradigma bahwa aset kripto tidak lagi hanya diposisikan sebagai komoditas perdagangan, tetapi sebagai bagian dari ekosistem keuangan digital.¹⁰ Perubahan paradigma tersebut seharusnya diikuti dengan pengaturan yang tidak hanya berfokus pada perdagangan setelah aset beredar, tetapi juga pada tahap penawaran perdana token kepada masyarakat.

Kebutuhan pengaturan tahap penawaran perdana semakin terlihat karena risiko aset digital juga bersinggungan dengan integritas sistem keuangan. PPATK dan Bappebti pernah mengidentifikasi perdagangan aset kripto sebagai penyedia jasa keuangan baru yang berpotensi disalahgunakan untuk pencucian uang dan pendanaan terorisme, sekaligus merekomendasikan pengaturan ICO melalui pendalaman lebih lanjut sebagai salah satu langkah prioritas.¹¹ Rekomendasi tersebut memperlihatkan bahwa kebutuhan pengaturan ICO tidak hanya berkaitan dengan hubungan perdata antara penerbit dan investor, tetapi juga dengan integritas pasar dan pencegahan penyalahgunaan aset digital untuk tindak kejahatan keuangan.

Sebagai tindak lanjut dari perkembangan sektor keuangan digital, OJK telah menerbitkan Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 27 Tahun 2024 tentang Penyelenggaraan Perdagangan Aset Keuangan Digital Termasuk Aset Kripto. Peraturan tersebut mengatur penyelenggaraan perdagangan aset keuangan digital, termasuk kriteria aset, penyelenggara perdagangan, tata kelola, manajemen risiko, perlindungan konsumen, dan perlindungan data pribadi. Namun, Pasal 4 ayat (2) POJK No. 27 Tahun 2024 secara tegas tidak mengatur penawaran perdana Aset Keuangan Digital, termasuk ICO dan *Initial Token Offering*. Keadaan ini menimbulkan persoalan normatif karena investor justru menyerahkan dana pertama kali pada tahap penawaran perdana, yakni tahap ketika asimetri informasi berada pada titik paling tinggi.

Kekosongan pengaturan ICO di Indonesia perlu ditempatkan dalam hubungan dengan hukum perdata. Pasal 499 KUHPerdata menyatakan bahwa benda adalah tiap-tiap barang dan tiap-tiap hak yang dapat menjadi objek hak milik. Pasal 503 KUHPerdata membedakan benda ke dalam benda bertubuh dan benda tidak bertubuh, sedangkan Pasal 504 KUHPerdata membedakan benda ke dalam benda bergerak dan benda tidak bergerak. Konstruksi ini membuka ruang untuk menempatkan token sebagai benda tidak bertubuh apabila token memiliki nilai ekonomi, dapat dikuasai, dapat dialihkan, dan dapat memuat hak atau manfaat bagi pemegangnya.

Arah tersebut sejalan dengan perkembangan pemikiran hukum privat terhadap aset digital. UNIDROIT menekankan pentingnya pengaturan hukum perdata terhadap *digital assets*,

⁹ Otoritas Jasa Keuangan, "Siaran Pers: Penguatan Sektor Jasa Keuangan yang Stabil dan Inklusif untuk Mendukung Program Prioritas Nasional," 11 Februari 2025, hlm. 8, diakses 2 Juli 2026, <https://ojk.go.id/>.

¹⁰ Cindy Aulia Norman, "Transformasi Hukum Aset Kripto di Indonesia: Analisis Komparatif dengan Malaysia Mengenai Pergeseran dari Komoditas ke Instrumen Keuangan," *Padjadjaran Law Review*, Vol. 13, No. 1, 2025, hlm. 102.

¹¹ PPATK dan Bappebti, *Penilaian Risiko Sektoral Pencucian Uang dan Pendanaan Terorisme Perdagangan Aset Kripto di Indonesia*, Jakarta: PPATK, 2019, hlm. iv-v.

terutama mengenai kontrol, transfer, dan penggunaan aset digital dalam hubungan hukum.¹² Selain itu, *cryptocurrency* dapat dipahami sebagai *digital property* karena memiliki nilai ekonomi, dapat dimiliki, dan dapat dialihkan meskipun hadir dalam bentuk virtual.¹³ Oleh karena itu, token dalam ICO tidak cukup hanya dipandang sebagai kode digital, tetapi harus dianalisis sebagai objek hukum yang dapat menjadi dasar lahirnya hak dan kewajiban.

Dari sisi penulisan terdahulu, penelitian mengenai aset kripto di Indonesia telah membahas berbagai aspek seperti perlindungan pengguna aset kripto, pergeseran kewenangan pengawasan, serta kedudukan *cryptocurrency* sebagai *digital property*. Namun, pembahasan yang secara khusus menghubungkan perlindungan investor ICO dengan kepastian hukum kedudukan token sebagai benda berdasarkan KUHPerduta dan perbandingan dengan FINMA serta SEC masih perlu diperdalam. Artikel ini ditempatkan untuk menjawab kebutuhan tersebut, yaitu dengan memusatkan pembahasan pada dua persoalan: kedudukan token dalam ICO sebagai benda menurut KUHPerduta dan arah penyempurnaan regulasi ICO di Indonesia berdasarkan perbandingan FINMA Swiss dan SEC Amerika Serikat.

METODE PENELITIAN

Penelitian ini menggunakan metode penelitian hukum yuridis normatif. Metode ini digunakan karena persoalan yang dibahas bertumpu pada norma hukum, konsep hukum, asas hukum, dan perbandingan pengaturan yang berkaitan dengan kedudukan token dalam ICO serta perlindungan investor. Penelitian hukum normatif menempatkan bahan hukum sebagai dasar utama analisis, sehingga pembahasan diarahkan untuk menilai kesesuaian norma yang berlaku dengan kebutuhan kepastian hukum dalam perkembangan aset digital.¹⁴ Pendekatan yang digunakan meliputi pendekatan perundang-undangan, pendekatan konseptual, dan pendekatan perbandingan hukum. Pendekatan perundang-undangan digunakan untuk menelaah KUHPerduta, UU P2SK, POJK No. 27 Tahun 2024, POJK No. 23 Tahun 2025, UU ITE, UU Pasar Modal, serta peraturan lain yang relevan dengan aset keuangan digital. Pendekatan konseptual digunakan untuk menjelaskan konsep benda, benda tidak bertubuh, aset digital, token, perlindungan investor, dan kepastian hukum. Pendekatan perbandingan hukum digunakan untuk membaca model FINMA Swiss dan SEC Amerika Serikat sebagai bahan penyusunan alternatif pengaturan yang sesuai dengan sistem hukum Indonesia.¹⁵

Bahan hukum yang digunakan terdiri atas bahan hukum primer, bahan hukum sekunder, dan bahan hukum tersier. Bahan hukum primer meliputi peraturan perundang-undangan Indonesia, pedoman FINMA, dokumen SEC, dan putusan yang relevan dalam menentukan karakter *investment contract*. Bahan hukum sekunder meliputi buku, artikel jurnal, kertas kerja, laporan resmi lembaga internasional, serta publikasi akademik mengenai ICO, aset digital, token, perlindungan investor, dan hukum perdata. Bahan hukum tersier digunakan untuk mendukung penelusuran istilah dan pemahaman teknis mengenai aset digital. Teknik pengumpulan bahan hukum dilakukan melalui studi kepustakaan. Seluruh bahan hukum dianalisis secara kualitatif dengan cara menafsirkan norma, membandingkan model pengaturan, dan merumuskan argumentasi hukum secara sistematis. Perbandingan hukum tidak digunakan untuk menyalin model asing secara utuh, tetapi untuk memahami fungsi pengaturan yang dapat diadaptasi ke dalam sistem hukum Indonesia.¹⁶ Dengan demikian, hasil pembahasan diarahkan

¹² UNIDROIT, *UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law*, Rome: UNIDROIT, 2023, hlm. 53-54.

¹³ Muhammad Al Ikhwan Bintarto, "Cryptocurrency as a Digital Property in Indonesian Law Perspective," *Jurnal Penegakan Hukum dan Keadilan*, Vol. 3, No. 2, 2022, hlm. 110.

¹⁴ Muhaimin, *Metode Penelitian Hukum*, Mataram: Mataram University Press, 2020, hlm. 45-46.

¹⁵ Peter Mahmud Marzuki, *Penelitian Hukum: Edisi Revisi*, Jakarta: Kencana, 2021, hlm. 35-36.

¹⁶ Konrad Zweigert dan Hein Kötz, *An Introduction to Comparative Law*, edisi ke-3, diterjemahkan oleh Tony Weir, Oxford: Clarendon Press, 1998, hlm. 34.

untuk merumuskan model pengaturan ICO yang tetap menghormati karakter hukum nasional, tetapi responsif terhadap perkembangan teknologi keuangan digital.

HASIL PENELITIAN DAN PEMBAHASAN

Kedudukan Token dalam ICO sebagai Benda Menurut Hukum Perdata Indonesia

Kedudukan token dalam ICO harus dimulai dari pemahaman bahwa token bukan sekadar rangkaian kode digital. Dalam praktik ICO, token menjadi objek yang diterima investor setelah menyerahkan dana kepada penerbit. Token dapat memberikan akses terhadap layanan, fungsi pembayaran dalam ekosistem tertentu, klaim ekonomi, atau bentuk manfaat lain sesuai isi *whitepaper*. Oleh karena itu, analisis hukum tidak cukup berhenti pada bentuk teknis token, melainkan harus melihat fungsi token dalam hubungan hukum antara penerbit dan investor.

Pasal 499 KUHPERdata memberikan pintu masuk penting karena benda dipahami sebagai tiap-tiap barang dan tiap-tiap hak yang dapat menjadi objek hak milik. Rumusan tersebut tidak membatasi benda hanya pada objek berwujud fisik. Pasal 503 KUHPERdata bahkan membedakan benda menjadi benda bertubuh dan benda tidak bertubuh. Dalam kerangka ini, token dapat diposisikan sebagai benda tidak bertubuh apabila ia memiliki nilai ekonomi, dapat dikuasai, dapat dialihkan, dan dapat menjadi objek hubungan hukum. Karakter token yang berada dalam jaringan digital tidak menghilangkan kemungkinan bahwa token memiliki nilai kebendaan dalam arti hukum perdata.

Konstruksi token sebagai benda tidak bertubuh semakin kuat apabila dikaitkan dengan konsep penguasaan digital. Pemegang token pada umumnya menguasai token melalui alamat digital dan kunci privat. Kunci privat memberikan kemampuan faktual untuk memindahkan token, mengakses manfaat token, atau membuktikan pengendalian atas token dalam jaringan *blockchain*. UNIDROIT menggunakan konsep *control* sebagai salah satu titik penting dalam memahami hubungan hukum atas aset digital.¹⁷ Meskipun konsep *control* tidak identik sepenuhnya dengan *bezit* dalam hukum perdata Indonesia, ia dapat membantu menjelaskan bahwa penguasaan atas aset digital dapat berlangsung melalui mekanisme teknologis.

Selain dapat dikuasai, token juga dapat dialihkan. Pengalihan token dilakukan melalui transaksi digital yang tercatat pada jaringan *blockchain*. Kemampuan untuk dialihkan ini memperlihatkan bahwa token memiliki karakter sebagai objek yang dapat berpindah dari satu subjek hukum kepada subjek hukum lain. Dalam hukum perdata, daya alih merupakan unsur penting karena objek yang dapat dialihkan berpotensi menjadi bagian dari hubungan kebendaan, hubungan kontraktual, jaminan, atau pemulihan kerugian. Dengan demikian, token memiliki karakter yang lebih dekat dengan benda bergerak tidak bertubuh dibandingkan dengan sekadar data biasa.

Nilai ekonomi token juga menjadi unsur yang menentukan. Token dalam ICO ditawarkan kepada investor karena dianggap memiliki nilai atau potensi nilai. Nilai tersebut dapat bersumber dari utilitas token, hak ekonomi yang dijanjikan, ekspektasi perdagangan sekunder, atau manfaat yang diberikan oleh ekosistem proyek. Perdebatan mengenai *property* dalam *cryptoassets* berkaitan erat dengan kemampuan aset tersebut untuk dikendalikan, dialihkan, dan diberi nilai oleh pasar.¹⁸ Oleh karena itu, ketika token memiliki nilai ekonomi dan dapat menjadi objek transaksi, hukum perdata perlu memberikan kerangka yang jelas agar hak dan kewajiban para pihak dapat ditentukan.

Kedudukan token sebagai benda tidak bertubuh tidak berarti bahwa seluruh token harus diperlakukan sama. Token yang hanya memberikan akses terhadap layanan digital memiliki karakter berbeda dengan token yang memberikan klaim atas pendapatan atau keuntungan proyek. Token yang digunakan sebagai alat pembayaran juga berbeda dari token yang

¹⁷ UNIDROIT, UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law, Rome: UNIDROIT, 2023, hlm. 60-62.

¹⁸ Timothy Chan, "The Nature of Property in Cryptoassets," Legal Studies, Vol. 43, No. 3, 2023, hlm. 468-470.

menjanjikan hasil ekonomi dari upaya pihak lain. Oleh sebab itu, konstruksi token sebagai benda dalam KUHPerdara harus diposisikan sebagai dasar umum untuk mengakui token sebagai objek hak, sedangkan kualifikasi lebih lanjut tetap harus memperhatikan fungsi token dan isi penawaran.

Pembedaan ini penting karena status token sebagai benda tidak otomatis menjadikan token sebagai efek. Suatu token dapat menjadi objek hukum perdata tanpa selalu memenuhi karakter sebagai efek atau *investment contract*. Sebaliknya, token yang secara ekonomi menawarkan harapan keuntungan dari usaha pihak lain dapat membutuhkan standar pengawasan yang lebih ketat. Dengan demikian, kedudukan token sebagai benda harus dipahami sebagai dasar kepastian hukum privat, sedangkan penilaian apakah token juga merupakan instrumen pasar modal harus dilakukan berdasarkan substansi penawaran.

Implikasi hukum dari pengakuan token sebagai benda tidak bertubuh adalah adanya dasar yang lebih jelas bagi investor untuk menuntut perlindungan. Investor dapat menjelaskan objek yang diperoleh, hak yang melekat, serta hubungan hukum yang terbentuk dengan penerbit. Apabila penerbit tidak memenuhi kewajibannya, investor dapat menggunakan dasar hukum perdata seperti wanprestasi, pembatalan perjanjian, pengembalian dana, atau ganti rugi sesuai karakter hubungan yang terjadi. Tanpa kepastian tersebut, posisi investor menjadi lemah karena objek hubungan hukumnya tidak ditentukan secara tegas.

Kepastian kedudukan token juga penting bagi regulator dan pelaku usaha. Bagi regulator, pengakuan token sebagai objek hukum membantu menentukan ruang pengawasan, standar informasi, dan mekanisme pertanggungjawaban. Bagi pelaku usaha, kejelasan kedudukan token membantu menyusun *whitepaper*, kontrak digital, syarat penggunaan, dan struktur hak investor secara lebih tertib. Bagi investor, kepastian hukum memberikan dasar untuk menilai apakah token yang diperoleh benar-benar memberikan hak, manfaat, atau risiko tertentu.

Dengan demikian, token dalam ICO dapat dikonstruksikan sebagai benda bergerak tidak bertubuh sepanjang memenuhi unsur nilai ekonomi, penguasaan digital, daya alih, dan potensi menjadi objek hak. Konstruksi ini tidak menghapus kebutuhan klasifikasi berdasarkan fungsi token, tetapi memberikan fondasi awal bagi hukum perdata Indonesia untuk merespons perkembangan aset digital. Fondasi tersebut diperlukan agar perlindungan investor tidak hanya bertumpu pada pengawasan administratif, tetapi juga pada kejelasan hubungan hukum privat antara investor dan penerbit.

Perbandingan Pengaturan Token Menurut FINMA Swiss dan SEC Amerika Serikat

Perbandingan dengan FINMA dan SEC penting karena keduanya memperlihatkan dua model yang berbeda dalam menilai token. FINMA menggunakan klasifikasi fungsional, sedangkan SEC menekankan substansi ekonomi. Perbedaan ini dapat membantu Indonesia merumuskan pengaturan yang tidak terlalu kaku, tetapi tetap memberikan perlindungan efektif kepada investor.

FINMA membagi token ke dalam *payment tokens*, *utility tokens*, dan *asset tokens*.¹⁹ Payment tokens terutama digunakan sebagai alat pembayaran atau sarana transfer nilai. Utility tokens memberikan akses digital terhadap aplikasi atau layanan. Asset tokens merepresentasikan aset, klaim, pendapatan, dividen, atau hak ekonomi yang menyerupai instrumen keuangan. Klasifikasi ini bersifat praktis karena memulai penilaian dari fungsi token dalam ekosistem yang ditawarkan penerbit.

Keunggulan pendekatan FINMA adalah kemampuannya menghindari generalisasi. Tidak semua token dalam ICO memiliki risiko yang sama. Token yang hanya berfungsi sebagai akses layanan tidak selalu membutuhkan standar pengawasan seketat token yang menjanjikan hak ekonomi atau pembagian keuntungan. Dengan klasifikasi fungsional, regulator dapat menentukan tingkat pengawasan berdasarkan karakter token. Pendekatan seperti ini relevan

¹⁹ Swiss Financial Market Supervisory Authority, Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings (ICOs), Bern: FINMA, 16 Februari 2018, hlm. 3-4.

bagi Indonesia karena pasar aset digital berkembang cepat dan membutuhkan pengaturan yang proporsional.

Meskipun demikian, pendekatan fungsional juga memiliki kelemahan apabila penerbit sengaja membungkus token sebagai *utility token*, padahal secara substansi token tersebut menawarkan harapan keuntungan. Di sinilah pendekatan SEC menjadi penting. SEC menggunakan uji substansi ekonomi melalui konsep *investment contract*. Dalam perkara SEC v. W.J. Howey Co., suatu transaksi dapat disebut *investment contract* apabila terdapat investasi uang dalam suatu usaha bersama dengan harapan keuntungan yang terutama berasal dari upaya pihak lain.²⁰

Pendekatan Howey kemudian digunakan SEC untuk menilai token digital. Dalam *The DAO Report*, SEC menyatakan bahwa token tertentu dapat merupakan sekuritas apabila memenuhi unsur *investment contract*.²¹ SEC juga menerbitkan kerangka analisis *digital assets* untuk membantu menilai apakah penawaran token memiliki karakter investasi.²² Pendekatan ini menekankan bahwa nama, label, atau istilah yang digunakan penerbit tidak menentukan secara mutlak. Yang menentukan adalah substansi ekonomi dari penawaran kepada investor.

Pendekatan SEC memiliki nilai penting bagi perlindungan investor karena menempatkan investor sebagai titik pusat pengawasan. Apabila investor menyerahkan dana dengan harapan memperoleh keuntungan dari kerja penerbit atau pihak lain, maka risiko asimetri informasi menjadi tinggi. Dalam keadaan seperti itu, penerbit perlu tunduk pada standar keterbukaan, larangan penipuan, dan tanggung jawab atas informasi yang menyesatkan. Perdebatan regulasi ICO di Amerika Serikat dan Eropa banyak dipengaruhi oleh pertanyaan apakah token harus diperlakukan sebagai instrumen investasi atau tidak.²³

Dari perspektif Indonesia, kedua model tersebut dapat saling melengkapi. FINMA memberikan cara awal untuk mengelompokkan token menurut fungsi, sedangkan SEC memberikan alat untuk menguji apakah token yang tampak sebagai *utility token* sebenarnya memiliki substansi investasi. Kombinasi keduanya dapat mencegah dua risiko sekaligus: risiko *over-regulation* terhadap token yang risikonya rendah dan risiko *under-regulation* terhadap token yang sebenarnya menawarkan skema investasi kepada publik.

Tabel 1
Perbandingan Model Pengaturan Token dalam ICO

Aspek	Indonesia	FINMA Swiss	SEC Amerika Serikat
Titik pengaturan	POJK No. 27 Tahun 2024 mengatur perdagangan aset keuangan digital, tetapi belum mengatur penawaran perdana token.	Pedoman ICO menilai token berdasarkan fungsi: payment, utility, dan asset token.	Penilaian diarahkan pada substansi ekonomi dan kemungkinan token menjadi <i>investment contract</i> .
Dasar penilaian	Kedudukan token perlu dikaitkan dengan KUHPerdara,	Fungsi token dalam ekosistem menjadi dasar utama klasifikasi.	Harapan keuntungan dari usaha pihak lain menjadi unsur

²⁰ SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293, 298-299, 1946.

²¹ U.S. Securities and Exchange Commission, Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO, Release No. 81207, 25 Juli 2017, hlm. 1-2.

²² U.S. Securities and Exchange Commission, Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets, Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission, 2019, hlm. 2-5.

²³ Philipp Maume dan Mathias Fromberger, "Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws," Chicago Journal of International Law, Vol. 19, No. 2, 2019, hlm. 548-551.

	fungsi token, dan isi penawaran.		penting dalam analisis.
Perlindungan investor	Belum tersedia rezim khusus ICO sehingga perlu standar whitepaper, tanggung jawab penerbit, dan pemulihan kerugian.	Perlindungan dibangun melalui klasifikasi dan kepatuhan sesuai jenis token.	Perlindungan dibangun melalui disclosure, anti-fraud, dan tanggung jawab penawaran sekuritas.
Relevansi bagi Indonesia	Indonesia membutuhkan model bertingkat agar inovasi tetap berjalan tanpa mengabaikan kepastian hukum investor.	Berguna untuk membedakan karakter token secara proporsional.	Berguna untuk menilai token yang secara substansi menawarkan investasi.

Sumber: Diolah dari POJK No. 27 Tahun 2024, FINMA Guidelines for ICOs, *The DAO Report*, dan SEC Framework for Investment Contract Analysis of Digital Assets.

Tabel tersebut memperlihatkan bahwa Indonesia memiliki ruang untuk membangun model pengaturan yang bertahap. Model tersebut tidak perlu menempatkan seluruh token sebagai efek, tetapi juga tidak boleh membiarkan token yang menawarkan klaim ekonomi berjalan tanpa standar pengawasan. Pendekatan FINMA dapat digunakan sebagai dasar klasifikasi awal, sedangkan pendekatan SEC dapat digunakan sebagai alat uji terhadap token yang secara substansi memberikan harapan keuntungan kepada investor.

Respons yurisdiksi terhadap ICO memiliki pendekatan yang berbeda-beda, mulai dari pelarangan, pendekatan berbasis efek, hingga pengaturan khusus yang menyesuaikan karakter token.²⁴ Perbedaan tersebut menunjukkan bahwa tidak ada satu model tunggal yang dapat diterapkan begitu saja. Indonesia perlu membangun model yang sesuai dengan KUHPerdara, UU P2SK, POJK aset keuangan digital, serta kebutuhan perlindungan konsumen dan investor dalam sektor keuangan digital.

Perkembangan ICO secara global dipengaruhi oleh kombinasi antara inovasi pendanaan dan respons regulasi di berbagai negara.²⁵ Karena itu, pengaturan Indonesia tidak boleh hanya mengejar inovasi teknologi, tetapi juga harus memastikan bahwa proses penghimpunan dana digital tidak menjadi ruang yang kabur bagi tanggung jawab penerbit. Investor harus memperoleh informasi yang jelas mengenai proyek, token, hak, risiko, penggunaan dana, dan mekanisme penyelesaian ketika penerbit tidak memenuhi janji.

Implikasi Kekosongan Regulasi ICO terhadap Kepastian Hukum dan Perlindungan Investor

Kekosongan pengaturan penawaran perdana token di Indonesia menimbulkan implikasi langsung terhadap kepastian hukum dan perlindungan investor. Tahap ICO adalah tahap ketika investor menyerahkan dana kepada penerbit untuk pertama kali. Pada tahap ini, investor sering kali belum memiliki informasi yang cukup mengenai kelayakan proyek, rekam jejak penerbit, struktur token, penggunaan dana, risiko teknologi, risiko hukum, dan kemungkinan token

²⁴ Wulf A. Kaal, "Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses," *Stanford Journal of Blockchain Law & Policy*, Vol. 1, No. 1, 2018, hlm. 41-42.

²⁵ Cristiano Bellavitis, Christian Fisch, dan Johan Wiklund, "A Comprehensive Review of the Global Development of Initial Coin Offerings (ICOs) and Their Regulation," *Journal of Business Venturing Insights*, Vol. 15, 2021, hlm. 2-4.

diperdagangkan di pasar sekunder. Oleh sebab itu, ketiadaan standar khusus pada tahap penawaran perdana membuat posisi investor menjadi rentan.

Dalam pasar yang belum memiliki standar keterbukaan informasi, *whitepaper* sering menjadi dokumen utama yang digunakan investor untuk mengambil keputusan. Masalahnya, *whitepaper* tidak selalu memiliki kualitas informasi yang sama. Ada *whitepaper* yang memuat penjelasan teknis, *roadmap*, *tokenomics*, risiko, dan penggunaan dana secara rinci, tetapi ada pula *whitepaper* yang lebih menonjolkan promosi daripada pertanggungjawaban hukum. Disclosure dan perantara informasi berperan penting dalam pasar ICO yang belum teratur.²⁶

Ketiadaan standar *whitepaper* dapat menimbulkan asimetri informasi. Penerbit mengetahui kondisi proyek secara lebih lengkap, sedangkan investor hanya membaca informasi yang dipilih dan disajikan penerbit. Apabila informasi tersebut tidak lengkap atau menyesatkan, investor sulit menilai risiko secara objektif. Dalam teori perlindungan investor, asimetri informasi merupakan salah satu alasan utama perlunya kewajiban keterbukaan dan tanggung jawab penerbit.²⁷ Oleh karena itu, pengaturan ICO perlu menetapkan kewajiban minimum informasi agar investor memahami objek yang diperoleh, hak yang melekat, risiko, dan mekanisme pemulihan.

Kekosongan pengaturan juga memengaruhi kepastian mengenai penggunaan dana. Dalam ICO, dana yang dikumpulkan seharusnya digunakan untuk pengembangan proyek sebagaimana dijelaskan dalam dokumen penawaran. Namun, tanpa pengawasan atau standar pelaporan, investor tidak memiliki alat yang memadai untuk memastikan bahwa dana digunakan sesuai tujuan. ICO merupakan mekanisme pendanaan pertumbuhan dengan karakter yang berbeda dari pendanaan tradisional, sehingga risiko tata kelola dan pengawasan penggunaan dana menjadi isu penting.²⁸

Selain itu, ketidakjelasan regulasi dapat mendorong promosi yang menyesatkan. Penerbit dapat menggunakan media sosial, figur publik, komunitas digital, dan narasi keuntungan tinggi untuk menarik investor. Dalam keadaan demikian, investor ritel lebih rentan mengambil keputusan berdasarkan popularitas, bukan berdasarkan analisis hukum dan ekonomi atas token. Oleh karena itu, larangan promosi menyesatkan dan tanggung jawab pihak yang terlibat dalam promosi perlu dimasukkan dalam model pengaturan ICO.

Kekosongan regulasi juga berdampak pada mekanisme pemulihan kerugian. Apabila proyek gagal atau penerbit tidak memenuhi janji, investor membutuhkan dasar yang jelas untuk mengajukan pengaduan, meminta pengembalian dana, menuntut ganti rugi, atau menggunakan mekanisme penyelesaian sengketa. IOSCO menekankan bahwa perlindungan investor dan pasar yang adil, efisien, serta transparan merupakan tujuan utama regulasi sekuritas.²⁹ Meskipun tidak semua token merupakan sekuritas, prinsip tersebut tetap relevan karena ICO melibatkan penghimpunan dana dari publik dan risiko kerugian investor.

Model penyempurnaan regulasi ICO di Indonesia sebaiknya dibangun secara bertingkat. Tingkat pertama adalah klasifikasi token. Penerbit wajib menjelaskan fungsi token, apakah token berfungsi sebagai *payment token*, *utility token*, *asset token*, atau bentuk campuran. Klasifikasi ini tidak boleh hanya berdasarkan pernyataan sepihak penerbit, tetapi harus dapat diuji oleh otoritas berdasarkan isi *whitepaper*, desain token, dan substansi penawaran.

²⁶ Thomas Bourveau, Emmanuel T. De George, Atif Ellahie, dan Daniele Macciocchi, "The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings," *Journal of Accounting Research*, Vol. 60, No. 1, 2022, hlm. 129-130.

²⁷ Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, dan Robert W. Vishny, "Investor Protection and Corporate Governance," *Journal of Financial Economics*, Vol. 58, No. 1-2, 2000, hlm. 4-5.

²⁸ Sabrina T. Howell, Marina Niessner, dan David Yermack, "Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales," *The Review of Financial Studies*, Vol. 33, No. 9, 2020, hlm. 3925-3928.

²⁹ International Organization of Securities Commissions, *Objectives and Principles of Securities Regulation*, Madrid: IOSCO, 2017, hlm. 3.

Tingkat kedua adalah mekanisme pendaftaran atau pemberitahuan. Untuk token yang berisiko rendah, pemberitahuan kepada otoritas dapat menjadi opsi yang proporsional. Namun, untuk token yang memberikan klaim ekonomi, hak atas pendapatan, atau harapan keuntungan dari upaya penerbit, standar pendaftaran dan pemeriksaan dokumen perlu diperketat. Model seperti ini dapat mencegah beban regulasi yang berlebihan terhadap inovasi, tetapi tetap memberikan perlindungan terhadap penawaran yang memiliki risiko investasi tinggi.

Tingkat ketiga adalah standar *whitepaper*. *Whitepaper* perlu memuat identitas penerbit, deskripsi proyek, fungsi token, hak pemegang token, struktur *tokenomics*, penggunaan dana, risiko hukum, risiko teknologi, mekanisme pengembalian dana, pembatasan promosi, dan penyelesaian sengketa. IOSCO dalam rekomendasi pasar aset kripto menekankan pentingnya tata kelola, keterbukaan, pengelolaan konflik kepentingan, dan perlindungan terhadap aktivitas yang menyesatkan.³⁰ Prinsip tersebut dapat diadaptasi sebagai standar dasar bagi penawaran token di Indonesia.

Tingkat keempat adalah tanggung jawab penerbit. Penerbit harus bertanggung jawab atas informasi yang dimuat dalam *whitepaper*, promosi, dan komunikasi publik. Tanggung jawab ini harus mencakup informasi yang salah, tidak lengkap, atau menyesatkan. Apabila penerbit menggunakan pihak lain seperti *influencer*, promotor, atau platform, pengaturan juga perlu menentukan batas tanggung jawab masing-masing pihak. Tanpa tanggung jawab yang jelas, promosi ICO dapat menjadi ruang yang sulit dimintakan pertanggungjawaban ketika investor mengalami kerugian.

Tingkat kelima adalah pengawasan penggunaan dana. Penerbit harus menjelaskan rencana penggunaan dana, membuat laporan perkembangan, dan membuka informasi apabila terdapat perubahan material pada proyek. Pengawasan penggunaan dana tidak selalu harus dilakukan dengan model yang sama seperti perusahaan terbuka, tetapi perlu ada standar minimum agar investor tidak menyerahkan dana tanpa mekanisme kontrol. Pengaturan ini penting karena kegagalan proyek sering kali bukan hanya disebabkan risiko pasar, tetapi juga buruknya tata kelola penerbit.

Tingkat keenam adalah mekanisme pengaduan dan pemulihan. Investor perlu memperoleh akses terhadap mekanisme pengaduan yang mudah, jelas, dan dapat ditindaklanjuti. Mekanisme tersebut dapat dikaitkan dengan pengawasan OJK, penyelesaian sengketa sektor jasa keuangan, mediasi, arbitrase, atau gugatan perdata sesuai hubungan hukum yang terbentuk. Dalam konteks ini, kedudukan token sebagai benda tidak bertubuh membantu investor menjelaskan objek kerugian dan dasar tuntutan yang diajukan.

Model penyempurnaan tersebut juga perlu memperhatikan risiko lintas negara. ICO dapat ditawarkan melalui internet kepada investor di banyak yurisdiksi. ICO menghadirkan tantangan lintas batas karena penerbit, investor, platform, dan aset digital dapat berada di yurisdiksi yang berbeda.³¹ Oleh karena itu, pengaturan Indonesia perlu memuat standar yurisdiksi, kewajiban bagi pihak yang menawarkan token kepada masyarakat Indonesia, serta koordinasi dengan otoritas lain apabila penawaran dilakukan dari luar negeri.

Dalam konteks anti pencucian uang dan pencegahan pendanaan terorisme, pengaturan ICO juga perlu memperhatikan standar FATF mengenai *virtual assets* dan *virtual asset service providers*.³² Penerbit atau platform yang memfasilitasi penawaran token harus memiliki prosedur identifikasi pengguna, pelaporan transaksi mencurigakan, dan manajemen risiko. Hal

³⁰ International Organization of Securities Commissions, Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Final Report, FR11/2023, Madrid: IOSCO, 16 November 2023, hlm. 8-9.

³¹ Guenther Dobrauz-Saldapenna dan Ulf Klebeck, "Initial Coin Offering: Legal and Regulatory Challenges of Crossing the Borders," The Journal of Alternative Investments, Vol. 21, No. 2, 2018, hlm. 81-83.

³² Financial Action Task Force, Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers, Paris: FATF, Oktober 2021, hlm. 13-15.

ini diperlukan agar ICO tidak menjadi celah bagi aliran dana ilegal dengan memanfaatkan anonimitas atau lintas batas teknologi *blockchain*.

Pengaturan yang terlalu berat dapat menghambat inovasi, tetapi pengaturan yang terlalu longgar dapat merugikan investor. Karena itu, model pengaturan bertingkat menjadi titik tengah. Token yang hanya memberikan akses layanan dapat dikenai standar yang lebih sederhana, sedangkan token yang memberikan klaim ekonomi atau harapan keuntungan perlu tunduk pada standar yang lebih ketat. Pendekatan ini memungkinkan Indonesia melindungi investor tanpa mematikan inovasi aset digital.

Pada akhirnya, perlindungan investor dalam ICO harus dibangun melalui dua fondasi yang saling berkaitan. Fondasi pertama adalah kepastian hukum privat mengenai kedudukan token sebagai benda bergerak tidak bertubuh yang dapat menjadi objek hak. Fondasi kedua adalah pengaturan publik mengenai penawaran perdana token, yang mencakup klasifikasi, keterbukaan informasi, tanggung jawab penerbit, pengawasan, dan pemulihan kerugian. Tanpa fondasi pertama, investor sulit menjelaskan objek haknya. Tanpa fondasi kedua, investor tetap rentan terhadap informasi menyesatkan dan penawaran yang tidak bertanggung jawab.

SIMPULAN

Token yang ditawarkan dalam ICO dapat dikonstruksikan sebagai benda bergerak tidak bertubuh berdasarkan KUHPerdara sepanjang memiliki nilai ekonomi, dapat dikuasai secara digital, dapat dialihkan, dan dapat memuat hak atau manfaat bagi pemegangnya. Konstruksi ini memberikan dasar kepastian hukum bagi investor untuk menjelaskan objek yang diperoleh, hak yang melekat, serta dasar pemulihan apabila penerbit tidak memenuhi kewajibannya. Namun, kualifikasi token sebagai benda tidak otomatis menjadikan seluruh token sebagai efek, karena karakter hukum token tetap harus ditentukan berdasarkan fungsi token dan substansi penawarannya.

Penyempurnaan regulasi ICO di Indonesia perlu dilakukan karena POJK No. 27 Tahun 2024 masih berfokus pada perdagangan aset keuangan digital dan belum mengatur penawaran perdana token. Model yang dapat dikembangkan adalah pengaturan bertingkat dengan memadukan klasifikasi fungsional FINMA dan uji substansi ekonomi SEC. Model tersebut perlu memuat klasifikasi token, pendaftaran atau pemberitahuan, standar *whitepaper*, tanggung jawab penerbit, pengawasan penggunaan dana, larangan promosi menyesatkan, serta mekanisme pengaduan dan pemulihan kerugian investor. Dengan model tersebut, pengaturan ICO di Indonesia dapat memberikan kepastian hukum tanpa mengabaikan perkembangan inovasi keuangan digital.

REFERENSI

- Bellavitis, Cristiano, Christian Fisch, dan Johan Wiklund. "A Comprehensive Review of the Global Development of Initial Coin Offerings (ICOs) and Their Regulation." *Journal of Business Venturing Insights*, Vol. 15, 2021.
- Bintarto, Muhammad Al Ikhwan. "Cryptocurrency as a Digital Property in Indonesian Law Perspective." *Jurnal Penegakan Hukum dan Keadilan*, Vol. 3, No. 2, 2022.
- Bourveau, Thomas, Emmanuel T. De George, Atif Ellahie, dan Daniele Macciocchi. "The Role of Disclosure and Information Intermediaries in an Unregulated Capital Market: Evidence from Initial Coin Offerings." *Journal of Accounting Research*, Vol. 60, No. 1, 2022.
- Catalini, Christian dan Joshua S. Gans. *Initial Coin Offerings and the Value of Crypto Tokens*. NBER Working Paper No. 24418, 2018.
- Chan, Timothy. "The Nature of Property in Cryptoassets." *Legal Studies*, Vol. 43, No. 3, 2023.
- Cindy Aulia Norman. "Transformasi Hukum Aset Kripto di Indonesia: Analisis Komparatif dengan Malaysia Mengenai Pergeseran dari Komoditas ke Instrumen Keuangan." *Padjadjaran Law Review*, Vol. 13, No. 1, 2025.

- Davidson, Sinclair, Primavera De Filippi, dan Jason Potts. "Disrupting Governance: The New Institutional Economics of Distributed Ledger Technology." SSRN Electronic Journal, 2016.
- Dobrauz-Saldapenna, Guenther dan Ulf Klebeck. "Initial Coin Offering: Legal and Regulatory Challenges of Crossing the Borders." The Journal of Alternative Investments, Vol. 21, No. 2, 2018.
- European Securities and Markets Authority. Advice: Initial Coin Offerings and Crypto-Assets. ESMA50-157-1391, Paris: ESMA, 9 Januari 2019.
- FATF. Updated Guidance for a Risk-Based Approach to Virtual Assets and Virtual Asset Service Providers. Paris: Financial Action Task Force, Oktober 2021.
- Fenu, Gianni, Lodovica Marchesi, Michele Marchesi, dan Roberto Tonelli. "The ICO Phenomenon and Its Relationships with Ethereum Smart Contract Environment." arXiv, 2018.
- Financial Stability Board. Regulation, Supervision and Oversight of Crypto-Asset Activities and Markets. Basel: FSB, 2022.
- Harryandi, Alexander, Fira Natasha, dan Muhammad Akbar. "Regulating Initial Coin Offering Amidst the Development of Crypto Assets in Indonesia." Journal of Central Banking Law and Institutions, Vol. 3, No. 2, 2024.
- Howell, Sabrina T., Marina Niessner, dan David Yermack. "Initial Coin Offerings: Financing Growth with Cryptocurrency Token Sales." The Review of Financial Studies, Vol. 33, No. 9, 2020.
- International Organization of Securities Commissions. Objectives and Principles of Securities Regulation. Madrid: IOSCO, 2017.
- International Organization of Securities Commissions. Policy Recommendations for Crypto and Digital Asset Markets: Final Report. FR11/2023, Madrid: IOSCO, 16 November 2023.
- Kaal, Wulf A. "Initial Coin Offerings: The Top 25 Jurisdictions and Their Comparative Regulatory Responses." Stanford Journal of Blockchain Law & Policy, Vol. 1, No. 1, 2018.
- Kumparan. "Kontroversi Token Kripto ASIX: Dijual Meski Dilarang, Banyak Investor Rugi." 13 Februari 2022, <https://kumparan.com/>, diakses 2 Juli 2026.
- La Porta, Rafael, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, dan Robert W. Vishny. "Investor Protection and Corporate Governance." Journal of Financial Economics, Vol. 58, No. 1-2, 2000.
- Marzuki, Peter Mahmud. Penelitian Hukum: Edisi Revisi. Jakarta: Kencana, 2021.
- Maume, Philipp dan Mathias Fromberger. "Regulation of Initial Coin Offerings: Reconciling U.S. and E.U. Securities Laws." Chicago Journal of International Law, Vol. 19, No. 2, 2019.
- Mendelson, Max. "From Initial Coin Offerings to Security Tokens: A U.S. Federal Securities Law Analysis." Stanford Technology Law Review, Vol. 22, No. 1, 2019.
- Muhaimin. Metode Penelitian Hukum. Mataram: Mataram University Press, 2020.
- Otoritas Jasa Keuangan. "Siaran Pers: Penguatan Sektor Jasa Keuangan yang Stabil dan Inklusif untuk Mendukung Program Prioritas Nasional." 11 Februari 2025, <https://ojk.go.id/>, diakses 2 Juli 2026.
- Pasaribu, JP. "Initial Coin Offerings as an Alternative Method for Raising Capital: A Regulatory Framework for Indonesia." Indonesia Law Review, Vol. 15, No. 2, 2025.
- PPATK dan Bappebti. Penilaian Risiko Sektoral Pencucian Uang dan Pendanaan Terorisme Perdagangan Aset Kripto di Indonesia. Jakarta: PPATK, 2019.
- Swiss Financial Market Supervisory Authority. Guidelines for Enquiries Regarding the Regulatory Framework for Initial Coin Offerings (ICOs). Bern: FINMA, 16 Februari 2018.
- The Law Commission of England and Wales. Digital Assets: Final Report. Law Com No. 412, London: The Stationery Office, 2023.
- UK Jurisdiction Taskforce. Legal Statement on Cryptoassets and Smart Contracts. London: The LawTech Delivery Panel, November 2019.
- UNIDROIT. UNIDROIT Principles on Digital Assets and Private Law. Rome: UNIDROIT, 2023.

- U.S. Securities and Exchange Commission. Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets. Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission, 2019.
- U.S. Securities and Exchange Commission. Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO. Release No. 81207, 25 Juli 2017.
- U.S. Securities and Exchange Commission. Strategic Plan: Fiscal Years 2022-2026. Washington, D.C.: U.S. Securities and Exchange Commission, 2022.
- Yaga, Dylan, Peter Mell, Nik Roby, dan Karen Scarfone. Blockchain Technology Overview. NISTIR 8202, Gaithersburg: National Institute of Standards and Technology, 2018.
- Yohanes Fidel, Lastuti Abubakar, dan Ema Rahmawati. “Legal Protection for Users of Crypto Assets in Futures Exchange Transactions.” JUSTISI, Vol. 11, No. 3, 2025.
- Zetzsche, Dirk A., Ross P. Buckley, Douglas W. Arner, dan Linus Föhr. “The ICO Gold Rush: It’s a Scam, It’s a Bubble, It’s a Super Challenge for Regulators.” Harvard International Law Journal, Vol. 60, No. 2, 2019.
- Zhao, Xiaojun, Wenxuan Hou, Jiafu An, Xianda Liu, dan Yun Zhang. “Initial Coin Offerings: What Rights Do Investors Have?” The European Journal of Finance, Vol. 29, No. 14, 2023.
- Zweigert, Konrad dan Hein Kötz. An Introduction to Comparative Law. Edisi ke-3, diterjemahkan oleh Tony Weir, Oxford: Clarendon Press, 1998.
- Kitab Undang-Undang Hukum Perdata.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 23 Tahun 2025 tentang Perubahan atas Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 27 Tahun 2024 tentang Penyelenggaraan Perdagangan Aset Keuangan Digital Termasuk Aset Kripto.
- Peraturan Otoritas Jasa Keuangan Nomor 27 Tahun 2024 tentang Penyelenggaraan Perdagangan Aset Keuangan Digital Termasuk Aset Kripto.
- Undang-Undang Nomor 4 Tahun 2023 tentang Pengembangan dan Penguatan Sektor Keuangan.
- Undang-Undang Nomor 8 Tahun 1995 tentang Pasar Modal.
- Undang-Undang Nomor 11 Tahun 2008 tentang Informasi dan Transaksi Elektronik sebagaimana telah diubah terakhir dengan Undang-Undang Nomor 1 Tahun 2024.
- SEC v. W.J. Howey Co., 328 U.S. 293 (1946).