



MAYER | BROWN

Obligasi Bunga Tinggi di Asia

Panduan Lengkap Emiten (Edisi Kedua)



Obligasi Bunga Tinggi di Asia

Panduan Lengkap Emiten
(Edisi Kedua)

CATATAN:

Publikasi Mayer Brown ini memberikan informasi dan komentar mengenai permasalahan hukum dan perkembangan minat kepada klien dan teman kami. Publikasi ini dimaksudkan untuk memberikan panduan umum atas pokok permasalahan dan tidak dimaksudkan untuk memberikan nasihat hukum atau menjadi pengganti untuk nasihat tertentu mengenai keadaan-keadaan khusus. Pembaca harus meminta nasihat hukum sebelum mengambil tindakan apa pun sehubungan dengan hal-hal yang didiskusikan dalam publikasi ini.

Panduan ini merupakan terjemahan Bahasa Indonesia dari versi Bahasa Inggrisnya. Pembaca disarankan untuk mengacu kepada versi Bahasa Inggris dari Panduan ini apabila memerlukan penjelasan mengenai isi Panduan ini dengan cara mengunduh versi Bahasa Inggris dari Panduan dari www.mayerbrown.com/high-yield-bonds-in-asia-the-complete-issuers-guide/



Dengan semangat dan keberagaman yang sesuai dengan sebagian besar unsur negara dan kebudayaannya, pasar modal utang bunga tinggi di Asia telah berkembang pesat sejak krisis keuangan di Asia pada akhir tahun 1990-an. Investor kredit yang hendak memperoleh bunga cenderung beralih ke pasar bunga di Asia dan volume penerbitan telah melonjak hingga mencapai tingkat rekor. Selain peningkatan minat investor, peningkatan stabilitas pasar perdagangan pasca-penerbitan dan munculnya sejumlah emiten tercatat (*repeat issuers*), kami telah mengamati sektor-sektor usaha baru, dan bahkan negara-negara, yang mengakses pasar-pasar bunga tinggi seiring dengan telah berkembangnya pasar bunga tinggi di seluruh Asia Pasifik.

Sejak publikasi awal Panduan ini pada tahun 2015, pasar bunga tinggi di Asia terus berevolusi dan berkembang, yang didukung dengan tingkat volatilitas yang lebih rendah yang berlangsung selama jangka waktu yang lebih lama belakangan ini dan permintaan investor yang lebih konsisten. Perubahan terus terjadi sehubungan dengan struktur-struktur transaksi dan paket janji (*covenant package*) yang dirancang untuk menyesuaikan dengan emiten baru dan pasar yang berkembang. Terlepas dari perubahan tataran tersebut, prinsip-prinsip dan struktur-struktur utama sehubungan dengan bunga tinggi tetap ada sementara inovasi-inovasi yang lebih dalam dari pasar bunga tinggi di AS dan Eropa tetap digunakan untuk pelaksanaannya di Asia.

Panduan ini membahas elemen-elemen utama dari utang bunga tinggi yang telah dirancang agar sesuai bagi emiten Asia. Kami telah berupaya untuk memberikan suatu alat referensi kepada emiten yang ada dan baru agar dapat membantu dalam memahami dan merencanakan paket janji (*covenant package*), struktur dan pelaksanaan transaksi bunga tinggi di Asia. Selain itu, kami berharap bahwa Panduan ini akan membantu emiten untuk mengelola analisis kepatuhan indenture-nya pasca-penerbitan.

Terima kasih atas perhatian anda terhadap edisi baru ini. Kami percaya bahwa Panduan ini akan menjadi sumber utama bagi emiten baru dan yang ada di pasar bunga tinggi di Asia, dan kami berharap bahwa Panduan ini akan berguna untuk usaha anda.



A handwritten signature in black ink, appearing to read "Jason T. Elder".

Jason T. Elder
Registered Foreign Consultant (New York)
Partner, Mayer Brown LLP



A handwritten signature in black ink, appearing to read "Thomas Kollar".

Thomas Kollar
Partner, Mayer Brown LLP



Daftar Isi

Bunga Tinggi Dalam Konteks	1
Obligasi Bunga Tinggi Dibandingkan Dengan Pembiayaan Bank Tradisional	1
Kandidat Ideal Obligasi Bunga Tinggi	4
Grup Kredit Dan Membangun Riwayat Kredit	5
<i>Emiten</i>	6
<i>Anak Perusahaan: Dibatasi Dan Tidak Dibatasi</i>	7
<i>Para Penanggung</i>	8
Kepatuhan Umum	10
Keseluruhan Tujuan Dan Proses Negosiasi Paket Janji Bunga Tinggi	10
<i>Janji “Yang Harus Dipenuhi Pada Saat Tertentu” Vs. Janji “Yang Harus Dipenuhi” (“Incurrence” Vs “Maintenance Covenants”)</i>	11
<i>Keranjang (Baskets)</i>	12
<i>Jangka Waktu Batasan Janji</i>	13
Subordinasi	14
<i>Subordinasi Kontraktual</i>	15
<i>Subordinasi Struktural</i>	16
<i>Subordinasi Hak Gadai (Lien)</i>	18
Fitur Pelunasan	18
Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi	20
Pembatasan Terhadap Utang	20
<i>Pengecualian Untuk “Utang Rasio”</i>	22
<i>Pembatasan Terhadap Utang: Ilustrasi Dasar</i>	25
<i>Pengecualian Utang Yang Diizinkan</i>	26
<i>Ketersediaan Pengecualian</i>	28
<i>Janji Lain Untuk Dipertimbangkan</i>	29

Pembatasan Terhadap Pembayaran Yang Dibatasi	30
<i>Definisi Pembayaran Yang Dibatasi</i>	35
<i>Penghitungan Keranjang Penghasilan Bersih</i>	36
<i>Penghitungan Pembayaran Yang Dibatasi: Contoh</i>	37
<i>Pembayaran Yang Dibatasi: Ilustrasi Dasar</i>	37
<i>Persyaratan Penggunaan Keranjang Penghasilan Bersih</i>	38
<i>Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan</i>	39
<i>Investasi Yang Diizinkan</i>	40
<i>Ketersediaan Pengecualian</i>	41
<i>Janji Lain Untuk Dipertimbangkan</i>	42
Pembatasan Terhadap Dividen Dan Pembayaran Lain Dari Anak Perusahaan Yang Dibatasi	42
<i>Janji Lain Untuk Dipertimbangkan</i>	43
Pembatasan Terhadap Hak Gadai	44
<i>Janji Lain Untuk Dipertimbangkan</i>	45
Pembatasan Terhadap Penjualan Aset Dan Saham Anak Perusahaan	45
Pembatasan Terhadap Transaksi Afiliasi	51
Pembatasan Terhadap Penetapan Anak Perusahaan Yang Dibatasi Dan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi	52
Pembatasan Terhadap Penggabungan, Peleburan, Dan Penjualan Seluruh Aset Secara Substansial	54
<i>Perubahan Kendali</i>	56
<i>Kewajiban Pelaporan</i>	57
Pembatasan Terhadap Kegiatan Usaha	58
Pembatasan Terhadap Penerbitan Penanggungan Utang	59
<i>Penggunaan Hasil</i>	59
<i>Pembayaran Untuk Persetujuan</i>	59
Perbandingan Global Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi	60
Pemahaman Yang Lebih Mendalam Mengenai Obligasi Bunga Tinggi Untuk Emiten Asia	74
Pertimbangan Umum Untuk Emiten Asia	74
<i>Mata Uang</i>	74
<i>Peningkatan Peringkat</i>	75
<i>Jenis Penawaran</i>	75

Pertimbangan Utama Untuk Penawaran Oleh Emiten RRT	75
<i>Bantuan Kredit Dan Subordinasi Struktural</i>	75
<i>Jaminan</i>	76
<i>Paket Janji</i>	76
Pertimbangan Utama Untuk Penawaran Oleh Emiten Indonesia	77
<i>Pajak Penghasilan</i>	77
<i>Implikasi Pajak Singapura</i>	80
<i>Implikasi Pajak Indonesia</i>	81
<i>Transaksi Material</i>	82
<i>Jaminan</i>	83
Pertimbangan Hukum	84
Hukum Yang Mengatur	84
Struktur Transaksi Dan Hukum Sekuritas Federal AS	85
<i>Section 4(A)(2)</i>	85
<i>Rule 144(A)</i>	86
<i>Regulation S</i>	87
<i>Penawaran Yang Tercatat Di Bursa Efek Versus Terbatas-Untuk-Selamanya</i>	89
Batasan Publisitas	92
Pelaksanaan Transaksi	94
Pra-Peluncuran	94
Peninjauan Uji Tuntas	97
<i>Panduan Umum</i>	97
<i>Melaksanakan Uji Tuntas</i>	98
<i>"Rule 10b-5 Letter"</i>	100
Dokumentasi	100
<i>Memorandum Penawaran</i>	100
<i>Indenture</i>	105
<i>Perjanjian Pembelian</i>	106
<i>Perjanjian Antarkreditur</i>	106
<i>Pendapat Hukum Dan Surat Pengungkapan</i>	106
<i>Surat Pernyataan Akuntan</i>	107
Pasca-Peluncuran	108

Bunga Tinggi dalam Konteks

Obligasi Bunga Tinggi Dibandingkan dengan Pembiayaan Bank Tradisional

Obligasi (atau surat utang) bunga tinggi memberikan keuntungan-keuntungan yang terkait dengan pembiayaan utang jangka panjang kepada perusahaan-perusahaan namun dengan janji-janji yang secara umum lebih sederhana daripada janji-janji fasilitas kredit standar. Selain itu, paket janji dapat diatur sendiri sehingga tidak perlu melakukan komunikasi dengan kreditur atau pemeriksaan rutin oleh suatu bank pemberi pinjaman. Sebagian besar paket janji obligasi bunga tinggi tidak mencakup janji-janji yang harus dipenuhi (*maintenance covenants*) dari pembiayaan bank tradisional, yang mempersyaratkan agar Emiten mempertahankan kesehatan keuangan tertentu atau pemberi pinjaman dapat sewaktu-waktu meminta pelunasan atau mempercepat pelunasan pinjaman. Sebaliknya, paket janji bunga tinggi mencakup janji-janji yang harus dipenuhi pada saat tertentu (*incurrence covenants*), yang dievaluasi hanya apabila Emiten (atau salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasi) bermaksud untuk melakukan tindakan tertentu seperti menimbulkan utang, membayar dividen atau melakukan investasi.

Paket janji bunga tinggi menghargai kinerja keuangan positif dengan fleksibilitas tambahan, sementara hasil keuangan yang buruk menurunkan fleksibilitas untuk melindungi investor namun tidak menyebabkan suatu cedera janji atau percepatan karenanya.

Pinjaman Bank Tradisional	Obligasi Bunga Tinggi
Janji yang harus dipenuhi dan janji yang harus dipenuhi pada saat tertentu	Hanya janji yang harus dipenuhi pada saat tertentu
Jangka waktu pada umumnya selama tiga sampai dengan lima tahun	Jangka waktu pada umumnya selama lima sampai dengan sepuluh tahun
Pembayaran pokok pinjaman interim	Pelunasan secara lumpsum pada saat jatuh tempo tanpa amortisasi (<i>bullet maturity</i>)
Dapat dilunasi sewaktu-waktu	Jangka waktu non-opsi beli selama tiga sampai dengan lima tahun kemudian selanjutnya penurunan pembayaran lebih awal/premi pembelian (<i>call premium</i>). Fitur opsi beli pada umumnya: 5nc2, 7nc3, 8nc4 dan 10nc5. Selama "periode non-opsi beli," emiten diizinkan untuk melunasi lebih awal surat utang, namun dengan premi secara keseluruhan hingga tanggal jatuh tempo yang seharusnya (<i>make-whole premium</i>) (pada dasarnya nilai kini dari seluruh pembayaran bunga dan pokok pinjaman yang masih terutang berdasarkan tarif diskonto US treasuries ditambah suatu rentang (<i>spread</i>) (pada umumnya 50 basis poin))
Perubahan relatif umum dan tidak rumit, kecuali dalam konteks tersindikasi di mana mungkin terdapat beberapa pemberi pinjaman	Perubahan memerlukan permohonan persetujuan (<i>consent solicitation</i>) dari pemegang surat utang, yang dapat menimbulkan biaya yang mahal dan memakan waktu yang lama
Bersifat senior dan pada umumnya dijamin dan ditanggung	Berpotensi lebih fleksibel; senior atau tersubordinasi dan sering kali tanpa jaminan
Merujuk pada pasar publik minimum	Merujuk pada pasar modal publik dan dapat berfungsi sebagai tolok ukur untuk memudahkan penggalangan dana selanjutnya, termasuk penawaran umum perdana atau penerbitan surat utang berikutnya di pasar modal
Tidak diperlukan peringkat	Diperlukan peringkat (pada umumnya oleh dua agen antara Fitch, Moody's dan S&P)

Pinjaman Bank Tradisional	Obligasi Bunga Tinggi
Investor pada umumnya adalah bank dan lembaga pengelola dana	Investor pada umumnya adalah lembaga pengelola reksadana, lembaga pengelola investasi global (<i>hedge funds</i>), perusahaan asuransi, lembaga pengelola dana pensiun dan lembaga pengelola kekayaan pribadi
Tidak ada kewajiban berdasarkan hukum sekuritas, namun potensi kewajiban pencatatan yang saat ini berlaku dan hak-hak untuk melakukan pemeriksaan yang diberikan kepada bank pemberi pinjaman	Potensi kewajiban pengungkapan yang terkait dengan memorandum penawaran, namun tidak terdapat hak untuk melakukan pemeriksaan atau hak akses untuk pemegang obligasi

Secara keseluruhan, paket janji bunga tinggi telah dirancang untuk (i) mencegah Grup Kredit (yang terdiri dari Emiten, Penanggung dan seluruh Anak Perusahaan Yang Dibatasi) menjadi kelebihan *leverage* baik melalui pinjaman yang terlalu besar maupun dengan menurunkan aset penghasil kas tanpa menurunkan utangnya pada saat yang bersamaan, (ii) melindungi posisi pemegang surat utang pada struktur permodalan Grup Kredit dengan membatasi kemampuan Grup Kredit untuk secara efektif melakukan subordinasi obligasi melalui subordinasi struktural atau hak gadai (*lien*) dan (iii) memelihara aset-aset Grup Kredit dan akses Emiten ke aset-aset tersebut. Melalui paket janji, arus kas positif dipertahankan untuk membayar utang sementara transaksi-transaksi yang dapat menyusutkan aset-aset Grup Kredit diawasi untuk mencegah merosotnya aset yang menghasilkan arus kas tersebut. Selain itu, janji-janji tersebut dirancang untuk menyesuaikan dengan skala usaha Emiten seiring dengan pertumbuhan skala usahanya selama jangka waktu obligasi.

Janji-janji bunga tinggi menentukan pembatasan (dengan beberapa pemi-sahan (*carve-outs*) yang akan dibahas kemudian) terhadap kemampuan Grup Kredit untuk:

- menimbulkan utang;
- mengumumkan atau membayar dividen, melakukan investasi di luar Grup Kredit atau melakukan pembayaran yang dibatasi lainnya yang dapat mengakibatkan *value leakage* dari Grup Kredit;

- memberikan hak-hak jaminan atas aset-asetnya (menjamin utang selain obligasi);
- menjual aset dan modal saham anak perusahaan;
- mengadakan transaksi afiliasi;
- memberikan penanggungan utang yang ditimbulkan oleh pihak lain;
- terlibat dalam penggabungan atau peleburan usaha atau menjual seluruh aset Emiten atau suatu Penanggung secara substansial;
- melakukan jenis kegiatan usaha baru;
- mengadakan transaksi-transaksi yang secara mendasar dapat mengubah struktur kepemilikan grup kredit; dan
- menyetujui pembatasan terhadap distribusi dan pemindahtanganan aset-aset dalam Grup Kredit.

Kandidat Ideal Obligasi Bunga Tinggi

Emiten obligasi bunga tinggi pada umumnya adalah

(i) perusahaan-perusahaan yang didirikan tanpa peringkat investasi (*investment – grade rating*) (ii) perusahaan-perusahaan tertutup yang sedang mengatur kembali struktur permodalannya atau (iii) perusahaan-perusahaan yang merupakan target dari suatu pembiayaan pembelian terutang (*leveraged buyout*). Suatu emiten bunga tinggi menunjukkan beberapa atau seluruh karakteristik berikut ini:

- model usaha yang stabil dan fleksibel;
- rekam jejak keuangan yang kuat;
- riwayat pertumbuhan atau pemulihan;
- posisi terdepan di pasar di industri atau geografinya;
- kecenderungan industri yang menguntungkan;
- tim manajemen berpengalaman yang dibuktikan dengan rekam jejak;
- penghasilan kas kuat dan potensi penurunan *leverage* di masa yang akan datang; dan
- kebutuhan pembiayaan sekurang-kurangnya sebesar US\$100 juta.



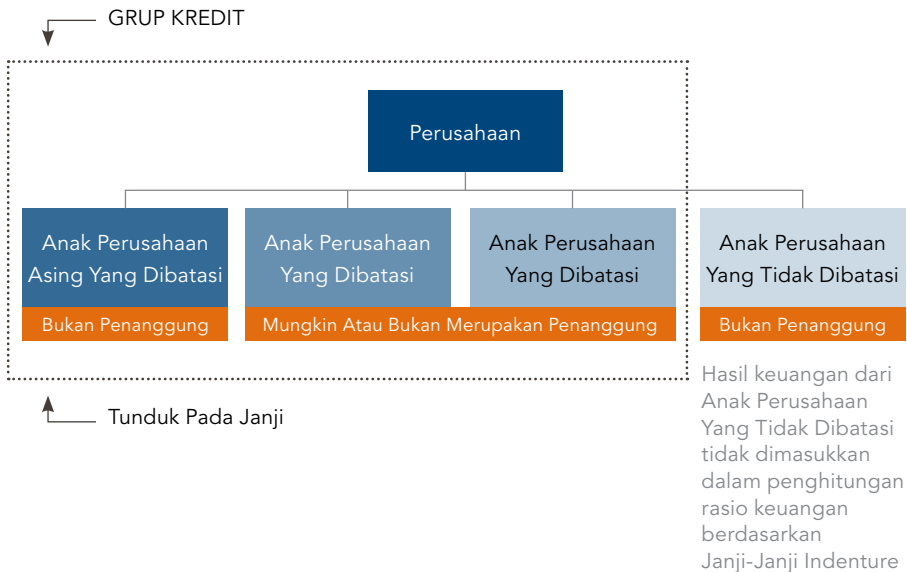
TIP PRAKTIS

Paket Janji bunga tinggi Asia pada umumnya, dalam banyak hal, lebih kuat daripada paket janji AS dan Eropa pada umumnya, yang di dalamnya menyatakan tantangan-tantangan pelaksanaan (dan sejumlah pengalaman pelaksanaan yang negatif) di beberapa yurisdiksi di Asia pasca-cedera janji.

Grup Kredit dan Membangun Riwayat Kredit

Untuk memahami obligasi bunga tinggi diperlukan pemahaman mengenai entitas mana dalam suatu grup korporasi yang harus mematuhi janji-janji. Konsep dasar tersebut akan berdampak pada analisis dan pemberlakuan janji yang akan kami bahas lebih lanjut dalam Panduan ini. Untuk struktur korporasi yang kompleks, aspek penstrukturan ini dapat menjadi cukup rumit, namun prinsip dasarnya adalah: janji-janji harus berlaku terhadap entitas-entitas yang menghasilkan arus kas positif dan memiliki aset-aset operasional utama yang akan dipertimbangkan oleh pemegang surat utang untuk pelunasan.

Emiten, Penanggung dan seluruh Anak Perusahaan Yang Dibatasi merupakan “Grup Kredit” dan termasuk dalam golongan yang terkadang disebut sebagai “*the box* (kotak)”. Hanya entitas-entitas yang terdiri dari Grup Kredit (dengan kata lain, hanya entitas-entitas yang termasuk dalam kotak) yang tunduk pada paket janji. Janji-janji tersebut bertujuan untuk melindungi pemegang surat utang dari berkurangnya aset dan kelayakan kredit Grup Kredit selama jangka waktu obligasi. Kondisi keuangan yang kuat dan kualitas aset Grup Kredit merupakan dasar dari riwayat kredit yang disajikan kepada investor dan agen-agen pemeringkat, dan terutama berdampak pada daya jual dan penetapan harga obligasi. Ilustrasi di bawah ini adalah suatu ilustrasi mengenai suatu Grup Kredit pada umumnya dengan garis putus-putus yang menandakan “kotak”:



EMITEN

Pemilihan entitas untuk bertindak sebagai emiten obligasi bergantung pada berbagai faktor seperti struktur permodalan perusahaan dan setiap utang senior yang ada yang diizinkan berdasarkan kewajiban-kewajibannya saat ini. Namun, produk bunga tinggi mendorong pembiayaan perusahaan induk (“Perusahaan Induk”) dengan pergerakan bebas arus kas dari anak perusahaan ke Perusahaan Induk dan sebaliknya. Struktur penerbitan sangat sesuai dengan struktur kepemilikan dari sebagian besar emiten yang berbasis di Asia, di mana Perusahaan Induk asing akan berfungsi sebagai sarana penerbitan dengan anak perusahaan operasional dalam negeri yang menggunakan hasil dari penawaran.

Meskipun secara teknis sarana penerbitan dapat berupa perusahaan induk utama, suatu perusahaan induk operasional perantara atau suatu perusahaan operasional pada tingkat yang lebih rendah, perusahaan Induk tersebut pada umumnya akan bertindak sebagai emiten. Keputusan tersebut akan meningkatkan imbal balik pajak yang penting dan, untuk yurisdiksi tertentu, imbal balik pajak tersebut dapat berjumlah sedemikian besar sehingga dapat mengatur struktur penerbitan. Contoh klasiknya yaitu struktur-struktur yang digunakan oleh emiten Indonesia. Lihat *Pemahaman Yang Lebih Mendalam mengenai Obligasi Bunga Tinggi untuk Emiten Asia — Pertimbangan Utama atas Penawaran oleh Emiten Indonesia*.

ANAK PERUSAHAAN: DIBATASI DAN TIDAK DIBATASI

Paket janji menggolongkan seluruh anak perusahaan sebagai Anak Perusahaan Yang Dibatasi atau Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi. Anak Perusahaan Yang Dibatasi terikat dengan paket janji, yang melindungi arus kas positif untuk melunasi obligasi. Kecuali secara tegas ditetapkan sebagai Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi, seluruh anak perusahaan emiten akan digolongkan sebagai Anak Perusahaan Yang Dibatasi, yang berarti bahwa kegiatan-kegiatan anak perusahaan tersebut tunduk pada dan terbatas pada paket janji yang dimuat dalam indenture yang mengatur surat utang. Untuk emiten yang melakukan penerbitan untuk pertama kalinya, emiten tersebut harus memiliki alasan yang kuat untuk mengecualikan suatu anak perusahaan dari Grup Kredit. Untuk emiten yang berbasis di Asia, contoh klasik anak perusahaan untuk dikecualikan dapat berupa suatu perusahaan proyek baru, yang belum menghasilkan arus kas positif. Entitas tersebut tidak akan secara langsung terkait dengan investor pada tanggal penerbitan karena arus kasnya belum mendukung riwayat kredit dan aset-asetnya mungkin digadaikan kepada pemberi pinjaman proyek pihak ketiga. Selanjutnya, apabila proyek telah selesai dan dapat beroperasi, Emiten dapat mempertimbangkan untuk kembali menetapkan perusahaan proyek sebagai suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sehingga memperoleh keuntungan dari arus kas positif terhadap berbagai janji sebagai pengganti karena mewajibkannya untuk tunduk pada pembatasan yang dibebankan berdasarkan paket janji. Untuk pembahasan mengenai batasan dan proses penetapan kembali, lihat *Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi — Pembatasan terhadap Penetapan Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi*.

Kembali ke Grup Kredit, penting untuk mempertimbangkan hal-hal dari sudut pandang lain: entitas-entitas apa yang berada di luar Grup Kredit? Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi, berdasarkan definisinya, bukan merupakan bagian dari Grup Kredit dan tidak tunduk pada paket janji. Posisi tersebut berarti bahwa Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi dapat menimbulkan jumlah utang yang tidak terbatas (atas dasar tanpa hak regres kepada entitas-entitas dalam Grup Kredit) dan melakukan transaksi-transaksi tanpa menerapkan paket janji. Hubungan berdasarkan prinsip kelaziman dan kewajiban usaha antara suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi dengan Grup Kredit akan menyebabkan timbulnya berbagai dampak berdasarkan janji-janji, misalnya:

- hasil keuangan dari Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi tidak dimasukkan dalam penghitungan rasio keuangan berdasarkan janji-janji dan oleh karenanya tidak memengaruhi (secara positif maupun negatif) kepatuhan janji untuk Grup Kredit; dan
- transaksi-transaksi antarperusahaan antara Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi, pada satu sisi, dan Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi, pada sisi lain, tunduk pada batasan-batasan yang lebih luas daripada batasan-batasan yang berlaku hanya antara dan di antara Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan Emiten.

Paket janji bunga tinggi akan membatasi kegiatan-kegiatan Grup Kredit untuk menghindari pemindahan nilai ke luar kotak dan untuk mencegah menurunnya tindakan kredit pada saat kinerja usaha menurun. Namun, Emiten dapat memilih untuk mengembangkan usaha baru di luar batasan janji obligasi dengan membentuk Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi atau menetapkan kembali Anak Perusahaan Yang Dibatasi sebagai Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi.

PARA PENANGGUNG

Obligasi bunga tinggi sering kali ditanggung oleh sebagian besar, apabila bukan seluruh, Anak Perusahaan Yang Dibatasi dari Emiten (“Penanggung Hulu”), dan dalam penawaran yang dijamin, Penanggung tersebut juga pada umumnya memberikan jaminan aset atas obligasi. Penanggung Hulu memberikan hak kepada pemegang surat utang untuk secara langsung mengajukan tuntutan kepada Anak Perusahaan Penanggung yang relevan dan terhadap aset-asetnya dalam hal cedera janji oleh Emiten, yang menyelesaikan sebagian masalah subordinasi struktural. Lihat *Kepatuhan Umum — Subordinasi — Subordinasi Struktural*. Apabila Emiten merupakan suatu entitas selain perusahaan induk utama, mungkin juga terdapat suatu penanggung induk (“Penanggung Hilir”) untuk memberikan bantuan keuangan tambahan kepada emiten anak perusahaannya.



TIP PRAKTIS

Untuk investor pada struktur-struktur bunga tinggi RRT pada umumnya, pemegang surat utang hanya menerima penanggungan anak perusahaan (dan gadai saham yang terkait) dari anak perusahaan non-RRT. Dalam hal suatu cedera janji, subordinasi struktural tersebut secara signifikan membatasi akses pemegang surat utang ke aset-aset dalam negeri ke dan menempatkan kreditur luar negeri pada posisi yang sangat tidak menguntungkan bagi pemberi pinjaman dalam negeri.

Namun, sering kali, suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi diwajibkan untuk menanggung obligasi hanya apabila Anak Perusahaan Yang Dibatasi menanggung utang lain dari Emiten dan Penanggung lain. Di yurisdiksi tertentu, penanggungan oleh anak perusahaan asing dapat memiliki konsekuensi pajak negatif dan oleh karena itu perlu berkonsultasi dengan ahli perpajakan dalam proses penstrukturan awal. Sebagai contoh, anak perusahaan asing dari emiten AS pada umumnya tidak bertindak sebagai Penanggung karena, berdasarkan hukum pajak yang berlaku, suatu penanggungan oleh suatu anak perusahaan asing atas utang induk perusahaan AS dianggap sebagai suatu dividen, yang tunduk pada pengecualian-pengecualian tertentu. Selain itu, di yurisdiksi tertentu, anak perusahaan asing tidak dapat menjadi penanggung hanya karena pembatasan atau larangan berdasarkan peraturan sehubungan dengan penanggungan utang luar negeri oleh anak perusahaan asing tersebut.

Secara umum, Emiten dan penjamin emisi harus berkonsultasi dengan ahli hukum dalam negeri mengenai setiap persyaratan untuk, dan keabsahan dari, penanggungan anak perusahaan dan perusahaan induk berdasarkan undang-undang pengalihan aset ilegal (*fraudulent conveyance*), kepailitan atau undang-undang serupa yang berlaku.

Kepatuhan Umum

Bagian ini memberikan ikhtisar mengenai beberapa prinsip umum suatu paket janji bunga tinggi.

Keseluruhan Tujuan dan Proses Negosiasi Paket Janji Bunga Tinggi

Penstrukturan paket janji bunga tinggi yang “tepat” memerlukan penyeimbangan perlindungan yang memadai bagi pemegang surat utang dengan mempertahankan fleksibilitas operasional yang diperlukan untuk memungkinkan Emiten tetap melaksanakan rencana kerjanya. Dengan kata lain, terdapat suatu poin dalam menegosiasikan paket janji yang sangat “ramah emiten” yaitu yang dapat diterima oleh calon investor sebagai paket janji “di luar pasar” (*off market*) dan, oleh karena itu mungkin tidak dapat diterima tanpa bunga yang lebih tinggi. Demikian juga, emiten perlu berhati-hati dalam mengevaluasi cara-cara tertentu yang dapat membuat paket janji memengaruhi usahanya yang ada saat ini dan yang direncanakan untuk memastikan bahwa kegiatan-kegiatannya tidak dibatasi dengan tidak semestinya dan bahwa terdapat fleksibilitas di masa yang akan datang.

Namun, untuk mencapai hasil yang dirancang sedemikian rupa ini, diperlukan kerja keras dan fokus pada pihak Emiten dan seluruh pihak pada saat menyusun struktur transaksi. Oleh karena itu, penting bagi seluruh pihak yang terlibat dalam proses pembuatan draf untuk menganalisis dan sepenuhnya memahami organisasi korporasi dan struktur permodalan Emiten yang ada saat ini serta untuk mempertimbangkan rencana kerja Emiten selama

jangka waktu obligasi. Emiten harus mempertimbangkan dan mengeksplorasi seluruh transaksi dan kegiatan yang sewajarnya dapat diperkirakan, selama fase penstrukturan, yang dapat melibatkan Emiten selama obligasi masih terutang dan yang mungkin dibatasi berdasarkan janji-janji, termasuk (i) pengambilalihan, usaha patungan atau investasi lain di masa yang akan datang, (ii) rencana dan persyaratan pembiayaan di masa yang akan datang (seperti, pembiayaan peralatan, transaksi penjualan dan sewa kembali, pembiayaan piutang atau transaksi utang yang dijamin lainnya), (iii) pengaturan utang atau sejenisnya yang ditimbulkan dalam kegiatan usaha sehari-harinya, (iv) rencana untuk perluasan geografis potensial dan/atau bidang usaha baru, (v) perlunya surat kredit berdokumen (*letters of credit*) atau peningkatan kredit lainnya, khususnya apabila diperlukan untuk melaksanakan usahanya pada saat obligasi diterbitkan, (vi) arus dana intra-grup yang diharapkan dan (vii) transaksi pihak berelasi potensial. Melalui pelaksanaan ini, Emiten akan memperoleh pemahaman yang lebih mendalam mengenai fungsi janji-janji itu sendiri sementara juga mengidentifikasi cara-cara yang membedakan usahanya dari perusahaan-perusahaan sejenis lainnya dalam suatu industri atau negara.

Secara praktik, penasihat hukum internasional untuk penjamin emisi pada umumnya menyusun draf awal mengenai “Deskripsi Surat Utang” untuk memorandum penawaran, yang akan menelusuri satu per satu (sebagian besar secara verbatim) ketentuan-ketentuan kontraktual yang relevan yang akan selanjutnya dimasukkan ke dalam indenture. Meskipun penasihat hukum internasional Emiten yang pada akhirnya akan “memperbaiki” draf awal tersebut, penting bagi manajemen senior Emiten dan staf keuangan dan akuntansinya untuk terlibat langsung dalam proses tersebut karena penasihat luar tidak dapat diharapkan untuk mengantisipasi seluruh fleksibilitas yang diperlukan oleh Emiten selama jangka waktu obligasi.

JANJI “YANG HARUS DIPENUHI PADA SAAT TERTENTU” VS. JANJI “YANG HARUS DIPENUHI” (“INCURRENCE” VS “MAINTENANCE COVENANTS”)

Berbeda dengan suatu fasilitas kredit senior, pada umumnya suatu indenture bunga tinggi tidak akan mencakup yang disebut sebagai janji-janji yang harus dipenuhi apa pun yang mewajibkan Grup Kredit untuk mempertahankan atau meningkatkan rasio atau metrik keuangan tertentu

seiring berjalannya waktu. Janji-janji yang harus dipenuhi dapat dilanggar, tidak selalu karena Emiten atau anak perusahaannya melakukan suatu tindakan afirmatif *per se*, namun bisa saja hanya karena Emiten dan anak perusahaannya memiliki hasil operasional atau keuangan yang buruk. Janji-janji yang harus dipenuhi pada saat tertentu bunga tinggi hanya akan timbul pada saat melakukan tindakan-tindakan tertentu, seperti menimbulkan utang tambahan atau melakukan yang disebut sebagai Pembayaran Yang Dibatasi (sebagaimana didefinisikan di bawah ini). Perbedaan utama tersebut dalam pendekatannya memberikan suatu keuntungan bagi emiten dalam suatu pasar yang sedang menurun (misalnya, apabila menurunnya EBITDA menyebabkan peningkatan pengungkitan *leverage* yang dapat diakibatkan karena faktor-faktor makroekonomi dan bukan akibat langsung dari keputusan usaha manajemen.

KERANJANG (BASKETS)

Kemampuan Emiten dan setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi untuk mengadakan jenis-jenis transaksi tertentu yang dibatasi oleh suatu janji tertentu sering kali akan bergantung pada kapasitas yang tersedia berdasarkan yang disebut sebagai "keranjang" (*baskets*). "Keranjang" adalah suatu istilah yang digunakan untuk menjelaskan metode di mana janji-janji tersebut mendefinisikan kapasitas Grup Kredit untuk melakukan jenis-jenis kegiatan tertentu yang dibatasi oleh suatu janji tertentu. Sebagai contoh, Janji Pembatasan terhadap Utang dapat mencakup beberapa keranjang tertentu yang dinyatakan dalam mata uang obligasi, yang mungkin termasuk suatu keranjang untuk utang dalam mata uang dalam negeri yang diterbitkan oleh anak perusahaan asing (untuk kepentingan modal kerja) dan, terutama, keranjang untuk utang yang diterbitkan berdasarkan fasilitas kredit senior Emiten.

Beberapa keranjang tertentu dapat bertambah dan dapat juga menjadi disusutkan seiring berjalannya waktu (misalnya keranjang-keranjang yang didasari pada penghasilan bersih yang terkonsolidasi dari Emiten, dikurangi keseluruhan jumlah Pembayaran Yang Dibatasi yang dilakukan, masing-masing, sejak tanggal penerbitan obligasi dan/atau "dapat diisi kembali" ("*refillable*") sementara keranjang lainnya mungkin digunakan "hanya satu kali" ("*one time only*"). Tentunya, Emiten lebih memilih agar dapat mengisi kembali keranjang tersebut, misalnya, karena pelunasan utang yang ditimbulkan berdasarkan

suatu keranjang tertentu dilunasi, dan pengisian kembali keranjang tersebut telah menjadi lebih umum. Sementara sebagian besar keranjang dinyatakan sebagai jumlah tetap yang telah ditentukan dalam mata uang obligasi, semakin banyak transaksi yang menggunakan “soft caps” yang dinyatakan sebagai jumlah yang lebih besar dari suatu jumlah tetap dan suatu persentase dari, misalnya, total aset. *Soft caps* tersebut menghasilkan kinerja keuangan yang kuat bagi emiten dan memberikan fleksibilitas untuk pertumbuhan selama jangka waktu obligasi.

Selain keranjang tertentu untuk beberapa kategori transaksi, janji-janji juga dapat mencakup yang disebut sebagai keranjang “umum” atau “*hell-or-high water*”, yang dapat, misalnya, mengizinkan suatu jumlah utang terbatas yang akan ditimbulkan karena alasan apa pun atau tanpa alasan apa pun. Emiten harus menjaga keranjang tersebut dengan hati-hati, karena peristiwa-peristiwa “*hell-or-high water*” cenderung lebih sering terjadi selama jangka waktu obligasi daripada yang pada umumnya awalnya diperkirakan oleh para pihak. Penting bagi Emiten untuk mempertahankan, sebanyak mungkin, kapasitas yang tersedia untuknya dalam berbagai keranjang. Hal tersebut karena, secara umum, akan selalu lebih menguntungkan bagi Emiten untuk menentukan suatu transaksi yang dilakukan berdasarkan suatu pengecualian umum (yaitu, suatu “keranjang non-dolar yang dibatasi”) terhadap suatu janji atau berdasarkan suatu keranjang yang dirancang untuk suatu kategori transaksi tertentu, daripada berdasarkan suatu keranjang umum.

JANGKA WAKTU BATASAN JANJI

Secara umum, janji-janji akan berlaku selama obligasi masih terutang. Sementara pengesampingan dan amendemen berdasarkan fasilitas kredit senior tradisional relatif lebih umum dan tidak rumit, pengesampingan dan amendemen terhadap indenture obligasi bunga tinggi pada umumnya mewajibkan Emiten untuk meminta persetujuan dari mayoritas, atau apabila dimungkinkan seluruh, pemegang surat utang yang memenuhi syarat, yang mungkin menimbulkan biaya yang mahal dan memakan waktu yang lama.

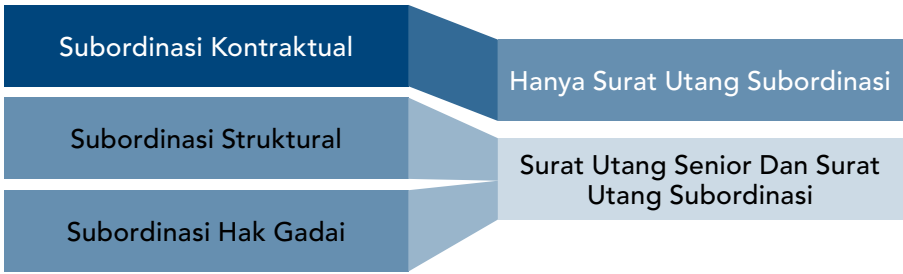
Namun, untuk emiten surat utang bunga tinggi yang berada di ambang peringkat investasi, emiten surat utang bunga tinggi tersebut dimungkinkan untuk menegosiasikan janji-janji penghapusan (*fall away*) atau janji-janji penangguhan (*suspension*). Berdasarkan janji-janji penghapusan, apabila utang jangka panjang Emiten memperoleh suatu peringkat investasi dari dua dari tiga agen pemeringkat, sebagian besar dari janji-janji bunga tinggi akan dengan sendirinya dianggap dihapus (yaitu, janji-janji tersebut dihapus untuk selamanya) dan hanya janji-janji peringkat investasi yang tetap ada. Dalam suatu peristiwa penghapusan, janji-janji peringkat investasi yang tetap ada adalah: pembatasan terhadap hak gadai; pembatasan terhadap penggabungan, peleburan, dan penjualan seluruh aset secara substansial; janji perubahan kendali dan janji untuk melakukan pelaporan.

Namun, janji-janji penangguhan hanya akan ada apabila Emiten diberikan peringkat sub-investasi. Apabila Emiten memperoleh suatu peringkat investasi, janji-janji tersebut akan ditangguhkan. Namun, apabila peringkat investasi Emiten tersebut tidak lagi ada, janji-janji bunga tinggi akan berlanjut (yang berarti bahwa paket janji “kembali” ada).

Subordinasi

Obligasi bunga tinggi terkadang memiliki struktur utang junior dibandingkan dengan utang bank (yaitu, ter subordinasi) karena subordinasi memungkinkan Emiten untuk menimbulkan utang dengan biaya yang lebih rendah daripada yang dapat ditimbulkannya apabila seluruh utangnya adalah utang senior. Obligasi bunga tinggi dapat (i) secara tegas ter subordinasi dan disebut sebagai surat utang subordinasi atau (ii) ter subordinasi secara struktural dan masih disebut sebagai surat utang senior.

Beberapa jenis subordinasi utama adalah subordinasi kontraktual, subordinasi struktural dan subordinasi hak gadai. Hanya surat utang subordinasi yang memiliki ketentuan tegas mengenai subordinasi kontraktual, sementara surat utang struktural dan surat utang subordinasi dapat memiliki karakteristik subordinasi struktural dan subordinasi hak gadai.



SUBORDINASI KONTRAKTUAL

Obligasi bunga tinggi tersubordinasi secara kontraktual apabila utang secara tegas tersubordinasi berdasarkan ketentuan-ketentuannya sendiri. Meskipun pembahasan menyeluruh mengenai banyak permasalahan yang timbul karena subordinasi yang dinyatakan, berada di luar lingkup dari Panduan ini, berdasarkan struktur obligasi bunga tinggi tersubordinasi pada umumnya, pemegang surat utang subordinasi setuju bahwa:

- pada saat Emiten mengalami kepailitan atau likuidasi, pemegang surat utang subordinasi tidak akan menerima pembayaran hingga utang senior telah dilunasi sepenuhnya; dan
- apabila terjadi suatu cedera janji pembayaran utang senior dan cedera janji terus berlanjut, setiap jumlah yang diterima oleh pemegang surat utang subordinasi akan dialokasikan pada setiap pemegang surat utang senior hingga utang senior telah dilunasi sepenuhnya.

Apabila terjadi suatu cedera janji ketiadaan pembayaran utang senior dan cedera janji terus berlanjut, surat utang subordinasi menjadi tunduk pada ketentuan-ketentuan pemblokiran pembayaran dalam indenture, di mana tidak ada pembayaran yang diizinkan untuk dilakukan terhadap utang subordinasi selama suatu jangka waktu tertentu. Selain itu, indenture akan mencakup ketentuan-ketentuan *standstill*, di mana pemegang surat utang bunga tinggi diwajibkan untuk memberikan pemberitahuan kepada pemberi pinjaman senior dan menunggu selama suatu jangka waktu tertentu sebelum mempercepat utang subordinasi.

Perlu diperhatikan bahwa janji-janji tertentu dalam suatu indenture surat utang subordinasi, dalam beberapa hal, akan berbeda dari janji-janji dalam suatu indenture surat utang senior. Sebagai contoh, sebagian besar indenture surat utang subordinasi tanpa jaminan mengizinkan seluruh utang senior Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi untuk diberikan jaminan (*secured*).

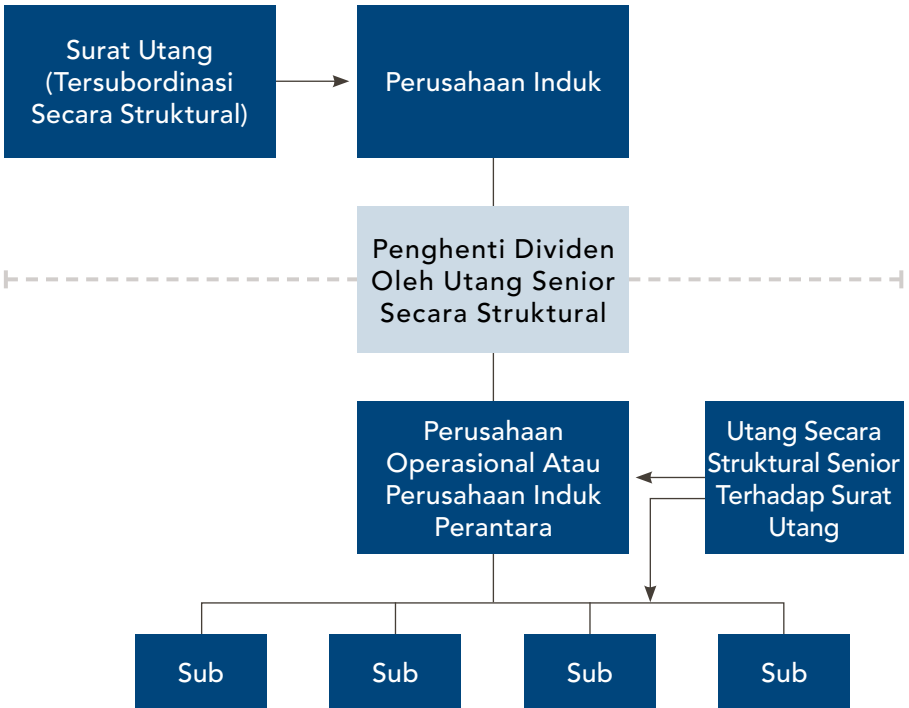


TIP PRAKTIS

Pada saat meninjau penawaran-penawaran lain untuk menentukan penawaran mana yang merupakan “preseden pasar”, penting untuk tidak membandingkan janji-janji yang tercakup dalam suatu indenture surat utang senior dengan janji-janji dalam suatu indenture surat utang subordinasi atau janji-janji yang tercakup dalam suatu indenture surat utang yang dijamin dengan suatu indenture surat utang tanpa jaminan, karena pasti terdapat perbedaan-perbedaan yang signifikan. Praktik yang baik adalah mengambil preseden-preseden dari perusahaan-perusahaan lain di industri yang sama dengan Emiten, sementara indenture surat utang senior tanpa jaminan hanya akan mengizinkan suatu jumlah terbatas dari utang senior lainnya untuk diberikan jaminan (*secured*).

SUBORDINASI STRUKTURAL

Dalam bentuk paling umum dari subordinasi struktural, obligasi bunga tinggi diterbitkan oleh suatu perusahaan induk tanpa adanya manfaat Penanggunguan Hulu apa pun. Dalam keadaan tersebut, utang senior secara struktural diterbitkan oleh perusahaan operasional atau anak perusahaan di mana pengoperasian dan aset Emiten berada. Utang senior secara struktural dapat memiliki pembatasan terhadap kemampuan perusahaan operasional untuk membayar dividen dan melakukan pembayaran-pembayaran lain kepada perusahaan induk Emiten (“**Penghenti Dividen**”).



Surat utang subordinasi secara struktural secara efektif junior dalam hak pembayaran terhadap utang senior karena Penanggung Hulu belum diberikan oleh perusahaan operasional atau anak perusahaannya. Dengan demikian, perusahaan operasional dan anak perusahaannya tidak secara langsung maupun tidak langsung berkewajiban untuk melakukan pembayaran atas obligasi. Sebagai akibatnya, pemegang surat utang dan kreditur lain dari perusahaan induk emiten tidak memiliki akses langsung ke aset-aset atau kas perusahaan operasional dan anak perusahaannya. Satu-satunya klaim yang dimiliki oleh kreditur perusahaan induk emiten atas aset-aset perusahaan operasional dan anak perusahaannya adalah melalui ekuitas perusahaan operasional yang dipegang oleh perusahaan induk emiten (yaitu, klaim suatu pemegang ekuitas). Dalam kepailitan atau likuidasi perusahaan operasional, klaim kreditur perusahaan induk emiten adalah junior terhadap klaim dari seluruh kreditur perusahaan operasional dan anak perusahaannya, termasuk klaim kreditur tanpa jaminan, seperti pemegang utang subordinasi dan kreditur dagang.

SUBORDINASI HAK GADAI (*LIEN*)

Untuk sebagian besar emiten berperingkat non-investasi, utang bank senior sering kali akan dijamin oleh suatu hak gadai (*lien*) prioritas utama atas seluruh atau secara substansial seluruh aset Emiten dan anak perusahaannya. Obligasi bunga tinggi dapat dijamin maupun tanpa jaminan. Apabila dijamin, obligasi dapat berupa utang yang dijamin dengan hak gadai pertama (di mana dalam hal tersebut utang bukan merupakan utang subordinasi) atau utang yang dijamin dengan hak gadai kedua. Apabila obligasi merupakan utang yang dijamin dengan hak gadai pertama, obligasi tersebut akan membagikan hasil dari agunan *pari passu* dengan utang bank senior hak gadai pertama dalam hasil dari agunan, sementara obligasi hak gadai kedua hanya akan menerima hasil dari agunan setelah utang bank senior hak gadai pertama telah dilunasi sepenuhnya. Namun, dalam hal apa pun, pada umumnya tidak ada hak jaminan atas obligasi bunga tinggi, yang berarti utang bank senior menentukan pemulihan eksekusi sehubungan dengan agunan. Apabila obligasi bunga tinggi dijamin, suatu perjanjian antarkreditur akan mengatur hak-hak dan batasan-batasan sebagaimana antara kreditur yang dijamin sehubungan dengan agunan. Lihat *Dokumentasi — Perjanjian Antarkreditur*.

Fitur Pelunasan

Obligasi bunga tinggi pada umumnya memiliki tiga cara utama pelunasan: pelunasan “*make-whole*”, pelunasan opsional setelah periode non-opsi beli dan “pembagian kelebihan keuntungan” ekuitas. Secara umum, pelunasan terbatas selama jangka waktu awal suatu obligasi baru untuk memberikan perlindungan kepada investor bahwa dana investor tersebut tidak akan dikembalikan segera setelah keputusan investasi awal. Pelunasan lebih awal tersebut secara finansial akan memberatkan investor, terutama setelah menyelesaikan analisis kredit untuk mengevaluasi pembelian awal. Dengan demikian, ketentuan-ketentuan penetapan harga menyebabkan suatu pelunasan selama periode non-opsi beli menjadi mahal bagi Emiten di mana fleksibilitas yang lebih tinggi akan diberikan setelahnya selama jangka waktu obligasi.

Periode pelunasan opsional dimulai setelah periode non-opsi beli awal pada umumnya (misalnya, lima tahun untuk obligasi dengan jangka waktu tujuh tahun dan tiga tahun untuk obligasi dengan jangka waktu lima tahun). Penetapan harga pelunasan opsional telah disepakati secara luas oleh peserta pasar sebagai jumlah pokok ditambah bunga yang terakumulasi dan suatu premi. Premi pelunasan opsional mengalami penurunan dari jumlah yang setara dengan setengah dari pembayaran bunga satu tahun pada tahun pertama di mana obligasi dapat dilunasi menjadi persentase dengan tingkat suku bunga yang lebih kecil pada setiap tahun setelah tahun pertama.

Sebelum akhir periode non-opsi beli awal, Emiten dapat melunasi seluruh atau suatu bagian dari obligasi, namun harus membayar premi "*make-whole*". Premi tersebut mewakili jumlah pokok yang dibeli kembali ditambah bunga yang terakumulasi dan jumlah seluruh pembayaran bunga yang jatuh tempo atas obligasi melalui tanggal pelunasan opsional, ditambah premi pembelian pertama. Dengan kata lain, premi "*make-whole*" menetapkan harga pelunasan seakan-akan pelunasan dilakukan pada hari pertama periode pelunasan opsional, dan pada umumnya merupakan pilihan yang mahal bagi Emiten.

Dalam tiga tahun pertama setelah tanggal penerbitan, fitur "pembagian kelebihan keuntungan" ekuitas memungkinkan Emiten untuk melunasi hingga 35% dari obligasi dengan menggunakan hasil dari penawaran ekuitas tertentu oleh Emiten. Harga pelunasan untuk "pembagian kelebihan keuntungan" ekuitas pada umumnya ditetapkan pada harga pokok, ditambah bunga yang terakumulasi, ditambah premi yang setara dengan pembayaran bunga satu tahun. "Pembagian kelebihan keuntungan" ekuitas akan memuat persyaratan bahwa sekurang-kurangnya 65% dari obligasi masih terutang setelah penggunaan fitur "pembagian kelebihan keuntungan" ekuitas (dalam hal cadangan pelunasan sebesar 35%), sehingga setiap pembelian kembali atau pelunasan lebih awal akan mengurangi jumlah pelunasan yang tersedia.

Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi

Bagian ini memberikan ikhtisar tingkat tinggi mengenai janji-janji obligasi bunga tinggi yang paling signifikan. Ketentuan-ketentuan obligasi yang sesungguhnya akan diuraikan dalam bagian “Deskripsi Surat Utang” yang lebih rinci dalam memorandum penawaran yang akan disusun untuk penawaran. Janji-janji yang ditinjau berlaku terhadap surat utang tidak tersubordinasi tanpa jaminan, yang merupakan penawaran obligasi bunga tinggi pada umumnya. Janji-janji untuk surat utang yang dijamin atau tersubordinasi akan memiliki perbedaan-perbedaan yang penting dari janji-janji yang ditinjau di bawah ini. Emiten harus meninjau dengan hati-hati dan menganalisa dengan penasihat hukum seluruh ketentuan kontraktual dari setiap obligasi bunga tinggi sebagaimana diuraikan dalam memorandum penawaran dan yang tercermin dalam indenture untuk memastikan bahwa paket janji dirancang untuk keperluan operasional khususnya.

Pembatasan terhadap Utang

Tujuan Janji Pembatasan terhadap Utang adalah untuk:

- membatasi jumlah utang tambahan yang dapat ditimbulkan oleh Grup Kredit kecuali arus kas telah memadai untuk membayar seluruh utang; dan
- mengendalikan subordinasi struktural dengan menentukan pada saat mana utang tambahan dapat ditimbulkan. Lihat *Subordinasi — Subordinasi Struktural*.

Berikut ini adalah suatu contoh dari janji tersebut.

Bagian 4.05. Pembatasan terhadap Utang dan Saham Preferen

(a) *Perusahaan tidak akan, dan tidak akan mengizinkan Anak Perusahaan Yang Dibatasi mana pun untuk, Menimbulkan Utang apa pun (termasuk Utang Yang Diambil Alih), dan Perusahaan tidak akan mengizinkan Anak Perusahaan Yang Dibatasi mana pun untuk mengeluarkan Saham Preferen, dengan ketentuan bahwa Perusahaan atau setiap Anak Perusahaan Penanggung dapat Menimbulkan Utang (termasuk Utang Yang Diambil Alih) dan setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi (selain suatu Anak Perusahaan Penanggung) dapat Menimbulkan Utang Anak Perusahaan Yang Diizinkan apabila, setelah memberlakukan Timbulnya Utang tersebut serta penerimaan dan penggunaan hasil yang diperoleh daripadanya, (x) tidak ada Cedera Janji yang terjadi dan sedang berlangsung dan (y) Rasio Cakupan Biaya Tetap tidak akan kurang dari 3,0 banding 1,0. Tanpa mengesampingkan hal-hal yang disebutkan di atas, Perusahaan tidak akan mengizinkan Anak Perusahaan Yang Dibatasi mana pun untuk Menimbulkan Saham Yang Didiskualifikasi apa pun (selain Saham Yang Didiskualifikasi yang dimiliki oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Penanggung, sepanjang masih dimiliki).*

(b) *Tanpa mengesampingkan hal-hal yang disebutkan di atas, Perusahaan dan, sepanjang ditentukan di bawah ini, setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi dapat Menimbulkan setiap dan seluruh utang berikut ini (“Utang Yang Diizinkan”)*

[Berikut ini adalah daftar yang lazim dan daftar yang dinegosiasikan.]

Janji mencakup suatu larangan umum terhadap timbulnya utang kecuali uji rasio terpenuhi (disebut sebagai “**Utang Rasio**”) dan pengecualian terhadap larangan umum tersebut (pengecualian tersebut didefinisikan sebagai “**Utang Yang Diizinkan**”). Utang secara umum didefinisikan secara luas dengan

mencakup penanggungan, surat kredit berdokumen (*letters of credit*), kewajiban sewa guna usaha tanpa hak opsi, kewajiban lindung nilai, saham yang didiskualifikasi dari Emiten, setiap saham preferen dari Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan harga beli yang ditangguhkan atas setiap aset yang masih belum dibayar selama suatu jangka waktu tertentu. Utang yang ditimbulkan sesuai dengan uji rasio secara umum disebut sebagai utang rasio.

Namun, Emiten dapat bermaksud untuk menegosiasikan hal-hal yang secara tegas dikecualikan sebagai utang, seperti (i) utang yang telah dibatalkan, (ii) surat kredit berdokumen (*letters of credit*) dan obligasi jaminan bersyarat, (iii) utang yang dapat dilunasi dengan ekuitas dan (iv) penyesuaian harga beli. Persyaratan untuk industri tertentu dan persyaratan operasional khusus untuk usaha tertentu akan dicakup di sini untuk memastikan bahwa usaha yang ada dari Emiten dapat tetap beroperasi meskipun apabila timbulnya utang rasio tidak tersedia. Sebagai contoh, untuk perusahaan-perusahaan minyak bumi dan gas yang menerbitkan obligasi bunga tinggi, pengecualian tambahan dapat mencakup (i) perjanjian-perjanjian *farm-in*, (ii) lindung nilai komoditas dan (iii) perjanjian royalti yang didahulukan dan kewajiban-kewajiban lain yang harus dibayar dalam produksi.



TIP PRAKTIS

Dalam menghitung Rasio Cakupan Biaya Tetap, dampak pro forma harus diberikan terhadap utang yang ditimbulkan dan dilunasi selama periode penghitungan. Suatu pengecualian yang sering diabaikan terhadap penghitungan umum ini adalah bagaimana memperlakukan pinjaman kredit bergulir dan pelunasan. Untuk menghindari ketidakpastian tersebut, pinjaman dan pelunasan tersebut harus dikecualikan dari EBITDA untuk kepentingan Janji Pembatasan terhadap Utang.

PENGECUALIAN UNTUK "UTANG RASIO"

Uji rasio yang paling umum digunakan bersamaan dengan Janji Pembatasan terhadap Utang adalah "Rasio Cakupan Biaya Tetap" (yaitu, Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya (atau sering kali, hanya Anak Perusahaan Yang Dibatasi tersebut yang merupakan Penanggung) hanya akan diizinkan

untuk menimbulkan utang tambahan (selain Utang Yang Diizinkan) sepanjang Rasio Cakupan Biaya Tetap bernilai sekurang-kurangnya setara dengan rasio yang telah ditetapkan sebelumnya yang dihitung atas dasar pro forma setelah memberlakukan timbulnya utang tambahan dan penggunaan hasil yang diperoleh daripadanya). Pada umumnya, Emiten tidak berhak untuk menimbulkan Utang Rasio apabila obligasi diterbitkan, dan oleh karena itu harus terlebih dahulu bergantung pada pengecualian-pengecualian Utang Yang Diizinkan untuk menimbulkan utang tambahan.

Rasio Cakupan Biaya Tetap adalah suatu rasio laba sebelum bunga, pajak, penyusutan dan amortisasi (“EBITDA”) dari Grup Kredit terhadap biaya tetap dari Grup Kredit. Rasio yang dipersyaratkan pada umumnya berkisar antara 2,0 dan 3,5 banding 1,0, yang mewakili EBITDA Emiten terhadap keseluruhan beban bunga dan beban serupa. Untuk beberapa usaha dengan kapitalisasi tinggi, seperti telekomunikasi, utang rasio akan dihitung dengan rasio *leverage* utang yang masih terutang terhadap EBITDA, yang dianggap sebagai cara pengukuran yang lebih baik mengingat sifat struktur permodalannya.

Definisi EBITDA sangat rumit dan sering kali dirancang secara khusus untuk menyesuaikan dengan pendekatan akuntansi yang digunakan di industri Emiten, namun secara umum didefinisikan sebagai penghasilan bersih GAAP ditambah dengan pajak penghasilan, beban penyusutan dan amortisasi.¹ Namun, dari sudut pandang yang lebih tinggi, EBITDA dimaksudkan untuk mengukur “*run rate*” usaha dengan menghilangkan beberapa peristiwa yang terjadi hanya satu kali. Dengan kata lain, EBITDA diusahakan untuk mewakili arus kas yang dinormalisasi untuk Emiten, namun perincian definisi EBITDA harus dipertimbangkan dengan hati-hati untuk masing-masing emiten serta dibandingkan dengan emiten lain pada industri dan lingkungan operasional yang serupa.

1 Sebagai alternatif, EBITDA juga dapat didefinisikan sebagai Penghasilan Bersih Yang Disesuaikan ditambah penyusutan dan amortisasi ditambah biaya-biaya nontunai yang mengurangi penghasilan bersih dikurangi pos-pos nontunai yang meningkatkan penghasilan. Penghasilan Bersih Yang Disesuaikan pada umumnya didefinisikan sebagai penghasilan bersih (atau rugi) GAAP dari Grup Kredit, yang disesuaikan dengan mengecualikan: (i) setiap laba (namun bukan rugi) atas setiap penjualan aset; (ii) setiap laba luar biasa (namun bukan rugi); (iii) penghasilan bersih (namun bukan rugi) dari suatu entitas yang bukan merupakan suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi, kecuali sepanjang didistribusikan kepada Emiten atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi; (iv) penghasilan bersih dari suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sepanjang dibatasi untuk didistribusikan kepada Emiten atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi; dan (v) dampak kumulatif dari suatu perubahan terhadap prinsip akuntansi.



TIP PRAKTIS

Seluruh atau sebagian dari penyesuaian yang diuraikan di atas dapat dilakukan secara langsung terhadap EBITDA, daripada terhadap Penghasilan Bersih. Selisih tersebut dapat menjadi penting. Penghasilan bersih digunakan untuk menghitung Keranjang Penghasilan Bersih untuk Pembayaran Yang Dibatasi. Oleh karena itu, suatu Emiten akan lebih memilih untuk menyesuaikan Penghasilan Bersih, sementara investor akan lebih memilih untuk mengizinkan penyesuaian tersebut hanya terhadap EBITDA untuk kepentingan Janji Pembatasan terhadap Utang. Penjamin emisi pada umumnya akan lebih memilih bahwa hanya Penanggung Emiten yang diizinkan untuk menimbulkan Utang Rasio, yang oleh karenanya membatasi subordinasi struktural karena Anak Perusahaan Yang Dibatasi bukan penanggung menimbulkan Utang Rasio yang tidak terbatas.

Biaya tetap secara utama mencakup: (i) beban bunga (tunai dan nontunai); (ii) amortisasi biaya penerbitan utang dan diskonto bunga awal; (iii) komponen bunga dari sewa guna usaha tanpa hak opsi; (iv) dividen atas saham preferen; dan (v) pembayaran bersih berdasarkan kewajiban-kewajiban lindung nilai. Biaya tetap juga dapat mencakup, untuk jenis usaha tertentu, biaya atau beban lainnya (misalnya, untuk emiten ritel dan properti, biaya tetap juga dapat mencakup beban sewa).

Rasio Cakupan Biaya Tetap dihitung berdasarkan hasil operasional Grup Kredit selama empat triwulan tepat sebelum penyusunan laporan keuangan dan memberikan dampak *pro forma* terhadap timbulnya utang yang diajukan untuk ditimbulkan, timbulnya dan pelunasan utang lainnya dari awal periode empat triwulan tersebut hingga tanggal penghitungan serta pengambilalihan dan pelepasan selama periode tersebut.

Karena janji tersebut merupakan suatu janji "yang harus dipenuhi pada saat tertentu", janji tersebut hanya menguji rasio pada saat Emiten atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi akan menimbulkan utang tambahan sebagai Utang Rasio. Suatu Emiten diizinkan untuk mempertahankan Utang Rasio meskipun apabila kinerja keuangan setelahnya menghambatnya untuk menimbulkan Utang Rasio tambahan.

PEMBATASAN TERHADAP UTANG: ILUSTRASI DASAR

RASIO CAKUPAN BIAYA TETAP: 3,0x

Pemisahan: Fasilitas Kredit US\$500 juta

Skenario A

(US\$' juta)		Uji timbulnya utang mencegah timbulnya utang tambahan berdasarkan uji rasio dan pemisahan
Fasilitas Kredit	500	» Rasio Cakupan Biaya Tetap saat ini (2,5x) telah kurang dari Rasio Cakupan Biaya Tetap (3,0x), dan pemisahan fasilitas kredit telah digunakan sepenuhnya
Surat Utang Tersubordinasi Senior	200	
Total Utang	US\$700	Penting untuk diperhatikan bahwa emiten tidak akan melanggar janji kecuali emiten menimbulkan utang tambahan
Rasio Biaya Cakupan Tetap	2,5x	
Utang Tambahan Yang Diizinkan	US\$0	

Skenario B

(US\$' juta)		Meskipun penghitungan Rasio Cakupan Biaya Tetap emiten di bawah persyaratan Rasio Cakupan Biaya Tetap sebesar 3,0x, emiten memiliki kapasitas pinjaman tambahan karena emiten hanya menggunakan hingga US\$400 juta dari pemisahan fasilitas kreditnya sebesar US\$500 juta
Fasilitas Kredit	400	
Surat Utang Tersubordinasi Senior	200	
Total Utang	US\$600	
Rasio Biaya Cakupan Tetap	2,5x	
Utang Tambahan Yang Diizinkan	US\$100	



TIP PRAKTIS

Selanjutnya, indenture sering secara keliru tidak menyediakan suatu keranjang Utang Yang Diizinkan untuk utang yang dibiayai kembali melalui pengecualian Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan, yang oleh karenanya tidak diizinkan untuk “mengosongkan” keranjang Utang Yang Diizinkan tersebut. Kecuali setiap keranjang Utang Yang Diizinkan juga mencakup penghitungannya atas jumlah maksimum yang dapat ditimbulkan berdasarkan setiap utang yang membiayai kembali utang tersebut, hal di atas akan terjadi dan selanjutnya mengakibatkan suatu Emiten menjadi lebih di *leverage* daripada yang dikehendaki oleh pemegang surat utang.

PENGECUALIAN UTANG YANG DIIZINKAN

Janji juga akan mengizinkan sejumlah kategori “Utang Yang Diizinkan” untuk ditimbulkan oleh Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya terlepas dari kinerja atau kondisi keuangannya dan tanpa perlu memenuhi Uji Rasio Cakupan Biaya Tetap. Kategori utang khusus yang tercakup dalam pengecualian ini akan dinegosiasikan antara Emiten dan penjamin emisi dan tercakup dalam teks Janji Pembatasan terhadap Utang.

Utang Yang Diizinkan pada umumnya mencakup:

- utang berdasarkan “**Keranjang Fasilitas Kredit**”, yang akan mencakup perjanjian kredit yang ada dari Emiten dan setiap pembiayaan kembali atas perjanjian kredit tersebut, serta setiap utang lain yang memenuhi definisi “fasilitas kredit” (dengan tunduk pada suatu batas tetap namun terkadang dengan komponen “*grower*”);
- utang dalam kegiatan usaha sehari-hari, seperti surat kredit berdokumen (*letters of credit*) sebagai dokumen pendukung untuk klaim kompensasi pekerja, kewajiban asuransi sendiri (*self insurance*), kinerja, obligasi jaminan, banding atau obligasi serupa;
- utang yang ada pada tanggal penerbitan yang tidak dengan cara lain tercakup dalam setiap pengecualian Utang Yang Diizinkan lainnya. Pengecualian ini pada umumnya mengecualikan utang yang masih terutang pada tanggal penerbitan yang diizinkan berdasarkan

Keranjang Fasilitas Kredit atau pengecualian Utang Yang Diizinkan yang diidentifikasi lainnya untuk mencegah Emiten “mengosongkan” keranjang-keranjang lain tersebut dengan menetapkan kembali utang tersebut sebagai “utang yang ada pada tanggal penerbitan;”

- utang yang dinyatakan berdasarkan surat utang yang diterbitkan pada tanggal penerbitan dan setiap penanggungan yang terkait (beserta setiap surat utang tercatat yang diperdagangkan (*registered exchange notes*) dan penanggungan yang terkait). Karena “surat utang” pada umumnya didefinisikan dengan mencakup seluruh surat utang yang diterbitkan berdasarkan indenture (sebagai suatu rangkaian tunggal yang sepadan dengan hak-hak yang setara dan ketentuan-ketentuan yang serupa), apabila indenture mengizinkan surat utang berikutnya (*follow-on*) untuk diterbitkan di masa yang akan datang, pengecualian tersebut pada umumnya terbatas pada surat utang awal sehingga setiap surat utang tambahan seharusnya akan diterbitkan dengan mematuhi pengecualian-pengecualian lain;
- Utang Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan (yaitu, utang yang ditimbulkan untuk membiayai kembali Utang Rasio atau beberapa kategori lain yang diidentifikasi dari Utang Yang Diizinkan);
- sewa guna usaha tanpa hak opsi, pembiayaan hak tanggungan (*mortgage*) dan kewajiban uang pembelian, yang seluruhnya tunduk pada suatu batas yang ditentukan;
- pinjaman antarperusahaan antara dan di antara Grup Kredit;
- kewajiban-kewajiban lindung nilai untuk tujuan-tujuan nonspekulatif (dan perlu diperhatikan bahwa cadangan untuk kewajiban lindung nilai mungkin berbeda dari transaksi-transaksi yang menerima perlakuan lindung nilai berdasarkan standar-standar akuntansi yang berlaku);
- keranjang yang dinegosiasikan yang tersedia untuk Emiten dan seluruh Anak Perusahaan Yang Dibatasi (bukan hanya Penanggung) (pada umumnya suatu jumlah tetap namun terkadang dengan suatu komponen “*grower*”) untuk tujuan apa pun; dan
- beberapa pemisahan lainnya (misalnya, utang anak perusahaan asing berdasarkan lini kredit dalam negeri).



TIP PRAKTIS

Praktisi sering mempertanyakan apakah timbulnya suatu utang awal dapat dibagi menjadi Utang Rasio dan Utang Yang Diizinkan, dan apabila demikian, apakah bagian yang dialokasikan pada Utang Yang Diizinkan harus diberikan dampak pro forma dalam penghitungan Rasio Cakupan Biaya Tetap.

Sebagian besar indenture secara khusus menanggapi pertanyaan tersebut dengan menyatakan bahwa bagian yang dialokasikan pada Utang Yang Diizinkan, serta pelepasan setiap Utang Yang Diizinkan dengan hasil dari jumlah yang dialokasikan, harus diabaikan untuk kepentingan penghitungan jumlah Utang Rasio yang dapat ditimbulkan.

KETERSEDIAAN PENGECEUALIAN

Sepanjang timbulnya suatu utang tertentu memenuhi lebih dari satu pengecualian atau keranjang, Emiten memiliki hak berdasarkan Janji Pembatasan terhadap Utang untuk menentukan pengecualian atau keranjang tertentu yang berdasarkan padanya utang yang relevan tersebut ditimbulkan.

Secara umum, Emiten dapat, pada saat apa pun, menggolongkan kembali setiap utang yang pada saat tersebut memenuhi persyaratan dari satu atau beberapa pengecualian (selain Utang yang ditimbulkan berdasarkan Keranjang Fasilitas Kredit). Apabila kinerja keuangan Emiten meningkat (yang mengakibatkan meningkatnya kapasitas utang yang ditimbulkan berdasarkan pengecualian Rasio Cakupan Biaya Tetap), Emiten pada umumnya juga akan diizinkan untuk menggolongkan kembali utang yang awalnya ditimbulkan berdasarkan satu atau beberapa keranjang Utang Yang Diizinkan sebagai Utang Rasio. Tindakan tersebut berfungsi untuk mengosongkan kapasitas berdasarkan keranjang Utang Yang Diizinkan yang relevan. Penggolongkan kembali tersebut juga menguntungkan dalam hal suatu pembiayaan kembali Utang Yang Diizinkan. Sebagai contoh, pembiayaan kembali utang dengan Utang Rasio tidak perlu mematuhi pembatasan yang diwajibkan berdasarkan definisi Utang Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan.



TIP PRAKTIS

Akan hampir selalu lebih menguntungkan bagi Emiten untuk menetapkan, sepanjang dimungkinkan, timbulnya suatu utang yang diberikan sebagai Utang Rasio, daripada yang diberikan berdasarkan suatu keranjang Utang Yang Diizinkan. Hal tersebut karena setiap utang yang ditimbulkan dengan merujuk pada suatu keranjang akan diperhitungkan pada saat menghitung timbulnya utang yang diajukan di masa yang akan datang berdasarkan Rasio Cakupan Biaya Tetap dan juga menggunakan kapasitas berdasarkan keranjang Utang Yang Diizinkan yang ditentukan.



TIP PRAKTIS

Pada umumnya, definisi Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan akan membatasi jumlah, jatuh tempo, amortisasi, obligor, agunan dan subordinasi utang pembiayaan kembali. Pengecualian khusus terhadap pembatasan tersebut yaitu utang berdasarkan Keranjang Fasilitas Kredit, yang dapat dibiayai kembali tanpa pembatasan tersebut. Demikian juga, definisi Utang Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan sering tidak secara tegas melarang suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi bukan penanggung untuk menimbulkan utang untuk membiayai kembali utang suatu penanggung. Emiten dan investor harus mempertimbangkan apakah mereka setuju untuk mengizinkan utang subordinasi untuk dibiayai kembali dengan utang senior dan utang yang pari passu untuk dibiayai kembali dengan subordinasi struktural obligasi.

JANJI LAIN UNTUK DIPERTIMBANGKAN

Pada saat mengevaluasi apakah Janji Pembatasan terhadap Utang memberikan fleksibilitas yang memadai bagi Emiten, Emiten dan penasihatnya juga harus mempertimbangkan:

- Janji Pembatasan terhadap Hak Gadai, apabila Emiten bermaksud untuk menimbulkan utang yang dijamin dengan hak gadai;

- Pembatasan terhadap Larangan Pembayaran Dividen dan Lainnya dari Janji Anak Perusahaan Yang Dibatasi, karena timbulnya utang tambahan dapat melibatkan pemberlakuan larangan kontraktual terhadap dividen, pemindahtanganan aset dan pembayaran lain oleh anak perusahaan yang menerima pinjaman; dan
- Janji Penjualan Aset, yang sering mempersyaratkan bahwa pelunasan utang dengan hasil Penjualan Aset harus disertai dengan pengurangan komitmen.

Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi

Janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi dirancang untuk mencegah agar kas dan aset tidak dipindahtangankan keluar dari Grup Kredit (juga disebut sebagai "aliran keluar"/"leakage") kecuali kinerja keuangan positif atau kondisi keuangan yang meningkat dari Grup Kredit menjadi alasan kemampuannya untuk melakukan pembayaran tersebut. Perlindungan tersebut penting bagi pemegang surat utang karena perlindungan tersebut menjaga kemampuan Emiten untuk melunasi utangnya serta mempertahankan aset-aset dalam Grup Kredit dalam hal insolvensi atau kepailitan. Apabila kas dipindahbukukan keluar dari Grup Kredit, kas jarang mengalir kembali ke Grup Kredit, dan janji tersebut membatasi aliran keluar kecuali hak-hak pemindahtanganan telah diperoleh.

Dalam pembahasan mengenai Janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi, waktu harus dipertimbangkan dengan hati-hati. *Builder Basket* Pembayaran Yang Dibatasi akan bernilai nol pada tanggal penerbitan kecuali "disemai" dengan jumlah permulaan. Nilai akan meningkat seiring berjalannya waktu, sebagaimana yang dibahas di bawah ini, apabila kinerja keuangan positif. Namun, Emiten hendak mempertimbangkan apakah Emiten akan memerlukan suatu Pembayaran Yang Dibatasi dalam enam sampai dengan 12 bulan pertama. Apabila, misalnya, dividen akan diumumkan atau dibayarkan selama jangka waktu tersebut, dan Emiten memiliki riwayat pembayaran dividen sebagai suatu perusahaan terbuka, grup kerja perlu mempertimbangkan cara-cara untuk memungkinkan

Emiten melakukan pembayaran-pembayaran tersebut, yang akan diharapkan oleh investor ekuitas meskipun hal tersebut dianggap sebagai “aliran keluar” dari sudut pandang pemegang surat utang.

Janji disusun menjadi tiga bagian: (i) definisi Pembayaran Yang Dibatasi; (ii) penghitungan Keranjang Penghasilan Bersih (terkadang disebut sebagai “Keranjang *Builder* Pembayaran Yang Dibatasi”) dan persyaratan yang berdasarkan padanya suatu Pembayaran Yang Dibatasi dapat dilakukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih; dan (iii) pengecualian atas Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi (yaitu, keadaan-keadaan di mana Pembayaran Yang Dibatasi dapat dilakukan seakan-akan persyaratan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih tidak dipenuhi). Berikut ini adalah suatu contoh dari janji tersebut.

Bagian 4.06. Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi.

(a) Perusahaan tidak akan, dan tidak akan mengizinkan Anak Perusahaan Yang Dibatasi mana pun untuk, secara langsung maupun tidak langsung (pembayaran atau tindakan apa pun lainnya yang diuraikan dalam pasal (i) hingga (iv) di bawah ini yang secara bersama-sama disebut sebagai “Pembayaran Yang Dibatasi”):

- i. mengumumkan atau membayar setiap dividen atau melakukan setiap distribusi atas atau sehubungan dengan Saham Modal Perusahaan atau salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasinya (selain dividen atau distribusi yang harus dibayar dengan saham-saham dalam Modal Saham Perusahaan (selain Saham Yang Didiskualifikasi atau Saham Preferen) atau dengan hak opsi, waran atau hak-hak lain untuk mengambil alih saham-saham tersebut) yang dimiliki oleh Pribadi selain Perusahaan atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi Yang Dimiliki Sepenuhnya;*
- ii. membeli, meminta pencairan atau mencairkan, menarik atau dengan cara lain mengambil alih nilai saham dalam Modal Saham Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi (termasuk hak opsi, waran atau hak-hak lain untuk mengambil alih saham-saham dalam Modal Saham tersebut) atau setiap induk langsung atau tidak langsung dari Perusahaan yang dimiliki oleh Pribadi selain Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi Yang Dimiliki Sepenuhnya;*

iii. melakukan setiap pembayaran sukarela atau pembayaran opsional atas jumlah pokok, atau pelunasan sukarela atau opsional, pembelian kembali, pembatalan, atau pengambilalihan atau penarikan nilai lainnya, atas Utang yang ter subordinasi hak pembayarannya terhadap Surat Utang atau salah satu dari Penanggung Anak Perusahaan; atau

iv. melakukan setiap Investasi, selain suatu Investasi Yang Diizinkan; apabila, pada saat, dan setelah memberlakukan, Pembayaran Yang Dibatasi yang diajukan:

- a. terjadi suatu Cedera Janji dan Cedera Janji terus berlanjut atau mungkin terjadi sebagai akibat dari Pembayaran Yang Dibatasi tersebut;
- b. Perusahaan tidak dapat Menimbulkan sekurang-kurangnya US\$1,00 dari Utang berdasarkan ketentuan dalam 4.05(a)²; atau
- c. Pembayaran Yang Dibatasi tersebut, beserta dengan keseluruhan jumlah dari seluruh Pembayaran Yang Dibatasi yang dilakukan oleh Perusahaan dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya setelah Tanggal Pengukuran, melebihi jumlah:
 1. 50% dari keseluruhan jumlah Penghasilan Bersih Konsolidasi Perusahaan (atau, apabila Penghasilan Bersih Konsolidasi adalah kerugian, dikurangi 100% dari jumlah kerugian tersebut) yang terakumulasi secara kumulatif selama periode (yaitu satu periode akuntansi) yang dihitung mulai dari hari pertama periode semester fiskal di mana Tanggal Pengukuran terjadi dan berakhir pada hari terakhir dari triwulan fiskal terakhir yang telah berakhir dari Perusahaan pada saat di mana laporan keuangan konsolidasian Perusahaan (yang harus disusun oleh Perusahaan secara tepat waktu dengan berupaya sebaik mungkin yang wajar) disusun (yang dapat mencakup laporan keuangan konsolidasian internal); ditambah

² Referensi silang terkait dengan uji Utang Rasio berdasarkan Janji Pembatasan terhadap Utang.

2. 100% dari keseluruhan Hasil Kas Bersih yang diterima oleh Perusahaan setelah Tanggal Pengukuran sebagai suatu kontribusi modal terhadap ekuitas umumnya atau dari pengeluaran dan penjualan Modal Sahamnya (selain Saham Yang Didiskualifikasi) kepada suatu Pribadi yang bukan merupakan suatu Anak Perusahaan dari Perusahaan, termasuk setiap Hasil Kas Bersih yang diterima atas (x) konversi setiap Utang (selain Utang Subordinasi) Perusahaan menjadi Modal Saham (selain Saham Yang Didiskualifikasi) Perusahaan, atau (y) penggunaan oleh suatu Pribadi yang bukan merupakan suatu Anak Perusahaan dari Perusahaan atas setiap hak opsi, waran atau hak-hak lain untuk mengambil alih Modal Saham Perusahaan (selain Saham Yang Didiskualifikasi) dalam hal apa pun dengan mengecualikan jumlah setiap Hasil Kas Bersih yang digunakan untuk melunasi, membeli kembali, membatalkan atau dengan cara lain mengambil alih atau menarik nilai suatu Utang Subordinasi atau Modal Saham Perusahaan; ditambah
3. besarnya jumlah pengurangan Utang Perusahaan atau salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasinya pada laporan posisi keuangan konsolidasian Perusahaan setelah konversi atau pertukaran (selain oleh suatu Anak Perusahaan dari Perusahaan) setelah Tanggal Pengukuran atas setiap Utang Perusahaan atau salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasinya yang dapat dikonversikan atau dapat ditukar menjadi Modal Saham (selain Saham Yang Didiskualifikasi) Perusahaan (dikurangi jumlah setiap kas, atau Nilai Pasar Wajar atas setiap kekayaan lain, yang didistribusikan oleh Perusahaan atas konversi atau pertukaran tersebut); ditambah
4. suatu jumlah yang setara dengan pengurangan bersih Investasi (selain pengurangan Investasi Yang Diizinkan) yang dilakukan setelah Tanggal Pengukuran pada Pribadi mana pun sebagai akibat dari (v) pembayaran bunga atas Utang, dividen atau pelunasan pinjaman atau uang muka oleh Pribadi tersebut, dalam hal apa pun kepada Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang

Dibatasi (kecuali, dalam hal apa pun, sepanjang setiap pembayaran atau hasil tersebut dimasukkan dalam penghitungan Penghasilan Bersih Konsolidasi) setelah Tanggal Pengukuran, (w) pelepasan tanpa syarat atas suatu Penanggungan yang diberikan oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi setelah Tanggal Pengukuran atas suatu kewajiban dari Pribadi lainnya, (x) sepanjang apabila suatu Investasi yang dilakukan setelah Tanggal Pengukuran telah, setelah tanggal tersebut, atau dijual atau dengan cara lain dicairkan atau dilunasi untuk menerima kas, jumlah yang lebih kecil dari (i) pendapatan kas pada modal sehubungan dengan Investasi tersebut (dikurangi biaya pelepasan, apabila ada) dan (ii) jumlah awal Investasi tersebut, (y) dari penunjukan kembali Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi sebagai Anak Perusahaan Yang Dibatasi, yang tidak melebihi, dalam hal apa pun, jumlah Investasi (selain Investasi Yang Diizinkan) yang dilakukan oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi setelah Tanggal Pengukuran dalam setiap Pribadi tersebut, atau (z) setiap Pribadi yang menjadi suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi (di mana atasnya seluruh Investasi yang dilakukan oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi dalam Pribadi tersebut sejak Tanggal Pengukuran akan dianggap telah dilakukan sesuai dengan pasal (1) dari definisi "Investasi Yang Diizinkan") namun hanya sepanjang Investasi tersebut oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi dalam Pribadi tersebut merupakan suatu Pembayaran Yang Dibatasi yang dilakukan sepanjang diizinkan berdasarkan ayat (c) ini; ditambah

5. US\$20,0 juta (atau Dolar yang Setara dengannya).

d. Ketentuan-ketentuan di atas tidak dapat dilanggar karena alasan:

[Berikut ini adalah daftar pengecualian yang lazim.]

DEFINISI PEMBAYARAN YANG DIBATASI

Pembayaran Yang Dibatasi pada umumnya didefinisikan dengan mencakup salah satu dari tindakan-tindakan oleh Grup Kredit sebagai berikut:

- membayar dividen tunai atau melakukan distribusi aset lain kepada para pemegang saham; *namun, dengan ketentuan*, bahwa dividen dibayarkan dengan saham (selain saham yang didiskualifikasi) dan dividen yang dibayar oleh suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi kepada Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya dikecualikan (yaitu, bukan merupakan Pembayaran Yang Dibatasi atau dengan cara lain merupakan pengecualian yang diizinkan);
- membeli kembali modal saham Emiten;
- melunasi utang subordinasi sebelum jatuh tempo yang dijadwalkan; dan
- melakukan Investasi di luar Grup Kredit (selain Investasi Yang Diizinkan, yang dibahas di bawah ini).

Istilah "Investasi" didefinisikan secara luas dan secara umum terdiri dari:

- pembelian efek ekuitas atau utang dari entitas lain;
- kontribusi modal ke suatu entitas; dan
- pinjaman kepada, atau penanggungan atau bantuan kredit lainnya untuk, kepentingan suatu entitas.

Investasi secara umum dianggap sebagai Pembayaran Yang Dibatasi karena Investasi pada umumnya mencakup aset Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang dipindahtangankan kepada suatu pihak ketiga di luar Grup Kredit. Karena investasi dapat berupa Investasi Yang Diizinkan dan Pembayaran Yang Dibatasi, penting untuk diperhatikan bahwa Emiten diizinkan untuk mengumpulkan beberapa keranjang untuk melakukan suatu Investasi.

Janji tidak membatasi pengambilalihan perusahaan yang menjadi Anak Perusahaan Yang Dibatasi, belanja modal, dan sebagian besar pinjaman dan penanggungan dalam grup karena seluruh transaksi tersebut merupakan investasi "di dalam sistem" dalam Grup Kredit.

PENGHITUNGAN KERANJANG PENGHASILAN BERSIH

Keranjang Penghasilan Bersih dihitung sebagai berikut:

- 50% dari Penghasilan Bersih Yang Disesuaikan kumulatif (dikurangi 100% dari setiap kerugian), selama periode yang dihitung mulai dari triwulan (atau periode enam bulan apabila Emiten tidak menyusun laporan keuangan yang diaudit atau laporan keuangan triwulanan yang diperiksa) segera sebelum atau setelah tanggal obligasi awalnya diterbitkan sampai dengan akhir triwulan terakhir di mana laporan keuangan disusun; *ditambah*
- hasil kas (dan sering kali nilai pasar wajar dari setiap aset) dari (i) kontribusi modal kepada Emiten, (ii) penerbitan ekuitas oleh Emiten (selain (x) saham yang didiskualifikasi dan (y) penerbitan kepada suatu anak perusahaan) dan (iii) penerbitan sejak tanggal penerbitan obligasi yang *pari passu* atau utang senior Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya yang selanjutnya mengonversi atau menukar ekuitas (selain oleh suatu anak perusahaan Emiten) menjadi Emiten (selain saham yang didiskualifikasi); *ditambah*
- suatu jumlah dolar yang dinegosiasikan (dalam beberapa hal); *ditambah*
- pengurangan bersih terhadap Investasi yang telah dilakukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih (sepanjang tidak termasuk dalam Penghasilan Bersih Yang Disesuaikan) seperti:
 - » keseluruhan hasil bersih (termasuk nilai pasar wajar aset selain kas) yang diterima oleh Emiten atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi atas penjualan atau pelepasan lain atas setiap Investasi yang dilakukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih;
 - » pengurangan bersih Investasi yang dilakukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih sebagai akibat dari dividen, pelunasan pinjaman atau uang muka atau pemindahtanganan aset lain kepada Emiten atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi;
 - » sepanjang jumlah yang tersedia untuk Investasi berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih dikurangi sebagai akibat dari penunjukan suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi, bagian (proporsional dengan hak ekuitas Emiten dalam Anak Perusahaan tersebut) dari nilai pasar wajar dari aset bersih Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi tersebut pada saat Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi ditetapkan kembali, atau dilikuidasi atau digabung menjadi, suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi; dan

- » pengurangan bersih Investasi yang dilakukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih sebagai akibat dari pelunasan surat kredit berdokumen (*letters of credit*), berakhirnya surat kredit berdokumen yang tidak ditarik atau pelepasan penanggungan.

PENGHITUNGAN PEMBAYARAN YANG DIBATASI: CONTOH

(US\$ juta)	Periode 1	Periode 2	Periode 3
Penghasilan Bersih	100	100	100

50% dari Penghasilan Bersih untuk periode-periode yang relevan = $US\$300.000.000 \times 50\% = US\$150.000.000$, yang akan dikurangi dengan setiap Pembayaran Yang Dibatasi yang dilakukan selama periode-periode tersebut.

PEMBAYARAN YANG DIBATASI: ILUSTRASI DASAR

Penghitungan Keranjang: 50% Penghasilan Bersih

Pemisahan (Carve-out): US\$100 juta Umum

Rasio Cakupan Biaya Tetap: 3,0x

Skenario A

(US\$ juta)		
Rasio Cakupan Biaya Tetap	3,5x	Emiten dapat menggunakan seluruh penghitungan keranjang sebesar US\$150 juta karena Rasio Cakupan Biaya Tetap Emiten sebesar 3,5x melebihi persyaratan Rasio Cakupan Biaya Tetap 3,0x serta pemisahan umum sebesar US\$100 juta, yang belum digunakan
Pemisahan Umum Yang Digunakan	US\$0	
Penghitungan Keranjang Pembayaran Yang Dibatasi	US\$150	
Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan	US\$250	

Skenario B

(US\$' juta)		Meskipun emiten memiliki penghitungan keranjang sebesar US\$150 juta, emiten tidak dapat menimbulkan utang tambahan sebesar US\$1,00 karena emiten memiliki Rasio Cakupan Biaya Tetap sebesar 2,5x dan emiten harus memiliki Rasio Cakupan Biaya Tetap sekurang-kurangnya sebesar 3,0x
Rasio Cakupan Biaya Tetap	2,5x	
Pengecualian Umum Yang Digunakan	US\$0	
Penghitungan Keranjang	US\$150	
Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan	US\$100	Namun, emiten masih dapat menggunakan pemisahan umum sebesar US\$100 juta yang belum digunakan

Scenario C

(US\$' juta)		Uji pembayaran yang dibatasi menghalangi emiten untuk melakukan suatu pembayaran yang dibatasi meskipun penghitungan keranjang adalah US\$150 juta
Rasio Cakupan Biaya Tetap	2,5x	
Pemisahan Umum Yang Digunakan	US\$100	Faktor yang membatasi yaitu emiten tidak dapat menimbulkan utang tambahan sebesar US\$1,00 berdasarkan persyaratan Rasio Cakupan Biaya Tetap sebesar 3,0x karena Rasio Cakupan Biaya Tetap emiten saat ini adalah 2,5x
Penghitungan Keranjang Pembayaran Yang Dibatasi	US\$150	
Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan	US\$0	

PERSYARATAN PENGGUNAAN KERANJANG PENGHASILAN BERSIH

Pembayaran Yang Dibatasi tidak dapat dilakukan dengan menggunakan Keranjang Penghasilan Bersih kecuali:

- jumlah Pembayaran Yang Dibatasi yang diajukan *ditambah* seluruh Pembayaran Yang Dibatasi sebelumnya sejak tanggal penerbitan awal obligasi (dengan tunduk pada beberapa pengecualian yang dibahas di bawah ini) tidak melebihi jumlah keranjang Penghasilan Bersih;

- Emiten dapat menimbulkan Utang Rasio sebesar US\$1,00 berdasarkan Janji Pembatasan terhadap Utang (setelah memberikan dampak *pro forma* terhadap Pembayaran Yang Dibatasi); dan
- tidak ada cedera janji yang terjadi atau yang akan terjadi berdasarkan indenture setelah memberlakukan Pembayaran Yang Dibatasi (yaitu, Emiten harus memberikan dampak *pro forma* dari Pembayaran Yang Dibatasi pada saat menghitung kepatuhan janji Pembayaran Yang Dibatasi).



TIP PRAKTIS

Untuk menghindari penghitungan ganda, investor ingin memastikan bahwa apabila kontribusi modal atau hasil ekuitas merupakan dasar yang terpisah untuk melakukan suatu Investasi Yang Diizinkan atau Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan, setiap kontribusi modal atau hasil ekuitas yang digunakan untuk beberapa pengecualian tersebut juga tidak digunakan untuk meningkatkan jumlah Keranjang Penghasilan Bersih.

PEMBAYARAN YANG DIBATASI YANG DIIZINKAN

Beberapa Pembayaran Yang Dibatasi dapat dilakukan terlepas dari Keranjang Penghasilan Bersih atau persyaratan penggunaan Keranjang Penghasilan Bersih (“Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan”) dan pembayaran tersebut mencakup:

- pengambilalihan ekuitas dari hasil, atau sebagai ganti dari, suatu penerbitan ekuitas baru yang dilakukan pada saat yang bersamaan;
- pembelian kembali utang subordinasi dari hasil penerbitan ekuitas baru atau Utang Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan baru yang tersubordinasi yang dilakukan pada saat yang bersamaan;
- suatu keranjang umum untuk setiap Pembayaran Yang Dibatasi, dengan tunduk pada suatu keseluruhan batas dolar;
- dividen *pro-rata* Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang dibayar kepada para pihak ketiga; dan

- pengecualian yang dinegosiasikan lainnya (misalnya, investasi terbatas, pembelian kembali terbatas atas saham manajemen atau pengecualian tertentu yang diperlukan berdasarkan struktur permodalan Emiten).

Secara umum, seluruh Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan dihitung atas Keranjang Penghasilan Bersih selain Pembayaran Yang Dibatasi yang:

- secara tegas mengatur bahwa aset-aset atau kas yang digunakan dalam Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan tersebut tidak kemudian menjadi Keranjang Penghasilan Bersih (misalnya, yang dilakukan dengan hasil dari, atau sebagai ganti dari, suatu penerbitan ekuitas);
- bersifat *credit-neutral* (misalnya, pembiayaan kembali yang diizinkan atas utang subordinasi); atau
- bersifat *de minimis* (pinjaman kepada pejabat, dll.).

INVESTASI YANG DIIZINKAN

Investasi Yang Diizinkan, berdasarkan definisi, bukanlah Pembayaran Yang Dibatasi.

Pada saat menentukan investasi-investasi yang diizinkan, harus dipertimbangkan secara praktis mengenai bagaimana Emiten menjalankan usahanya dan apakah Emiten memiliki riwayat melakukan investasi-investasi yang diizinkan yang diajukan. Meskipun beberapa struktur obligasi sepertinya menggunakan pendekatan “penyebut persekutuan terkecil” di mana seluruh pemisahan yang dimungkinkan diajukan, pendekatan yang lebih baik adalah untuk merancang struktur obligasi untuk secara tepat menyesuaikan dengan kebutuhan Emiten saat ini dan di masa yang akan datang.

Investasi Yang Diizinkan secara umum mencakup:

- investasi pada Emiten, setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi (terkadang terbatas pada Investasi pada Penanggung dan tidak mencakup anak perusahaan bukan Penanggung dari Emiten, meskipun apabila tergolong sebagai Anak Perusahaan Yang Dibatasi) atau suatu entitas yang menjadi suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sebagai akibat dari Investasi;
- beberapa transaksi lindung nilai yang terdaftar;
- pinjaman atau uang muka kepada pejabat atau direktur, dengan tunduk pada suatu batas jumlah;

- investasi pada usaha patungan, dengan tunduk pada suatu batas jumlah; dan
- investasi lainnya, dengan tunduk pada suatu batas jumlah.



TIP PRAKTIS

Investasi Yang Diizinkan secara khusus dikecualikan dari definisi Pembayaran Yang Dibatasi. Dengan demikian, karena Investasi Yang Diizinkan bukan merupakan Pembayaran Yang Dibatasi, Investasi Yang Diizinkan tidak dihitung atas Keranjang Penghasilan Bersih. Sebagai akibatnya, suatu Emiten akan lebih memilih agar suatu Investasi diizinkan sebagai suatu Investasi Yang Diizinkan daripada sebagai Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan untuk mempertahankan keranjang untuk penggunaan lainnya.

Suatu Emiten menentukan bahwa Investasi yang dilakukan sesuai dengan suatu pengecualian umum seiring berjalannya waktu yang mengakibatkan entitas tersebut menjadi suatu anak perusahaan akan dengan sendirinya dilakukan berdasarkan pengecualian "Investasi pada Anak Perusahaan", sehingga "mengosongkan" pengecualian umum.

Suatu Emiten menentukan bahwa setiap Pembayaran Yang Dibatasi atau keranjang Investasi Yang Diizinkan yang tunduk pada suatu batas jumlah harus dikurangi dengan setiap distribusi dan hasil Investasi yang dilakukan sesuai dengan keranjang-keranjang tersebut.

KETERSEDIAAN PENGECCUALIAN

Apabila timbulnya suatu Pembayaran Yang Dibatasi atau Investasi Yang Diizinkan memenuhi kriteria yang ditentukan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih dan lebih dari satu dari jenis-jenis Pembayaran Yang Dibatasi Yang Diizinkan atau Investasi Yang Diizinkan, sebagian besar indenture akan secara umum mengizinkan Emiten untuk menggolongkan dan, dari waktu ke waktu, untuk menggolongkan kembali setiap pembayaran atau investasi tersebut menurut kebijaksanaan mutlak. Secara khusus, apabila kinerja keuangan Emiten meningkat, yang akan mengakibatkan ketersediaan berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih, Emiten pada umumnya (namun

tidak selalu) akan diizinkan untuk menggolongkan kembali setiap pembayaran atau investasi yang awalnya ditimbulkan berdasarkan satu atau beberapa Keranjang Pembayaran Yang Dibatasi atau keranjang Investasi Yang Diizinkan sebagai suatu Pembayaran Yang Dibatasi berdasarkan Keranjang Penghasilan Bersih, sehingga oleh karenanya mengosongkan kapasitas berdasarkan keranjang-keranjang yang relevan.

JANJI LAIN UNTUK DIPERTIMBANGKAN

Suatu penanggungan utang dari pihak lainnya perlu dievaluasi sebagai utang dan suatu Investasi. Oleh karena itu, sebelum memberikan suatu penanggungan, Emiten harus memastikan terdapat ketersediaan, atau suatu pemisahan (*carve-out*) tersedia, ada berdasarkan Janji Pembayaran Yang Dibatasi dan Janji Pembatasan terhadap Utang.

Pembatasan terhadap Dividen dan Pembayaran Lain dari Anak Perusahaan Yang Dibatasi

Anji ini (sering disebut sebagai “Janji Pembatasan terhadap Penghentian Dividen”) mencegah arus kas yang diperlukan untuk membayar utang Emiten agar tidak tertahan pada tingkat anak perusahaan (yaitu, pemegang surat utang menginginkan agar seluruh kas yang dihasilkan oleh Anak Perusahaan Yang Dibatasi dapat mengalir dengan bebas kepada Emiten sehingga kas dapat digunakan untuk memenuhi kewajiban-kewajiban berdasarkan obligasi). Dengan demikian, janji tersebut adalah suatu larangan umum terhadap adanya batasan apa pun terhadap Anak Perusahaan Yang Dibatasi (sebagai alternatif, terkadang terbatas pada Anak Perusahaan Yang Dibatasi bukan Penanggung) untuk membayar dividen, melunasi utang, memberikan pinjaman atau dengan cara lain memindahtangankan aset kepada Emiten atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya. Janji tersebut penting bagi investor karena investor tersebut mempertimbangkan kualitas kredit dan kondisi keuangan Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya secara keseluruhan atas pelunasan obligasi, bukan hanya Emiten.

Pengecualian umum terhadap janji mencakup:

- batasan-batasan yang ada dari utang yang ada (dan terkadang setiap utang lain yang diizinkan untuk ditimbulkan);
- batasan-batasan yang telah ada pada saat suatu anak perusahaan diambil alih (dengan ketentuan batasan-batasan tersebut tidak ditimbulkan untuk mengantisipasi pengambilalihan tersebut);
- hukum yang berlaku;
- ketentuan-ketentuan sewa pada umumnya; dan
- batasan-batasan dalam pembiayaan kembali utang yang ada, apabila pembatasan-pembatasan tersebut tidak lebih membatasi daripada batasan-batasan utang yang dibiayai kembali.

Usaha patungan yang diadakan oleh Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasinya dapat mengakibatkan adanya hambatan-hambatan dalam konteks janji tersebut karena mitra dalam usaha patungan tersebut pada umumnya akan memiliki hak veto terhadap pembayaran dividen. Satu solusi yang dimungkinkan adalah pembentukan suatu usaha patungan yang dimiliki oleh Emiten kurang dari 50%; usaha patungan tersebut tidak akan menjadi suatu "Anak Perusahaan" dan oleh karenanya tidak akan menjadi suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi, dengan tunduk pada janji-janji indenture. Namun, setiap investasi pada usaha patungan tersebut akan kemudian dihitung sebagai suatu Pembayaran Yang Dibatasi yang akan tunduk pada ketentuan janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi. Namun demikian, penggunaan pengaturan usaha patungan untuk menjalankan usahanya di masa lalu dan di masa yang akan datang oleh Emiten harus sangat diperhatikan. Contoh yang relevan dan umum di Asia adalah penggunaan sarana usaha patungan oleh pengembang lahan yasan untuk mengadakan proyek-proyek tertentu.

JANJI LAIN UNTUK DIPERTIMBANGKAN

Janji Pembatasan terhadap Penghentian Dividen harus ditinjau bersamaan dengan Janji Pembatasan terhadap Utang karena utang yang dengan cara lain dapat ditimbulkan mungkin dibatasi oleh janji tersebut apabila ketentuan-ketentuan utang tambahan memuat ketentuan-ketentuan yang membatasi pergerakan kas atau aset di sekitar Grup Kredit.

Pembatasan terhadap Hak Gadai

Janji Pembatasan terhadap Hak Gadai membatasi kemampuan Emiten untuk melakukan subordinasi obligasi melalui subordinasi hak gadai. Pembatasan tersebut membatasi hak gadai atas aset-aset yang menjamin utang kecuali obligasi dijamin secara sama rata dan dapat ditentukan tarifnya, dengan tunduk pada beberapa pengecualian (“Hak Gadai Yang Diizinkan”).

Berikut ini adalah suatu contoh dari janji tersebut.

Bagian 4.07. Pembatasan terhadap Hak Gadai.

- a. Perusahaan tidak akan, dan tidak akan mengizinkan salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasinya untuk, secara langsung maupun tidak langsung, menimbulkan, menerima atau mengizinkan dibebankannya suatu Hak Gadai atas Agunan (selain Hak Gadai Yang Diizinkan).*
- b. Perusahaan tidak akan, dan tidak akan mengizinkan salah satu dari Anak Perusahaan Yang Dibatasinya untuk, secara langsung maupun tidak langsung, menimbulkan, menerima atau mengizinkan dibebankannya Hak Gadai apa pun atas salah satu dari aset atau propertinya (selain Agunan), baik yang dimiliki pada Tanggal Penerbitan Awal atau diperoleh setelahnya, kecuali Hak Gadai Yang Diizinkan, kecuali Surat Utang dijamin secara sama rata dan dapat ditentukan tarifnya dengan Hak Gadai tersebut.*

Namun, serupa dengan hak-hak bunga tinggi lainnya, pengecualian-pengecualian yang dimuat dalam definisi Hak Gadai Yang Diizinkan harus ditinjau dengan saksama. Hak Gadai Yang Diizinkan pada umumnya mencakup:

- hak gadai yang menjamin utang yang diizinkan berdasarkan Keranjang Fasilitas Kredit;
- hak gadai uang pembelian;
- hak gadai atas properti yang diambil alih yang tidak ditimbulkan dengan mempertimbangkan pengambilalihan tersebut;

- hak gadai yang menjamin Utang Pembiayaan Kembali Yang Diizinkan yang dijamin, *dengan ketentuan* bahwa hak gadai tersebut hanya dibebankan atas aset-aset yang sama yang menjamin utang yang dibiayai kembali; dan
- hak gadai yang ada pada tanggal penerbitan yang tidak dengan cara lain tercakup dalam pengecualian Hak Gadai Yang Diizinkan mana pun lainnya.

Untuk emiten Asia, definisi Hak Gadai Yang Diizinkan dapat memiliki cakupan yang lebih luas daripada yang pada umumnya didefinisikan untuk seluruh emiten, mencakup hal-hal yang terkait dengan negara yang didorong oleh kelaziman pemberian pinjaman bank dalam negeri dan ketentuan hak gadai yang terkait dengan industri yang terdapat pada lingkungan operasional Emiten.

JANJI LAIN UNTUK DIPERTIMBANGKAN

Penting untuk meninjau janji ini dalam konteks Janji Pembatasan terhadap Utang karena timbulnya utang yang dijamin memerlukan kemampuan terkait untuk menimbulkan Hak Gadai yang terkait dalam definisi Hak Gadai Yang Diizinkan.

Pembatasan terhadap Penjualan Aset dan Saham Anak Perusahaan

Karena penjualan aset-aset dan saham anak perusahaan dapat mengakibatkan aset yang menghasilkan penghasilan menjadi dipindahtangankan keluar dari Grup Kredit, paket janji membatasi aliran keluar eksternal yang mungkin menurunkan posisi keuangan Emiten dengan memastikan bahwa persyaratan prosedural tertentu terpenuhi sehubungan dengan penjualan aset dan saham anak perusahaan. Dengan demikian, batasan-batasan janji tidak membatasi jumlah aset Grup Kredit yang diizinkan untuk dijual; sebaliknya, janji mengatur jenis hasil yang dapat diterima sebagai imbal balik dan mendefinisikan penggunaan yang sesuai atas hasil dari penjualan tersebut. Berdasarkan janji tersebut, persentase minimum (pada umumnya antara 75% dan 85%) imbal balik dari penjualan harus berbentuk kas atau “kas perolehan”. Untuk menambah fleksibilitas, emiten sering meminta agar persentase tersebut didasarkan pada keseluruhan imbal balik yang diterima atas seluruh penjualan aset sejak tanggal indenture.



TIP PRAKTIS

Sebagaimana yang digunakan dalam janji penjualan aset dalam suatu indenture tidak ter subordinasi tanpa jaminan, "Utang Senior" harus didefinisikan sebagai utang yang secara struktural senior terhadap obligasi (misalnya, kewajiban-kewajiban hak gadai peringkat pertama atau utang Anak Perusahaan Yang Dibatasi bukan Penanggung (selain utang antarperusahaan)). Utang yang berperingkat *pari passu* dengan obligasi hanya diizinkan untuk dilunas berdasarkan janji tersebut secara *pro rata* dengan obligasi. Dengan demikian, definisi "hasil kas bersih" tidak diizinkan untuk mengurangi pelunasan utang apa pun selain "Utang Senior".

Sementara definisi "kas perolehan" dinegosiasikan, "kas perolehan" pada umumnya mencakup (i) utang tidak ter subordinasi yang diterima oleh pembeli, sepanjang Grup Kredit dibebaskan dengan tanpa syarat dan (ii) setara kas yang dikonversikan menjadi kas dalam suatu jangka waktu tertentu (pada umumnya 90 sampai dengan 180 hari). Beberapa indenture juga mengizinkan "aset pengganti" atau aset-aset jangka panjang yang digunakan atau berguna untuk usaha dan ekuitas Emiten dalam suatu entitas yang akan menjadi suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sebagai suatu jenis "kas perolehan".



TIP PRAKTIS

Untuk menghindari ketidakpastian mengenai keperluan untuk memisahkan hasil penjualan aset, Emiten ingin memastikan bahwa janji mengatur penggunaan "kas yang jumlahnya setara dengan hasil kas bersih yang tersedia," daripada hasil kas yang sesungguhnya. Kas dapat ditukarkan dan sepanjang Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang relevan menentukan belanja modal dalam jangka waktu yang relevan setelah penjualan aset, kepatuhan terhadap janji pada umumnya tidak sulit.

Definisi “penjualan aset” pada umumnya didefinisikan secara luas dan umumnya akan mencakup pelepasan aset tradisional dan setiap penjualan langsung dan tidak langsung atas kepentingan dalam Anak Perusahaan Yang Dibatasi, termasuk setiap pengeluaran saham baru dari suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi atau setiap pelepasan melalui penggabungan, peleburan atau transaksi yang serupa. Selain itu, definisi tersebut juga mencakup kategori-kategori pelepasan aset yang tidak perlu memenuhi uji penjualan aset, termasuk transaksi-transaksi dalam kegiatan usaha sehari-hari dan pemisahan (*carve-out*) untuk transaksi-transaksi di bawah nilai pasar wajar minimum tertentu.

Apabila suatu penjualan aset di masa yang akan datang diatur oleh Emiten pada saat penerbitan, para pihak harus mempertimbangkan untuk melakukan suatu pemisahan (*carve-out*) tertentu. Namun, pemisahan tersebut harus dievaluasi terhadap biaya dan beban kepatuhan dengan mengingat bahwa sifat perlindungan yang sebagian besar bersifat administratif diberikan kepada investor berdasarkan janji tersebut.

Sebagai suatu janji yang memiliki fokus utama untuk memastikan perlindungan yang tepat atas penjualan aset (dan bukan melarang penjualan tersebut), uji penjualan aset mewajibkan:

- Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang relevan untuk menerima imbal balik yang setara dengan nilai pasar wajar atas aset-aset yang dijual;
- sekurang-kurangnya persentase minimum (pada umumnya antara 75% dan 85%) imbal balik dari penjualan dalam bentuk kas atau “kas perolehan”; dan
- Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang relevan untuk menggunakan hasil kas bersih dari penjualan aset dalam suatu jangka waktu tertentu (pada umumnya 365 hari) untuk mengambil alih aset tidak lancar atau saham entitas lainnya dengan bidang usaha yang sama yang menjadi suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi, untuk menentukan belanja modal dan/atau untuk melunasi “Utang Senior” (terkadang juga mewajibkan pengurangan komitmen permanen).

Sepanjang hasil kas bersih dari suatu penjualan aset tidak digunakan sesuai dengan penggunaan yang telah ditentukan dalam jangka waktu tertentu, hasil kas bersih yang tidak digunakan tersebut menjadi “kelebihan hasil”. Apabila keseluruhan dari jumlah kelebihan hasil dari seluruh penjualan aset

melebihi suatu jumlah dolar yang ditentukan, Emiten harus menggunakan kelebihan hasil tersebut untuk menawarkan untuk membeli kembali, secara pro rata, obligasi pada nilai nominal, ditambah bunga yang terakumulasi dan utang pari passu lainnya dengan persyaratan pelunasan yang serupa. Berikut ini adalah suatu contoh dari janji tersebut.

Bagian 4.13. Pembatasan terhadap Penjualan Aset.

- a. *Perusahaan tidak akan, dan tidak akan mengizinkan Anak Perusahaan Yang Dibatasi mana pun untuk, melakukan Penjualan Aset apa pun, kecuali:*
 - i. *tidak ada Cedera Janji yang akan terjadi dan berlanjut atau yang dapat terjadi sebagai akibat dari Penjualan Aset tersebut;*
 - ii. *imbal balik yang diterima oleh Perusahaan atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi, sesuai dengan keadaannya, berjumlah sekurang-kurangnya setara dengan Nilai Pasar Wajar dari aset-aset yang dijual atau dilepaskan;*
 - iii. *dalam hal suatu Penjualan Aset yang merupakan suatu Pelepasan Aset, Perusahaan dapat Menimbulkan sekurang-kurangnya Utang sebesar US\$1,00 berdasarkan ketentuan dalam Bagian 4.05 (a)³ setelah memberikan dampak pro forma terhadap Pelepasan Aset tersebut; dan*
 - iv. *sekurang-kurangnya 75% dari imbal balik yang diterima terdiri dari kas, Investasi Kas Sementara atau Aset Pengganti; dengan ketentuan bahwa dalam hal suatu Penjualan Aset yang melaluinya Perusahaan atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi menerima Aset Pengganti menyebabkan keseluruhan kelebihan imbal balik sebesar US\$10,0 juta (atau jumlah Dolar Yang Setara), Perusahaan akan menyampaikan kepada Perwaliamanatan, suatu opini mengenai kewajaran bagi Perusahaan atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi atas Penjualan Aset tersebut dari sudut pandang keuangan yang diberikan oleh suatu firma akuntansi, penilai atau perbankan investasi yang diakui secara internasional. Untuk*

³ Referensi silang terkait dengan uji Utang Rasio berdasarkan Janji Pembatasan terhadap Utang.

kepentingan ketentuan ini, masing-masing dari hal-hal berikut ini akan dianggap sebagai kas:

1. setiap liabilitas, sebagaimana yang tercantum pada laporan posisi keuangan konsolidasian terakhir Perusahaan, dari Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi (selain liabilitas bersyarat dan liabilitas yang berdasarkan ketentuan-ketentuannya ter subordinasi terhadap Surat Utang atau suatu Penanggungan Anak Perusahaan) yang diterima oleh penerima pemindahtanganan atas aset-aset tersebut berdasarkan suatu perjanjian penerimaan, pengalihan, novasi pada umumnya atau lainnya yang membebaskan Perusahaan atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi tersebut dari liabilitas lebih lanjut; dan
 2. setiap efek, surat utang atau kewajiban lain yang diterima oleh Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi dari penerima pemindahtanganan tersebut segera, namun dalam hal apa pun dalam waktu 30 hari setelah penyelesaian, dikonversikan oleh Perusahaan atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi menjadi kas, sebatas kas yang diterima dalam konversi tersebut.
- b. Dalam waktu 360 hari setelah menerima suatu Hasil Kas Bersih dari suatu Penjualan Aset, Perusahaan (atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi) dapat menggunakan Hasil Kas Bersih tersebut untuk:
- i. secara permanen melunasi Utang Senior Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Penanggung atau setiap Utang dari suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang bukan merupakan suatu Anak Perusahaan Penanggung (dan, apabila Utang Senior yang dilunasi tersebut merupakan Utang kredit bergulir, untuk secara bersamaan mengurangi komitmen sehubungan dengan utang tersebut) dalam hal apa pun yang masih terutang kepada suatu Pribadi selain Perusahaan atau suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi; atau
 - ii. mengambil alih properti dan aset yang mengganti properti dan aset yang merupakan subjek dari Penjualan Aset atau Aset Pengganti tersebut.

- c. *Setiap Hasil Kas Bersih dari Penjualan Aset yang tidak digunakan atau diinvestasikan sebagaimana yang dinyatakan dalam Bagian 4.13(a)(i) dan 4.13(a)(ii) di atas akan menjadi "Kelebihan Hasil." Kelebihan Hasil dengan jumlah kurang dari US\$10,0 juta (atau jumlah Dolar Yang Setara), akan tetap ada dan diakumulasikan. Apabila akumulasi Kelebihan Hasil melebihi US\$10,0 juta (atau jumlah Dolar Yang Setara), dalam waktu 10 hari, Perusahaan harus melakukan suatu Penawaran untuk Membeli Surat Utang dengan jumlah pokok yang setara dengan:*
- i. *akumulasi Kelebihan Hasil, dikalikan dengan*
 - ii. *pecahan: 1. yang pembilangnya setara dengan jumlah pokok yang masih terutang dari Surat Utang dan 2. Yang penyebutnya setara dengan jumlah pokok yang masih terutang dari Surat Utang dan seluruh Utang yang pari passu yang sama-sama wajib dibayar, dilunasi atau ditawarkan sehubungan dengan Penjualan Aset yang terkait,*
 - iii. *dibulatkan ke bawah ke US\$1.000 terdekat.*
- d. *Harga penawaran dalam setiap Penawaran untuk Membeli akan setara dengan 100% dari jumlah pokok Surat Utang ditambah bunga yang terakumulasi dan belum dibayar hingga tanggal pembelian, dan akan menjadi harus dibayar secara tunai.*
- e. *Apabila masih terdapat Kelebihan Hasil setelah penyelesaian suatu Penawaran Untuk Membeli, Perusahaan dapat menggunakan Kelebihan Hasil tersebut untuk tujuan apa pun yang tidak dilarang berdasarkan Indenture ini. Apabila keseluruhan jumlah pokok Surat Utang (dan utang apa pun lainnya yang pari passu) yang ditawarkan dalam Penawaran untuk Membeli tersebut melebihi jumlah Kelebihan Hasil, Wali Amanat akan memilih Surat Utang (dan Utang lain yang pari passu) untuk dibeli sesuai dengan prosedur-prosedur yang ditentukan berdasarkan Bagian 3.02. Setelah penyelesaian setiap Penawaran untuk Membeli, jumlah Kelebihan Hasil akan ditetapkan ulang menjadi nol.*

Pembatasan terhadap Transaksi Afiliasi

Tujuan Janji Pembatasan terhadap Transaksi Afiliasi adalah untuk menghindari aliran keluar dari Grup Kredit kepada para pemegang saham pengendali dan afiliasi-afiliasi lainnya melalui transaksi-transaksi yang harganya ditetapkan atau disusun strukturnya dengan cara yang tidak wajar, yang oleh karenanya berpotensi mengurangi nilai Grup Kredit. Suatu afiliasi pada umumnya didefinisikan dengan mencakup setiap pribadi yang mengendalikan, atau di bawah kendali bersama dengan, Emiten dan pada umumnya mencakup setiap pemegang saham dengan kepemilikan di atas suatu persentase tertentu (pada umumnya antara 5% dan 10%).

Janji ini memberikan serangkaian persyaratan yang harus dipenuhi, namun bukan berfungsi untuk melarang transaksi-transaksi afiliasi sepenuhnya. Sebaliknya, janji ini mengatur transaksi-transaksi tersebut (mengingat potensi risiko dari transaksi dengan direksi (*self-dealing*) yang dilakukan) untuk melarang Grup Kredit mengadakan transaksi-transaksi dengan afiliasi mana pun kecuali:

- transaksi dilakukan dengan prinsip kelaziman dan kewajaran usaha;
- apabila nilai transaksi melebihi suatu ambang batas jumlah yang dinegosiasikan (pada umumnya US\$1 juta sampai dengan US\$5 juta, bergantung pada skala usaha Emiten pada saat obligasi diterbitkan), transaksi disetujui oleh mayoritas direksi Emiten, termasuk mayoritas direktur yang tidak memiliki kepentingan (meskipun terkadang persetujuan tersebut diperlukan hanya dari seorang pejabat); dan
- apabila nilai transaksi melebihi suatu jumlah ambang batas yang lebih tinggi, Emiten memperoleh suatu pendapat kewajaran dari suatu bank investasi independen, firma akuntansi atau penilai (meskipun sering kali persetujuan yang diperlukan hanya yang diperoleh dari direksi Emiten).

Pengecualian umum terhadap janji tersebut meliputi (i) transaksi-transaksi antara dan di antara Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi, (ii) pembayaran biaya yang wajar dan lazim kepada direktur, (iii) Pembayaran Yang Dibatasi yang dilakukan sesuai dengan Janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi dan Investasi Yang Diizinkan dan (iv) pembayaran biaya pengelolaan kepada sponsor pembelian terutang.

Pembatasan terhadap Penetapan Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi

Pembatasan terhadap Penetapan Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi memastikan bahwa berbagai janji lainnya tidak akan terhambat melalui penetapan dan penetapan kembali Anak Perusahaan Yang Dibatasi dan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi.

Sebagai aturan umum, seluruh anak perusahaan Emiten merupakan Anak Perusahaan Yang Dibatasi kecuali suatu anak perusahaan tercatat sebagai suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi dalam indenture atau Emiten selanjutnya secara tegas menetapkan suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sebagai suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi sesuai dengan persyaratan indenture. Emiten dapat menetapkan dan menetapkan kembali anak perusahaannya baik sebagai Anak Perusahaan Yang Dibatasi atau Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi pada saat apa pun sebagaimana yang ditentukan berdasarkan janji. Namun, karena janji-janji tersebut tidak akan berlaku terhadap Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi, pemegang surat utang dapat menganggap penetapan dan penetapan kembali oleh Emiten sebagai suatu cara yang potensial untuk mengatasi batasan-batasan yang berlaku terhadap investasi, dalam menimbulkan utang atau melakukan pengambilalihan dan pelepasan.

Dengan menetapkan suatu anak perusahaan sebagai anak perusahaan yang tidak dibatasi, Emiten dianggap telah melakukan suatu investasi pada anak perusahaan tersebut dengan jumlah yang setara dengan nilai pasar wajar dari kepentingan Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasinya dalam anak perusahaan tersebut pada saat penetapannya, *dengan ketentuan* bahwa untuk menetapkan suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi sebagai suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi, persyaratan berikut ini harus dipenuhi:

- Emiten harus mematuhi Janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi (yaitu, nilai pasar wajar dari Investasi yang diakui dari Emiten pada anak perusahaan yang terkait pada saat penetapan harus diizinkan berdasarkan janji Pembayaran Yang Dibatasi atau sebagai suatu Investasi Yang Diizinkan. Investasi tersebut akan dinilai dengan

nilai pasar wajar dari jumlah aset bersih dari anak perusahaan tersebut pada saat penetapan dan jumlah setiap utang dari anak perusahaan tersebut yang terutang kepada Emiten dan setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi);

- Emiten harus mematuhi Janji Pembatasan terhadap Utang (yaitu, setiap penanggungan oleh Emiten atau Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya atas setiap utang Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi akan dianggap sebagai timbulnya utang tambahan). Pada umumnya, Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi hanya akan menimbulkan "utang tanpa hak regres," yang melarang Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi untuk menimbulkan suatu utang yang ditanggung atau dijamin oleh Emiten atau setiap Anak Perusahaan Yang Dibatasi. Selain itu, Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasinya sering kali dilarang untuk menjadi pemberi pinjaman atas utang apa pun kepada suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi;
- Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi yang baru ditetapkan tidak diizinkan untuk memiliki modal saham atau utang dari, atau memiliki hak gadai apa pun atas aset-aset dari, atau memiliki investasi apa pun pada, Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya;
- Emiten harus mematuhi Janji Pembatasan terhadap Transaksi Afiliasi (yaitu, setiap perjanjian, transaksi atau pengaturan antara Emiten, Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi yang baru dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya dari Emiten harus mematuhi Janji Pembatasan terhadap Transaksi Afiliasi);
- Emiten dan Anak Perusahaan Yang Dibatasi lainnya tidak diizinkan untuk memiliki kewajiban apa pun untuk (i) mengambil bagian ekuitas tambahan dalam Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi yang baru ditetapkan atau (ii) memelihara atau mempertahankan kondisi keuangan Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi yang baru ditetapkan (baik melalui penanggungan atau perpanjangan kredit); dan
- penetapan tidak akan mengakibatkan terjadinya suatu cedera janji atau suatu peristiwa cedera janji.

Untuk menetapkan suatu Anak Perusahaan Yang Tidak Dibatasi sebagai suatu Anak Perusahaan Yang Dibatasi, persyaratan berikut ini harus dipenuhi:

- penetapan harus dilakukan dengan mematuhi Janji Pembayaran Yang Dibatasi (yaitu, setiap investasi yang dimiliki oleh Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang baru ditetapkan harus dapat dilakukan sesuai dengan Janji Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi atau sebagai suatu Investasi Yang Diizinkan);
- setiap utang Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang baru ditetapkan harus dapat ditimbulkan sesuai dengan Janji Pembatasan terhadap Utang;
- setiap hak gadai atas aset-aset Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang baru ditetapkan harus mematuhi Janji Pembatasan terhadap Hak Gadai; dan
- penetapan tidak akan mengakibatkan terjadinya suatu cedera janji atau suatu peristiwa cedera janji.

Pembatasan terhadap Penggabungan, Peleburan, dan Penjualan Seluruh Aset Secara Substansial

Tujuan janji ini dalam membatasi penggabungan, peleburan dan penjualan seluruh aset secara substansial ("**Janji Penggabungan**") adalah untuk mencegah suatu penggabungan usaha di mana entitas yang menerima penggabungan usaha tidak sehat secara finansial, sebagaimana yang diukur berdasarkan Rasio Cakupan Biaya Tetap. Janji tersebut melarang Entitas untuk melakukan penggabungan dengan atau peleburan menjadi entitas lain, atau memindahtangankan seluruh atau secara substansial seluruh aset Grup Kredit kepada entitas lainnya, kecuali persyaratan umum berikut ini terpenuhi:

- baik Emiten merupakan entitas yang menerima penggabungan atau peleburan atau entitas yang menerima penggabungan atau peleburan merupakan suatu entitas yang dikelola berdasarkan hukum dari suatu yurisdiksi tertentu (misalnya, yurisdiksi di mana Emiten didirikan) dan secara tegas menerima kewajiban-kewajiban Emiten berdasarkan obligasi dan indenture;

- Emiten atau entitas yang menerima penggabungan atau peleburan harus dapat menimbulkan sekurang-kurangnya Utang Rasio sebesar US\$1,00 berdasarkan Janji Pembatasan terhadap Utang atas dasar pro forma (meskipun terkadang persyaratan ini hanya mewajibkan Rasio Cakupan Biaya Tetap Emiten yang tidak lebih rendah sebagai akibat dari transaksi meskipun bahkan apabila Emiten masih tidak dapat menimbulkan Utang Rasio sebesar US\$1,00); dan
- tidak adanya cedera janji, baik sebelum atau sebagai akibat dari transaksi.



TIP PRAKTIS

Obligasi bunga tinggi untuk emiten Asia pada umumnya juga mewajibkan Emiten atau emiten yang menerima penggabungan atau peleburan untuk memiliki kekayaan bersih konsolidasi yang setara dengan atau lebih besar dari kekayaan bersih konsolidasi Emiten sebelum transaksi

Karena janji tersebut membatasi transaksi-transaksi tertentu yang juga dapat menyebabkan adanya perubahan kendali yang memberikan opsi kepada pemegang surat utang untuk mengembalikan obligasi kepada Emiten, janji tersebut harus dinegosiasikan bersamaan dengan Janji Perubahan Kendali. Apabila obligasi ditanggung oleh anak perusahaan Emiten, Janji Penggabungan juga akan melarang setiap Anak Perusahaan Penanggung untuk melakukan penggabungan dengan atau peleburan menjadi entitas lain, atau memindahkan seluruh atau secara substansial seluruh aset Anak Perusahaan Penanggung kepada entitas lain, kecuali persyaratan umum berikut ini terpenuhi:

Salah satu dari:

- (i) transaksi akan mengakibatkan Anak Perusahaan Penanggung tidak lagi menjadi anak perusahaan Emiten, (ii) transaksi mematuhi Janji Pembatasan terhadap Penjualan Aset dan (iii) Anak Perusahaan Penanggung dibebaskan dari penanggungan atas obligasi sesuai dengan ketentuan-ketentuan indenture; atau

- b. (i) Anak Perusahaan Penanggung merupakan entitas yang menerima penggabungan atau peleburan yang didirikan berdasarkan hukum suatu yurisdiksi tertentu dan secara tegas menerima kewajiban-kewajiban Anak Perusahaan Penanggung berdasarkan penanggungan obligasinya dan (ii) tidak adanya cedera janji apa pun berdasarkan indenture, baik sebelum atau sebagai akibat dari transaksi.

PERUBAHAN KENDALI

Janji Perubahan Kendali melindungi pemegang surat utang dari perubahan mendasar terhadap struktur kepemilikan dan/atau susunan direksi Emiten. Investor pada umumnya meminta opsi jual perubahan kendali karena identitas, rekam jejak dan strategi keuangan serta strategi bisnis dari pemilik akhir Emiten yang dapat menjadi faktor yang signifikan dalam keputusan investasi awal investor. Khususnya untuk perusahaan-perusahaan portofolio sponsor *private equity* yang merupakan telah berulang kali bermain di pasar bunga tinggi. Apabila terjadi perubahan signifikan terhadap kepemilikan selama jangka waktu obligasi, investor memilih untuk mengakhiri kredit.

Pada saat terjadi salah satu dari serangkaian peristiwa perubahan kendali yang ditentukan, Emiten diwajibkan untuk memberikan suatu penawaran (yaitu, penawaran perubahan kendali) untuk membeli kembali obligasi dengan suatu persentase tertentu (pada umumnya 101%) dari jumlah pokoknya. Peristiwa perubahan kendali tertentu dapat dinegosiasikan secara mendalam antara Emiten dan penjamin emisi (khususnya apabila suatu penawaran umum perdana atau penjualan sebagian dari Emiten selama jangka waktu obligasi merupakan skenario realistis), namun pada umumnya akan mencakup:

- pengambilalihan oleh suatu pribadi atau sekelompok pribadi (selain dari yang didefinisikan sebagai pemegang ekuitas yang diizinkan) atas lebih dari persentase tertentu (pada umumnya antara 30% dan 50%) dari modal dengan hak suara Emiten.
- perubahan terhadap direksi Emiten yang diperdebatkan (misalnya, perebutan kuasa); dan
- pelepasan semua atau sebagian aset dari Grup Kredit



TIP PRAKTIS

“Pemegang Yang Diizinkan” dapat diperluas sehingga mencakup kelas atau kategori calon pengambil alih potensial apabila pada umumnya, selama jangka waktu obligasi dan khususnya di mana investor dapat menyambut partisipasi kepemilikan tersebut. Contohnya termasuk *quasi-sovereign wealth funds* atau *sovereign wealth funds* atau organisasi pengembangan dalam keadaan-keadaan pasar perbatasan.

Beberapa ketentuan perubahan kendali juga akan menyertakan “pemicu ganda” yang mewajibkan untuk setiap perubahan kendali disertai dengan penurunan peringkat sebelum adanya pemicu pelaksanaan perubahan kendali. Teori di balik kewajiban tambahan tersebut adalah bahwa perubahan kepemilikan tanpa disertai dengan penurunan peringkat tidak dapat memberi dampak buruk terhadap harga obligasi dan dengan demikian, tidak akan memicu suatu investor untuk mengakhirinya.

Terjadinya suatu peristiwa perubahan kendali mewakili suatu peristiwa likuiditas signifikan untuk Emiten, dan perlu untuk secara hati-hati dibuat strukturnya dan kemudian diawasi selama jangka waktu obligasi.

KEWAJIBAN PELAPORAN

Tujuan dari janji untuk melakukan pelaporan adalah untuk memastikan adanya ketersediaan informasi terkini yang berkelanjutan mengenai kinerja keuangan Emiten. Walaupun terlihat seperti suatu janji bunga rampai (*boilerplate covenant*), calon investor dapat menjadi sangat sensitif terhadap isi dari janji ini dan pada umumnya mewajibkan Emiten untuk melakukan pengungkapan publik penuh selama obligasi masih terutang, baik Emiten tunduk pada Securities and Exchange Commission (“SEC”) Amerika Serikat atau kewajiban pelaporan lainnya atau tidak. Ketersediaan informasi terkini secara publik mengenai kinerja keuangan Emiten tidak hanya penting untuk pengembangan suatu pasar yang likuid dalam obligasi, namun juga melindungi pemegang surat utang yang mungkin bermaksud untuk menjual obligasi mereka dari kewajiban potensial untuk penyalahgunaan pasar. Selain itu, ketersediaan informasi terkini mengenai

kinerja keuangan Emiten diperlukan untuk mengizinkan investor AS untuk menjual kembali obligasi mereka di Amerika Serikat sehubungan dengan *Rule 144A*. Lihat *Pertimbangan Hukum – Struktur transaksi dan Hukum Sekuritas Federal AS – Rule 144A*.

Di Asia, walaupun terdapat beberapa kewajiban pengungkapan publik yang ada yang dapat ditaati oleh Emiten, kewajiban tersebut perlu untuk disesuaikan secara hati-hati. Pada umumnya, informasi dasar yang diperlukan adalah laporan keuangan semi-tahunan yang telah diaudit ditambah dengan beberapa informasi laporan tahunan tertentu. Emiten perlu mengevaluasi kewajiban tersebut untuk memastikan bahwa setiap penambahan kewajiban untuk memberikan informasi dari yang telah disusun dalam kegiatan sehari-hari, telah dipertimbangkan secara hati-hati. Kewajiban untuk pengiriman laporan keuangan harus sejajar dengan perhitungan Keranjang Penghasilan Bersih. Lihat *Pembatasan terhadap Pembayaran Yang Dibatasi – Perhitungan Keranjang Penghasilan Bersih*.

Pembatasan terhadap Kegiatan Usaha

Tujuan dari Janji Pembatasan terhadap Kegiatan Usaha adalah untuk membatasi Emiten untuk memulai bidang usaha baru yang tidak dijalankan oleh investor pada saat penerbitan. Sebagai contoh, janji tersebut melarang Emiten untuk memulai bidang usaha yang (i) tidak sejenis dengan usaha yang dijalankan oleh Emiten dan anak perusahaannya pada saat penerbitan (atau sewajarnya terkait dengannya) atau (ii) tidak diungkapkan lain dalam memorandum penawaran. Dengan demikian, sebelum menegosiasikan janji pembatasan terhadap kegiatan usaha, Emiten harus mempertimbangkan potensi bidang usahanya secara hati-hati selama jangka waktu obligasi, dengan tetap menyeimbangkan pertimbangan tersebut yang bertentangan dengan maksud investor untuk membatasi bidang usaha dan geografi Emiten yang memiliki rekam jejak yang telah terbukti.

Pembatasan terhadap Penerbitan Penanggungan Utang

Janji Pembatasan terhadap Penerbitan Penanggungan Utang menghalangi Emiten dan Subordinasi Yang Dibatasi untuk melakukan subordinasi obligasi ke utang lain secara struktural. Janji dilakukan dengan membatasi Anak Perusahaan bukan penanggung untuk memberikan penanggungan, secara langsung atau tidak langsung, atas suatu utang Emiten atau suatu penanggung anak perusahaan lainnya kecuali Anak Perusahaan bukan penanggung tersebut juga memberikan penanggungan atas obligasi setidaknya *pari passu* dengan setiap utang lainnya tersebut.

PENGGUNAAN HASIL

Janji penggunaan hasil mewajibkan agar hasil penerbitan digunakan dengan cara yang diatur dalam memorandum penawaran.

PEMBAYARAN UNTUK PERSETUJUAN

Janji pembayaran untuk persetujuan mewajibkan semua penawaran imbal balik sebagai ganti dari pemberian persetujuan dan pengesampingan terhadap ketentuan indenture harus dibuat sama untuk semua pemegang surat utang dan imbal balik yang ditawarkan harus dibayar kepada semua pemegang surat utang yang memberikan persetujuan.



Perbandingan Global Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi

Terdapat suatu struktur global yang umum untuk paket janji obligasi bunga tinggi, yang mengelola risiko besar aliran keluar kas, investasi berisiko, *leverage* yang meningkat, subordinasi dan perubahan tata kelola perusahaan. Namun, paket janji bunga tinggi yang terstruktur secara global sedikit disesuaikan dalam masing-masing dari tiga pasar obligasi bunga tinggi besar: Amerika Serikat, Eropa dan Asia. Tabel berikut merangkum perbedaan penting dari paket janji obligasi bunga tinggi pada umumnya secara global:

Penanggung

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMANGGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

AMERIKA
SERIKAT

Obligasi lebih sering ditanggung oleh semua Anak Perusahaan Yang Dibatasi, daripada anak perusahaan asing (terutama karena alasan pajak) dan anak perusahaan yang tidak material.

Pada umumnya hanya Anak Perusahaan Yang Dibatasi yang menanggung utang lain dari emiten dan/atau hanya penanggung yang dapat menimbulkan utang.

EROPA

Sebagai posisi awal, cakupan penanggung yang komprehensif (setidaknya 80%+/sedekat mungkin dengan 100% EBITDA, pendapatan dan aset) untuk "obligasi senior" merupakan hal yang umum dan diminati.

Cakupan penanggung idealnya mencakup semua anak perusahaan dalam negeri dan asing (material). Namun, dalam pelaksanaannya, hukum perusahaan dan insolvensi dari berbagai yurisdiksi Eropa membatasi kegunaan dan keberlakuan penanggungan hulu secara signifikan, kecuali terdapat kepentingan perusahaan yang jelas dan langsung terhadap penjamin anak perusahaan yang relevan.

ASIA

Obligasi bunga tinggi Asia diterbitkan oleh emiten di luar RRT mengikuti model penanggung AS atau Eropa.

Untuk obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT, pemegang surat utang di luar RRT hanya menerima penanggungan anak perusahaan dari anak perusahaan non-RRT, yang pada umumnya hanya menanggung sebagian dari aset emiten. Dengan demikian, penerbitan subordinasi struktural menjadi karakteristik yang dominan dari struktur obligasi bunga tinggi dan aset atau operasional substansial di RRT.

Pembatasan Terhadap Utang

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMEGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

AMERIKA
SERIKAT

Pada umumnya, rasio cakupan biaya tetap adalah 2,0, namun dapat bervariasi dari 2,0 hingga 2,5. Pada umumnya, Anak Perusahaan bukan penanggung tidak diizinkan untuk menimbulkan utang rasio, karena mengurangi subordinasi struktural.

Kecenderungan untuk menentukan pengecualian fasilitas kredit untuk mencakup penawaran efek utang dan fasilitas kredit bank komersial.

Kecenderungan untuk keranjang dolar lain seperti utang pembelian uang atau keranjang utang umum untuk dibatasi pada mana yang lebih besar, jumlah dolar tetap atau komponen pertumbuhan. (misalnya, persentase Total Aset Bersih Konsolidasi).

Emiten lebih memilih untuk memasukkan kemampuan untuk kemudian mengklasifikasi ulang utang yang timbul berdasarkan keranjang sebagai utang rasio apabila rasio cakupan biaya tetap dapat dipenuhi, untuk membuat keranjang menjadi "segar".

EROPA

Pada umumnya, rasio cakupan biaya tetap adalah 2,0, namun dapat bervariasi dari 2,0 hingga 2,5. Pada umumnya, Anak Perusahaan bukan penanggung tidak diizinkan untuk menimbulkan utang rasio, karena mengurangi subordinasi struktural.

Pada umumnya, melakukan uji "rasio utang yang dijamin konsolidasi" (total utang konsolidasi/EBITDA konsolidasi) untuk utang rasio tambahan yang timbul yang dijamin dengan hak gadai untuk membuat lembaga pemeringkat dan investor tenang karena Emiten tidak akan meningkatkan modalnya secara berlebihan.

Terutama untuk usaha siklus dengan EBITDA yang saat ini tinggi, rasio utang yang dijamin konsolidasi (daripada rasio cakupan biaya tetap) dapat menjadi batasan pokok atas kemampuan untuk menimbulkan utang rasio tambahan. Pada umumnya, pengecualian fasilitas kredit termasuk penawaran efek utang dan juga fasilitas kredit bank komersial. Emiten lebih memilih untuk memasukkan kemampuan untuk kemudian mengklasifikasi ulang utang yang ditanggung berdasarkan keranjang sebagai utang rasio apabila rasio cakupan biaya tetap dapat dipenuhi, untuk membuat keranjang menjadi "segar".

Pembatasan Terhadap Utang

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG	Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa
KARAKTERISTIK PEMBEDA ASIA	<p>Rasio cakupan biaya tetap berada di antara 2,0 dan 3,5.⁴ Untuk obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT, Anak Perusahaan Yang Dibatasi bukan penanggung tidak diizinkan untuk menimbulkan utang berdasarkan rasio cakupan biaya tetap. Pada umumnya, berdasarkan obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT membatasi timbulnya utang oleh Anak Perusahaan Yang Dibatasi terhadap 10% hingga 15% dari total aset, meskipun dapat mengecualikan setiap utang yang diberikan dalam penawaran umum atau terbatas ke investor institusi. Sebagian besar obligasi bunga tinggi oleh emiten RRT tidak memiliki pemisahan fasilitas kredit. Sehubungan dengan utang yang diizinkan, obligasi bunga tinggi oleh emiten RRT membatasi keranjang utang persentase (dan keranjang lain) untuk suatu jumlah dolar tetap atau persentase dari total aset, meskipun pada umumnya obligasi yang lebih lemah menggunakan jumlah dolar tetap dan persentase total aset yang lebih besar, yang dapat termasuk aset tertentu yang tidak berwujud.</p> <p>Obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia terkadang mencakup konsep utang prioritas yang diizinkan, di mana secara struktural utang subordinasi dapat ditimbulkan oleh non-penanggung apabila (i) utang subordinasi secara struktural dan kontraktual kurang dari 15% dari total aset dan (ii) uji rasio yang berlaku terpenuhi.</p>

⁴ Berdasarkan obligasi bunga tinggi oleh emiten RRT, rasio cakupan biaya tetap pada umumnya antara 2 dan 3,5. Berdasarkan obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia, rasio cakupan biaya tetap pada umumnya antara 2,0 dan 3,5.

Pembatasan Terhadap Pembayaran Yang Dibatasi

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMEGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

AMERIKA
SERIKAT

Hal-hal yang dinegosiasikan pada umumnya:

- Dalam konteks menghitung pembuatan keranjang pembayaran umum yang dibatasi, kontribusi ekuitas dan hasil penawaran dapat berada pada nilai pasar wajar imbal balik non-kas, atau hanya kas.
- Ekuitas yang diterbitkan untuk melakukan pelunasan dengan menggunakan "hasil ekuitas" ("*equity claw*") surat utang selama periode non-opisi beli juga dapat dihitung atas pembuatan keranjang pembayaran umum yang dibatasi.
- Komponen "laba atas investasi" dari keranjang pembayaran umum yang dibatasi dihitung atas masing-masing investasi yang terpisah (di mana keranjang tidak dapat ditingkatkan dengan lebih dari jumlah investasi secara masing-masing) atau dihitung atas dasar agregat di antara semua investasi (yang lebih ramah emiten).
- Emiten dapat kemudian mengklasifikasi ulang suatu pembayaran yang dibatasi yang dilakukan berdasarkan keranjang tertentu (karena ketidakmampuan untuk memenuhi syarat rasio cakupan biaya tetap pada waktu investasi) sebagai suatu pembayaran yang dibatasi yang dilakukan berdasarkan keranjang umum (pada saat emiten dapat memenuhi syarat rasio cakupan biaya tetap)
- Pembelian kembali saham manajemen yang tunduk pada suatu batas tahunan secara bergulir (*roll-over*) untuk jumlah yang belum digunakan.
- Dividen atas saham yang didiskualifikasi yang timbul berdasarkan janji utang sepanjang dividen termasuk sebagai biaya tetap.
- Tidak seperti beberapa transaksi sponsor Eropa, transaksi AS pada umumnya tidak mengizinkan pembayaran yang dibatasi tidak terhingga yang hanya tunduk pada uji *leverage*.

Pembatasan Terhadap Pembayaran Yang Dibatasi

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMEGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

EROPA

Hal-hal yang dinegosiasikan pada umumnya:

- Dalam konteks menghitung pembuatan keranjang pembayaran umum yang dibatasi, baik kontribusi ekuitas dan hasil penawaran dapat berada pada nilai pasar wajar dari imbal balik non-kas atau hanya kas.
- Ekuitas yang diterbitkan untuk melakukan pelunasan dengan menggunakan "hasil ekuitas" dari surat utang selama periode non-opsi beli juga dapat dihitung terhadap pembuatan keranjang pembayaran umum yang dibatasi.
- Ukuran keranjang pembayaran umum yang dibatasi, keranjang investasi usaha patungan yang diizinkan dan keranjang investasi umum yang diizinkan.

ASIA

Surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT lebih sering memasukkan keranjang pembayaran yang dibatasi sebagai suatu komponen untuk membuat keranjang daripada suatu pemisahan yang terpisah, yang memaksa emiten untuk tunduk pada uji rasio cakupan biaya tetap untuk menggunakan keranjang pembayaran yang dibatasi.

Dalam surat utang bunga tinggi yang dibuat oleh emiten Indonesia, utang subordinasi antarperusahaan dapat diizinkan untuk dibayar lebih awal dan mungkin terdapat keranjang umum sebesar US\$10 juta untuk pembayaran yang dilarang.

Pembatasan Terhadap Hak Gadai

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG	
KARAKTERISTIK PEMBEDA	<p>Perhatian harus diberikan terhadap semua utang yang diizinkan berdasarkan "fasilitas kredit" dapat dijamin dengan hak gadai yang diizinkan (termasuk utang rasio) atau hanya utang berdasarkan keranjang fasilitas kredit tertentu.</p> <p>Janji yang pada umumnya dipicu oleh utang sekuritas hak gadai, daripada penerbitan hak gadai untuk kepentingan lainnya.</p>
	<p>Perhatian harus diberikan terhadap semua utang rasio yang diizinkan dan utang "fasilitas kredit" dapat dijamin dengan hak gadai yang diizinkan atau, apabila suatu transaksi yang dijamin, hak gadai sebagai agunan yang diizinkan atau hanya utang berdasarkan keranjang fasilitas kredit tertentu.</p> <p>Janji yang pada umumnya dipicu oleh utang sekuritas hak gadai, daripada timbulnya hak gadai untuk kepentingan lainnya.</p>
	<p>Utang yang diizinkan berdasarkan janji utang pada umumnya diizinkan untuk dijamin.</p> <p>Banyak surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT yang tidak memiliki keranjang utang fasilitas kredit dan oleh karena itu, tidak ada keranjang hak gadai yang sesuai. Surat utang yang dijamin yang diterbitkan oleh emiten RRT sering kali mengizinkan utang pari passu tanpa uji rasio, yang secara efektif mengizinkan dilusi agunan yang tidak terhingga.</p>

Pembatasan Terhadap Penjualan Aset Dan Saham Anak Perusahaan

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMEGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

AMERIKA
SERIKAT

Janji telah menjadi semakin lemah dalam pasar saat ini. Hal-hal yang dinegosiasikan pada umumnya termasuk:

- Jenis-jenis imbal balik yang akan menjadi "kas perolehan" untuk kewajiban imbal balik kas sebesar 75%. Belakangan ini, beberapa transaksi mengizinkan peruntukan hasil tertentu hingga suatu batas sebagai "kas perolehan".
- Jenis utang yang dapat dilunasi dengan hasil penjualan aset sebagai penggunaan hasil yang diizinkan (utang yang secara struktural senior terhadap surat utang atau setiap utang non-subordinasi).
- Transaksi yang dikecualikan dari definisi "Penjualan Aset"
- Hasil penjualan aset pada umumnya tidak perlu digunakan dalam waktu 365 hari (atau jangka waktu yang ditentukan lainnya) selama kontrak yang mengikat masih berlaku selama jangka waktu tersebut, dan hasil sebenarnya digunakan selama jangka waktu 180 hari berikutnya.

Pembatasan Terhadap Penjualan Aset Dan Saham Anak Perusahaan

TINGKAT
PERLINDUNGAN
PEMEGANG
SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

EROPA

Hal-hal yang dinegosiasikan pada umumnya termasuk:

- Jenis-jenis imbal balik yang akan membuat “kas perolehan” untuk kewajiban imbal balik kas sebesar 75%.
- Jenis utang yang dapat dilunasi dengan hasil penjualan aset sebagai suatu penggunaan hasil yang diizinkan (utang yang secara struktural menjadi senior terhadap surat utang atau setiap utang non-subordinasi).
- Transaksi yang dikecualikan dari definisi “Penjualan Aset”
- Hasil penjualan aset pada umumnya tidak perlu digunakan dalam waktu 365 hari (atau jangka waktu yang ditentukan lainnya) selama kontrak yang mengikat masih berlaku selama jangka waktu tersebut, dan hasil sebenarnya digunakan selama jangka waktu 180 hari berikutnya.

ASIA

Berdasarkan surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT, uji penjualan aset sering kali mencakup suatu kewajiban tambahan, yaitu emiten memenuhi rasio cakupan biaya tetap sehubungan dengan setiap penjualan anak perusahaan yang dibatasi, divisi atau bidang usaha. Surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT sering kali membatasi anak perusahaan yang dibatasi untuk melakukan suatu jual dan sewa kembali.

Beberapa surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia juga menghalangi anak perusahaan yang dibatasi untuk melakukan jual dan sewa kembali, namun mengizinkan perusahaan induk untuk melakukan jual dan sewa kembali dalam keadaan tertentu. Banyak surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia termasuk suatu kewajiban tambahan, yaitu Emiten dapat menimbulkan utang rasio untuk pelepasan aset atau penjualan anak perusahaan yang dibatasi, divisi atau bidang usaha.

Pembatasan Terhadap Transaksi Afiliasi

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG		Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa
KARAKTERISTIK PEMBEDA	AMERIKA SERIKAT	Kecenderungan untuk tidak mewajibkan pendapat kewajaran independen, namun hanya merujuk pada keputusan direktur independen. Pengecualian Direksi untuk membuat janji, termasuk pembayaran yang dibatasi yang diizinkan dan investasi yang diizinkan.
	EROPA	Negosiasi hal-hal yang pada umumnya termasuk ambang batas yang sesuai untuk pendapat kewajaran. Pengecualian direksi untuk membuat janji, termasuk pembayaran yang dibatasi yang diizinkan (selain investasi yang diizinkan).
	ASIA	Berdasarkan surat utang bunga tinggi oleh penerbit RRT dan Indonesia, janji pada umumnya diberikan untuk diberlakukan terhadap pemegang saham 5% hingga 10%.

Pembatasan Terhadap Penggabungan, Peleburan Dan Penjualan Seluruh Aset Secara Substansial

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG

Perlindungan terkuat di Asia dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Amerika Serikat dan Eropa

KARAKTERISTIK PEMBEDA

AMERIKA SERIKAT

Kecenderungan untuk mewajibkan bahwa emiten dapat menimbulkan US\$1,00 berdasarkan rasio cakupan biaya tetap atas dasar *pro forma*, atau rasio cakupan biaya tetap *pro forma* tidak lebih buruk atau lebih baik dari transaksi sebelumnya.

Kewajiban untuk memenuhi persyaratan rasio *leverage* menjadi lebih jarang ditemukan.

EROPA

Hal yang sering dinegosiasikan mencakup bahwa emiten harus dapat menimbulkan US\$1,00 berdasarkan rasio cakupan biaya tetap atas dasar *pro forma*, atau rasio cakupan biaya tetap *pro forma* tidak diizinkan lebih buruk atau lebih baik dari transaksi sebelumnya.

Kewajiban pada umumnya yaitu perusahaan penerus didirikan di dalam negara UE “pra-perluasan” (yaitu, pra-2003), Swiss atau Amerika Serikat (yaitu, dengan asumsi bahwa emiten tidak didirikan di dalam negara UE pasca-perluasan).

ASIA

Selain kewajiban pasar AS dan Eropa pada umumnya, surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT mewajibkan bahwa (i) emiten atau entitas yang masih ada memiliki suatu kekayaan bersih konsolidasi yang setara dengan atau lebih besar dari kekayaan bersih konsolidasi emiten sebelum transaksi dilakukan dan (ii) tidak terjadi penurunan peringkat.

Banyak surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia juga mewajibkan emiten atau entitas yang masih ada untuk memiliki suatu kekayaan bersih konsolidasi setara dengan atau lebih besar dari kekayaan bersih konsolidasi emiten sebelum transaksi dilakukan. Beberapa surat utang bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia juga mewajibkan entitas yang ada untuk didirikan di Indonesia, Singapura atau Amerika Serikat.

Perubahan Kendali

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG		Perlindungan terkuat di Amerika Serikat dan perlindungan serupa yang lebih lemah di Eropa dan Asia
KARAKTERISTIK PEMBEDA	AMERIKA SERIKAT	<p>Pemicu peringkat pada umumnya hanya untuk penerbitan kredit dan transaksi sponsor yang lebih kuat. Portabilitas lebih karang ditemukan dari di yurisdiksi non-AS.</p> <p>Belakangan ini, beberapa transaksi memicu suatu perubahan kendali hanya apabila suatu uji <i>leverage</i> tidak dipenuhi.</p> <p>Kekhawatiran saat ini adalah <i>dead hand proxy puts</i> mungkin tidak dapat diberlakukan dan/atau menimbulkan tanggung jawab dari direktur.</p>
	EROPA	Portabilitas dengan pemicu ganda (yaitu, perubahan kendali ditambah dengan penurunan peringkat atau uji <i>leverage</i>) pada umumnya hanya untuk penerbitan kredit dan transaksi sponsor yang lebih kuat.
	ASIA	<p>Berdasarkan surat utang hasil tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT, pemicu ganda merupakan hal yang umum (dengan ketentuan yaitu peristiwa penurunan peringkat terjadi dalam waktu enam bulan sejak peristiwa perubahan kendali).</p> <p>Surat utang hasil tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia dapat memiliki pemicu tunggal atau ganda.</p>

Kewajiban Pelaporan

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG	<p>Perlindungan terkuat di Amerika Serikat dengan perlindungan yang setara di Eropa dan Asia.</p>
KARAKTERISTIK PEMBEDA	<p>AMERIKA SERIKAT</p> <p>Emiten diwajibkan melengkapi seluruh laporan triwulan, tahunan atau tertentu yang mungkin diperlukan dalam masing-masing Formulir 10-Q, 10-K dan 8-K.</p> <p>Kecenderungan untuk memperpanjang jangka waktu pemulihan untuk cedera janji pelaporan, terkadang dengan kenaikan tingkat suku bunga.</p> <p>Dan juga kecenderungan untuk mengecualikan cedera janji pelaporan dari persyaratan “bebas-cedera janji” untuk tindakan-tindakan lain seperti pembayaran yang dibatasi dan timbulnya utang.</p> <p>Kecenderungan lain adalah emiten setuju untuk mengadakan panggilan konferensi triwulanan bersama investor untuk membahas hasil keuangan.</p>
	<p>EROPA</p> <p>Emiten diwajibkan untuk mengirimkan laporan tahunan 120 hari setelah akhir tahun, laporan triwulanan 60 hari setelah setiap tiga triwulan fiskal pertama, dan deskripsi mengenai peristiwa material tertentu segera setelah kejadian. Emiten baru pada umumnya memiliki waktu 90 hari untuk laporan triwulanan pertama.</p> <p>Seringnya melakukan negosiasi dan meningkatkan fokus oleh investor adalah akses ke dan kualitas yang diperlukan/ ruang lingkup dari laporan, khususnya apabila laporan harus memiliki ruang lingkup dan konten yang secara substansial serupa dengan memorandum penawaran (<i>Rule 144A</i>) atau apabila standar yang lebih rendah berlaku.</p> <p>Emiten swasta tertentu (misalnya, milik keluarga) hanya membuat laporan yang tersedia di situs web hubungan investor yang dilindungi kata sandi.</p>
	<p>ASIA</p> <p>Surat utang hasil tinggi oleh emiten Asia pada umumnya menerapkan ketentuan-ketentuan Eropa, walaupun terdapat variasi kasus per kasus.</p>

Janji Penghapusan

TINGKAT PERLINDUNGAN PEMEGANG SURAT UTANG		Perlindungan yang setara di Amerika Serikat, Eropa dan Asia
KARAKTERISTIK PEMBEDA	UNITED STATES	<p>“Penanggungan” lebih umum daripada “penghapusan” permanen.</p> <p>Perubahan kendali dan pembatasan terhadap janji hak gadai bukan merupakan janji penghapusan untuk alasan yang sama di wilayah lainnya.</p>
	EROPA	<p>“Penanggungan” lebih umum daripada “penghapusan” permanen.</p> <p>Perubahan kendali dan pembatasan terhadap janji hak gadai bukan merupakan janji penghapusan, karena perubahan kendali atau pembebanan hak gadai untuk kepentingan kreditur lainnya mungkin tidak dilakukan di kemudian hari. “Larangan” juga menampilkan Eurobonds (kelas-investasi) di Eropa, sehingga status kelas-investasi bukan merupakan alasan untuk pembatasan terhadap ketentuan hak gadai untuk dihapus atau ditanggguhkan.</p>
	ASIA	<p>“Penanggungan” lebih umum daripada “penghapusan” permanen.</p> <p>Perubahan kendali dan pembatasan terhadap janji hak gadai bukan merupakan janji penghapusan untuk alasan yang sama di wilayah lainnya.</p>

Pemahaman Yang Lebih Mendalam mengenai Obligasi Bunga Tinggi untuk Emiten Asia

Dalam menyusun penawaran obligasi bunga tinggi oleh emiten Asia, diperlukan adanya perhatian, khususnya terhadap masalah-masalah yang berkaitan dengan negara. Oleh karena itu, struktur penawaran dan paket janji sehubungan dengan penawaran tersebut pada dasarnya berbeda dari salinan rangkap Amerika Serikat dan Eropa-nya.

Pertimbangan Umum untuk Emiten Asia

MATA UANG

Mata uang yang berlaku untuk obligasi bunga tinggi yang ditawarkan oleh emiten Asia adalah dolar AS. Namun, pengaturan mata uang lain (misalnya, obligasi dan penawaran dim sum dalam mata uang setempat seperti dolar Singapura) memiliki daya tarik. (Obligasi dim sum adalah obligasi dalam mata uang Renminbi namun diterbitkan di luar RRT.)

PENINGKATAN PERINGKAT

Dalam membangun struktur penawaran oleh emiten Asia, penting untuk memerhatikan bagaimana cara struktur tersebut dapat meningkatkan peringkat penawaran. Peningkatan berikut ini dapat memperbaiki peringkat obligasi bunga tinggi yang ditawarkan oleh emiten Asia: (i) gadai atas agunan; (ii) penampungan hasil luar negeri; (iii) penanggungan pihak ketiga; (iv) rekening cadangan pembayaran utang atau hasil; (v) jadwal amortisasi; (vi) pemanis ekuitas seperti waran; dan (vii) gadai atas aset dan pendapatan luar negeri.

JENIS PENAWARAN

Pemilihan antara penawaran *Rule 144A* dan penawaran Regulation S tidak sepenuhnya ditentukan oleh besarnya penawaran. Sebagai contoh, penting juga untuk mempertimbangkan tempat kedudukan dari target investor. Penawaran oleh perusahaan properti RRT dengan peringkat yang lebih tinggi dapat dijual secara eksklusif kepada klien perbankan swasta Asia, sementara emiten dengan peringkat yang lebih rendah dapat ditargetkan untuk tempat kedudukan investor yang lebih khusus di Amerika Serikat. Selain itu, waktu anjang (*lead time*) juga harus diperhatikan. Penawaran *Rule 144A* membutuhkan waktu yang lebih lama untuk masuk ke pasar dibandingkan dengan Penawaran Regulation S karena penawaran *Rule 144A* tunduk pada prosedur uji tuntas yang lebih lengkap dan kewajiban pengungkapan yang lebih mendalam. Lihat *Pertimbangan Hukum – Struktur transaksi dan Hukum Sekuritas Federal AS — Rule 144A*.

Pertimbangan Utama untuk Penawaran oleh Emiten RRT

BANTUAN KREDIT DAN SUBORDINASI STRUKTURAL

Berdasarkan skema peraturan RRT, perusahaan operasional yang bukan merupakan badan usaha milik negara (yaitu, suatu perusahaan induk luar negeri) pada hakikatnya tidak mungkin memperoleh persetujuan RRT yang diperlukan untuk menanggung efek yang ditawarkan kepada investor non-RRT. Sebagai akibatnya, obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT jauh lebih ter subordinasi secara struktural karena pemegang surat utang bunga tinggi memberikan peringkat junior kepada kreditur dari

anak perusahaan RRT Emiten. Pemulihan yang umum diberikan untuk subordinasi struktural adalah meminta penanggungan hulu dari anak perusahaan operasional. Lihat Subordinasi – Subordinasi struktural. Di RRT, penanggungan hulu diperlukan dari semua anak perusahaan non-RRT yang sudah ada dan yang akan ada di kemudian hari dari Emiten.

Namun, keberlakuan dari penanggungan hulu tersebut dapat dibatasi untuk alasan-alasan berikut:

- penanggungan mungkin diuji ketepatannya oleh kreditur lainnya dengan dasar pemberian tidak sesuai apabila penanggung anak perusahaan tidak menerima nilai yang sewajarnya setara untuk penanggungan;
- pemberi pinjaman atau pemegang saham minoritas yang ada dapat dilarang untuk memberikan penanggungan sesuai dengan perjanjian yang ada;
- apabila suatu anak perusahaan memiliki pemegang saham minoritas yang signifikan, pemegang saham minoritas tersebut dapat mengajukan keberatan atas suatu penanggungan dari anak perusahaan tersebut; dan
- Anak perusahaan tidak dapat menanggung obligasi apabila mereka dianggap sebagai perusahaan investasi sesuai dengan *United States Investment Company Act of 1940* sebagaimana telah diamendemen.

JAMINAN

Metode yang dipilih yang menggunakan agunan aset keras untuk digadaikan sebagai agunan untuk obligasi pada umumnya tidak tersedia. Pembatasan peraturan RRT melarang saham dan aset dari perusahaan operasional RRT untuk digadaikan sebagai jaminan untuk utang luar negeri. Pada saat saham perusahaan induk perantara luar negeri digadaikan dalam transaksi RRT, penyitaan saham tersebut tidak mengizinkan pemegang surat utang untuk mengendalikan perusahaan operasional RRT di dalam negeri tempat aset dan pendapatan berada. Oleh karena itu, beberapa penawaran obligasi bunga tinggi oleh emiten RRT telah menghapus gadai saham.

PAKET JANJI

Karena obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten RRT sangat ter subordinasi secara struktural, paket janji disusun untuk mengurangi timbulnya utang dalam negeri yang secara struktural senior terhadap

obligasi bunga tinggi luar negeri. Lihat – *Bantuan Kredit dan Subordinasi Struktural*. Namun, karena realitas usaha di RRT, banyak emiten bunga tinggi membutuhkan fleksibilitas yang besar– walaupun mereka telah sangat di-*leverage*. Oleh karena itu, paket janji disusun untuk mengizinkan emiten tersebut untuk menimbulkan utang dalam negeri tambahan yang substansial dengan uang pembelian dan pengecualian lainnya yang terikat pada persentase jumlah aset yang tumbuh bersama dengan usaha tersebut.

Pertimbangan Utama untuk Penawaran oleh Emiten Indonesia

PAJAK PENGHASILAN

Pajak penghasilan merupakan komponen utama dalam membangun struktur obligasi bunga tinggi yang diterbitkan oleh emiten Indonesia. Berdasarkan hukum Indonesia, pembayaran pokok berdasarkan obligasi bunga tinggi tidak tunduk pada pajak penghasilan, namun pendapatan bunga yang berasal dari Indonesia tunduk pada pajak penghasilan tanpa persetujuan penghindaran pajak berganda yang berlaku yang akan bertindak untuk mengurangi pajak tersebut. Karena tarif pajak penghasilan dapat meningkat hingga 20% di Indonesia, emiten diberi insentif untuk mengurangi pajak penghasilan atau pembayaran kotor. Untuk mengetahui pendekatan yang saat ini digunakan oleh emiten Indonesia, suatu sejarah singkat mengenai evolusi struktur efisiensi pajak memberikan latar belakang yang berguna.

Peraturan perundang-undangan pajak di Indonesia pada umumnya mewajibkan pemotongan pajak penghasilan sebesar 20% pada saat pembayaran bunga atau pada saat jatuh tempo (mana yang lebih dulu) kepada wajib pajak luar negeri, yang tidak memiliki suatu bentuk usaha tetap di Indonesia. Berdasarkan persetujuan penghindaran pajak berganda antara Singapura dan Indonesia (“Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda Singapura-Indonesia”), tarif pajak penghasilan atas bunga dikurangi hingga 10% pada saat dibayarkan atau jatuh tempo (mana yang lebih dulu) kepada wajib pajak Singapura yang merupakan penerima manfaat dari bunga ini.

Pada tanggal 1 Januari 2004, suatu persetujuan penghindaran pajak berganda antara Indonesia dan Belanda mulai berlaku pada saat tarif pajak penghasilan untuk pembayaran bunga menjadi 0% (yang berbeda dengan tarif yang berlaku sebelumnya sebesar 10%) apabila:

- penerima pendapatan bunga tidak memiliki bentuk usaha tetap di Indonesia;
- bunga dibayarkan atas utang dengan suatu jangka waktu yang lebih lama dari dua tahun; dan
- penerima pendapatan bunga adalah penerima manfaat dari bunga tersebut.

Sebagaimana telah disebutkan di atas, berdasarkan Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda Singapura-Indonesia, tarif pajak penghasilan atas bunga dikurangi hingga 10% dengan ketentuan bahwa bunga tersebut telah dibayarkan atau terutang kepada wajib pajak Singapura yang merupakan penerima manfaat dari bunga ini. Sebagai akibatnya, banyak emiten Indonesia telah menetapkan entitas bertujuan Khusus ("EBK") di Belanda atau Singapura untuk mengurangi paparan terhadap pajak penghasilan Indonesia dan menerbitkan obligasi melalui EBK dengan penanggungjan dari perusahaan induk Indonesia dan anak perusahaan operasionalnya. Pada tahun 2017, Indonesia dan Belanda menandatangani suatu protokol untuk persetujuan penghindaran pajak bergandanya saat ini, yang berdasarkan padanya tarif pajak pendapatan bunga ditingkatkan dari nol menjadi 5% dengan ketentuan bahwa ketiga persyaratan tersebut di atas telah memenuhi syarat.

Pada bulan November 2009, otoritas pajak Indonesia menerbitkan Peraturan 61 dan 62 ("Peraturan") yang bertujuan untuk menghindari penyalahgunaan persetujuan penghindaran pajak berganda Indonesia. Berdasarkan Peraturan tersebut, Indonesia tidak akan mendapat keuntungan dari persetujuan penghindaran pajak bergandanya apabila perusahaan persetujuan penghindaran pajak berganda luar negeri tidak memiliki substansi dan kepentingan usaha yang memadai, sebagaimana dinyatakan dalam formulir wajib oleh seorang direktur perusahaan persetujuan penghindaran pajak berganda luar negeri.

Pada tanggal 19 Juni 2017, otoritas pajak Indonesia menggantikan Peraturan dengan suatu peraturan baru (“Peraturan DJP/10”) yang mengatur bahwa otoritas pajak Indonesia lebih memperketat persyaratan substansi untuk memperoleh keuntungan dari persetujuan penghindaran pajak berganda berdasarkan persetujuan penghindaran pajak berganda Indonesia.

Oleh karena itu, dalam memenuhi syarat untuk mendapat keuntungan dari persetujuan penghindaran pajak berganda, Emiten harus menunjukkan bahwa:

- salah satu alasan utama mengapa penerima pendapatan bunga didirikan di negara persetujuan penghindaran pajak berganda bukanlah untuk memperoleh keuntungan dari persetujuan penghindaran pajak berganda,
- penerima pendapatan bunga memiliki manajemen yang independen dan pegawainya sendiri,
- aset yang memadai,
- penerima pendapatan bunga memiliki operasional atau usaha yang aktif, dan
- 50% atau lebih dari penghasilan penerima dari Indonesia tidak digunakan untuk memenuhi suatu kewajiban kepada pihak lainnya dalam bentuk bunga, royalti atau penghargaan lainnya.

Persyaratan ini merupakan langkah baru dalam evolusi otoritas pajak Indonesia yang keberadaannya diperlukan di yurisdiksi pajak yang dipilih, sebelum dapat mengambil keuntungan dari persetujuan penghindaran pajak berganda dan penanganan khusus harus diberikan untuk memastikan bahwa perusahaan persetujuan penghindaran pajak berganda luar negeri memenuhi persyaratan berdasarkan Peraturan DJP/10.

Oleh karena itu, emiten bunga tinggi Indonesia cenderung untuk menggunakan salah satu dari struktur berikut untuk mengurangi pajak penghasilan sementara mematuhi peraturan pajak Indonesia:

- **Struktur tingkat dua atau struktur dua emiten** – berdasarkan struktur ini, perusahaan induk Indonesia mendirikan dua perusahaan di Belanda atau Singapura. Salah satu dari dua entitas tersebut adalah EBK yang menerbitkan obligasi dan menyumbangkan hasil dari penawaran tersebut ke suatu perusahaan operasional langsung dan yang dimiliki penuh yang sebagai gantinya meminjamkan hasil tersebut ke perusahaan induk melalui suatu pinjaman antarperusahaan.
- **Struktur perusahaan Belanda** – berdasarkan struktur ini, perusahaan induk Indonesia mendirikan EBK Belanda sebagai Emiten yang menyumbangkan hasil tersebut sebagai ekuitas untuk anak perusahaan operasional Belanda, yang menandatangani suatu perjanjian pinjaman dengan penerima pinjaman Indonesia.
- **Struktur emiten perusahaan Singapura** – berdasarkan struktur ini, perusahaan induk Indonesia mendirikan perusahaan Singapura yang menerbitkan obligasi dan juga meminjamkan hasil tersebut ke anak perusahaan operasional melalui suatu pinjaman antarperusahaan serta menyumbangkan bagian lainnya sebagai ekuitas dalam perusahaan ini.

Tidak jelas apabila struktur-struktur ini secara eksplisit memenuhi ketentuan bahwa 50% atau lebih dari pendapatan bunga, penghasilan penerima tidak akan digunakan untuk memenuhi suatu kewajiban kepada pihak lain dalam bentuk bunga, royalti atau penghargaan lainnya. Dapat dikatakan, inilah yang mungkin terjadi. Advokat dari struktur Singapura bergantung pada gagasan bahwa entitas Singapura akan dikenakan pajak dengan tarif pajak penghasilan yang lebih tinggi sebesar 10% sehingga otoritas pajak tidak akan meninjau struktur tersebut sebagaimana yang kemungkinan besar akan mereka lakukan dalam struktur Belanda.

IMPLIKASI PAJAK SINGAPURA

Untuk memberlakukan tarif persetujuan penghindaran pajak berganda sebesar 10%, Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda Singapura-Indonesia mewajibkan penerima pinjaman Indonesia untuk mengirimkan bunga ke Singapura.

Berdasarkan hukum pajak penghasilan Singapura, suatu emiten akan dianggap sebagai wajib pajak di Singapura apabila kendali dan manajemen usahanya dilakukan di Singapura. Sebagai aturan umum, tempat di mana kendali dan manajemen perusahaan dilakukan dan dengan demikian, tempat di mana wajib pajak dari perusahaan tersebut berada adalah tempat di mana direksi perusahaan menyelenggarakan rapat mereka. Untuk memperoleh surat pernyataan wajib pajak dari otoritas pajak Singapura yang menyatakan bahwa penerima bunga di Singapura merupakan wajib pajak di Singapura (sebagai syarat berdasarkan Persetujuan Penghindaran Pajak Berganda Singapura-Indonesia), IRAS akan meminta perusahaan Singapura untuk memiliki substansi minimum tertentu di Singapura.

Secara komparatif, wajib pajak di Indonesia ditentukan berdasarkan lokasi "pendirian" atau "domisili". Selain itu, yang harus disampaikan adalah bahwa Singapura membebaskan pajak penghasilan sebesar 15% atas bunga yang dibayarkan oleh suatu perusahaan Singapura ke penerima pinjaman di luar negeri kecuali dikurangi berdasarkan suatu persetujuan penghindaran pajak berganda yang menguntungkan atau dikecualikan berdasarkan hukum pajak dalam negeri. Berdasarkan hukum pajak dalam negeri, pajak penghasilan dapat dikecualikan apabila penerima pinjaman Singapura menerbitkan suatu obligasi yang secara substansial diatur di Singapura.⁵

IMPLIKASI PAJAK INDONESIA

Sebagai tambahan, tarif pajak yang dikurangi hanya diberikan kepada suatu perusahaan Singapura apabila perusahaan tersebut dapat tunduk pada ketentuan-ketentuan yang ditentukan dalam Peraturan DJP/10 tentang tata cara penerapan persetujuan penghindaran pajak berganda. Sebagaimana tersebut di atas, adanya Peraturan DJP/10 telah menyediakan ketentuan substantif tambahan untuk emiten dalam memenuhi kriteria dari suatu penerima manfaat.

⁵ Obligasi harus merupakan suatu Efek Utang Yang Memenuhi Syarat (Qualifying Debt Security/QDS)

Selanjutnya, belum lama ini Menteri Keuangan Indonesia telah mengeluarkan suatu peraturan baru yang menggantikan aturan Perusahaan Asing yang Dikendalikan oleh Indonesia, mulai berlaku pada tahun fiskal 2017. Otoritas pajak Indonesia belum menerbitkan panduan mengenai pelaksanaan aturan Perusahaan Asing yang Dikendalikan yang baru. Oleh karena itu, keuntungan Emiten setelah pajak dapat memberikan kontribusi terhadap penghasilan penanggung utama yang dikenakan pajak.

TRANSAKSI MATERIAL

Pada tanggal 28 November 2011, Peraturan OJK IX E.2 tentang Transaksi Material dan Perubahan Kegiatan Usaha Utama diterbitkan, yang menggantikan peraturan sebelumnya yang diterbitkan tahun 2009 (“Peraturan Transaksi Material”). Peraturan ini berlaku untuk perusahaan yang tercatat sebagai perusahaan terbuka di Indonesia dan anak perusahaan konsolidasinya yang tidak tercatat. Sesuai dengan Peraturan Transaksi Material, setiap peminjaman dan pemberian pinjaman dalam satu transaksi atau serangkaian transaksi yang terkait untuk suatu kepentingan atau kegiatan tertentu yang memiliki nilai transaksi sebesar 20% hingga 50% dari ekuitas perusahaan yang tercatat sebagai perusahaan terbuka, sebagaimana ditentukan berdasarkan laporan keuangan tahunan yang telah diaudit, laporan keuangan semi-tahunan yang telah diperiksa atau laporan keuangan sementara yang telah diaudit (apabila ada) terakhir, harus diumumkan ke publik dan perusahaan tercatat juga harus menyusun suatu laporan penilaian.

Pengumuman mengenai transaksi material harus disampaikan ke publik setidaknya dalam satu koran harian Bahasa Indonesia yang beredar secara nasional paling lambat pada akhir hari kerja kedua setelah tanggal penandatanganan perjanjian(-perjanjian) yang terkait dengan transaksi material. Pengumuman harus memuat ringkasan transaksi, penjelasan mengenai pertimbangan dan alasan untuk melakukan transaksi material tersebut dan dampak dari transaksi tersebut pada kondisi keuangan perusahaan, ringkasan laporan penilaian (termasuk tujuan, objek, para pihak yang terlibat, penerimaan, kualifikasi dan metodologi yang digunakan dalam laporan penilaian, kesimpulan mengenai nilai transaksi dan pendapat kewajaran mengenai transaksi tersebut), yang tidak boleh tertanggal lebih dari enam bulan sebelum tanggal transaksi material dan jumlah yang dipinjam serta ringkasan syarat dan ketentuan dari peminjaman. Perusahaan

yang tercatat sebagai perusahaan terbuka harus menyampaikan bukti dari pengumuman sebagaimana dimaksud di atas, termasuk laporan penilaian independen kepada OJK paling lambat pada akhir hari kerja kedua setelah tanggal penandatanganan perjanjian (-perjanjian) sehubungan dengan transaksi material.

Berdasarkan pengecualian-pengecualian tertentu berdasarkan Peraturan Transaksi Material, suatu transaksi material (dalam hal ini, meminjam dan memberi pinjaman) dengan nilai lebih dari 50% ekuitas perusahaan harus disetujui oleh para pemegang saham yang memegang lebih dari setengah dari seluruh saham dengan hak suara yang berlaku yang hadir atau diwakili, dan lebih dari setengah pemegang saham yang hadir atau diwakili menyetujui transaksi tersebut, selain memenuhi kewajiban untuk mengungkapkan penilaian.

JAMINAN

Kepraktisan dari sistem pengadilan di Indonesia yang dapat diberlakukan untuk membatasi akses untuk memperoleh keadilan bagi kreditur luar negeri, telah membuat agunan aset keras dalam negeri pada umumnya dianggap bernilai rendah oleh investor karena memiliki kesulitan eksekusi yang signifikan. Oleh karena itu, banyak penawaran obligasi bunga tinggi Indonesia tidak dijamin. Namun, apabila suatu emiten memiliki akses terhadap piutang luar negeri atau sumber pendapatan lainnya, jaminan rekening luar negeri sering digunakan untuk memberikan agunan yang bernilai untuk mendukung suatu struktur transaksi dan untuk mengurangi paparan valuta asing karena piutang tersebut lebih sering diadakan dalam mata uang dolar AS.

Pertimbangan Hukum

Hukum Yang Mengatur

Ketentuan dan janji yang membatasi dari obligasi bunga tinggi ditetapkan dalam suatu indenture, yang pada umumnya diatur berdasarkan hukum New York. Sesuai dengan indenture, seorang wali amanat ditunjuk untuk mewakili kepentingan pemegang surat utang. Hukum kasus New York yang luas memberikan kepastian dengan tingkat yang relatif mengenai penafsiran dari janji bunga tinggi dan permasalahan hukum yang terkait dengan obligasi dan indenture kepada Emiten dan pemegang surat utang. Lebih mendalam mengenai hukum kasus yang berlaku, diberlakukan sebagai perlindungan penafsiran yang kuat pada saat cedera janji atau sengketa, berarti bahwa hukum New York merupakan pilihan hukum yang mengatur yang dipilih untuk obligasi bunga tinggi.

Namun, hukum yang mengatur harus dibicarakan antara Emiten, penjamin emisi dan masing-masing penasihatnya pada saat awal transaksi dan harus memerhatikan pertimbangan daya jual serta audiensi investor yang ditargetkan untuk penawaran tertentu tersebut (yaitu, tergantung pada emiten tertentu dan kondisi pasar terkini, investor AS dapat menjadi grup investor utama yang ditargetkan dan investor tersebut akan meminta hukum New York. Terlepas dari hukum yang mengatur, substansi dan penyusunan janji obligasi bunga tinggi secara substansial serupa.

Struktur Transaksi dan Hukum Sekuritas Federal AS

Section 5 dalam *United States Securities Act of 1933*, sebagaimana diamendemen ("**Securities Act**"), melarang penawaran dan penjualan sekuritas kepada pribadi mana pun kecuali suatu pernyataan pendaftaran (termasuk suatu prospektus yang memenuhi ketentuan hukum) telah disampaikan ke SEC dan berlaku atau kecuali terdapat suatu pengecualian dari pendaftaran tersebut. Secara substansial, semua penawaran obligasi bunga tinggi dilakukan sebagai penawaran terbatas (*private placement*) (i) di Amerika Serikat berdasarkan gabungan dari *Section 4(a)(2)* dalam *Securities Act* dan *Rule 144A* berdasarkan *Securities Act* ("**Rule 144A**") dan (ii) di luar Amerika Serikat sehubungan dengan *Regulation S* berdasarkan *Securities Act* ("**Regulation S**"). Pada umumnya, adalah benar bahwa Emiten merupakan perusahaan pelapor tertutup atau telah menjadi suatu perusahaan pelapor publik, kemungkinan besar karena pendaftaran mengalami keterlambatan dan pasar yang ditargetkan untuk obligasi bunga tinggi pada prinsipnya merupakan reksa dana, perusahaan asuransi, dana pensiun, dana lindung nilai dan organisasi keuangan besar lainnya yang memenuhi syarat sebagai para pembeli institusi yang memenuhi syarat (*qualified institutional buyers*/"**QIB**") di mana adanya *Rule 144A* mengurangi hal negatif yang pada umumnya terkait dengan induk dari "sekuritas yang dibatasi"⁶.

SECTION 4(a)(2)

Langkah pertama dalam penawaran obligasi adalah penjualan obligasi dari Emiten kepada pembeli awal (yaitu, penjamin emisi) melalui penawaran terbatas obligasi pribadi berdasarkan *Section 4(a)(2)* dari *Securities Act*, yang mengecualikan transaksi-transaksi oleh Emiten yang tidak melakukan suatu penawaran umum. Segera setelah penjualan obligasi kepada pembeli awal, pembeli awal menjual kembali obligasi tersebut kepada QIB berdasarkan *Rule 144A* dan kepada pribadi di luar Amerika Serikat sesuai dengan *Regulation S*.

⁶ Karena alasan yang beragam, termasuk kesederhanaan yang relatif dari suatu penawaran terbatas yang kemudian dilanjutkan dengan penawaran di luar bursa efek A/B selanjutnya (dibahas di bawah ini), penawaran utang bunga tinggi yang jarang dilakukan "*off-the-shelf*" (yaitu menggunakan suatu pernyataan pendaftaran *shelf* yang telah diajukan sebelumnya ke, dan dinyatakan berlaku oleh SEC).

RULE 144(A)

Rule 144A menyediakan *safe harbor* yang mengizinkan penjualan kembali sekuritas hanya kepada QIB. QIB termasuk berbagai kategori investor institusi mutakhir yang disebutkan yang setidaknya memiliki efek non-afiliasi senilai US\$100 juta yang berada dalam *management associations*, bank atau tabungan dan *loan associations* yang memiliki dan menginvestasikan setidaknya sekuritas non-afiliasi senilai US\$100 juta dan yang setidaknya memiliki kekayaan bersih yang telah diaudit senilai US\$25 juta, serta perantara pedagang efek yang tercatat di SEC yang setidaknya memiliki dan menginvestasikan efek non-afiliasi senilai US\$10 juta.

Selain itu, agar dapat memenuhi syarat untuk menggunakan *safe harbor Rule 144A*, pembeli harus diberi tahu bahwa penjualan yang diusulkan dilakukan sesuai dengan *Rule 144A* (pada umumnya melalui legenda dan sangkalan yang wajar dalam memorandum penawaran) dan efek yang relevan harus (i) berbeda kelas dengan efek yang tercatat di bursa efek AS atau ditukar atau ditawarkan pada sistem penawaran antarperantara pedagang efek otomatis (misalnya, NASDAQ), (ii) tidak dapat dikonversikan atau ditukar menjadi efek yang tercatat atau ditawarkan dengan suatu premi efektif kurang dari 10% serta (iii) tidak diterbitkan oleh suatu perusahaan reksadana terbuka.

Pemilik sekuritas yang relevan dan calon pembeli harus diberi hak untuk memperoleh informasi terkini yang wajar tertentu dari Emiten mengenai Emiten tersebut. Karena penjualan kembali efek berdasarkan *Rule 144A* (seperti penawaran dan penjualan efek lainnya di Amerika Serikat) tunduk pada ketentuan mengenai tanggung jawab dan anti-curang berdasarkan hukum sekuritas AS (termasuk *Rule 10b-5* berdasarkan *United States Securities Exchange Act of 1934*, sebagaimana diamendemen (“*Exchange Act*”), terdapat praktik pasar untuk melakukan pengungkapan sehubungan dengan suatu penawaran *Rule 144A* yang secara substansial serupa dengan pengungkapan yang ditentukan untuk penawaran SEC yang tercatat perihal kualitas dan ruang lingkup. Dengan demikian, pelaksanaan uji tuntas yang dilakukan oleh grup pekerja dalam transaksi *Rule 144A* adalah uji tuntas yang kuat dan sangat serupa dengan uji tuntas yang akan dilaksanakan oleh grup pekerja dalam suatu penawaran tercatat. Lihat *Dokumentasi – Pendapat Hukum dan Surat Pengungkapan*.

REGULATION S

Regulation S menentukan suatu *safe harbor* dari ketentuan pendaftaran dalam *Section 5* dalam *Securities Act* untuk beberapa penawaran di luar Amerika Serikat dan penjualan kembali efek di luar negeri. Apabila persyaratan dalam Regulation S terpenuhi, transaksi dianggap dilakukan di luar Amerika Serikat dan tidak memicu persyaratan pendaftaran dalam *Section 5* dalam *Securities Act*.

Berdasarkan *Regulation S*, suatu penawaran atau penjualan efek dianggap terjadi di luar Amerika Serikat apabila (i) penawaran atau penjualan dilakukan dalam transaksi-transaksi luar negeri dan (ii) tidak ada upaya penjualan yang diatur untuk dilakukan di Amerika Serikat oleh Emiten, penjamin emisi, distributor mana pun lainnya, salah satu afiliasinya atau pribadi mana pun yang bertindak atas nama mereka.

Suatu transaksi luar negeri didefinisikan sebagai suatu penawaran yang tidak dilakukan kepada suatu pribadi (termasuk entitas) di Amerika Serikat dan:

- pada saat pesanan pembelian dilakukan, pembeli yang berada di luar Amerika Serikat atau penjual dan pribadi mana pun atas nama penjual sewajarnya meyakini bahwa pembeli berada di luar Amerika Serikat;
- transaksi dilakukan dalam, pada atau melalui lantai bursa fisik dari suatu bursa efek terkemuka di luar negeri yang berada di luar Amerika Serikat (untuk *safe harbor* Emiten); atau
- transaksi dilakukan dalam, di atau melalui fasilitas pasar sekuritas yang ditentukan di luar negeri dan tidak ada dari penjual maupun pribadi mana pun atas nama penjual yang mengetahui bahwa transaksi telah direncanakan sebelumnya dengan seorang pembeli di Amerika Serikat (untuk *safe harbor* penjualan kembali).

Upaya penjualan yang diatur berarti setiap kegiatan apa pun yang dilakukan yang bertujuan untuk, atau dapat sewajarnya diperkirakan akan berdampak pada, penyesuaian pasar AS untuk setiap efek yang ditawarkan sehubungan dengan Regulation S. Oleh karena itu, penasihat perlu terlibat dalam suatu penawaran untuk menganalisa setiap kegiatan atau komunikasi yang relevan perihal audiensi, waktu dan kontennya serta mengingat beberapa pengecualian yang dimuat dalam definisi upaya penjualan yang diatur dan posisi staf SEC yang relevan.



TIP PRAKTIS

Penting untuk sedini mungkin, bersama dengan penjamin emisi, menentukan apakah suatu transaksi akan dirancang sebagai penawaran *Regulation S* saja atau *Regulation S / Rule 144A* sebagaimana struktur penawaran tersebut akan berdampak pada uji tuntas dan kewajiban pengungkapan, diantaranya, serta lini masa transaksi secara keseluruhan.

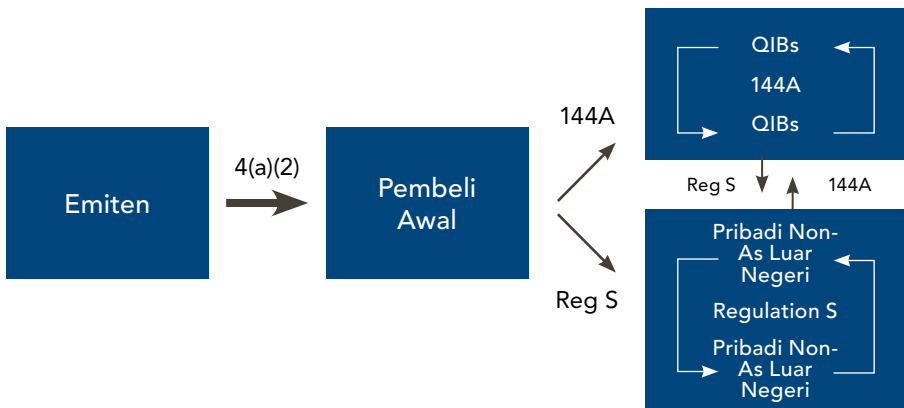
Agar dapat memenuhi syarat untuk memperoleh *safe harbor* berdasarkan *Regulation S*, beberapa ketentuan tambahan seperti pelaksanaan pembatasan penawaran tambahan dan penetapan periode kepatuhan distribusi, mungkin harus dipenuhi juga. Persyaratan ini bervariasi, pada prinsipnya bergantung pada status Emiten dan kemungkinan obligasi tersebut diterbitkan di luar Amerika Serikat sesuai dengan *Regulation S* yang kembali masuk ke pasar AS. Tiga kategori transaksi yang masing-masing memiliki serangkaian ketentuan berdasarkan *Regulation S* adalah:

- Kategori 1 (paling tidak terbatas): Transaksi Kategori 1 termasuk penawaran efek oleh emiten asing yang pada awal penawaran, sewajarnya meyakini bahwa tidak ada *substantial U.S. market interest* ("SUSMI") sehubungan dengan efek yang relevan yang akan ditawarkan atau dijual; efek yang ditawarkan atau dijual oleh suatu "emiten asing" atau dalam hal efek utang yang tidak dapat dikonversikan, suatu emiten AS, dalam suatu penawaran luar negeri yang diatur; efek yang mendapatkan keyakinan dan kredit penuh dari pemerintahan atau kedaulatan asing, termasuk efek yang secara langsung diterbitkan (atau ditanggung) oleh pemerintahan atau kedaulatan asing atau bagian-bagian ketatanegaraannya daripadanya, dan efek oleh emiten asing sesuai dengan rencana tunjangan pegawai yang disusun berdasarkan hukum asing. Untuk transaksi kategori ini, sekuritas yang ditawarkan akan jarang masuk ke pasar AS dan tidak ada ketentuan lain yang harus dipenuhi selain dari persyaratan dasar *Regulation S*.
- Kategori 2: Transaksi Kategori 2 termasuk penawaran efek ekuitas dari suatu emiten asing pelapor; efek utang dari emiten AS atau asing pelapor; dan efek utang dari emiten asing non-pelapor. Untuk transaksi kategori ini, pembatasan penawaran tertentu harus diterapkan,

termasuk bahwa tidak ada penawaran atau penjualan yang dapat dilakukan terhadap suatu pribadi AS atau untuk kepentingan atau manfaat dari suatu pribadi AS dalam periode kepatuhan distribusi 40 hari; dan

- Kategori 3 (paling terbatas): Transaksi Kategori 3 termasuk transaksi yang tidak memenuhi syarat untuk Kategori 1 atau Kategori 2. Untuk transaksi kategori ini, bunga pasar AS potensial yang ada sudah memadai (yaitu, terdapat SUSMI sehubungan dengan efek yang relevan) yang menunjukkan bahwa penawaran efek Emiten di luar Amerika Serikat tidak dapat dibawa ke luar negeri. Semua pembatasan Kategori 2 harus diterapkan (dengan pembatasan periode kepatuhan distribusi berikutnya) dan pernyataan pembeli tertentu serta pembatasan lainnya harus dipatuhi.

Berikut ini adalah diagram yang menggambarkan struktur transaksi umum dan pengecualian hukum sekuritas AS yang relevan.



PENAWARAN YANG TERCATAT DI BURSA EFEK VERSUS TERBATAS-UNTUK-SELAMANYA

Penawaran terbatas awal untuk obligasi dan penjualan kembali selanjutnya sesuai dengan *Rule 144A* atau *Regulation S* membuat pemegang surat utang memegang efek terbatas. Namun, memegang efek terbatas merupakan masalah bagi sejumlah investor yang tidak diizinkan untuk memegang jumlah efek utang terbatas yang tidak dibatasi karena tunduk pada kebijakan internal, ketentuan dalam pembatasan berdasarkan perjanjian operasional atau peraturan perundang-undangan. Efek terbatas

yang dipegang oleh non-afiliasi dari Emiten pada umumnya tunduk pada periode kepemilikan enam bulan untuk Emiten yang tunduk pada kewajiban pelaporan *Exchange Act* atau periode kepemilikan satu tahun untuk Emiten non-pelapor sebelum sekuritas terbatas tersebut dapat dijual kembali tanpa batasan sesuai dengan *Rule 144A* dalam *Securities Act*. Namun, pemegang surat utang dapat menjual obligasi tersebut sebelum memenuhi ketentuan periode kepemilikan *Rule 144A* ke QIB lain sesuai dengan *Rule 144A* dan ke investor asing berdasarkan *Regulation S*.

Berdasarkan riwayatnya, dengan tujuan untuk memperluas pemasaran dan distribusi obligasi ke sebanyak mungkin investor yang memenuhi syarat, pada umumnya emiten obligasi bunga tinggi mengadakan perjanjian hak pendaftaran bersama dengan pembeli awal dari obligasi tersebut pada saat penutupan penawaran di mana Emiten setuju untuk terlibat dalam penawaran yang dikenal sebagai “penawaran di dalam bursa efek A/B” untuk jangka waktu tertentu setelah penerbitan obligasi. Sesuai dengan pedoman yang diberikan oleh SEC dalam surat-surat non-aksi tertentu (termasuk surat non-aksi Exxon Capital di mana SEC pada awalnya menyetujui prosedur tersebut), suatu bursa efek A/B mengizinkan Emiten untuk menukar efek utang yang awalnya diterbitkan dalam suatu penawaran terbatas untuk efek baru yang sama dalam suatu penawaran yang tercatat di SEC. Perjanjian hak pendaftaran akan meminta Emiten untuk mengajukan pernyataan pendaftaran (di Formulir S-4) untuk bursa efek A/B dalam jangka waktu tertentu setelah penerbitan obligasi awal dan membuat pernyataan pendaftaran dinyatakan berlaku oleh SEC dalam waktu beberapa hari lagi atau dengan cara lain dikenakan penalti dalam bentuk bunga tambahan hingga SEC menyatakan bahwa perjanjian pendaftaran tersebut berlaku. Jangka waktu pengadaan penawaran di dalam bursa efek sangat bervariasi (mulai dari 120 hari hingga 365 hari, tergantung sifat Emiten). Pembayaran untuk bunga tambahan pada umumnya berlanjut hingga awal dari penawaran di dalam bursa efek atau tanggal lainnya (yang bervariasi bergantung pada jangka waktu yang diizinkan untuk melakukan pertukaran).

Pernyataan pendaftaran penawaran di dalam bursa efek sebenarnya akan secara virtual sama dengan memorandum penawaran namun diperbarui sesuai dengan berjalannya waktu dan deskripsi mengenai mekanisme penawaran di dalam bursa efek A/B serta permasalahan terkait. SEC dapat meninjau dan mengomentari pernyataan pendaftaran dan terutama untuk pendaftar pertama kali. Apabila Emiten belum menjadi perusahaan

terbuka, penawaran di dalam bursa efek A/B juga akan menarik perhatian investor sebagai akibat dari menerbitkan obligasi yang tercatat, Emiten akan menjadi tunduk pada aturan dan peraturan SEC, termasuk kewajiban untuk mengajukan laporan berkala dan terkini (yaitu, Formulir 10-K, 10-Q dan 8-K), sehingga dapat memastikan alur keuangan yang stabil dan informasi lainnya yang diamanatkan oleh SEC kepada pemegang surat utang dan publik investasi. Perusahaan yang bukan merupakan perusahaan terbuka harus menyeimbangkan manfaat pemasaran dengan biaya tambahan untuk menjadi perusahaan terbuka, termasuk penambahan persyaratan dan kewajiban pelaporan, dan setiap dampak negatif dari menjadi perusahaan pelapor terbuka berdasarkan penawaran utang tercatat pada rencana perusahaan di masa yang akan datang, seperti penawaran umum perdana untuk efek ekuitas (yaitu, IPO tradisional). Mempertimbangkan faktor-faktor tersebut, perusahaan tertutup lebih sering memilih untuk menerbitkan obligasi sebagai "tertutup-untuk-selamanya" atau "144A-untuk-selamanya", yang berarti bahwa Emiten dapat menjadi perusahaan pelapor tanpa hak pendaftaran atau persyaratan apa pun lainnya.

Perjanjian hak pendaftaran yang menjadi bukti dari kewajiban Emiten untuk terlibat dalam bursa efek A/B pada umumnya juga mewajibkan Emiten untuk menyampaikan pernyataan pendaftaran *shelf* untuk mengizinkan penjualan kembali obligasi yang tercatat di SEC berdasarkan keadaan tertentu, sebagaimana seakan-akan penawaran di dalam bursa efek tidak dapat dimanfaatkan karena terdapat suatu perubahan menurut hukum atau kebijakan SEC atau apabila suatu pemegang surat utang tidak memenuhi syarat untuk berpartisipasi dalam penawaran di dalam bursa efek karena merupakan afiliasi dari Emiten.

Keberlakuan dari *Trust Indenture Act of 1939* ("TIA") menjadi pertimbangan lebih lanjut bagi perusahaan terbuka dan tertutup. TIA bertujuan untuk melindungi pemegang surat utang dan mengurangi penyalahgunaan yang dialami oleh perusahaan dan penjamin emisi dalam menerbitkan efek utang. Efek utang diterbitkan dalam penawaran terbatas yang dikecualikan dari pendaftaran berdasarkan Bagian 4(a)(2) dalam *Securities Act* tidak tunduk pada TIA; namun, obligasi yang tercatat, termasuk obligasi yang diterbitkan dalam penawaran di dalam bursa efek A/B, tunduk pada TIA. TIA memuat banyak ketentuan yang berlaku terhadap wali amanat, emiten dan ketentuan-ketentuan indenture yang mengatur obligasi, dan beberapa dari ketentuan tersebut diterapkan dalam indenture yang digunakan dalam

penawaran Asia. Khususnya dalam hal obligasi yang dijamin, TIA memuat pernyataan dan persyaratan pendapat yang berlaku untuk melepaskan agunan yang mungkin tidak praktis dan mahal, terutama untuk obligasi yang dijamin dengan hak gadai peringkat pertama.⁷

Terakhir, pemberlakuan *Section 316(b)* dalam TIA diragukan berdasarkan beberapa keputusan dari New York. *Section 316(b)* mewajibkan izin dari masing-masing pemegang surat utang pada saat menghadapi keadaan yang melemahkan atau memberikan dampak buruk bagi hak pemegang surat utang tersebut untuk menerima pembayaran pokok atau bunga. Sebelumnya, *Section 316(b)* dianggap hanya melindungi pemegang surat utang dari perubahan ketentuan pembayaran yang dilakukan secara terpaksa atau hak pemegang surat utang untuk menuntut pembayaran; namun, menurut keputusan terakhir, pengadilan New York yang merujuk pada riwayat legislatif, telah memperluas ketentuan tersebut untuk juga melindungi pemegang surat utang dari tindakan-tindakan oleh Emiten, yang melibatkan perubahan terhadap ketentuan-ketentuan obligasi atau indenture atau tidak, yang dapat membuat pemegang surat utang menerima pembayaran yang lebih sedikit dari yang disepakati di awal, setidaknya di luar restrukturisasi yang diawasi oleh pengadilan. Ketidakpastian yang terkait dengan penerapan dan penafsiran yang tepat untuk keputusan-keputusan tersebut telah membuat peningkatan untuk penawaran obligasi terbatas-untuk-selamanya, dan juga perubahan atas ketentuan-ketentuan indenture yang relevan yang berlaku dalam penawaran ini.

Batasan Publisitas

Hukum sekuritas di berbagai yurisdiksi khususnya di Amerika Serikat, menetapkan berbagai pembatasan terhadap publisitas dan pengungkapan informasi yang pada umumnya berhubungan dengan penawaran efek yang diusulkan. Publisitas untuk kepentingan ini dapat ditafsirkan secara luas dan dapat memuat semua bentuk komunikasi, baik secara tertulis, lisan atau elektronik, yang (i) berkaitan dengan atau mengenai penawaran, (ii) berkaitan dengan kinerja, aset, kewajiban, posisi keuangan, pendapatan, laba, rugi, catatan perdagangan, prospek, penilaian atau posisi pasar dari Emiten, (iii) dapat memengaruhi ketetapan pajak investor atas posisi

⁷ SEC telah memberikan “no-action relief” dalam hal obligasi yang dijamin dengan hak gadai peringkat kedua (atau yang lebih rendah) yang mengurangi beban kepatuhan dari ketentuan-ketentuan tersebut.

keuangan dan prospek dari Emiten atau (iv) memiliki kepentingan lain, atau sewajarnya berdampak cukup terhadap penyesuaian pasar di suatu yurisdiksi tertentu atau memengaruhi atau meningkatkan bunga investor dalam Emiten, penawaran atau keputusan untuk membeli efek yang bersangkutan.

Pengungkapan informasi yang tidak tepat, menyesatkan atau tidak sesuai dengan memorandum penawaran merupakan tindakan yang tidak dikehendaki karena dapat menimbulkan keraguan terhadap keakuratan memorandum penawaran. Gagal untuk mematuhi kewajiban publisitas dapat mengakibatkan pendaftaran atau persyaratan serupa berdasarkan hukum sekuritas di berbagai yurisdiksi dan penetapan masa bebas lihat (*cooling off period*) dan yang dapat mengakibatkan penawaran tersebut tidak jadi dilakukan. Dengan demikian, memperhatikan publisitas sangat penting untuk penyelesaian suatu penawaran yang berhasil dan tepat waktu. Informasi di situs web Emiten merupakan masalah yang sering terjadi. Oleh karena itu, sebelum transaksi, situs web Emiten harus ditinjau kembali untuk menghapus semua informasi yang tidak tepat, menyesatkan atau tidak sesuai dengan memorandum penawaran. Selain itu, Emiten harus menghindari untuk mengeposkan informasi di situs web miliknya selama pelaksanaan penawaran tanpa berkonsultasi dengan penasihat hukum dan grup pekerja.

Untuk memastikan bahwa pihaknya mematuhi semua peraturan perundang-undangan sekuritas yang berlaku, penasihat Emiten akan menyusun panduan publisitas di awal penawaran yang diusulkan. Panduan dapat ditinjau kembali oleh penasihat penjamin emisi dan harus dipatuhi oleh semua peserta penawaran. Pada saat semua perwakilan dari Emiten dan peserta penawaran lain yang kemungkinan besar didatangi oleh, atau berhubungan dengan pers atau analis sekuritas selama pelaksanaan penawaran tersebut, harus memiliki pengetahuan mengenai panduan publisitas, disarankan untuk menunjuk satu perwakilan Emiten sebagai titik kontak awal dengan pers dan analis sekuritas dan diminta untuk menangani publisitas serta komunikasi luas lainnya selama proses penawaran.



TIP PRAKTIS

Batasan publisitas harus dilaksanakan jauh sebelum proses penawaran dan dalam berbagai kasus, harus dilaksanakan sesaat setelah transaksi mulai dilakukan.

Pelaksanaan Transaksi

Pra-Peluncuran

Berdasarkan keadaan yang ideal dan dengan komitmen yang penuh dari semua pihak yang terlibat dalam penawaran, penyusunan untuk penawaran obligasi bunga tinggi bagi suatu Emiten untuk pertama kalinya dapat diselesaikan dalam waktu kurang lebih enam hingga sepuluh minggu sejak rapat perdana untuk peluncuran penawaran (yaitu, pengumuman eksternal resmi mengenai penawaran yang diusulkan) mulai diadakan. Faktor-faktor yang menyebabkan penundaan termasuk: (i) tidak tersedianya pengungkapan dalam bahasa Inggris dengan kualitas yang baik mengenai Emiten dan usahanya yang dapat disesuaikan untuk kepentingan memorandum penawaran, (ii) waktu yang diperlukan bagi tim akuntan internal dan auditor eksternal Emiten untuk menyusun informasi keuangan yang diperlukan, (iii) kesulitan dan penundaan dalam negosiasi yang diperlukan dengan kreditur yang ada dari Emiten, (iv) kerumitan dalam menerbitkan bunga efek yang ada (untuk kepentingan kreditur yang sedang dilunasi) dan dalam menerbitkan bunga efek baru (untuk kepentingan pemegang surat utang), (v) penundaan dan kesulitan dalam proses pemerinkatan; (vi) prosedur KYC pihak ketiga serta (vii) kondisi pasar umum.

Tabel di bawah ini memuat perincian mengenai lini masa pra-peluncuran pada umumnya:

WAKTU TUGAS

-
- | | |
|----------|--|
| Minggu 1 | <ul style="list-style-type: none">• Penasihat emiten menyusun memorandum penawaran awal dan mem bahas nya bersama emiten.• Emiten, penjamin emisi dan masing-masing penasihatnya menyetujui struktur penawaran.• Emiten dan penasihat emiten membahas paket janji.• Penasihat emiten membahas perihal janji bersama dengan penjamin emisi.• Emiten menyiapkan ruangan data sehubungan dengan daftar permintaan uji tuntas yang diberikan oleh penasihat emiten dan penasihat penjamin emisi.• Penjamin emisi menyebarkan kuesioner uji tuntas manajemen.• Penasihat emiten menyebarkan panduan publisitas.• Penasihat penjamin emisi menyebarkan panduan riset. |
| Minggu 2 | <ul style="list-style-type: none">• Emiten menyebarkan presentasi mengenai manajemen ke grup pekerja.• Emiten, penjamin emisi dan masing-masing penasihatnya setuju untuk melakukan pendekatan sehubungan dengan pemberi pinjaman dan wali amanat jaminan yang ada.• Grup pekerja memberikan umpan balik tingkat tinggi mengenai draf memorandum penawaran.• Emiten dan penasihat emiten merevisi draf memorandum penawaran.• Penasihat emiten dan penasihat penjamin emisi memulai uji tuntas dokumenter.• Penjamin emisi dan penasihat penjamin emisi membuat draf tentang deskripsi surat utang dan dokumentasi surat utang. |
-

WAKTU TUGAS

- Minggu 3
- Memilih bursa efek untuk pencatatan surat utang.
 - Memilih wali amanat dan penasihat wali amanat.
 - Penasihat emiten menyebarkan kembali draf memorandum penawaran.
 - Penasihat penjamin emisi menyebarkan draf deskripsi surat utang.
 - Membuat draf tentang dokumentasi untuk pengaturan penundukan diri wali amanat untuk efek yang ada (apabila berlaku).
 - Penjamin emisi dan penasihat penjamin emisi meninjau draf memorandum penawaran dan menyusun peningkatan harga konsolidasi.
 - Emiten dan penasihat emiten membahas deskripsi surat utang.
 - Sesi pembuatan draf memorandum penawaran.
 - Menyebarkan konsep keterlibatan akuntan dan surat pernyataan akuntan.
 - Penjamin emisi dan penasihat penjamin emisi menyebarkan draf perjanjian pembelian
 - Emiten dan penjamin emisi menyusun presentasi lembaga pemeringkat.
 - Emiten, penjamin emisi dan masing-masing penasihatnya membahas lebih lanjut mengenai pendekatan sehubungan dengan pemberi pinjaman dan wali amanat jaminan yang ada, apabila perlu.
-
- Minggu 4
- Penasihat emiten menyebarkan kembali memorandum penawaran ke grup pekerja.
 - Penasihat emiten menyebarkan peningkatan harga dalam deskripsi surat utang.
 - Penjamin emisi dan penasihat penjamin emisi meninjau draf memorandum penawaran dan menyusun peningkatan harga konsolidasi.
 - Penjamin emisi, emiten dan penasihatnya masing-masing membahas deskripsi surat utang.
 - Sesi pembuatan draf untuk draf memorandum penawaran.
 - Emiten dan penasihat emiten membahas perjanjian pembelian dan menyebarkan peningkatan harga ke penjamin emisi dan penasihat penjamin emisi.
 - Emiten dan penjamin emisi menyusun presentasi lembaga pemeringkat.
-

WAKTU TUGAS

- Minggu 5
- Sesi pembuatan draf untuk draf memorandum penawaran apabila perlu.
 - Pembahasan mengenai deskripsi surat utang (termasuk bersama dengan wali amanat dan penasihat wali amanat) dan pengaturan penundukan surat utang wali amanat.
 - Membahas perjanjian pembelian, apabila perlu.
 - Emiten dan penjamin emisi menyusun presentasi lembaga pemeringkat.
 - Mengerjakan presentasi *roadshow*.
-
- Minggu 6
- Emiten menyerahkan draf memorandum penawaran ke bursa efek dan mengirimkannya ke mesin pencetak (apabila sudah cukup memadai).
 - Sesi pembuatan draf untuk draf memorandum penawaran apabila perlu.
 - Membahas perjanjian pembelian, apabila perlu.
 - Rapat dengan lembaga pemeringkat.
 - Mengerjakan presentasi *roadshow*.
-
- Minggu 7
- Emiten menerima komentar bursa efek mengenai draf memorandum penawaran, mengumpulkan komentar tersebut dan mengirimkan kembali draf memorandum penawaran ke bursa efek.
 - Penasihat penjamin emisi menyelesaikan deskripsi surat utang.
 - Membahas perjanjian pembelian, apabila perlu.
-
- Minggu 8
- Penasihat emiten menyelesaikan memorandum penawaran awal, termasuk bursa efek.
 - Menyelesaikan perjanjian pembelian.
 - Menyelesaikan presentasi *roadshow*.
 - Memperoleh izin dari wali amanat jaminan dan setiap pemberi pinjaman.
 - Menerima umpan balik awal dari lembaga pemeringkat.
 - Mencetak memorandum penawaran awal.
-

Peninjauan Uji Tuntas

PANDUAN UMUM

Untuk lebih memahami usaha Emiten dan untuk membantu dalam membuat draf memorandum penawaran yang akurat dan berarti, penyusun, penasihatnya, dan penasihat Emiten secara bersama-sama melakukan peninjauan yang luas mengenai aspek-aspek hukum, bisnis dan keuangan dari operasional Emiten. Peninjauan yang luas tersebut pada

umumnya memerlukan peninjauan terhadap semua kontrak material, otorisasi pemerintahan dan aspek dokumenter utama lainnya dari usaha. Selain itu, para pihak mengadakan serangkaian diskusi bersama manajemen senior, staf keuangan dan akuntan pembuat laporannya.

Cakupan uji tuntas yang diperlukan beragam, mengenai beberapa hal, bergantung pada keadaannya, dan kemungkinan besar memerlukan adanya pengambilan keputusan (*judgement calls*). Informasi yang diterima selama proses uji tuntas memfasilitasi proses pembuatan draf dan membantu untuk memastikan bahwa semua aspek material dari usaha Emiten telah diungkapkan dengan tepat. Pelaksanaan uji tuntas juga membantu untuk memastikan bahwa pengungkapan yang terdapat dalam memorandum penawaran adalah akurat dan sesuai dengan data terbaru yang ada saat ini.

MELAKSANAKAN UJI TUNTAS

Pelaksanaan uji tuntas dapat dikategorikan secara luas, sebagai uji tuntas hukum, usaha dan keuangan. Pelaksanaan uji tuntas yang pada umumnya dipimpin oleh penasihat hukum internasional penjamin emisi bersama dengan penasihat hukum internasional emiten, yang membantu emiten untuk menjawab pertanyaan-pertanyaan.

Peninjauan uji tuntas hukum dan usaha mencakup peninjauan struktur dan organisasi perusahaan Emiten, berita acara rapat direksi, prosedur keuangan dan akuntansi, informasi pemegang saham, presentasi dan laporan dari Emiten, perjanjian material, kekayaan intelektual, permasalahan pajak, aset, permasalahan lingkungan hidup, litigasi yang sedang berlangsung dan menunggu putusan, strategi, kompetisi dan pandangan industri. Penjamin emisi beserta penasihatnya memberikan sejumlah dokumen yang ingin mereka tinjau dalam penyusunan memorandum penawaran kepada Emiten. Daftar permintaan uji tuntas ini luas dan menyeluruh. Karena pihak yang meminta tidak menilai dokumentasi Emiten secara menyeluruh, daftar tersebut, sebagaimana yang diperlukan, mencakup hal-hal yang pada umumnya dapat dicari oleh penjamin emisi di ruang data dari perusahaan yang serupa di industri yang serupa.

Setelah menerima daftar permintaan uji tuntas, Emiten mulai menyiapkan ruang data yang memuat dokumen yang berkaitan dengan daftar permintaan uji tuntas dan setiap dokumen yang tidak ada pada daftar permintaan uji tuntas namun dianggap material oleh Emiten. Lokasi ruang data itu sendiri beragam, berdasarkan lokasi dokumen dan lokasi para pihak yang perlu untuk meninjau dokumen tersebut. Bagi sebagian besar Emiten, cara yang lebih efisien dan hemat untuk menyediakan dokumen untuk ditinjau adalah menyimpannya di situs web yang aman, dilindungi dengan kata sandi dan hanya dapat diakses oleh para pihak yang terlibat dalam penawaran tersebut. Bagi beberapa Emiten lainnya, cara yang paling efisien dan hemat adalah dengan membuat suatu ruang di tempat usaha mereka di mana seluruh dokumen tersebut dapat dipisahkan untuk ditinjau. Penasihat hukum internasional Emiten dapat membantu tim manajemen Emiten untuk menafsirkan daftar permintaan uji tuntas dan memberikan advis tentang bagaimana cara terbaik untuk mengatur materi untuk grup pekerja.

Uji tuntas keuangan mencakup departemen keuangan, akuntansi dan perbendaharaan Emiten. Pada umumnya, uji tuntas tersebut mencakup suatu peninjauan atas laporan keuangan tahunan penuh dan interim dari Emiten, hasil operasional, proyeksi, arus kas, utang keuangan dan aspek lainnya dari kondisi keuangan Emiten. Penjamin emisi dan penasihatnya fokus pada faktor peninjauan yang menyangkut keuangan Emiten dan perubahan signifikan terhadap posisi keuangan Emiten dari periode ke periode. Selain itu, uji tuntas keuangan berfokus pada laba dan perkiraan modal kerja Emiten. Kemudian, pada umumnya, mengadakan rapat uji tuntas bersama auditor eksternal Emiten untuk membahas, antara lain independensi auditor dari Emiten, permasalahan apa pun yang ditemukan selama audit dan komentar mengenai kebijakan, pengendalian dan prosedur akuntansi internal Emiten. Secara khusus, memberikan perhatian terhadap kebijakan akuntansi di mana kebijaksanaan atau keputusan dari tim manajemen senior dapat diterapkan untuk memahami apakah penerapan kebijaksanaan telah diterapkan secara wajar atau tidak.

Selama proses uji tuntas dan pembuatan draf, rapat manajemen dan uji tuntas diadakan bersama dengan manajemen senior dari Emiten. Rapat ini memberikan kesempatan kepada penjamin emisi dan penasihat hukum dari kedua belah pihak untuk memahami usaha Emiten sehingga dapat menyusun memorandum penawaran.

“RULE 10B-5 LETTER”

Peninjauan uji tuntas juga bertujuan untuk membuat catatan yang berasal dari penyelidikan yang wajar yang dilakukan oleh penjamin emisi yang dapat menjadi dasar pembelaan mereka terhadap tanggung jawab potensial. Penawaran yang dibuat berdasarkan *Rule 144A* dan *Regulation S* dikecualikan dari kewajiban pendaftaran dalam *Securities Act* namun tetap tunduk pada ketentuan anti-curang dalam *Securities Act* dan *Exchange Act*, termasuk *Rule 10b-5*. Namun, pelaksanaan secara hati-hati yang wajar dalam bentuk pemeriksaan uji tuntas yang dilakukan secara hati-hati dapat digunakan sebagai pembelaan yang menguntungkan dari beberapa pribadi (khususnya penjamin emisi dan Direksi Emiten) untuk membantah adanya suatu maksud untuk berbuat curang, menipu atau memanipulasi. Oleh karena itu, uji tuntas penjamin emisi merupakan komponen yang penting untuk melindungi kewajiban penawaran yang dilakukan sesuai dengan *Rule 144A*. Sehingga, pada umumnya penjamin emisi dapat meminta penasihat hukum internasional untuk menerbitkan “surat pengungkapan *Rule 10b-5*” untuk membantu mereka dalam mendokumentasikan pembelaan tersebut. Sebuah surat pengungkapan *Rule 10b-5* merupakan surat dari setiap penasihat hukum internasional yang ditujukan kepada penjamin emisi (dan dalam hal penasihat hukum internasional Emiten, disebut sebagai Direksi Emiten) memberi konfirmasi bahwa mereka telah menjalankan berbagai prosedur dan bahwa, atas dasar tersebut, tidak memiliki alasan untuk percaya bahwa memorandum penawaran memuat pernyataan yang tidak benar mengenai fakta material atau tidak memilih untuk menyertakan fakta material yang diperlukan untuk membuat pernyataan tersebut, mengingat keadaan yang mendasari dibuatnya pernyataan tersebut, menjadi tidak menyesatkan.

Dokumentasi

MEMORANDUM PENAWARAN

Memorandum penawaran merupakan dokumen pengungkapan yang dimaksudkan untuk memberikan semua informasi material yang diperlukan untuk membuat keputusan investasi sarat dengan informasi dan memuat informasi yang serupa dengan informasi yang ditetapkan dalam prospektus untuk suatu penawaran umum kepada calon investor. Selain untuk memberikan informasi mengenai penawaran yang diusulkan kepada calon

investor, memorandum penawaran berguna untuk melindungi Emiten dan pembeli awal dari kewajiban berdasarkan hukum sekuritas yang berlaku untuk dugaan pernyataan yang keliru atau pengabaian yang material sehubungan dengan penawaran dan penjualan obligasi.

Hal-hal pengungkapan utama dalam memorandum penawaran adalah sebagai berikut:

- **Ringkasan penawaran atau "kotak:"** Pembeli awal dan calon investor berfokus pada kotak, yang memiliki fokus pada pemasaran dan memberikan: (i) ikhtisar penerbitan, (ii) deskripsi usaha (termasuk strategi usaha dan kekuatan kompetitif), (iii) struktur korporasi dan transaksi serta (iv) ringkasan data keuangan.
- **Faktor risiko:** Bagian faktor risiko menentukan risiko yang berkaitan dengan Emiten dan industrinya serta risiko yang berkaitan dengan obligasi dan penawaran terbatas. Pada umumnya, faktor risiko tersebut serupa dengan faktor risiko yang ditemukan dalam memorandum penawaran dan prospektus dari Emiten lainnya dalam industri yang sama dan disesuaikan untuk menjelaskan risiko tertentu yang berkaitan dengan perusahaan yang melakukan penawaran pada saat tersebut. Menurut panduan SEC, faktor risiko tidak boleh memuat bahasa mitigasi apa pun sehubungan dengan risiko tertentu yang sedang dijelaskan.
- **Penggunaan hasil:** Bagian penggunaan hasil meringkas sumber dan penggunaan dana yang diperoleh dari penawaran tersebut, dan juga sumber modal lainnya.
- **Permodalan:** Bagian permodalan menetapkan permodalan Emiten yang aktual dan *pro forma* untuk mencerminkan hasil yang diperoleh dari penawaran tersebut dan penggunaan hasil bersih.
- **Laporan Keuangan:** Emiten diminta untuk memuat laporan keuangan yang diaudit dan ditinjau (disusun sesuai dengan *international financial reporting standards* (IFRS), *generally accepted accounting principles* (GAAP) dari negara asal Emiten atau GAAP AS) termasuk laporan posisi keuangan (pada umumnya akhir dari dua tahun fiskal terakhir dan periode interim terakhir) dan pernyataan pendapatan, arus kas, dan ekuitas pemegang saham (pada umumnya tiga tahun fiskal terakhir dan periode interim terakhir serta periode interim sebanding sebelumnya). Emiten juga akan memuat data keuangan yang dipilih untuk lima tahun yang lalu dalam memorandum penawaran.

Penyusunan dan audit laporan keuangan akan memerlukan jumlah waktu yang signifikan, khususnya untuk Emiten yang tidak tunduk pada kewajiban pelaporan dalam *Exchange Act* atau yang belum menyerahkan laporan keuangan yang telah diaudit sebelumnya. Suatu emiten yang tidak memiliki laporan keuangan yang telah diaudit terakhir harus memulai proses tersebut sedini mungkin selama masa penyusunan. Aspek-aspek tambahan sehubungan dengan presentasi laporan keuangan Emiten yang harus diperhatikan dan dipertimbangkan oleh Emiten di awal penawaran akan diuraikan di bawah ini.

Rule 3-05 dalam *S-X Regulation* mewajibkan Emiten untuk memberikan laporan keuangan perusahaan terpisah yang dimiliki atau mungkin akan diambil alih oleh Emiten apabila perusahaan yang diambil alih memenuhi salah satu dari ketiga uji signifikansi:

- “uji penghasilan” membandingkan antara ekuitas Emiten dalam penghasilan perusahaan target, yang diperoleh dari operasional yang sedang berlangsung sebelum pajak, hal-hal luar biasa dan dampak kumulatif dari perubahan prinsip akuntansi dengan penghasilan Emiten tersebut untuk tahun fiskal terakhir yang baru saja berakhir.
- “uji investasi” membandingkan antara harga beli GAAP dari perusahaan target dengan aset konsolidasi Emiten pada akhir tahun fiskal terakhir yang baru saja berakhir; dan
- “uji aset” membandingkan antara saham Emiten dari total aset dari usaha yang diambil alih dengan total aset konsolidasi Emiten.

Apabila tidak ada uji signifikansi yang melebihi 20%, laporan keuangan untuk perusahaan yang diambil alih tidak diwajibkan. Apabila hanya salah satu dari uji signifikansi tersebut yang (i) berada di antara 20% dan 40% maka Emiten akan diwajibkan untuk memberikan laporan keuangan dari perusahaan yang diambil alih untuk tahun fiskal terakhir yang baru saja berakhir dan periode interim berikutnya; (ii) berada di antara 40% dan 50% maka Emiten harus memberikan laporan keuangan untuk dua tahun fiskal terakhir yang baru saja berakhir dan periode interim berikutnya; dan (iii) melebihi 50% maka Emiten harus memberikan laporan keuangan untuk tiga tahun fiskal terakhir yang baru saja berakhir dan periode interim berikutnya.

Selain itu, *Article 11* dalam *S-X Regulation* mewajibkan Emiten untuk memberikan laporan keuangan *pro forma* yang terpisah apabila suatu pengambilalihan signifikan telah terjadi dalam tahun fiskal yang sedang berjalan atau mungkin terjadi. Presentasi *pro forma* memberikan informasi keuangan mengenai perusahaan gabungan kepada investor seakan-akan pengambilalihan telah terjadi di awal periode yang berlaku dan menunjukkan dampak dari transaksi tersebut pada laporan keuangan Emiten. Laporan keuangan *pro forma* akan mencakup laporan posisi keuangan *pro forma* pada akhir periode terakhir yang ditentukan berdasarkan *Rule 3-01* dalam *S-X Regulation* dan laporan laba rugi *pro forma* untuk tahun fiskal terakhir dan periode interim terakhir.



TIP PRAKTIS

Penentuan oleh grup kerja (yaitu, auditor, penjamin emisi, emiten dan penasihat) mengenai laporan keuangan yang akan dimuat dalam memorandum penawaran harus dibuat sedini mungkin agar ruang lingkup dari uji tuntas dan pengungkapan serta hasil pekerjaan berupa surat pernyataan akuntan jelas bagi semua pihak dan dapat diatur dengan tepat untuk mencapai lini masa yang ditargetkan.

Selain itu, *Rule 3-10* dalam *S-X Regulation* mewajibkan Emiten untuk memberikan laporan keuangan terpisah untuk masing-masing anak perusahaan Emiten yang merupakan penanggung dari obligasi kecuali (i) anak perusahaan dimiliki penuh oleh Emiten, (ii) penanggung adalah tanggung renteng, (iii) penanggung adalah penuh dan tanpa syarat dan (iv) laporan keuangan Emiten memuat catatan kaki yang memuat ringkasan informasi keuangan konsolidasi dengan kolom yang terpisah untuk perusahaan induk, penanggung anak perusahaan atas dasar gabungan, setiap anak perusahaan Emiten lainnya atas dasar gabungan, penyesuaian konsolidasi dan jumlah total konsolidasi. *Rule 3-10* memuat aturan yang serupa untuk suatu Emiten yang merupakan anak perusahaan keuangan yang menerbitkan obligasi yang ditanggung oleh perusahaan induknya, dan memberikan pengecualian yang serupa dengan pengecualian yang berlaku terhadap penanggung anak perusahaan.

Rule 3-16 dalam *S-X Regulation* mewajibkan Emiten untuk memberikan laporan keuangan yang telah diaudit dan interim terpisah untuk semua afiliasi Emiten apabila Emiten menerbitkan obligasi terdaftar yang dijamin dengan efek afiliasi dan efek yang digadaikan merupakan suatu bagian substansial dari agunan yang menjamin obligasi tercatat yang diterbitkan. Efek akan dianggap sebagai bagian substansial dari agunan apabila jumlah keseluruhan efek sebesar 20% atau lebih dari agunan yang menjamin obligasi. *Rule 3-16* akan berlaku terhadap efek tercatat, dan semua efek yang belum tercatat dengan hak pendaftaran. Walaupun *Rule 3-16* harus dipertimbangkan, penawaran bunga tinggi yang dijamin yang masuk dalam kategori ini bukan merupakan hal yang umum.

- *Diskusi dan Analisis Manajemen (Management's Discussion and Analysis/ MD&A)*: Bagian MD&A memberi perincian tentang kinerja keuangan Emiten melalui sudut pandang tim manajemen Emiten dari perspektif riwayat dan ekspektasi Emiten di masa yang akan datang. Diskusi MD&A akan menganalisa dan membahas kinerja keuangan Emiten atas dasar perbandingan dari periode ke periode dan menjelaskan alasan untuk hasil yang berbeda serta kecenderungan kinerja. Emiten juga akan membahas likuidasi dan sumber modalnya, termasuk ekspektasi penggunaan uang Emiten yang dihasilkan dari penawaran bunga tinggi. MD&A juga akan membahas paparan risiko Emiten yang berkaitan dengan *marketplace* secara umum dan harga komoditas serta risiko tingkat suku bunga.
- *Usaha*: Bagian ini membahas usaha Emiten, industri dan kompetisi terkaitnya, strategi dan kekuatannya, operasinya, produk dan layanannya, serta bagian lain yang berkaitan dengan usaha Emiten;
- *Ikhtisar manajemen*: Bagian manajemen menetapkan informasi khusus mengenai masing-masing dari direktur Emiten dan anggota manajemen utamanya, termasuk perihal kompensasi, pengalaman dan pendidikan individual, serta transaksi pihak yang berelasi antara Emiten, dan pejabatnya, direktur dan para pemegang saham signifikan.
- *Deskripsi Utang Lain*: Bagian ini memberikan ikhtisar mengenai utang Emiten yang ada, termasuk fasilitas kredit dan utang lainnya.

- *Deskripsi Surat Utang (Description of the Notes/DoN)*: DoN membahas syarat dan ketentuan khusus dari surat utang dan merangkum indenture. Untuk diskusi yang lebih terperinci mengenai DoN, lihat Kepatuhan Umum dan Paket Janji Obligasi Bunga Tinggi.
- *Bagian Lain*: Memorandum penawaran akan mencakup bagian lain seperti rencana distribusi, pembatasan transfer, pertimbangan pajak material, ahli atau penasihat luar, dll. Selain itu, industri tertentu seperti minyak dan gas, perbankan dan lahan yasan dapat meminta pengungkapan khusus industri tingkat lain sebagaimana ditentukan berdasarkan panduan pengungkapan SEC tertentu. Laporan dari para ahli dan penilaian teknis juga dapat dimuat dalam memorandum penawaran.

INDENTURE

Indenture merupakan kontrak yang ditandatangani oleh Emiten, semua penanggung dan wali amanat (*trustee*). Perjanjian tersebut mencakup semua ketentuan obligasi termasuk tingkat suku bunga, tanggal jatuh tempo dan janji obligasi. Ketentuan dari indenture dirangkum dalam bagian yang diberi keterangan “Deskripsi Surat Utang” dalam memorandum penawaran, namun setelah penerbitan, indenture merupakan kontrak hukum sentral yang mengatur obligasi tersebut.

Kami menerima banyak pertanyaan dari emiten mengenai peran dari wali amanat. Secara sederhana, wali amanat ditunjuk oleh Emiten untuk mewakili kepentingan pemegang surat utang dan mengelola berbagai hal yang dapat timbul dari waktu ke waktu selama Surat Utang masih terutang. Hal-hal tersebut hanya mencakup fungsi administratif seperti mengkoordinasi pembayaran dan menerima pernyataan kepatuhan. Dalam hal sebelum cedera janji, wali amanat pada umumnya akan menunjuk beberapa agen untuk menangani agen pembayaran, agen transfer dan fungsi biro administrasi. Untuk pelaksanaan manajemen kewajiban, di mana izin dari pemegang surat utang dipersyaratkan atau komunikasi lain dengan pemegang surat utang diperlukan, wali amanat dapat terlibat untuk membantu Emiten untuk tindakan-tindakan tersebut melalui sistem kliring. Dalam konteks setelah cedera janji, peran wali amanat berubah menjadi untuk bertindak sebagai orang kepercayaan (*fiduciary*) yang bertugas untuk

menjaga kepentingan pemegang surat utang dengan menyatakan adanya cedera janji dan mengambil langkah eksekusi tersebut sebagaimana diperintahkan oleh pemegang surat utang.

PERJANJIAN PEMBELIAN

Perjanjian pembelian merupakan kontrak antara Emiten dengan pembeli awal, di mana Emiten setuju untuk menerbitkan dan menjual obligasi kepada pembeli awal dan pembeli awal setuju untuk membeli obligasi dari Emiten dengan harga yang telah disetujui pada saat penutupan, tunduk pada persyaratan tertentu. Selain itu, dalam perjanjian pembelian, Emiten memberikan banyak pernyataan dan jaminan, termasuk yang berkaitan dengan usahanya dan kelengkapan serta keakuratan dari memorandum penawaran, dan setuju untuk mengganti kerugian dari pembeli awalnya untuk segala kerugian yang timbul dari pernyataan material yang keliru atau pengabaian terkait pengungkapan dalam memorandum penawaran tersebut.

PERJANJIAN ANTARKREDITUR

Perjanjian antarkreditur mengatur ketentuan dan hubungan yang lazim di antara kreditur sehubungan dengan kewajiban Emiten. Para pihak dalam perjanjian antarkreditur termasuk kreditur utama yang dijamin oleh Emiten. Perjanjian tersebut memuat ketentuan yang membatasi kemampuan kreditur untuk membedakan hak-haknya dan menganggap permasalahan tersebut sebagai hak pilih, pemberitahuan cedera janji dan perintah untuk menggunakan hasil dari upaya pemulihan utang (termasuk dari penjualan agunan). Sepanjang grup kreditur tertentu merupakan subordinasi terhadap grup kreditur lainnya, perjanjian antarkreditur menetapkan ketentuan-ketentuan subordinasi dan prinsip-prinsip lainnya yang akan diberlakukan. Lihat *Subordinasi – Subordinasi Hak Gadaai*.

PENDAPAT HUKUM DAN SURAT PENGUNGKAPAN

Pada saat penutupan, penasihat Emiten dan penasihat pembeli awal memberikan pendapat sehubungan dengan permasalahan hukum tertentu dan surat pengungkapan resmi (disebut sebagai surat kepastian negatif atau surat *Rule 10b-5*) kepada pembeli awal. Sebagaimana tercatat di atas selama diskusi kami mengenai proses uji tuntas, surat *Rule 10b-5* yang

menyatakan bahwa, sehubungan dengan pekerjaan penasihat dalam penawaran dan sebagai hasil dari penyelidikannya sendiri, memorandum penawaran tidak memuat pernyataan material yang keliru atau pengabaian. Surat-surat ini merupakan puncak dari uji tuntas komprehensif dari penasihat Emiten selama pelaksanaan transaksi dan pemenuhan persyaratan bahwa pengungkapan memorandum penawaran memenuhi standar yang ditetapkan berdasarkan ketentuan anti-curang hukum sekuritas federal AS berdasarkan *Section 10b* dan *Rule 10b-5* dalam *Exchange Act*. Pada umumnya, surat *Rule 10b-5* merupakan syarat bagi pembeli awal untuk setiap penawaran obligasi bunga tinggi *Rule 144A*.

SURAT PERNYATAAN AKUNTAN

Surat pernyataan akuntan dikeluarkan oleh auditor Emiten berdasarkan penetapan harga dan ditujukan kepada pembeli awal. Dalam surat pernyataan akuntan tersebut, auditor (i) menegaskan kembali independensi mereka, (ii) menyatakan bahwa mereka memegang teguh pendapat audit mereka tentang laporan keuangan yang telah diaudit dari Emiten yang dimuat dalam memorandum penawaran, (iii) menjelaskan semua prosedur yang telah mereka lakukan dalam setiap informasi keuangan interim yang dimuat dalam memorandum penawaran atau akun manajemen internal selama jangka waktu antara tanggal audit terakhir Emiten atau laporan keuangan yang telah ditinjau dan tanggal memorandum penawaran (disebut sebagai "Periode Rintisan"), (iv) menjelaskan prosedur tambahan yang telah disetujui dan yang diadakan sehubungan dengan informasi keuangan Emiten yang dimuat dalam memorandum penawaran dan (v) memberikan kepastian negatif tentang ketiadaan perubahan material sehubungan dengan hal-hal dalam bidang keuangan tertentu selama Periode Rintisan. Auditor Emiten akan memberikan surat pernyataan akuntan *bring-down* pada tanggal penutupan, untuk memverifikasi bahwa surat pernyataan akuntan asli masih sah.

Pasca-Peluncuran

Untuk memperdagangkan dan membangun momentum untuk penawaran, Emiten dan pembeli awal, pada umumnya, mengadakan *roadshow* (selama kurang lebih beberapa hari hingga dua minggu) setelah peluncuran. Selama jangka waktu ini, anggota lain dari grup kerja menyelesaikan pemeringkatan obligasi dan dokumentasi kontraktual. Emiten berulang hanya dapat mengadakan *roadshow* elektronik atau mengadakan penawaran atas dasar “semalam” tanpa mengadakan *roadshow* fisik sama sekali.

Setelah menyelesaikan *roadshow*, semua pihak hadir dalam panggilan uji tuntas *bring-down* bersama dengan manajemen Emiten, auditor Emiten memberikan surat pernyataan akuntan, dan Emiten serta pembeli awal mengadakan rapat penetapan harga yang waktunya bersamaan dengan menetapkan ketentuan-ketentuan penawaran. Setelah rapat penetapan harga, Emiten, semua penanggung dan pembeli awal menandatangani perjanjian pembelian, di mana pada saat tersebut, Emiten dan pembeli awal terikat untuk menyelesaikan penawaran tersebut, dengan tunduk pada persyaratan penutupan tertentu. Penasihat Emiten dan penasihat pembeli awal kemudian menyusun memorandum penawaran final dan dokumen-dokumen penutup untuk persiapan penutupan. Pada saat penutupan, yang pada umumnya diselenggarakan dalam waktu lima hari kerja setelah tanggal penetapan harga (“H+5”), obligasi diterbitkan dan diserahkan secara resmi oleh Emiten atas pembayaran, yang oleh karenanya, oleh pembeli awal.

Mayer Brown is a leading international law firm positioned to represent the world's major corporations, funds and financial institutions in their most important and complex transactions and disputes.

Please visit [mayerbrown.com](https://www.mayerbrown.com) for comprehensive contact information for all our offices.

Mayer Brown is a global services provider comprising associated legal practices that are separate entities, including Mayer Brown LLP (Illinois, USA), Mayer Brown International LLP (England & Wales), Mayer Brown (a Hong Kong partnership) and Tauil & Chequer Advogados (a Brazilian law partnership) and non-legal service providers, which provide consultancy services (collectively, the "Mayer Brown Practices"). The Mayer Brown Practices are established in various jurisdictions and may be a legal person or a partnership. PK Wong & Nair LLC ("PKWN") is the constituent Singapore law practice of our licensed joint law venture in Singapore, Mayer Brown PK Wong & Nair Pte. Ltd. Details of the individual Mayer Brown Practices and PKWN can be found in the Legal Notices section of our website.

"Mayer Brown" and the Mayer Brown logo are the trademarks of Mayer Brown.

© 2024 Mayer Brown. All rights reserved.

Attorney Advertising. Prior results do not guarantee a similar outcome.