

Bab 8

Modal Ventura

A. PENGERTIAN

Istilah ventura berasal dari kata *venture*, yang secara harfiah bisa berarti sesuatu yang mengandung risiko atau dapat pula diartikan sebagai usaha. Jadi, modal ventura (*venture capital*) adalah modal yang ditanamkan pada usaha yang mengandung risiko.

Dari pengertian di atas dapat disimpulkan bahwa modal ventura merupakan pembiayaan yang memiliki risiko tinggi. Pembiayaan modal ventura berbeda dengan bank yang memberikan pembiayaan berupa pinjaman atau kredit, karena modal ventura memberikan pembiayaan dengan cara melakukan penyertaan langsung ke dalam perusahaan yang dibiayainya. Perusahaan yang memperoleh pembiayaan modal ventura disebut Perusahaan Pasangan Usaha (PPU) atau *investee company*. Instrumen lain yang dapat digunakan dalam rangka modal ventura adalah obligasi konversi (*convertible bond*) yang memiliki hak opsi untuk ditukarkan dengan saham PPU. Umumnya, pembiayaan modal ventura hampir selalu disertai dengan persyaratan keterlibatan dalam manajemen PPU, yang biasanya disepakati dalam perjanjian modal ventura.

Jangka waktu penyertaan saham modal ventura bersifat sementara. Di beberapa negara jangka waktu pembiayaan modal ventura berada diantara 3 – 10 tahun. Di Indonesia sendiri, jangka waktu tersebut menurut Keppres No. 61/1988 adalah sudah harus diinvestasi maksimum 40 tahun. Ciri inilah pula yang membuat unik dan membedakannya dengan investasi biasa.

B. KONSEP KELEMBAGAAN DAN MEKANISME MODAL VENTURA

Karakteristik yang sangat menonjol dalam usaha modal ventura berkaitan dengan risiko. Besarnya risiko yang mungkin dihadapi dalam bisnis modal ventura ini menyebabkan tingginya *expected return* yang diharapkan oleh venture capitalist.

Oleh karena itu, modal ventura lebih cenderung membiayai usaha yang menjanjikan keuntungan yang lebih besar, seperti usaha-usaha baru di bidang pengembangan teknologi. Bahkan, perusahaan modal ventura bersedia untuk membiayai gagasan-gagasan yang diperkirakan akan dapat dikembangkan menjadi suatu realita usaha yang memberikan keuntungan yang berlipat.

Ciri-ciri utama modal ventura adalah pembiayaan dalam bentuk penyertaan modal saham (*equity financing*) dengan jangka waktu tertentu. Dalam perkembangannya, penyertaan modal tersebut, lebih lanjut, dapat dimodifikasi menjadi *semi equity financing*. Di samping itu, karakteristik lain modal ventura adalah tingginya risiko yang mungkin dihadapi oleh pemodal.

Mekanisme modal ventura, pada prinsipnya, merupakan suatu proses yang menggambarkan arus investasi, yang dimulai dari masuknya pemodal dengan membentuk *suatu pool of funds*, proses pembiayaan pada perusahaan pasangan usaha, sampai proses penarikan kembali penyertaan tersebut (*divestasi*). Sebagaimana dijelaskan di atas, pada hakikatnya, modal ventura adalah kumpulan dana (*pool of funds*) yang berasal dari investor, dan dikelola secara profesional untuk diinvestasikan kepada perusahaan yang membutuhkan modal. Oleh karena itu, dalam mekanisme modal ventura, paling sedikit ada tiga unsur yang terlibat secara langsung, yaitu ;

- a. Pemilik modal yang menginginkan keuntungan yang tinggi dari modal yang dimilikinya. Modal dari berbagai sumber atau investor tersebut dihimpun dalam suatu wadah atau lembaga khusus yang dibentuk untuk itu; atau disebut *venture capital funds*.
- b. Profesional yang mempunyai keahlian dalam mengelola investasi dan mencari jenis investasi potensial. Profesional ini dapat berupa lembaga yang disebut perusahaan manajemen atau *management venture capital fund company*
- c. Perusahaan yang membutuhkan modal untuk pengembangan usahanya. Perusahaan yang dibiayai ini disebut *investee company* atau perusahaan pasangan usaha.

Di Indonesia, mekanisme modal ventura dengan konsep pemisahan antara *venture capital fund* dengan *management venture capital company* tidak dikenal

dalam aturan perundangan modal ventur. Pada prinsipnya, perusahaan modal ventura yang telah memperoleh izin usaha dari Menteri Keuangan, dapat mengelola atau dikelola oleh perusahaan modal ventura lainnya.

Pelaksanaan kebijakan dan pengelolaan investasi modal ventura dalam mekanisme modal ventura konvensional, dilakukan sepenuhnya oleh perusahaan modal ventura itu sendiri sebagai badan hukum, atau dengan kata lain, suatu perusahaan modal ventura dapat sebagai *venture capital fund* dan dalam waktu yang sama menjadi *management venture capital company*. Oleh karena itu kebijakan dan analisis investasi : pelaksanaan monitoring ; keterlibatan pada manajemen perusahaan pasangan usaha; serta pelaksanaan dalam proses divestasi, dilakukan oleh perusahaan modal ventura yang bersangkutan.

Mekanisme modal ventura dengan pendekatan *venture capital fund company*, berbeda dengan metode pertama, seperti yang telah dijelaskan di atas. Pelaksanaan semua kebijakan dan strategi investasi mulai dari analisis, monitoring, sampai pada proses divestasi dan review merupakan tugas dan tanggung jawab perusahaan manajemen investasi. Semua tugas dan tanggung jawab yang dibebankan kepadanya tersebut didasarkan pada kesepakatan yang telah diatur dalam perjanjian kontrak manajemen. Atas tanggung jawabnya tersebut, perusahaan manajemen mendapatkan *contract fee* atau *management fee* dan *success fee*.

C. TUJUAN DAN MANFAAT MODAL VENTURA

Pembiayaan modal ventura, disamping berorientasi untuk memperoleh keuntungan yang tinggi dengan risiko yang tinggi pula, juga bertujuan antara lain untuk :

- a. Memungkinkan dan mempermudah pendirian suatu perusahaan baru
- b. Membantu pembiayaan perusahaan yang sedang mengalami kesulitan dana dalam pengembangan usahanya, terutama pada tahap-tahap awal
- c. Membantu perusahaan baik pada tahap pengembangan suatu produk maupun pada tahap mengalami kemunduran
- d. Membantu terwujudnya dari hanya suatu gagasan menjadi produk jadi yang siap dipasarkan

- e. Memperlancar mekanisme investasi di dalam dan luar negeri
- f. Mendorong pengembangan proyek *research and development*
- g. Membantu pengembangan teknologi baru dan memperlancar terjadinya alih teknologi
- h. Membantu dan memperlancar pengalihan kepemilikan suatu perusahaan

Dari sisi perusahaan pasangan usaha (*investee company*), masuknya modal ventura sebagai sumber pembiayaan pada perusahaan akan memberi manfaat bagi perusahaan yang bersangkutan antara lain sebagai berikut :

1. Kemungkinan Berhasilnya Usaha Lebih Besar

Dengan masuknya modal ventura, maka hasil temuan akan terjamin kelancaran produknya. Karena dalam kenyataannya, seseorang yang menemukan suatu ciptaan baru belum tentu mampu memproduksi dan sekaligus memasarkan produknya tersebut dengan berhasil, atau dengan kata lain, ia belum tentu memiliki kemampuan sebagai seorang pengusaha. Pelaksanaan produksi dan pemasaran membutuhkan suatu keahlian, pengalaman, dan jaringan yang memadai sehingga akan menjamin kelancaran usaha. Pengusaha yang tidak memiliki kriteria tersebut sudah barang tentu akan menimbulkan risiko investasi; yang pada gilirannya akan menghancurkan usahanya, yang sebenarnya memiliki prospek dan potensi besar untuk dikembangkan. Dengan masuknya modal ventura yang memiliki kemampuan manajemen dan latar belakang bisnis yang kuat sebagai partner usahanya, maka risiko usaha tersebut dapat dikurangi.

2. Meningkatkan Efisiensi Pendistribusian Produk

Pada awal dilakukannya produksi, biasanya jumlah produksi tidak akan efisien apabila pendistribusian ditangani sendiri karena volume produksi belum ekonomis untuk dilakukan distribusi sendiri. Untuk mengatasi keterbatasan ini, perusahaan modal ventura, yang memiliki jaringan distribusi atau pemasaran yang luas, dapat diajak serta untuk memberi pembiayaan dengan cara melakukan penyertaan pada perusahaan pasangan usaha.

3. Meningkatkan Bankabilitas

Perusahaan baru sering mengalami kesulitan untuk memperoleh pembiayaan, antara lain karena perusahaan bersangkutan biasanya memiliki tim manajemen

yang lemah, di samping struktur permodalan yang kurang kuat. Alasan tersebut menyebabkan bank menjadi kurang berminat untuk memberi pinjaman kepada perusahaan baru. Selanjutnya, masuknya perusahaan modal ventura ke dalam perusahaan tersebut jelas akan meningkatkan kepercayaan para calon kreditor pada perusahaan tersebut, disamping adanya perbaikan dalam struktur permodalan.

4. Meningkatkan Kemampuan Memperoleh Keuntungan

Berbeda dengan kredit bank, pembiayaan modal ventura merupakan pembiayaan dalam bentuk penyertaan modal sehingga perusahaan tidak perlu mengeluarkan biaya rutin dalam bentuk bunga dan cicilan pokok, yang tentunya akan mempengaruhi arus kas perusahaan. Di samping itu, jangka waktu pembiayaan modal ventura relatif berjangka panjang sehingga perusahaan akan dapat menggunakan dana tersebut untuk investasi jangka panjang pula. Penambahan modal sendiri perusahaan yang bersumber dari penyertaan saham modal ventura akan semakin memperkecil debt equity ratio perusahaan, yang tentunya secara langsung akan mengurangi atau memperkecil beban biaya bunga. Kecilnya beban biaya bunga yang ditanggung tersebut jelas akan meningkatkan kemampuan perusahaan untuk memperbesar perolehan laba operasinya.

5. Meningkatkan Likuiditas

Pembiayaan modal ventura dengan cara penyertaan modal, seperti disebutkan di atas, akan mengurangi beban biaya perusahaan. Di samping itu, likuiditas perusahaan tidak perlu terganggu karena perusahaan tidak memiliki beban pembayaran bunga dan cicilan pokok pinjaman seperti halnya dalam kredit bank sebagaimana telah disebutkan di atas. Oleh karena itu, penyertaan modal ventura, secara langsung, memiliki dampak positif terhadap meningkatnya likuiditas perusahaan.

D. KARAKTERISTIK MODAL VENTURA

Pembiayaan modal ventura memiliki beberapa karakteristik yang membedakannya dengan jenis pembiayaan lainnya seperti perbankan, perusahaan pembiayaan: *leasing*, *factoring*, dan pembiayaan konsumen. Perbedaan karakteristik pembiayaan

modal ventura inilah yang menempatkan modal ventura sebagai bentuk pembiayaan yang unik. Karakteristik modal ventura tersebut antara lain sebagai berikut :

1. Pembiayaan Modal Ventura Merupakan Equity (Quasi Equity Financing)

Bentuk pembiayaan oleh perusahaan modal ventura dilakukan dengan penyertaan modal langsung pada perusahaan pasangan usaha. Di samping itu, pembiayaan modal ventura dapat pula dilakukan dengan menggunakan instrument obligasi konversi atau *convertible bond*. Bentuk pembiayaan ini dikenal sebagai *semi equity financing*.

2. Modal Ventura Merupakan Investasi dengan Perspektif Jangka Panjang (Long-term Perspective)

Modal ventura tidak mengharapkan perolehan keuntungan dengan memperdagangkan sahamnya secara jangka pendek, akan tetapi mengharapkan capital gain setelah jangka waktu tertentu. Hal ini berarti pembiayaan atau bisnis modal ventura, pada prinsipnya, memiliki perspektif yang bersifat jangka panjang.

3. Modal Ventura Merupakan Pembiayaan yang Bersifat Risk Capital

Dikatakan berisiko tinggi karena pembiayaan modal ventura tidak disertai dengan jaminan, seperti halnya dengan kredit perbankan. Akan tetapi hanya didasarkan pada keyakinan atas gagasan yang diusulkan tersebut. Risiko tinggi tersebut sebenarnya diimbangi dengan harapan untuk mendapatkan return yang lebih besar.

4. Pembiayaan Modal Ventura Bersifat Aktif (Active Investment)

Pembiayaan modal ventura selalu disertai dengan keterlibatan perusahaan modal ventura dalam manajemen perusahaan yang dibiayai, meliputi; manajemen keuangan, pemasaran dan pengawasan operasional. Keikutsertaan dalam manajemen tersebut diharapkan akan dapat mengurangi risiko investasi perusahaan modal ventura dan membantu perusahaan yang bersangkutan untuk meningkatkan profitabilitas.

5. Modal Ventura Bersifat Sementara

Meskipun pembiayaan modal ventura berupa penyertaan saham, namun pada prinsipnya, tetap bersifat sementara, misalnya, ketentuan jangka waktu penyertaan modal ventura di Indonesia maksimum 10 tahun. Dalam kurun waktu

tersebut, diharapkan perusahaan yang dibiayai sudah menacapai tingkat pertumbuhan yang diinginkan, dan selanjutnya perusahaan modal ventura akan menarik diri dengan menjual sahamnya (divestasi) pada perusahaan pasangan usahanya.

6. Keuntungan Berupa Capital Gain dan Dividen

Keuntungan yang diharapkan diperoleh perusahaan modal ventura melalui *capital gain* atau apresiasi nilai saham di samping deviden.

7. Rate of Return yang Tinggi

Bidang usaha yang umumnya dibiayai oleh modal ventura adalah yang bersifat terobosan-terobosan baru yang menjanjikan keuntungan yang tinggi.

E. SUMBER DANA MODAL VENTURA

Sumber dana modal ventura dapat berasal dari berbagai sumber, anatarain sebagai berikut :

1. Investor Perseorangan

Salah satu sumber dana modal ventura berasal dari investor individu. Hanya saja, proses untuk menarik investor perseorangan yang ingin mengikutsertakan dananya dalam suatu usaha modal ventura tidak semudah yang dipikirkan, kalau tidak ingin dikatakan sulit. Hal ini disebabkan bisnis modal ventura memiliki tingkat risiko yang lebih tinggi dibandingkan dengan jenis investasi lainnya. Umumnya, investor perseorangan lebih menyukai dan cenderung melakukan investasi pada usaha yang telah berjalan lancar dan bersifat jangka pendek. Investor individu yang memiliki kesabaran dan kesiapan untuk menerima dan menanggung risiko tinggi dalam suatu usaha dianggap sebagai seorang venture capitalist murni karena dalam usaha modal ventura sulit diharapkan akan memberi hasil yang besar atas investasi yang ditanam dalam kurun waktu satu atau dua tahun.

2. Investor Institusi

Biasanya perusahaan-perusahaan besar, terutama di negara-negara industri, memiliki suatu divisi tersendiri yang khusus menangani bisnis modal ventura. Tugas divisi khusus ini adalah menampung dan mengevaluasi suatu ide-ide,

terutama dalam bidang teknologi, yang dapat dikembangkan menjadi suatu produk teknologi baru yang dapat dipasarkan. Keikutsertaan investor institusi ini merupakan alternatif sumber dana modal ventura.

3. Perusahaan Asuransi dan Dana Pensiun

Lembaga keuangan non-bank ini merupakan sumber dana modal ventura yang cukup besar. Potensi lembaga ini sebagai investor dalam usaha modal ventura didukung oleh sumber dananya yang berjangka panjang.

4. Perbankan

Sumber dana modal ventura dapat diperoleh dari bank-bank yang tertarik melakukan jangka pendek, sementara modal ventura bersifat jangka panjang. Dana-dana yang berasal dari bank sebaiknya digunakan untuk memenuhi kebutuhan pembiayaan dengan pola bagi hasil yang berjangka waktu pendek.

5. Lembaga Keuangan Internasional

Lembaga keuangan internasional dapat menjadi sumber dana modal ventura, terutama yang berkaitan dengan upaya untuk membantu pengembangan sektor-sektor tertentu. Kelebihan sumber dana ini, disamping berbiaya murah, juga biasanya memiliki jangka waktu panjang dengan masa tenggang waktu. Perolehan sumber dana ini, umumnya, dilakukan melalui *two step loan* dari pemerintah.

F. JENIS PEMBIAYAAN MODAL VENTURA

Pembiayaan modal ventura yang selama ini dikenal adalah pembiayaan kepada perusahaan-perusahaan yang telah memiliki badan hukum perseroan dalam bentuk penyertaan saham. Jenis pembiayaan ini merupakan kendala dalam operasional modal ventura dibandingkan dengan pembiayaan kredit yang diberikan sektor perbankan. Adanya keharusan bentuk hukum PT bagi perusahaan pasangan usaha mengakibatkan terbatasnya pangsa pasar modal ventura. Di sisi lain, bagi perusahaan-perusahaan masih terdapat keengganan untuk menggunakan modal ventura sebagian saham perusahaan berpindah kepada pihak lain. Untuk mengatasi kendala tersebut, Departemen Keuangan memberikan alternatif pembiayaan berdasarkan pola bagi hasil. Dengan pembiayaan bagi hasil ini memungkinkan

semua bentuk usaha dapat memperoleh pembiayaan melalui modal ventura, termasuk usaha kecil.

Pembiayaan yang dapat diberikan perusahaan modal ventura dapat dilakukan dalam beberapa cara, yaitu sebagai berikut :

1. Penyertaan Modal Langsung

Penyertaan modal langsung adalah penyertaan modal ventura (PMV) pada perusahaan pasangan usaha, dengan cara mengambil sejumlah tertentu dari saham perusahaan pasangan usaha (PPU) yang bersangkutan. Pola pembiayaan ini dikenal dengan *equity financing* atau pembiayaan langsung. Karena pembiayaannya berupa penyertaan saham, maka perusahaan pasangan usaha haruslah berbentuk badan hukum perseroan terbatas. Bagian saham yang diambil perusahaan modal ventura tersebut berasal dari saham-saham yang masih dalam portofolio, yaitu saham yang masih belum diambil bagian dan disetor oleh pemegang saham lainnya (pemegang saham lama). Penyertaan modal dalam bentuk saham dapat dilakukan dengan cara :

Bersama-sama mendirikan suatu perusahaan. Dalam dilakukan dengan cara mendirikan PT bersama diberlakukan sepenuhnya ketentuan-ketentuan hukum Perjanjian dalam KUH Perdata, khususnya ketentuan mengenai kebebasan berkontrak (pasal 1338), dan ketentuan mengenai syarat-syarat sahnya suatu perjanjian (pasal 1320), disamping ketentuan -ketentuan mengenai pendirian suatu PT yang diatur dalam Undang-undang No.1 Tahun 1995 tentang Perseroan Terbatas. Selanjutnya, semua janji yang telah disepakati terlebih dahulu oleh Pendiri/Pemegang Saham (*Shareholder Agreement*).

Penyertaan modal PMV dalam bentuk pengambilan sejumlah portofolio saham PPU. Penyertaan ini dilakukan oleh PMV, dalam hal, suatu PPU yang hendak dibiayai telah berbentuk badan hukum, dalam arti anggaran dasarnya telah memperoleh pengesahan dari instansi yang berwenang (Menteri Kehakiman). Pembiayaan modal ventura dalam bentuk ini perlu diperhatikan mengenai ketentuan dalam anggaran dasar calon PPU yang bersangkutan, keputusan-keputusan rapat pemegang saham, rapat Direksi, dan rapat Dewan Komisaris.

2. Semi Equity Financing

Pembiayaan dalam bentuk semi equity dilakukan dengan membeli obligasi konversi atau *convertible bond* yang diterbitkan oleh perusahaan pasangan usaha. Cara pembiayaan seperti ini banyak disukai, baik oleh perusahaan modal ventura maupun perusahaan pasangan usaha, karena sifatnya yang lebih fleksibel. Obligasi konversi lebih menarik bagi perusahaan modal ventura karena dalam periode pembiayaan tersebut, perusahaan semakin membaik sehingga nilai perusahaan yang dibiayai tersebut semakin baik, maka perusahaan modal ventura akan menggunakan hak konversinya (*call option*).

3. Pembiayaan Bagi Hasil

Instrumen pembiayaan ini dilakukan, dalam hal usaha yang akan dibiayai tidak berbentuk badan hukum atau syarat-syarat yang harus dipenuhi untuk penyertaan langsung belum atau tidak dipenuhi oleh PPU. Bentuk instrumen pembiayaan ini menekankan pada aspek bagi hasil dari keuntungan yang diperoleh dari usaha yang dibiayai. Oleh karena itu, hal-hal yang perlu diperhatikan dalam bentuk pembiayaan ini adalah kewenangan bertindak dari pihak yang mewakili PPU, objek usaha, serta jaminan atas pemberian bantuan dana. Pola pembiayaan bagi hasil ini merupakan instrumen pembiayaan yang dimodifikasi untuk menjembatani kendala pembiayaan bagi badan usaha yang belum berbadan hukum, terutama usaha kecil.

Pembiayaan modal ventura dalam bentuk penyertaan langsung, baik dengan cara bersama-sama mendirikan perusahaan baru maupun dengan cara mengambil bagian atau membeli sejumlah saham perusahaan target, umumnya dilakukan oleh PMV terhadap PPU yang telah berbentuk badan hukum perseroan. Umumnya, PMV lebih menyukai membiayai perusahaan yang telah berjalan, namun membutuhkan tambahan pembiayaan. Sedangkan pembiayaan dengan pola bagi hasil terutama disediakan bagi usaha kecil atau perusahaan yang belum berstatus badan hukum PT. Namun demikian, pembiayaan dengan memilih pola bagi hasil dapat saja dilakukan antara PMV dengan PPU yang telah berbadan hukum perseroan, apabila kedua belah pihak dapat saling menyetujui.

G. TAHAP-TAHAP PEMBIAYAAN

Pembiayaan modal ventura sangat tergantung pada tahap operasi perusahaan pasangan usaha (*investee company*) yang membutuhkan pembiayaan. Dalam hubungan ini, pembiayaan modal ventura bukan hanya berkonsentrasi pada perusahaan-perusahaan yang baru berdiri, tetapi juga perusahaan yang telah berada pada tahap ekspansi, atau dengan kata lain, modal ventura tersedia pada setiap tahap perkembangan usaha. Penggunaan pembiayaan melalui modal ventura, sesungguhnya tidak terbatas pada investasi pengembangan produk tahap awal yang memiliki risiko tinggi. Pada prinsipnya, modal ventura dapat digunakan sebagai sumber pembiayaan bagi setiap perusahaan pada setiap tahap produksi, tanpa melihat sektor industri atau tahap pengembangannya. Namun dalam praktiknya, perusahaan modal ventura lebih menyukai untuk membiayai perusahaan yang memproduksi barang daripada perusahaan jasa.

Tahap-tahap pembiayaan modal ventura dapat dibagi dalam 3 (tiga) tahap sebagai berikut :

1. Early Stage Financing

Pembiayaan pada tahap awal ini merupakan tahap yang paling sulit karena perusahaan yang dibiayai tersebut baru berdiri sehingga tingkat risiko kegagalan usaha sangat tinggi. Pada tahap ini, biasanya perusahaan modal ventura sangat berhati-hati dalam melakukan penilaian proposal yang diajukan oleh calon perusahaan pasangan usaha. Tahap ini lebih lanjut, dapat dibedakan dalam beberapa tahap pembiayaan berdasarkan kondisi perusahaan yang dibiayai, yaitu :

a. Seed Financing

Pembiayaan perusahaan modal ventura pada tahap ini adalah membiayai kegiatan perusahaan pasangan usaha, yang baru melakukan penelitian dari riset untuk mengukur viability suatu gagasan, yang nantinya akan menjadi suatu proyek atau objek pembiayaan. Pada tahap embrio tersebut, biasanya perusahaan belum memiliki struktur organisasi formal dan kegiatan pokok. Umumnya, perusahaan hanya berkonsentrasi pada kegiatan riset dan pengembangan saja. Untuk tahap ini, peranan perusahaan modal ventura

hanyalah menyediakan sejumlah dana sebagai modal untuk membantu memulai kegiatan awal perusahaan. Pada tahap tersebut, perusahaan belum memiliki keuntungan usaha sama sekali.

b. Start-up Financing

Pembiayaan yang diberikan perusahaan modal ventura pada tahap ini adalah untuk membiayai pekerjaan yang masih berkisar pada pengembangan produk. Sementara itu, perusahaan modal ventura bersama dengan perusahaan pasangan usaha bersiap-siap untuk memulai melakukan pemasaran. Pada tahap ini, tim manajemen perusahaan telah memulai perencanaan kegiatan untuk diarahkan pada program pemasaran produk untuk memasuki tahap komersial.

c. First Round Financing

Pada tahap ini seluruh usaha dan kemampuan dikerahkan untuk menyukseskan peluncuran komersial prototipe produk. Oleh karena itu, pada kondisi ini sumber-sumber bahan baku benar-benar harus terjaga kontinuitasnya. Dalam tahap ini pula, biasanya dana atau modal perusahaan sudah menipis, sehingga tambahan modal sangat dibutuhkan.

2. Expansion Stage

Pada tahap ini, pembiayaan modal ventura yang dibutuhkan adalah sebagai berikut:

a. Second Round Financing

Pada tahap pembiayaan ini, gagasan telah terbukti menjadi suatu kenyataan dengan berhasilnya menciptakan suatu prototipe produk disertai dengan analisis pasar. Oleh karena itu, pembiayaan dibutuhkan untuk meningkatkan kemampuan penjualan guna lebih meyakinkan bahwa prototipe yang telah dihasilkan tersebut benar-benar bisa dipasarkan dengan menguntungkan. Pada tahap ini, cadangan bahan baku perlu diperbesar untuk menjamin kontinuitas produk.

3. Third Round Financing

Pada tahap pembiayaan ini, perusahaan dapat dikatakan telah menjalankan operasinya dengan struktur formal. Perusahaan dipacu untuk mempertinggi *turnover*-nya untuk menutup biaya operasi yang tinggi. Oleh karena itu, perencanaan strategis dalam tahap ini sangat penting. Di pihak lain, kegiatan

usaha semakin kompleks, karena itu desentralisasi perlu dilaksanakan. Perusahaan perlu mengembangkan produk baru dan memperluas jaringan bisnis termasuk terobosan ekspor. Namun, yang paling penting diperhatikan dalam tahap ini adalah menjawab dan menyesuaikan perubahan-perubahan yang terjadi di lingkungan luar dan senantiasa dapat tetap bertahan pada keadaan yang kompetitif. Keadaan keuangan perusahaan telah berada di atas titik pulang pokok dan memperoleh laba. Namun dalam rangka melanjutkan pertumbuhan yang tinggi dan cepat, perusahaan masih membutuhkan tambahan modal. Perusahaan yang telah mencapai kondisi ini, di samping dapat menambah permodalannya melalui pembiayaan dari perusahaan modal ventura atau bank, dapat juga dengan cara melakukan penawaran umum.

4. Bridge Financing (Mezzanine)

Begitu perusahaan memasuki tahap ketiga (*third round*) seperti telah dibahas di atas, maka untuk memenuhi kebutuhan dananya, perusahaan dapat melakukan *initial public offering* (IPO). Pembiayaan yang dibutuhkan pada tahap ini adalah memperbaiki kondisi keuangan perusahaan agar dapat lebih *visible*, sehingga memenuhi persyaratan untuk *go public* dalam waktu dekat. Sumber pengembalian pembiayaan modal ventura tersebut diambil dari hasil *go public*.

5. Acquisition and Management Buy Out Financing

Acquisition financing merupakan pembiayaan yang dibutuhkan oleh perusahaan yang telah berkembang dan memerlukan dana untuk membeli atau mengakuisisi perusahaan lain. Sedangkan *management buy-out*, pada dasarnya merupakan kebutuhan dana atau modal oleh pihak manajemen perusahaan yang akan digunakan untuk membeli atau memiliki sejumlah saham perusahaan yang bersangkutan.

6. Turn Around Situations

Beberapa perusahaan modal ventura membiayai perusahaan yang berada dalam posisi kesulitan atau bahkan dalam kondisi bangkrut. Perusahaan yang mengalami kondisi seperti ini disebut *turn around situations*. Dalam kondisi tersebut, perusahaan membutuhkan bantuan, baik dana maupun bantuan manajemen. Umumnya perusahaan yang mengalami kondisi seperti itu sulit untuk memperoleh

sumber pembiayaan dan hanya beberapa perusahaan modal ventura yang memiliki spesialisasi dalam kegiatan pembiayaan untuk perusahaan yang mengalami kondisi keuangan seperti tersebut.

H. KUNCI KEBERHASILAN MODAL VENTURA

Meskipun modal ventura merupakan usaha yang berisiko tinggi namun beberapa factor perlu dipertimbangkan untuk keberhasilan modal ventura, yaitu :

1. Keuntungan Merupakan Prioritas Tinggi

Sasaran utama modal ventura haruslah memaksimalkan keuntungan. Oleh karena itu, perusahaan modal ventura dalam melakukan investasi akan memperoleh keuntungan yang lebih menarik. Modal ventura yang berhasil adalah yang dapat menikmati keuntungan yang diterima dari perusahaan pasangan usahanya setelah divestasi.

2. Peraturan yang Fleksibel

Ketentuan investasi dan operasi perusahaan modal ventura harus fleksibel sehingga arus modal dapat lebih lancar dalam memanfaatkan setiap peluang.

3. Kualitas Investasi

Akses pada peluang investasi yang berkualitas tinggi merupakan salah satu faktor penentu keberhasilan modal ventura. Di samping itu, keadaan perekonomian suatu negara ikut juga menjadi faktor pendukung kegiatan modal ventura, yang menciptakan peluang bagi sektor-sektor usaha dan tersedianya entrepreneur yang handal. Perusahaan yang berada pada posisi atas, dengan prospek yang bagus dan dikelola secara baik, merupakan pasangan usaha yang ideal untuk dibiayai. Namun untuk memperoleh akses pada perusahaan seperti ini sering mengalami kesulitan karena alasan-alasan tertentu. *Pertama*, perusahaan yang berkualitas baik biasanya perusahaan keluarga, yang umumnya hampir tidak menghendaki pembiayaan dalam bentuk penyertaan saham dari pihak luar. *Kedua*, pengusaha tidak tertarik menyerahkan sebagian sahamnya kepada orang-orang luar karena dengan demikian, akan membuka kesempatan untuk ikut campur menentukan kebijakan operasional perusahaan. *Ketiga*, perusahaan yang telah mapan sulit untuk diyakinkan mengenai nilai tambah yang berkaitan dengan investasi modal

ventura pada perusahaanya karena mereka yakin bahwa mereka sendirilah yang lebih mengetahui apa yang terbaik bagi perusahaannya.

4. Perusahaan Modal Ventura Harus Memiliki Keahlian Manajerial

Pembiayaan modal ventura, berupa penyertaan modal saham, berbeda dengan pembiayaan dalam bentuk uang (*debt financing*) dalam beberapa hal. Pembiayaan modal ventura tidak diikat dengan jaminan apa pun dari pasangan usaha dan tidak mendapatkan pendapatan bunga sebagaimana halnya dengan kredit bank. Oleh karena itu, hasil yang diperoleh perusahaan modal ventura setelah waktu yang cukup lama sangat tergantung pada kemampuan perusahaan untuk meningkatkan nilainya. Untuk itu, perusahaan modal ventura membutuhkan keahlian khusus untuk menilai risiko dan keuntungan atas setiap peluang investasi.

5. Perusahaan Modal Ventura Harus Mampu Menggunakan Berbagai Instrumen Keuangan

Pembiayaan modal ventura harus dapat memanfaatkan beberapa bentuk instrumen keuangan, misalnya saham biasa, saham preferen, dan atau obligasi konversi dalam rangka mengoptimalkan investasinya. Instrumen keuangan tersebut masing-masing memiliki karakteristik sendiri. Perusahaan modal ventura harus mampu memutuskan jenis instrumen mana yang paling menjanjikan prospek keuntungan untuk investasi.

Pelaksanaan penyertaan modal ventura pada pasangan usaha memberikan perjanjian modal ventura, sebagaimana halnya dalam hal kredit bank dibutuhkan perjanjian kredit. Persyaratan-persyaratan yang disepakati kedua pihak dalam perjanjian modal ventura antara lain meliputi :

- a. Bentuk pembiayaan/penyertaan
- b. Besarnya jumlah penyertaan modal
- c. Jangka waktu pembiayaan
- d. Penggunaan pembiayaan
- e. Hasil dan imbal jasa pembiayaan
- f. Cara divestasi termasuk divestasi yang dipercepat
- g. Ketentuan *put option*, yaitu setelah jangka waktu tertentu, PPU diharuskan membeli kembali saham PMV dengan harga tertentu

- h. Ketentuan *call option*, yaitu pihak PPU untuk membeli kembali bagian penyertaan PMV setelah jangka waktu yang disepakati
- i. Opsi pembelian saham
- j. Antidilusi, yaitu perusahaan modal ventura meminta kepastian PPU untuk tidak melibatkan investor baru, yang dapat menyebabkan berkurangnya persentase penyertaan perusahaan modal ventura.
- k. Ketentuan *unlocking provision*, yaitu PMV tidak diperkenankan mengalihkan penyertaan modalnya kepada pihak ketiga. Untuk PPU harus membeli kembali penyertaan modal perusahaan modal ventura tersebut sesuai harga penawaran.

I. DIVESTASI MODAL VENTURA

Divestasi atau divestment merupakan tahapan akhir dari pembiayaan modal ventura, dimana perusahaan modal ventura menarik kembali penyertaan sahamnya pada PPU. Pada dasarnya, pemilikan saham perusahaan modal ventura tersebut adalah untuk dijual kembali. Filosofi modal ventura bukan dalam posisi untuk memiliki saham suatu perusahaan untuk selama-lamanya. Karena modal ventura bukan dalam posisi untuk memiliki atau mengoperasikan perusahaan pasangan usahanya, maka perusahaan modal ventura semata-mata hanya melakukan investasi atau penyertaan untuk suatu periode tertentu, kemudian menjual kembali penyertaan tersebut dalam rangka memperoleh *capital gain*.

Selanjutnya, dalam hal melakukan divestasi, permasalahan yang paling pokok adalah penetapan harga saham (*pricing*) milik perusahaan modal ventura. Penentuan harga oleh pemodal ventura biasanya sangat tergantung pada nilai pada nilai perusahaan pasangan usahanya. Apabila suatu perusahaan pasangan usaha masih berada pada tahap-tahap awal, dan memiliki potensi dan prospek untuk dikembangkan, pemodal ventura tidak akan cepat-cepat melakukan divestasi, tetapi menunggu sampai perusahaan tersebut benar-benar telah memiliki *company value* yang tinggi, sehingga diharapkan akan memberikan gain yang lebih besar. Oleh karena itu, perusahaan modal ventura tidak akan menjual sahamnya apabila ia melihat bahwa perusahaan pasangan usaha tersebut akan memberikan keuntungan

berlipat dalam beberapa tahun yang akan datang. Dan apabila pemodal ventura sudah menganggap perusahaan yang bersangkutan benar-benar sudah mapan (*matured*), maka biasanya ia akan cepat-cepat menjual sahamnya tersebut dan keluar dari perusahaan pasangan usaha yang bersangkutan. Sehubungan dengan itu, penarikan kembali penyertaan perusahaan modal ventura pada perusahaan pasangan usaha tersebut dapat berupa divestasi positif dan negatif.

Pelaksanaan divestasi dapat dilakukan dengan memilih salah satu cara dari berbagai alternatif yang umum digunakan dalam mekanisme divestasi. Kemampuan mempergunakan cara tersebut akan mempengaruhi kinerja keuangan perusahaan modal ventura.

1. Penawaran Umum Melalui Pasar Modal (Initial Public Offering)

Divestasi dapat dilakukan dengan cara melakukan penawaran umum melalui pasar modal atau *initial public offering* (IPO). Perusahaan modal ventura harus benar-benar tahu persis kondisi harga dan posisi perusahaan pasangan usaha untuk dapat memperoleh harga terbaik, apabila akan menggunakan cara ini. Perusahaan efek atau *securities company* dapat memberikan informasi mengenai hal-hal tersebut dan mekanisme pelaksanaannya. Masalah yang perlu diperhatikan disini adalah apakah perusahaan pasangan usaha memang benar-benar telah memenuhi ketentuan-ketentuan emisi dan pencatatan saham (*listing*).

2. Menjual Kembali Kepada Perusahaan Pasangan Usaha (Buy Back)

Penjualan saham perusahaan modal ventura kepada pemegang saham pendiri perusahaan dapat dilakukan sebagai alternative divestasi apabila ada penyesuaian harga. Mekanisme dan tata cara penjualan saham ini diatur dalam perjanjian pembiayaan modal ventura. Ketika perusahaan kekurangan dana, ia dapat memanfaatkan kredit bank atau menerbitkan promes (*promissory notes*) jangka panjang dengan tingkat bunga tertentu. Cara ini akan dapat memecahkan masalah divestasi dan sekaligus menyelesaikan masalah likuiditas. Alternatif lain adalah dengan *stock* atau *share swap*, yaitu saham pemilik perusahaan pasangan usaha pada perusahaan lain akan ditukarkan dengan saham perusahaan modal ventura pada perusahaan pasangan usaha yang bersangkutan. Perjanjian pembelian

kembali (*buy back*) penyertaan saham perusahaan modal ventura tersebut, dalam pelaksanaannya dapat dilakukan dengan cara :

- ✓ **Put** adalah hak yang diberikan kepada perusahaan modal ventura untuk meminta perusahaan pasangan usaha untuk membeli kembali bagian saham yang dimiliki perusahaan modal ventura dengan harga sesuai dengan formula yang ditetapkan dalam perjanjian pembiayaan modal ventura.
- ✓ **Call** adalah hak yang diberikan kepada perusahaan pasangan usaha untuk membeli kembali bagian penyertaan saham perusahaan modal ventura dengan formula yang sama dengan cara *put*.

3. Mejual Perusahaan Kepada Perusahaan Lain

Perusahaan modal ventura dan perusahaan pasangan usaha dapat memutuskan secara bersama untuk menjual keseluruhan saham perusahaan pada perusahaan lain atau kepada individu. Mekanisme divestasi ini juga disebut dengan *private placement*. Penjualan perusahaan ini akan menyebabkan masing-masing pihak terlepas dari kepengurusan atau kepemilikan perusahaan. Dengan dana dari hasil penjualan tersebut, pengusaha selanjutnya dapat mendirikan perusahaan baru tanpa menggunakan pembiayaan dari perusahaan modal ventura lagi. Demikian pula, perusahaan modal ventura akan mencari perusahaan baru yang menjanjikan suatu prospek untuk dikembangkan.

Ada beberapa cara yang dapat ditempuh dengan divestasi seperti ini :

- a. Menjual perusahaan secara tunai kepada pihak lain
- b. Menjual perusahaan dengan menerima pembayaran dalam bentuk promes
- c. Melakukan *share swap*; dan
- d. Menjual semua aset perusahaan untuk memperoleh uang tunai.

4. Manjual Perusahaan Kepada Investor Baru

Perusahaan pemodal ventura dapat mencari investor baru atau pihak ketiga yang bersedia membeli penyertaan perusahaan modal ventura. Biasanya harga jual investasi akan lebih bagus apabila dapat menemukan investor baru yang bukan pesaing.

5. Melikuidasi Perusahaan

Banyak perusahaan modal ventura melakukan divestasi dengan cara melikuidasi perusahaan. Melikuidasi perusahaan dapat digunakan sebagai alternatif divestasi apabila perusahaan pasangan usaha tidak dapat berkembang sebagaimana diharapkan. Perusahaan yang memiliki kondisi seperti ini akan lebih mudah diluidasi dengan menjual seluruh asetnya daripada mencari calon investor. Dalam bisnis modal ventura, likuidasi biasanya dilakukan akibat adanya pelanggaran-pelanggaran perjanjian investasi antara perusahaan modal ventura dengan pengusaha. Dengan melikuidasi perusahaan akan lebih mempercepat pengembalian dana yang telah ditanamkan. Likuidasi yang dipaksakan biasanya menyebabkan nilai aset perusahaan akan lebih rendah dibandingkan dengan nilai yang tercantum dalam neraca perusahaan.

J. MODAL VENTURA vs DEBT FINANCING

Karakteristik pembiayaan modal ventura, sebagaimana telah dijelaskan di atas berbeda dengan pembiayaan yang diberikan oleh jenis pembiayaan, misalnya: perbankan, *factoring*, *leasing*, dan sebagainya yang pada dasarnya merupakan bentuk pinjaman. Disamping itu, pembiayaan modal ventura berbeda dengan kegiatan penyertaan modal dalam rangka holding company, terutama dalam hal tujuan dan sifat penyertaannya. Perbedaan pembiayaan modal ventura dengan pembiayaan dalam bentuk pinjaman (*debt financing*) dapat pula dijelaskan dalam Tabel 8-1.

Dari karakteristik pembiayaan modal ventura sebagaimana telah dijelaskan di atas, pada dasarnya keberhasilan suatu perusahaan modal ventura sangat tergantung pada keberhasilan pasangan usaha yang dibiayainya. Selanjutnya, mengingat jangka waktu penyertaan modal ventura bersifat sementara, maka perusahaan modal ventura harus mempertimbangkan agar penarikan kembali penyertaannya tersebut benar-benar dapat dilakukan secara tepat waktu dan tepat sasaran.

Sehubungan dengan alasan-alasan tersebut, maka kegiatan modal ventura umumnya disertai dengan bantuan pengelolaan usaha atau dalam bentuk bantuan teknis lainnya agar kinerja pasangan usahanya dapat mencapai target atau tujuan sebagaimana yang diharapkan. Bantuan teknis tersebut antara lain meliputi :

- a. Perencanaan strategi
- b. Rekrutmen sumber daya manusia
- c. Peningkatan akses pada sumber dana yang tersedia
- d. Peningkatan akses pada teknologi produksi
- e. Pengembangan strategi pemasaran
- f. Mencarikan partner usaha
- g. Peningkatan akses pada bursa efek

Tabel 8-1 Pembiayaan Modal Ventura Vs Debt Financing

No.	Keterangan	Modal Ventura	Debt Financing
1.	Tujuan	Memaksimalkan capital gain	Memperoleh bunga
2.	Jangka Waktu (<i>holding period</i>)	Jangka panjang Maksimum 10 tahun	Jangka pendek/menengah
3.	<i>Instrument konvensi</i>	Saham biasa, obligasi, warrans	<i>Credit, factoring leasing</i>
4.	<i>Pricing</i>	<i>PER, netangible asset basis</i>	<i>Interest spread</i>
5.	Jaminan (<i>collateral</i>)	Tidak ada	Ada
6.	Pengendalian (<i>control</i>)	<i>Minority shareholders right protection</i>	<i>Covenants</i>
7.	Pengaruh pada : a. Neraca b. Cash flow c. Laba	Mengurangi <i>laverage</i> Bertambah baik Meningkat	Meningkatkan <i>laverage</i> Bertambah baik Meningkat
8.	Mekanisme IPO, divestasi	Private placement, buy back	Pelunasan utang

Selain bantuan teknis tersebut di atas, perusahaan modal ventura juga harus berperan aktif dalam memantau kegiatan pasangan usahanya. Pemantaun tersebut dapat dilakukan dengan menempatkan wakilnya sebagai anggota direksi atau komisaris pada pasangan usahanya.

Dari pembahasan yang telah dilakukan mengenai mekanisme modal ventura, perusahaan modal ventura pada prinsipnya melakukan perannya sebagai lembaga intermediasi antara pemodal, yang mengharapkan penghasilan (*expected return*) yang tinggi dengan perusahaan pasangan usaha, yang memerlukan modal jangka panjang dalam rangka meningkatkan kinerja usahanya. Peranan tersebut dapat dilihat secara jelas pada kegiatan modal ventura yang menganut system kelembagaan

terpisah antara perusahaan pengelola (*venture capital management company*) dan perusahaan penyedia dana (*venture capital fund company*).

K. KELEMBAGAAN MODAL VENTURA

Kelembagaan modal ventura di Indonesia saat ini masih belum sepenuhnya menggunakan konsep modal ventura murni sebagaimana dilakukan oleh perusahaan modal ventura di luar negeri. Struktur kelembagaan modal ventura yang ada saat ini adalah tidak dipisahkannya badan hukum *venture capital fund* di satu pihak dengan management venture capital di pihak lainnya. Atau dengan kata lain, pengelolaan *pool of funds* masih bersatu dengan perusahaan manajemen. Ketentuan perundangan modal ventura memang tidak mengenal adanya pemisahan kedua jenis struktur tersebut. Hal ini cukup menyulitkan dalam upaya memobilisasi dana untuk pengembangan usaha ini. Sumber dana perusahaan modal ventura di Indonesia praktis hanya berasal dari modal yang disetor oleh para pemegang saham perusahaan yang bersangkutan.

Masalahnya menjadi kompleks karena pembiayaan perusahaan modal ventura umumnya berjangka panjang, sehingga *turn over* dana menjadi tidak *likuid*, yang pada gilirannya perusahaan modal ventura akan mengalami kehabisan dana karena semua modal telah ditempatkan kepada perusahaan pasangan usahanya. Apabila hal ini terjadi, sudah barang tentu perusahaan modal ventura yang bersangkutan akan terhenti kegiatan pembiayaannya bilamana pemegang saham tidak menambahkan modal baru. Penambahan modal oleh pemegang saham dalam kenyataannya tidak selalu mulus karena berbagai pertimbangan, seperti terbatasnya jumlah pemegang saham sehingga sulit mengharapkan dapat menambahkan modal terus menerus, disamping sifat investasi modal ventura yang jangka panjang. Dengan bentuk kelembagaan perusahaan modal ventura seperti yang diterapkan sekarang, maka usaha pengembangan modal ventura dapat menjadi terlambat.

L. HAMBATAN USAHA MODAL VENTURA

Meskipun bisnis modal ventura sudah dimulai sejak satu dekade yang lalu, namun dilihat dari total pembiayaan yang disalurkan kepada sektor usaha masih

relatif kecil dibandingkan dengan lembaga-lembaga keuangan lain. Lambannya perkembangan usaha modal ventura, terutama dari kemampuannya menyalurkan dana, pada prinsipnya disebabkan oleh beberapa factor antara lain sebagai berikut :

- a. Modal ventura merupakan usaha yang memiliki risiko tinggi
- b. Modal ventura merupakan konsep pembiayaan baru sehingga fungsi dan peranannya belum banyak dipahami oleh kalangan dunia usaha, pemodal, maupun kalangan pengusaha
- c. Adanya keengganan pengusaha atas penyerahan sebagian saham pada perusahaan modal ventura
- d. Banyaknya pengusaha (*entrepreneur*) yang kurang berminat atau bersedia atas keterlibatan modal ventura dalam manajemen perusahaan
- e. Sulitnya perusahaan modal ventura menemukan perusahaan pasangan usaha yang memenuhi kriteria untuk dibiayai.
- f. Investor lebih tertarik pada pembiayaan berjangka pendek
- g. Perangkat pengaturan mengenai kegiatan usaha modal ventura dirasa masih sangat kurang memadai dan kurang mendukung
- h. Pasar modal sebagai salah satu sarana divestasi masih kurang mendukung
- i. Kurang tenaga profesional yang berpengalaman dalam bidang tersebut.

Berdasarkan alasan-alasan yang dikemukakan tersebut diatas, dengan memperhatikan potensi pengembangan usaha modal ventura di Indonesia, nampaknya perlu dirumuskan suatu kebijakan dalam rangka pengembangan usaha modal ventura lebih lanjut, khususnya yang menyangkut aturan mainnya yang dirasakan masih sangat kurang memadai dan tidak lagi dapat menampung permasalahan-permasalahan yang timbul dalam kegiatan operasional modal ventura. Di samping itu, perlu diberikan fasilitas atau intensif terutama kepada pemodal, seperti halnya di negara-negara maju, dalam bentuk pajak guna merangsang pengembangan bidang usaha ini.

M. PERMASALAHAN KERJA SAMA

Timbulnya kasus-kasus dalam kerja sama antara PMV dengan PPU yang ditemukan di lapangan disebabkan oleh beberapa faktor yang pada gilirannya

mempengaruhi keberhasilan kerja sama tersebut. Secara umum, kasus-kasus tersebut dapat dijelaskan sebagai berikut :

Faktor intern. Faktor intern yang sangat potensial dalam mempengaruhi keberhasilan PPU adalah masalah kemampuan pengelolaan (manajemen) kegiatan usaha yang dijalankan oleh direksi atau pengurus yang merupakan mitra bisnis PMV. Kegagalan kerja sama yang diakibatkan oleh faktor manajemen tersebut, pada umumnya disebabkan oleh hal-hal berikut :

- a. Adanya keterbatasan kemampuan dalam mencari atau mengantisipasi pasar
- b. Tidak mampu memperoleh bahan baku yang relatif murah
- c. Kurang mampu membaca laporan keuangan sehingga tidak dapat mengetahui penyebab lemahnya kemampuan keuangannya
- d. Kegiatan usaha cenderung dilakukan sendiri atau one man show
- e. Lemahnya pengetahuan di bidang ketentuan perundangan misalnya perpajakan
- f. Pencampuran keperluan pribadi dengan pengelolaan perusahaan, khususnya masalah keuangan
- g. Sumber dan besarnya pendapatan yang terbatas
- h. Kurangnya keterbukaan dan kejujuran mengungkapkan permasalahan perusahaan
- i. Latar belakang pendirian usaha berawal dari bisnis keluarga yang tertutup bagi pihak lain
- j. Perselisihan di antara pemegang saham non-PMV

Faktor ekstern. Faktor ekstern yang sangat berpengaruh pada keberhasilan kerja sama pembiayaan ini terutama disebabkan oleh faktor ekonomi makro, antara lain meliputi :

- a. Kompetisi pasar yang sangat tajam
- b. Terjadinya resesi atau depresi ekonomi
- c. Kebijakan pemerintah yang kurang kondusif terhadap usaha PPU
- d. Dukungan lembaga regulator

