

—SERI : PASAR MODAL LANJUTAN

Klausul Proteksi *Investor:* Anti-Dilution & Liquidation Pref.

Saat valuasi turun (down-round) atau perusahaan dijual rugi, siapa yang terlindungi dan siapa yang menanggung akibatnya? Klausul ini menjawab segalanya.

11 SLIDE

SWIPE →

SIMPAN

Materi lengkapGeser untuk lanjutAgar tidak hilang

— 01 — JAWABAN JUJUR

Proteksi Investor: Siapa yang Dilindungi saat Segalanya Buruk?

Jawaban singkatnya: **investor institusional selalu lebih terlindungi dari founder dan karyawan.** Klausul inilah yang menciptakan asimetri itu — dan wajib dipahami semua pihak.



Mengapa Proteksi Ini Ada:

Investor institusional memasukkan uang dalam jumlah besar dengan risiko tinggi. Klausul proteksi adalah kompensasi atas risiko tersebut — tanpanya, modal besar tidak akan mau masuk ke startup.



Dampak bagi Founder & Karyawan:

Dalam skenario down-round atau exit kecil, klausul ini bisa berarti investor mendapat semua uang dan founder pulang dengan tangan kosong meski membangun bisnis bertahun-tahun.



2 Klausul Utama yang Dibahas:

Liquidation Preference (prioritas pembayaran saat exit) dan Anti-Dilution (perlindungan saat down-round). Keduanya bekerja bersama untuk melindungi modal investor institusional.

Slide ini akan membedah kedua klausul ini dengan contoh angka yang konkret dan mudah dipahami.

— 02 — LIQUIDATION PREFERENCE

Liquidation Preference: Siapa Dapat Uang Lebih Dulu?

Liquidation Preference adalah hak investor untuk mendapat pembayaran **lebih dulu sebelum pemegang saham biasa** saat terjadi exit (akuisisi atau likuidasi):

1 Struktur Dasar: 1x Non-Participating

Paling umum dan paling adil. Investor dapat 1x modalnya kembali lebih dulu, lalu memilih: ambil saja yang 1x itu, atau konversi ke saham biasa dan ikut berbagi sisa hasil penjualan bersama semua pemegang saham.

2 Struktur Agresif: Participating Preferred

Investor dapat 1x modalnya dulu, LALU ikut berbagi sisa hasil penjualan proporsional bersama semua pemegang saham. Investor dapat uang dua kali — ini sangat memberatkan founder dan karyawan.

3 Struktur Paling Agresif: Multiple Liquidation

Investor dapat 2x atau 3x modalnya sebelum pemegang saham biasa mendapat apapun. Sangat jarang di kondisi normal, tapi muncul saat startup dalam posisi lemah saat negosiasi pendanaan.

4 Contoh Angka: Akuisisi Rp100 Miliar

Investor masuk Rp60M dengan 1x participating preferred. Investor dapat Rp60M dulu, sisa Rp40M dibagi proporsional. Jika investor pegang 40% saham, dapat +Rp16M lagi. Total investor: Rp76M dari Rp100M penjualan.

— 03 — DOWN-ROUND

Apa Itu Down-Round dan Mengapa Sangat Menyakitkan?

Down-round terjadi ketika startup melakukan pendanaan baru di valuasi **lebih rendah dari round sebelumnya** — dan ini bukan hanya soal harga yang turun:

- ✓ **Down-round adalah sinyal masalah serius** Bisnis tidak tumbuh sesuai proyeksi, kas menipis, atau kondisi pasar memburuk drastis. Down-round bukan sekadar valuasi turun — ia adalah pernyataan publik bahwa ekspektasi sebelumnya terlalu optimis.
- ✓ **Investor lama mengalami dilusi tajam** Saham yang dibeli di valuasi tinggi kini bernilai jauh lebih rendah per lembarnya. Jika tidak ada proteksi anti-dilusi, investor lama bisa kehilangan sebagian besar nilai investasinya secara permanen.
- ✓ **Psikologi pasar hancur** Down-round mempersulit rekrutmen karyawan (opsi saham tidak menarik lagi), menurunkan moral tim, dan mempersulit negosiasi dengan mitra bisnis yang melihat berita valuasi turun.
- ✗ **Founder dan karyawan paling terdampak** Opsi saham karyawan (ESOP) yang strike price-nya lebih tinggi dari harga down-round menjadi underwater alias tidak bernilai. Ini sering memicu gelombang resignasi di startup yang mengalami down-round.
- ✓ **Contoh nyata: era post-2022** Pasca kenaikan suku bunga global 2022–2023, ratusan startup yang dinilai tinggi saat low interest era mengalami down-round masif. Startup Indonesia juga tidak luput dari gelombang penyesuaian valuasi ini.

— 04 — ANTI-DILUTION

Anti-Dilution: Perlindungan saat Valuasi Turun

Anti-dilution adalah klausul yang **melindungi investor lama dari dampak down-round** dengan menyesuaikan harga konversi saham mereka:

①

Full Ratchet Anti-Dilution

Paling agresif untuk investor. Jika terjadi down-round, harga konversi investor lama disesuaikan ke harga down-round sepenuhnya. Satu lembar saham di harga lama jadi jauh lebih banyak lembar — efeknya sangat menghancurkan kepemilikan founder.

②

Weighted Average Anti-Dilution

Lebih umum dan lebih adil. Penyesuaian dilakukan berdasarkan rata-rata tertimbang harga lama dan baru, mempertimbangkan jumlah saham yang diterbitkan. Lebih ramah founder tapi tetap melindungi investor.

③

Contoh Sederhana Weighted Average

Investor beli di Rp1.000/saham. Down-round di Rp600/saham untuk 30% saham baru. Harga penyesuaian = $(Rp1.000 \times 70\% + Rp600 \times 30\%) = Rp880$. Investor mendapat lebih banyak saham dari yang awalnya dipegang.

④

Siapa yang Menanggung Biayanya?

Anti-dilution bekerja dengan menerbitkan saham baru untuk investor lama — yang mendilusi founder, karyawan (ESOP pool), dan investor yang tidak memiliki klausul anti-dilusi. Tidak ada yang gratis di sini.

— 05 — PERBANDINGAN

Perbandingan Klausul Proteksi: Dari yang Paling Ringan ke Ketat

Rangkuman semua klausul proteksi investor dari yang paling ramah founder hingga paling agresif untuk investor:

KLAUSUL	DAMPAK KE FOUNDER	PROTEKSI INVESTOR
1x Non-Participating	Paling ringan	Standar, cukup
Weighted Avg Anti-Dilution	Sedang	Baik di down-round
1x Participating Preferred	Cukup berat	Dapat uang 2x
Full Ratchet Anti-Dilution	Sangat berat	Sangat kuat
2x–3x Liq. Preference	Sangat berat	Ekstrem
Full Ratchet + Participating	Menghancurkan	Maksimal

Standar pasar: 1x non-participating + weighted average anti-dilution. Jika investor meminta lebih dari ini, pastikan valuasi yang diberikan sepadan dengan klausul agresif tersebut.

— 06 — SIMULASI EXIT

Simulasi: Siapa Dapat Apa dalam Berbagai Skenario Exit?

Ini simulasi konkret dampak liquidation preference dengan **3 skenario exit** yang berbeda untuk perusahaan yang sama:

Setup
Kasus

Investor masuk Rp60M, pegang 40%. Founder pegang 60%.

Klausul: 1x participating preferred. Artinya investor dapat Rp60M lebih dulu, lalu ikut berbagi sisa secara proporsional (40%).

Exit
Rp50M

Dijual Rugi: Investor dapat Rp50M. Founder: Rp0.

Liquidation preference 1x dilindungi penuh. Investor mengambil semua Rp50M meski kurang dari modal awal. Founder tidak mendapat apapun meski sudah kerja bertahun-tahun.

Exit
Rp100M

Dijual Impas: Investor Rp76M. Founder Rp24M.

Investor dapat Rp60M (preference) + 40% dari sisa Rp40M = Rp16M. Total Rp76M. Founder dapat 60% dari sisa Rp40M = Rp24M. Meski perusahaan untung 67%, founder hanya dapat Rp24M.

Exit
Rp500M

Dijual Besar: Investor Rp236M. Founder Rp264M.

Barulah di exit besar founder mendapat porsi lebih besar. Investor dapat Rp60M + 40% dari Rp440M = Rp236M. Founder dapat 60% × Rp440M = Rp264M. Semua senang — ini skenario ideal.

— 07 — KESALAHAN

5 Kesalahan Membaca Klausul Proteksi Investor

Ini **jebakan paling umum** saat founder atau investor junior membaca dan menegosiasikan klausul proteksi:

- ✗ **Fokus pada valuasi tinggi, abaikan klausulnya** Valuasi Rp500M dengan participating preferred + 2x liquidation bisa lebih buruk untuk founder dari valuasi Rp300M dengan 1x non-participating. Angka valuasi tidak bermakna tanpa konteks klausulnya.
- ✗ **Tidak mensimulasikan skenario exit lebih awal** Sebelum tanda tangan, selalu buat spreadsheet simulasi: berapa yang kamu terima jika exit di harga 0,5x, 1x, 2x, dan 5x modal investor? Angka ini akan terkejutkan kamu lebih dari sekali.
- ✗ **Menerima full ratchet tanpa negosiasi alternatif** Full ratchet adalah standar lama yang sudah banyak ditinggalkan. Jika investor masih memintanya, negosiasikan ke weighted average. Mayoritas VC modern sudah menerima weighted average sebagai standar.
- ✗ **Mengira anti-dilusi hanya berlaku sekali** Anti-dilusi berlaku di setiap down-round yang terjadi, bukan hanya satu kali. Setiap down-round berikutnya akan terus menyesuaikan dan mendilusi lebih lanjut founder serta investor yang tidak terlindungi.
- ✗ **Tidak paham bahwa IPO menghapus struktur ini** Saat IPO, semua saham preferen (dengan segala klausulnya) dikonversi ke saham biasa. Struktur liquidation preference dan anti-dilusi tidak berlaku lagi di public market. Perlindungan investor berakhir saat listing.

— 08 — AKSI NYATA

Cara Menggunakan Pengetahuan Ini sebagai Investor Ritel

Meski kamu tidak terlibat langsung di private round, pengetahuan tentang klausul proteksi ini sangat berguna saat **menganalisis IPO startup**:

1 Cek Struktur Kepemilikan di Prospektus IPO

Prospektus wajib mencantumkan siapa pemegang saham sebelum IPO dan berapa persentasenya. Jika VC masih pegang banyak saham dan lock-up segera berakhir, itu risiko tekanan jual yang nyata.

2 Lihat Riwayat Round dan Valuasi Sebelumnya

Jika startup pernah mengalami down-round, ada kemungkinan struktur kepemilikan berubah dramatis akibat anti-dilusi. Ini bisa mempengaruhi motivasi manajemen dan potensi konflik kepentingan pasca-IPO.

3 Analisis Apakah Founder Masih Punya Insentif

Jika kepemilikan founder terdilusi sangat besar akibat multiple down-round dan klausul agresif, motivasi mereka mungkin sudah berkurang. Founder yang hanya pegang 5–10% saham mungkin tidak punya incentive yang cukup.

4 Gunakan untuk Benchmark Saat Negosiasi Investasi Angel

Jika kamu berkesempatan jadi angel investor di startup lokal, gunakan pengetahuan ini untuk negosiasi klausul yang wajar: 1x non-participating + weighted average anti-dilusi adalah standar yang adil.

— 09 — CEK KESIAPAN

Sudah Paham Klausul Proteksi Investor? Cek di Sini

Jawab jujur pertanyaan ini untuk mengukur pemahamanmu tentang Anti-Dilution dan Liquidation Preference:

CEK KESIAPANMU

Bisa jelaskan perbedaan 1x non-participating vs participating? [Ya = Lanjut]

Tahu apa itu down-round dan dampaknya? [Ya = Lanjut]

Paham perbedaan full ratchet vs weighted average? [Ya = Lanjut]

Bisa simulasikan hasil exit dengan liquidation preference? [Ya = Lanjut]

Tahu apa yang terjadi pada klausul ini saat IPO? [Ya = Lanjut]

Bisa membaca struktur kepemilikan di prospektus IPO? [Ya = Siap!]

5-6 YA

Fondasimu kuat! Lanjut ke materi berikutnya: Exit Strategy — IPO, Secondary Sale, dan Trade Sale.

0-4 YA

Ulangi dan coba praktikkan simulasi exit dengan spreadsheet sederhana menggunakan angka dari materi ini.

— 10 — PENUTUP

Klausul Proteksi Bukan Kejahatan — Ia Adalah *Bahasa Kepercayaan antara Investor dan Founder*

“Klausul agresif bukan selalu tanda investor jahat — kadang ia adalah cerminan risiko yang nyata dan negosiasi yang kurang seimbang. *Founder dan investor yang sama-sama paham klausul ini akan membangun hubungan yang lebih jujur, lebih tahan banting, dan lebih produktif dalam jangka panjang.*”

MAU MATERI SEPERTI INI SETIAP MINGGU?

Follow akun ini untuk edukasi investasi rutin — dari dasar untuk pemula hingga analisis pasar modal lanjutan untuk investor berpengalaman.