

Meistermacher

Wenn die Venture-Capital-Mathematik nicht mehr aufgeht

Das klassische Venture-Capital-Modell wackelt. 2025 war das weltweit schwächste Fundraising-Jahr seit Langem. VC muss sich neu erfinden.



Max Meister

Publiziert am 01.07.2026 um 08:53 Uhr

Die Kolumne «MeisterMacher» von Max Meister, General Partner von Koyo Capital, beleuchtet internationale Entwicklungen in der VC-/Start-up-Szene und deren Auswirkungen auf die Schweiz. Daniel Karrer

Die neue Realität zeigt sich nicht zuerst in den Start-ups, sondern bei den Fonds selbst. [Laut PitchBook](#) fiel das US-VC-Fundraising 2025 auf 66,1 Milliarden Dollar nach 101,3 Milliarden Dollar 2024 und fast 223 Milliarden Dollar 2022. Es war das schwächste Fundraising-Jahr seit Jahren. Auch global ist der Rückgang deutlich: Venture-Capital-Fonds sammelten 2025 laut PitchBook noch 121,8 Milliarden Dollar ein, 44,3 Prozent weniger als im Vorjahr, verteilt auf 1206 Fonds. Das ist nicht nur eine zyklische Delle. Es ist ein Warnsignal für ein Modell, dessen Grundannahmen unter Druck geraten sind.

Die Mathematik hinter Venture Capital ist eigentlich brutal. Wer Kapital zehn Jahre oder länger bindet, in illiquide Minderheitsbeteiligungen investiert und dabei hohe Ausfallrisiken trägt, muss entsprechend entschädigt werden.

Der Investor Nicolai Rasmussen hat diese Logik kürzlich in einem [viel beachteten LinkedIn-Beitrag](#) zugespitzt. Seine Rechnung: 4 Prozent risikofreier Zins, 4 Prozent Aktienmarktrisikoprämie, 8 bis 10 Prozent VC-Risikoprämie und 4 bis 5 Prozent Illiquiditätsprämie. Zusammen ergibt das eine erforderliche Rendite von 20 bis 23 Prozent.

Die Pointe: Viele Fonds erreichen diese Hürde nicht. Rasmussen verweist darauf, dass zahlreiche Vehikel sieben oder acht Jahre nach Auflegung erst bei rund 1-mal DPI stehen. DPI steht für «Distributed to Paid-In Capital» und misst, wie viel Kapital im Verhältnis zum eingezahlten Geld bereits an Investoren ausgeschüttet wurde. Selbst Fonds, die auf dem Papier mit einem Multiple von 2,5- bis 3-mal gut aussehen, kämen

bei späten Rückflüssen teilweise nur auf eine Netto-IRR von rund 15 Prozent. Die IRR misst die jährliche Rendite und berücksichtigt, wie schnell Geld zurückfliesst.

Die essenzielle Frage bleibt: Weshalb sollten Limited Partners (LPs) ihr Kapital für mehr als ein Jahrzehnt binden, wenn die erzielte Rendite das Risiko und die Illiquidität nicht ausreichend kompensiert?

Der jüngste «PitchBook-NVCA Venture Monitor» stützt diese Diagnose: Bei nordamerikanischen VC-Fonds-Jahrgängen seit 2019 liegt die Median-IRR im einstelligen Bereich. Für Investoren zählt am Ende aber eine andere Grösse: Wie viel Geld ist tatsächlich zurückgekommen?

«DPI ist die neue IRR», sagt Thomas Heimann von der Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA). «Ohne Ausschüttungen über längere Zeit wird es schwierig, einen neuen Fonds aufzulegen. Die Investoren haben eine gewisse Geduld. Aber spätestens beim nächsten Fundraising musst du zeigen können, dass tatsächlich Geld zurückgeflossen ist.»

Auch Unternehmer David Studer, selbst LP in VC-Fonds, sieht Secondaries als Hebel: Teilverkäufe bestehender Beteiligungen können Fonds helfen, früher Geld an Anleger zurückzugeben. «Für LPs gewinnen realisierte Rückflüsse deutlich an Bedeutung. Secondaries können früher DPI erzeugen und die Kapitalbindung reduzieren, vorausgesetzt, der Fondsmanager kennt seine Portfoliounternehmen gut und sucht aktiv nach sinnvollen Liquiditätsfenstern.»

Werbung

Damit bricht eine stille Übereinkunft zwischen VCs und Investoren auf. LPs haben lange akzeptiert, dass Venture Capital Geduld braucht. Sie haben Kapital mehrfach zugesagt, weil sie an den langfristigen Zyklus glaubten. Doch nach Jahren ohne ausreichende Exits, IPOs und M&A-Transaktionen wird diese Geduld knapper. Ohne Rückflüsse wird es schwer, neue Commitments zu rechtfertigen. Ohne neue Commitments wird aus einem Fondsmanager schnell ein Verwalter alter Hoffnungen.

In Europa ist dieses Muster bereits sichtbar. Das zur «Financial Times» gehörende [Branchenportal Sifted berichtete](#), dass die Zahl der aktiven VCs in Europa seit dem Höhepunkt 2022 um rund 30 Prozent zurückgegangen ist: von 5704 Investoren, die mindestens einen Deal pro Jahr machten, auf 4044 im Jahr 2024. Gleichzeitig sank das europäische VC-Fundraising von rund 34 Milliarden Euro im Jahr 2022 auf rund 21 Milliarden Euro 2024. Für 2025 zeichnete Sifted auf Basis von PitchBook-Daten ein noch düstereres Bild: bis Ende November nur 9,3 Milliarden Euro, fast 60 Prozent weniger als im Vorjahr.

Man kann das teilweise mit dem Zyklus erklären. Grosse Fonds werden nicht jedes Jahr neu aufgelegt; viele Manager investieren noch Kapital aus den Boomjahren. Doch die

strukturelle Frage bleibt: Wenn LPs weniger Ausschüttungen sehen, weniger Exits stattfinden und viele Fonds unterhalb ihrer Renditeerwartungen bleiben, warum sollten Investoren im gleichen Umfang weiter Kapital nachschliessen?

Für Philipp Bolliger vom Growth VC Direttissima greift die Debatte deshalb über reine Rückflüsse hinaus: «DPI ist für LPs heute wichtiger geworden, aber es ist nicht die einzige Antwort. Was wir sehen: LPs suchen Manager, die diszipliniert investieren, Risiken besser einschätzen und mit einer aktiven Ownership-Strategie echte Wertschöpfung leisten können.»

Die Mitte wird ausgedünnt

Kapital verschwindet nicht vollständig. Es konzentriert sich. Ein gutes Beispiel ist Andreessen Horowitz. Während der US-Markt insgesamt 2025 stark rückläufig war, sammelte a16z – so wird der VC von Marc Andreessen genannt – laut Axios [mehr als 15 Milliarden Dollar für neue Fonds](#) ein. Das zeigt die neue Logik des Marktes: Die stärksten Investoren bekommen weiterhin Geld. Viele andere nicht.

Die Folge ist eine Spaltung. Grosse Plattformfonds können weiterhin Kapital einsammeln. Kleine, spezialisierte Manager können mit klarer Nische und persönlichem Track Record überzeugen. Dazwischen wird es eng. Der klassische mittelgrosse Fonds, der 70 bis 150 Millionen Euro einsammelt, in viele Minderheitspositionen investiert und auf den einen grossen Ausreisser wartet, gerät unter Druck.

Heimann erwartet zwar eine Konsolidierung, warnt aber vor vorschnellen Schlüssen. Viele Fonds blieben lange im Fundraising und würden kaum öffentlich kommunizieren, wenn sie keinen Nachfolgefonds mehr schliessen könnten. In der Schweiz sei aber bereits auffällig, dass rund ein Viertel der in einer SECA-Umfrage erfassten Manager seit zwei bis drei Jahren mit demselben Fonds am Markt sei.

Die Konsequenz: Es entstehen Zombie-Fonds. Manager, die bestehende Portfolios verwalten, aber kaum noch neue Deals machen und wahrscheinlich keinen nächsten Fonds mehr auflegen. Das muss nicht dramatisch aussehen. Es gibt selten Pressemitteilungen mit dem Titel: «Wir konnten nicht raisen und geben auf.» Meist geschieht dies leise. Weniger neue Investments. Weniger Follow-ons. Partner verlassen den VC. Fonds werden nur noch administriert. Die Marke existiert, aber die Maschine läuft nicht mehr.

Was heisst das für Venture Capital?

Zunächst: Kapital zu verteilen, reicht nicht mehr. Die nächste Generation erfolgreicher Fonds wird nicht nur fragen, welche Start-ups sie finanziert, sondern welchen Einfluss sie auf deren Entwicklung tatsächlich nehmen kann. Grössere Beteiligungen, stärkere Reserven, mehr Kontrolle, tiefere operative Eingriffe. Der Fonds der Zukunft wird weniger wie ein passiver Portfolioverwalter aussehen und stärker wie ein aktiver Eigentümer.

Thomas Heimann von der SECA erwartet deshalb, dass die operative Rolle der Fonds wichtiger wird: «Nur passiv zu investieren oder bestehenden Investoren zu folgen, wird schwieriger. Ein VC muss einen echten Mehrwert bieten: operative Erfahrung, ein gutes Netzwerk und Unterstützung bei der Umsetzung. Reines Assetmanagement bringt den Start-ups letztlich nichts.»

Philipp Bolliger von Direttissima formuliert es noch grundsätzlicher: «Die Konsolidierung trifft aus meiner Sicht vor allem klassische Early-Stage-VC-Modelle, die stark auf viele kleine Wetten und spätere Bewertungsrunden angewiesen waren. Der Investor der Zukunft muss weniger hoffen und stärker mitgestalten, und zwar durch Erfahrung, Netzwerk, Governance und konkrete operative Unterstützung.»

Denn das alte Modell hat ein strukturelles Problem: Wer in zu viele Unternehmen mit zu kleinen Anteilen investiert, kann zwar optional an vielen Erfolgen teilnehmen, aber kaum Ergebnisse erzwingen. Man sitzt auf dem Cap Table, wartet auf die nächste Runde, hofft auf den Lead Investor, auf den Markt, auf den Exit. In Boomzeiten funktioniert diese Passivität, weil Liquidität überall vorhanden ist. In einem Markt ohne breite Exits wird sie zur Schwäche.

Die Antwort dürfte unbequemer sein als in den vergangenen zehn Jahren. Fonds müssen konzentrierter investieren. Sie müssen mehr Eigentum nehmen. Sie müssen bereit sein, Unternehmen nicht nur zu coachen, sondern auch operativ mitzuprägen. Und sie müssen akzeptieren, dass weniger Deals manchmal die bessere Strategie sind.

Auch für Gründer ist mehr Einfluss nur dann ein Vorteil, wenn der Investor passt. Santiago Droll von Eleven Dynamics sagt: «Kapital kann man ersetzen. Einen falschen Investor oder Verwaltungsrat wird man oft nur schwer wieder los. Deshalb zählt am Ende nicht nur der Name auf dem Cap Table, sondern ob Strategie, Netzwerk und persönliche Zusammenarbeit wirklich passen.»

Für Investoren hingegen wird die Frage einfacher: Wer kann wirklich Kapital zurückgeben? Wer hat gezeigt, dass er nicht nur in Aufschwüngen gut aussieht, sondern auch in schwierigen Märkten Wert realisiert? Das klassische VC-Modell ist deshalb nicht tot. Aber es wird selektiver und härter. Die besten VCs werden weiter Kapital einsammeln. Viele werden jedoch verschwinden, fusionieren oder zu Verwaltern alter Hoffnungen werden. Für die Branche ist das unbequem. Für ihre Investoren ist es überfällig.