



1 september 2026

Hefboomwerking, volatiliteit en marktdiscipline

Door de recente ontwikkelingen in Zuid-Korea is een belangrijke les voor beleggers opnieuw actueel: hefboomwerking kan weliswaar het rendement vergroten, maar net zo goed leiden naar hogere verliezen, de flexibiliteit aantasten en een solide investeringsidee veranderen in een overlevingsrisico. De episode met hefboomproducten op basis van één aandeel is niet alleen een Koreaans verhaal. Het herinnert eraan dat overtuiging alleen niet genoeg is in een belegging. De structuur waarmee een visie wordt uitgedragen, is net zo belangrijk als de visie zelf. In dit document onderzoeken we hoe hefboomwerking de wiskunde achter een portefeuille verandert, waarom risicotolerantie niet verward mag worden met risicocapaciteit. En voorts waarom gedisciplineerde beleggers hefboomwerking moeten behandelen als een structureel risico in plaats van een eenvoudig instrument voor het verhogen van het rendement.

In de afgelopen maanden hebben marktontwikkelingen in Zuid-Korea beleggers er opnieuw aan herinnerd dat hefboomwerking niet louter een instrument is om een rendement te verhogen; het is ook een mechanisme dat de overlevingskansen van een belegging kan veranderen. De recente opkomst van hefboomproducten op één aandeel op de Koreaanse markt, gevolgd door ingrijpen van de toezichthouder, onderstreept een breder en blijvend principe in vermogensbeheer: een beleggingsvisie en een beleggingsstructuur zijn niet onderling uitwisselbaar.

Wat dit voorval illustreert, is niet uniek voor Korea.

Op alle markten ontdekken beleggers keer op keer dat het niet voldoende is om de juiste richting te voorspellen als de financieringsstructuur kwetsbaar is. Hefboomwerking kan onder gunstige omstandigheden de resultaten verbeteren, maar verkleint ook de foutenmarge. In die zin moet hefboomwerking minder worden begrepen als een techniek om het rendement te verhogen en meer als een balansverplichting met niet-lineaire gevolgen.

Je kan hefboomwerking vergelijken met vuur: in gecontroleerde vorm kan vuur zeer productief zijn, maar ongebreideld kan het destructief worden. De vraag is niet of vuur nut heeft. De vraag is of het onder controle is.

De Koreaanse episode met hefboomproducten: praktijkvoorbeeld als waarschuwing

De recente ervaring in Zuid-Korea is bijzonder leerzaam omdat ze toont hoe hefboomwerking in een product kan zijn ingebed dat op het eerste gezicht toegankelijk en vertrouwd lijkt.

Een hefboom-ETF wordt verhandeld zoals een conventionele ETF, maar de mechanismen erachter zijn wezenlijk anders. Veel van dergelijke producten zijn erop gericht een veelvoud van het **dagelijkse** rendement van het onderliggende actief te leveren. Die dagelijkse herberekening is cruciaal.

Cijfervoorbeeld ter illustratie

Stel dat een index en een ETF met een hefboom van 2x beide beginnen op 100. Als de index met 10% stijgt tot 110, stijgt de ETF met 20% tot 120. Als de index de volgende dag met 10% daalt, zakt deze naar 99, terwijl de ETF met 20%

daalt, naar 96. Als hetzelfde patroon zich herhaalt, eindigt de index rond 98,01, terwijl de ETF met hefboomwerking daalt tot ongeveer 92,16.

De index is in deze periode met minder dan 2% gedaald, maar het product met hefboomwerking heeft bijna 8% verloren. Het verschil is niet te wijten aan een fout in het product; het is te wijten aan **volatiliteitsverval** en de samengestelde effecten van de dagelijkse herbalancering.

Grafiek 1: Hoe portefeuilles bewegen (vier opeenvolgende dagen)



Bron: Indosuez Wealth Management.

Daarom is bijzondere voorzichtigheid geboden bij hefboomproducten op één aandeel. Die combineren namelijk hefboomwerking met een geconcentreerd idiosyncratisch risico. Winstverrassingen, ontwikkelingen op het gebied van regelgeving, geopolitieke schokken en verschuivingen in het marktsentiment kunnen allemaal leiden tot scherpe koersbewegingen van de ene op de andere dag. In een structuur met een hoge hefboomwerking kunnen deze bewegingen al snel leiden tot solvabiliteitsproblemen.

De Koreaanse kwestie leidde uiteindelijk tot strengere regelgeving. De bredere les is echter blijvender: **goedkeuring door de toezichthouder betekent niet dat er economische veiligheid is**. Beleggers moeten niet alleen inzicht hebben in de beoogde blootstelling, maar ook in de mechanismen van herschikking, financiering, het gebruik van derivaten, trackingerror, liquiditeit en het gedrag van spreads.

Hefboomwerking verandert de wiskunde bij verliezen

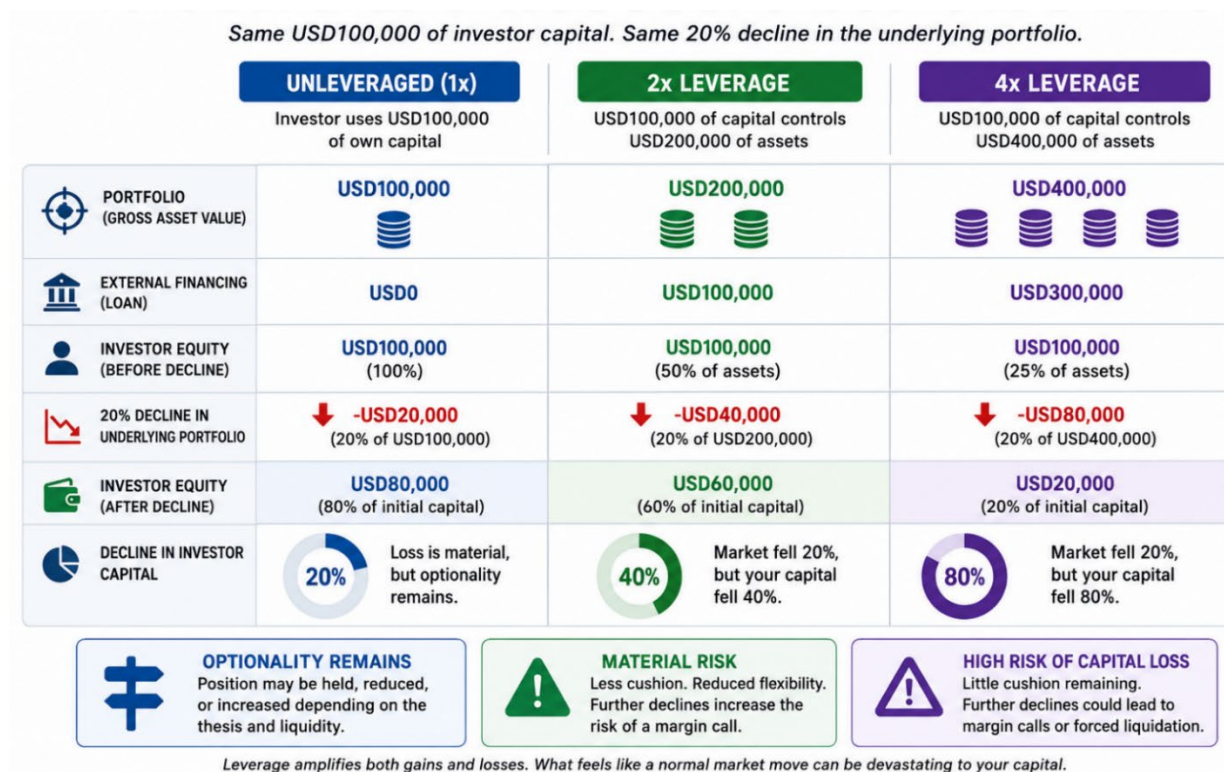
Om de werking te begrijpen, nemen we een belegger met een kapitaal van USD 100.000 als voorbeeld.

In een portefeuille zonder hefboomwerking leidt een daling van 20% tot een kapitaal van 80.000 USD. Het verlies is aanzienlijk, maar de belegger behoudt opties. Pijnlijk, maar beheersbaar. De belegger behoudt de flexibiliteit om de positie aan te houden, zijn weg te herzien of te wachten op een herstel.

Als de hefboom 2x bedraagt, controleert dezelfde USD 100.000 voor USD 200.000 aan activa, waarvan USD 100.000 extern wordt gefinancierd. Een daling van 20% in de onderliggende portefeuille veroorzaakt nu een verlies van USD 40.000, waardoor het eigen vermogen daalt tot USD 60.000. De markt is 20% gedaald, maar het eigen kapitaal van de belegger is 40% gedaald.

Bij een hefboom gelijk aan 4x zijn de gevolgen zwaarder. Een daling van 20% in de onderliggende portefeuille resulteert in een verlies van USD 80.000, waardoor slechts USD 20.000 eigen vermogen overblijft. Een relatief gewone markcorrectie heeft dus 80% van het kapitaal van de belegger vernietigd.

Grafiek 2: Impact van een daling van 20% bij verschillende hefboomniveaus



Bron: Indosuez Wealth Management.

In dit vereenvoudigde model wordt geen rekening gehouden met financieringskosten, transactiekosten en, cruciaal, veranderingen in de margevereisten. Die weglating is in de praktijk van belang.

Hefboomwerking leidt tot padafhankelijkheid: naarmate de waarde van activa daalt, verzwakt het onderpand; naarmate het onderpand verzwakt, kunnen kredietverstrekkers extra marge eisen; en als er niet tijdig extra onderpand kan worden verstrekt, kunnen posities worden geliquideerd.

Praktisch gezien is de volgorde eenvoudig:

Hefboomwerking → grotere verliezen → afnemend onderpand → margin call → gedwongen liquidatie

Het grootste gevaar is dus niet alleen dat hefboomwerking verliezen vergroot. Het is dat hefboomwerking de belegger kan verhinderen om lang genoeg geïnvesteerd te blijven en zo zijn gelijk te halen.

Risicotolerantie en risicocapaciteit zijn niet hetzelfde

Een van de meest hardnekkige misverstanden bij beleggen is de verwarring tussen risicotolerantie en risicocapaciteit.

Risicotolerantie verwijst naar de bereidheid van een belegger om volatiliteit te verdragen. Risicocapaciteit verwijst naar het werkelijke vermogen van de belegger om verlies te absorberen zonder de financiële doelen of liquiditeitsbehoeften te schaden.

Het onderscheid is essentieel. Risicotolerantie is gedragsmatig. Risicocapaciteit is financieel.

Een belegger kan psychologisch voorbereid zijn op volatiliteit. Dat betekent evenwel niet dat hij financieel in staat is om een grote koersdaling, een margin call, of een ongunstige liquiditeitssituatie te doorstaan.

Alvorens gebruik te maken van hefboomwerking, moeten beleggers een klein aantal vragen duidelijk kunnen beantwoorden:

1. Kan ik het me veroorloven het volledige ingezette bedrag te verliezen zonder dat dit ten koste gaat van essentiële financiële doelstellingen?
2. Begrijp ik het maximale plausibele verlies, en niet alleen het verwachte rendement?
3. Zou ik onmiddellijk aan een margin call kunnen voldoen, zonder mijn toevlucht te nemen tot gedwongen verkoop van activa of extra leningen?
4. Wat zou er met mijn vermogen gebeuren als de onderliggende positie met 20%, 30% of 50% zou dalen?
5. Begrijp ik de structuur volledig, inclusief financieringskosten, herberekeningsmechanismen, margeregels en liquidatiebepalingen?

Als het antwoord op een van deze vragen onzeker is, is het gebruik van hefboomwerking waarschijnlijk niet geschikt.

Grafiek 3: Risicotolerantie versus risicocapaciteit



Bron: Indosuez Wealth Management.

Hefboomwerking moet worden beoordeeld in de context van volatiliteit en de omvang van de positie

Een andere veelgemaakte fout is om zich uitsluitend te richten op de hefboomfactor zelf. Een positie met een hefboom van 2x is niet per definitie vergelijkbaar met een andere 2x-positie. De relevante vraag is niet alleen hoeveel hefboom er wordt gebruikt, maar ook **waarop de hefboom ligt, hoe volatiel de onderliggende waarde is en hoe groot de positie is ten opzichte van het totale vermogen van de belegger.**

In de praktijk kan het risico van een positie met hefboomwerking beter worden begrepen aan de hand van de interactie tussen drie variabelen:

Hefboom (L) × volatiliteit (σ) × positiegrootte (S)

Een instrument met een hefboom van 3x dat 0,5% van het totale vermogen vertegenwoordigt, kan minder ingrijpende gevolgen hebben dan een positie met een bescheiden hefboom die een groot deel van de liquide middelen van een

belegger vertegenwoordigt. Om die reden moeten beleggers denken in termen van **portefeuillehefboom**, en niet alleen in termen van instrumenthefboom.

Een gedisciplineerde aanpak is erop gericht **de maximaal aanvaardbare verliezen** in stressscenario's vast te stellen vooraleer een positie wordt ingenomen, en dus niet nadat de volatiliteit al is toegenomen.

Grafiek 4: Voorbeelden: hoe de formule werkt

SETUP	LEVERAGE (x)	ASSET VOLATILITY (Annualized %)	POSITION SIZE (% of portfolio)	CALCULATION (Position Size × Leverage × Volatility)	CONTRIBUTION TO PORTFOLIO VOLATILITY (Approx.)
 CONSERVATIVE	1x	10%	10%	10% × 1 × 10%	±1%
 MODERATE	2x	20%	10%	10% × 2 × 20%	±4%
 AGGRESSIVE	4x	20%	20%	20% × 4 × 20%	±16%



These figures are the approximate volatility (standard deviation) contribution from this single position. They are not worst-case drawdowns. Actual outcomes can be larger in stressed markets.

QUICK IMPACT MATRIX

Contribution to Portfolio Volatility (Approx.)

LEVERAGE (x) ▲			ASSET VOLATILITY (Annualized %)					
			10%	15%	20%	25%	30%	40%
POSITION SIZE (% of portfolio) ↓	5%	1x	±0.5%	±0.8%	±1.0%	±1.3%	±1.5%	±2.0%
		2x	±1.0%	±1.5%	±2.0%	±2.5%	±3.0%	±4.0%
		3x	±1.5%	±2.3%	±3.0%	±3.8%	±4.5%	±6.0%
		4x	±2.0%	±3.0%	±4.0%	±5.0%	±6.0%	±8.0%
	10%	1x	±1.0%	±1.5%	±2.0%	±2.5%	±3.0%	±4.0%
		2x	±2.0%	±3.0%	±4.0%	±5.0%	±6.0%	±8.0%
		3x	±3.0%	±4.5%	±6.0%	±7.5%	±9.0%	±12.0%
		4x	±4.0%	±6.0%	±8.0%	±10.0%	±12.0%	±16.0%
	20%	1x	±2.0%	±3.0%	±4.0%	±5.0%	±6.0%	±8.0%
		2x	±4.0%	±6.0%	±8.0%	±10.0%	±12.0%	±16.0%
		3x	±6.0%	±9.0%	±12.0%	±15.0%	±18.0%	±24.0%
		4x	±8.0%	±12.0%	±16.0%	±20.0%	±24.0%	±32.0%



IMPORTANT CAVEAT

This is a simplified single-position framework. Actual portfolio risk also depends on correlations, diversification, nonlinear instruments, liquidity, financing terms and tail risk.



Use this framework to set risk limits, size positions appropriately and maintain resilience in all market conditions.

Bron: Indosuez Wealth Management.

Margin calls zijn geen raamwerk voor risicobeheer

Voor beleggers die gebruikmaken van een conventionele marge is het belangrijk om de margin call zelf niet te beschouwen als een instrument voor risicobeheer. Een margin call is een financieringsmechanisme, geen defensieve strategie.

Tegen de tijd dat er een margin call plaatsvindt, is de flexibiliteit van de belegger vaak al beperkt. Voorzichtiger waarschuwingssignalen zijn onder meer:

- positieomvang (S) die aanzienlijk is toegenomen na koersstijgingen,
- toenemende volatiliteit van de portefeuille (σ),
- toenemende correlatie tussen de posities (ρ),
- strakkere financieringsvoorwaarden,
- een zwakkere marktliquiditeit, en
- een verminderde capaciteit om snel onderpand te verkrijgen.

Het is ook belangrijk om er niet van uit te gaan dat de marginvoorwaarden stabiel blijven. In periodes van verhoogde volatiliteit verscherpen kredietverstrekkers en brokers vaak de eisen, juist wanneer beleggers ze het minst kunnen opvangen.

Deleveraging gaat vaak om solvabiliteit, niet om overtuiging

Na scherpe koersdalingen hoor je vaak dat de „zwakke handen“ al zijn uitgeschakeld en dat de markt daarom klaar is om zich te herstellen. Die conclusie is vaak voorbarig.

In een echte deleveragingcyclus wordt verkopen niet in de eerste plaats gedreven door visies op de waardering. Het wordt gedreven door balansbeperkingen. **Beleggers die met gedwongen liquidatie worden geconfronteerd, moeten mogelijk niet alleen hun zwakste posities verkopen, maar ook hun meest liquide en hoogwaardige beleggingen**, simpelweg omdat dat de activa zijn die het gemakkelijkst in contanten kunnen worden omgezet.

Dit is een van de redenen waarom stressperiodes contra-intuïtief kunnen lijken. Activa van hoge kwaliteit, zoals largecap-aandelen, goud of andere liquide instrumenten, kunnen samen met speculatieve activa in waarde dalen. In dergelijke omstandigheden moeten beleggers evenveel aandacht besteden aan de financieringsvoorwaarden als aan de waarderingen.

Indicatoren van stabilisatie kunnen onder meer zijn: afnemende kredietspreads, verbeterde kortetermijnfinancieringsvoorwaarden, verminderde spanning op de repo- en valutaswapmarkten en een normalisatie van de volatiliteitstermijnstructuur. Hoge handelsvolumes en scherpe ommekeer binnen een dag kunnen ook duiden op het feit dat gedwongen verkopen worden geabsorbeerd.

Overtuiging mag niet verward worden met hefboomwerking

Misschien wel het belangrijkste onderscheid is dat tussen **overtuiging en hefboomwerking**.

Een krachtig langetermijnthema - of het nu gaat om artificiële intelligentie (AI), biotechnologie, de energietransitie of een andere structurele trend - kan te maken krijgen met langdurige periodes waarin de marktprijzen aanzienlijk afwijken van de onderliggende beleggingshypothese. Zonder hefboomwerking is een koersdaling van 30% onaangenaam, maar nog te overleven als de belegger over voldoende tijd en kapitaal beschikt. **Met hefboomwerking kan diezelfde koersdaling leiden tot een liquidatie.**

Hefboomwerking kan een langetermijnvisie op die manier veranderen in een overlevingstest op korte termijn.

Dat is de belangrijkste les die de recente gebeurtenissen in Korea verbindt met het afbouwen van hefboomposities elders. De mate van deskundigheid van beleggers kan verschillen, maar de wiskunde is universeel.

Hieruit vloeien drie principes voort.

Ten eerste: **stem het beleggingsinstrument af op de beleggingshorizon**. Als de beleggingsstrategie meerdere jaren nodig heeft om te rijpen, vermijd dan structuren die afhankelijk zijn van prijsstabiliteit op korte termijn.

Ten tweede: geef de voorkeur aan **‘stomach volatility’** boven **‘liquidation volatility’**. Een positie zonder hefboomwerking kan ongemakkelijk zijn, maar behoudt over het algemeen de keuzevrijheid. Overmatige hefboomwerking draagt die keuze over aan de kredietverstrekker of makelaar.

Ten derde: besef dat **‘goed genoeg’ al uitzonderlijk kan zijn**. Als een belegging zonder hefboomwerking een sterk rendement kan opleveren, is er geen verplichting om het resultaat nog verder te vergroten. De verleiding om van een aantrekkelijk rendement een spectaculair rendement te maken, kan ook een beheersbaar risico veranderen in een catastrofaal risico.

De waarschuwing van Charlie Munger blijft relevant: *„Er zijn drie manieren waarop een slim persoon failliet kan gaan: drank, vrouwen en hefboomwerking.”*

De recente ervaringen in Zuid-Korea, samen met bredere episodes van gedwongen schuldafbouw op verschillende markten, herinneren beleggers eraan dat financiële innovatie niets heeft veranderd aan deze fundamentele waarheid. Hefboomwerking is niet per definitie ongewenst. Maar het moet altijd worden behandeld als een structureel risico, niet als een stijlkeuze.

Slotsom: *vuur is nuttig. Maar geen enkele verantwoordelijke belegger maakt een vuur dat zo omvangrijk is dat één onverwachte windvlaag het huis in de as kan leggen.*



Alexandre Drabowicz
Global Chief Investment Officer



Francis Tan
Chief Strategist Asia