

Utdelningsaktier – en falsk trygghet

Varför hög direktavkastning inte alltid är vad den verkar vara



Henrik Hallenborg



HALLENBORG CTA

Stabila bolag, förutsägbara kassaflöden och pengar som "trillar in" oavsett börshumör. För många investerare framstår de som ett rationellt alternativ i en osäker värld. Men bakom denna bild döljer sig en rad missförstånd - både matematiska och psykologiska - som riskerar att göra portföljen betydligt mer sårbar än vad den ser ut. Efter nästan 16 år av i princip oavbruten börsuppgång har en hel generation investerare aldrig upplevt en verklig nedgång. Nu förändras förutsättningarna. Räntor har återvänt, likviditet stramas åt och den trygghet som utdelningar utlovar riskerar att visa sig vara just det - en illusion. Den här texten handlar om varför utdelningsaktier ofta ger en falsk känsla av säkerhet, varför hög utdelning sällan är ett styrketecken - och varför marknadens verkliga vinnare nästan alltid byggs på återinvesteringar, inte på utdelningar.

Utdelningar skapar inte värde

Utdelningar framställs ofta som "gratis pengar" eller ett kvitto på bolagets styrka. Men i grunden är en utdelning inget annat än en omfördelning av bolagets egna tillgångar. Om ett bolag är värt 100 kronor och delar ut 5, försvinner 5 kronor ur kassan och aktiekursen justeras normalt ned med samma belopp.

Du äger alltså inte mer efter utdelningen än du gjorde innan - pengarna har bara flyttats från bolagets balansräkning till din egen.

Att se utdelningar som avkastning blir därför vilseledande. Det är ungefär som att ta ut en hundralapp från sitt eget sparkonto och känna sig rikare för att du håller sedeln i handen i stället för att den sitter på kontot. Risken är att du spenderar den i stället för att återinvestera.

Det som verkligen betyder något är totalavkastningen: kursutveckling plus utdelning minus risken du tagit för att få den. Och i den ekvationen har själva utdelningen ingen magisk effekt - den ökar inte värdet, den minskar bara bolagets möjlighet att växa.

Det är också därför Warren Buffett har varit så tydlig i över 50 år: det bästa bolaget är inte det som delar ut mest, utan det som kan återinvestera sina vinster till hög avkastning.

Buffett uttryckte det så här:

"Det idealiska bolaget är ett som kan behålla alla vinster och investera dem till en hög avkastning över lång tid."

För investeraren spelar det ingen roll om avkastningen kommer via kursuppgång eller utdelning - det viktiga är att bolaget fortsätter att skapa värde. Och historiskt är det ofta just bolag med lägre utdelningar som visat sig vara tryggare och mer lönsamma över tid, eftersom de har kunnat använda kapitalet till expansion, innovation, förvärv och att stärka sin konkurrenskraft.

Det är därför inte så märkligt att några av världens mest framgångsrika företag - se till exempel Amazon, som byggt hela sin dominans utan att dela ut en enda krona - har skapat

enormt aktieägarvärde genom att konsekvent återinvestera alla vinster i tillväxt. Kursuppgången gjorde jobbet, inte utdelningarna.

Samma mönster syns hos Alphabet (Google). Under två decennier har bolaget blåst upp sin marknadsandel, byggt nya verksamheter som YouTube, Android, Google Cloud och AI-utan att dela ut ett enda öre.

Varje dollar som skulle ha gått till utdelning investerades i att förstärka förspårningen. Det är därför Google är ett av världens mest lönsamma företag i dag - inte på grund av utdelningar, utan tack vare återinvesteringar.

Ett annat tydligt exempel är Berkshire Hathaway. Warren Buffett har medvetet undvikit utdelningar i över 60 år och låtit kapitalet växa internt, där avkastningen varit långt högre än vad aktieägaren själv kunnat åstadkomma genom en utdelning.

Resultatet? En av de starkaste totalavkastningarna i modern ekonomisk historia - utan en enda utdelning. Utdelningar kan kännas trygga - men tryggheten är ofta psykologisk, inte ekonomisk. Ett bolag som delar ut "stabilt" 4-5 % kan falla lika mycket på en dag vid dåliga nyheter.

I en bear-marknad spelar det ingen roll hur stor utdelningen är: både kursen och utdelningarna pressas ned när vinsterna sjunker. Aktiekursen kan radera ut flera års utdelningar på bara dagar.

Trygghet

Utdelningsaktier är populära av en enkel anledning: de känns trygga. Den där lilla pengan, kvartal efter kvartal, ger en illusion av stabilitet - som om bolaget fortsätter leverera oavsett vad börsen gör.

Det är behagligt, konkret och lätt att förstå.

Men just därför är det också farligt.

Utdelningar fungerar ofta som en mental trygghetssignal: investeraren ser pengarna komma in och intalar sig att risken är låg, trots att den verkliga risken - kursrisken - ligger kvar precis där den alltid har legat. Och kursrisken är nästan alltid många gånger större än utdelningen.

Det kan snarare liknas vid att ställa ut nakna optioner: det ser stabilt och lönsamt ut under lång tid, tills dagen kommer då det inte fungerar längre - och då kan hela vinsten raderas på ett ögonblick.

Ett bolag som faller 30 procent kompenseras inte av en utdelning på 4 procent. Inte i år. Inte nästa år. Inte på fem år. Det tar 9,4 år att få tillbaka kapitalet om utdelningen är konstant och priset ligger stilla.

I takt med att aktien faller stiger den procentuella utdelningen men av fel anledning. Det är inte bolaget som blivit mer generöst, det är marknaden som prisar in sämre lönsamhet, lägre vinster och framtida utdelningssänkningar.

Den så kallade "tryggheten" är alltså omvänd: den synligt höga utdelningen är ofta ett tecken på att bolaget är svagare, inte starkare.

Det är därför högutdelare ofta hamnar i problem när cykeln vänder. Precis som i en fastighetsbubbla, där höga direktavkastningar uppstår först när priserna börjar falla, får utdelningsjägare sin högsta "yield" när riskerna är som störst.

Utdelningsaktier känns stadiga men de faller lika hårt som allt annat när marknaden går in i en negativ period.

Historiskt har de inte skyddat portföljer i kriser; de har följt med ned på samma sätt som resterande aktiemarknad.

Underpresterar i långa cykler

Ser man på de riktigt långa marknadscyklerna - decennier, inte år - finns ett tydligt mönster: utdelningsaktier underpresterar både tillväxtbolag och råvarusektorn.

Tillväxtbolag återinvesterar kapital i verksamheten där avkastningen kan ligga på 10-20 procent eller mer per år. Det är betydligt högre än vad en utdelning kan ge. Dessutom uppstår ränta-på-ränta-effekten på skatten som annars hade utlösts vid utdelningen.

Varje krona som lämnar bolaget i utdelning är en krona som inte kan användas till expansion, innovation eller förvärv - vilket gör att bolagets framtida vinsttillväxt mattas av.

Den historiska datan är tydlig: utdelningsstrategin är inte marknadens vinnare över tid, utan snarare en bekväm mittfåra med hög risk som förlorat mark mot både tillväxt och råvaror i cykel efter cykel.

Hög direktavkastning ser lockande ut. Få investerare reagerar negativt på siffror som 7-10 procent i utdelning, det låter ju fantastiskt i en värld där bankkontot ger betydligt lägre.

Men i aktiemarknaden betyder alltså en hög utdelning nästan alltid att något är fel.

En extremt hög utdelning signalerar i regel:

- fallande aktiekurs (direktavkastningen stiger när priset rasar)
- svagare intjäning (bolaget tappar lönsamhet)
- pressade kassaflöden (utdelningen är inte uthållig)
- ökad skuldsättning (bolaget lånar ibland till utdelningen)
- kommande utdelningssänkning ("yield trap", den klassiska utdelningsfällan).

Lån för utdelning

Att bolag ibland lånar pengar för att kunna fortsätta betala utdelning låter orimligt - men det är tyvärr inte ovanligt. När kassaflödet inte räcker och bolaget ändå håller fast vid en "stabil utdelningspolicy" sker det som investerare sällan ser: skuldsättningen ökar.

Exempel finns i överflöd. AT&T; finansierade länge delar av sin utdelning med nya lån, tills skuldbördan blev ohållbar och utdelningen kapades.

General Electric gjorde samma sak under sin nedgångsperiod och såg både aktiekurs och utdelning kollapsa. Även bolagsjättar som Shell och BP har i svaga oljecykler lånat till utdelningar - för att senare tvingas sänka dem kraftigt.

I Sverige valde flera fastighetsbolag att fortsätta dela ut trots höga räntor, för att sedan helt slopa utdelningen året därpå när verkligheten hann ikapp.

Castellum är det mest kända exemplet: ett bolag som under två decennier byggde sin identitet på evigt stigande utdelningar - för att till slut stoppa utdelningen helt. När räntorna steg räckte kassaflödena inte längre till för att bära skulderna, kreditvillkoren stramades åt och balansräkningen behövde förstärkas. Kapital tillfördes via en nyemission, befintliga ägare späddes ut och aktien föll kraftigt.

Det som länge framstod som stabilitet visade sig i själva verket vara ett resultat av låga räntor, hög belåning och investerarnas vilja att tro på en tradition som inte längre gick ihop med kassaflödet.

När ett bolag behöver låna för att betala utdelning är det inte styrka - det är ett nödrop. Det visar att utdelningen inte är uthållig, och att risken är betydligt högre än vad den "stabila direktavkastningen" signalerar. Utdelningen blir då inte en trygghet, utan ett tidigt tecken på att något är fel.

Myten: utdelare skyddar i kriser

En av de mest seglivade idéerna på börsen är att utdelningsbolag skulle vara ett slags trygg hamn när stormen kommer.

Men historiken visar något helt annat. När marknaden faller på allvar dras även de "stabila" utdelningsbolagen med ned - ofta i samma takt som index.

Under finanskrisen föll många klassiska högutdelare med 50-70 procent. De bolag som ansågs trygga och "defensiva" kapade dessutom utdelningarna när kassaflödena torkade upp.

Skyddet fanns helt enkelt inte där när det behövdes som mest. General Electric, som i årtionden sågs som en av världens säkraste utdelningsaktier, föll över 80 procent och tvingades drastiskt sänka utdelningen.

Bank of America och Citigroup - båda dåtidens favoriter bland utdelningsjägare - kollapsade i värde och reducerade utdelningarna till symboliska nivåer.

Till och med stora stabila bolag som Pfizer, Ford och Wells Fargo tvingades sänka eller pausa sina utdelningar.

När likviditeten försvann och vinsterna föll spelade det ingen roll hur lång utdelningstraditionen varit. Utdelningen försvann precis när den som mest skulle ha behövts.

Marknaden gör ingen skillnad på "utdelningsportfölj" och "tillväxtportfölj" - när kapital lämnar riskfyllda tillgångar dras allt med i fallet.

Den som tror att utdelningen ska bära portföljen genom stormen upptäcker först i efterhand att den tryggheten var en illusion.

Räntan dödar utdelningscaset

Det mest dramatiska skiftet för utdelningsstrategier kom inte från bolagen själva, utan från räntemarknaden.

I en värld där räntor ligger runt 4-5 procent, och i vissa fall högre, blir utdelningsaktier plötsligt inte bara ointressanta - de blir matematiskt oattraktiva.

Varför ta aktierisk - full exponering mot konjunktur, vinster, geopolitik, konkurser - för att få en utdelning på 3-4 procent, när statsobligationer, företagsobligationer och korta räntefonder erbjuder lika hög eller högre avkastning, men med en bråkdel av volatiliteten?

Under perioden 2010-2021 var utdelningsaktier en oförtjänt vinnare, inte för att de var överlägsna - utan för att räntorna låg nära noll. Pengar jagade avkastning överallt.

Direktavkastning blev ett substitut för ränta.

Men i en normaliserad räntecykel fungerar inte utdelningsstrategin längre. När räntorna stiger försvinner själva kärnan i caset: utdelningen framstår inte längre som konkurrenskraftig eftersom investerare kan få samma eller högre avkastning i säkra räntepapper.

Samtidigt blir bolagens finansiering dyrare, vilket pressar deras vinster och gör generösa utdelningar svårare att motivera.

Lägg därtill att högre räntor slår direkt mot aktievärderingar, vilket gör att kurserna faller även om själva verksamheten går hyggligt.

När investerare dessutom kan flytta kapital till obligationer som nu erbjuder liknande avkastning men med avsevärt lägre risk, blir omallokeringen oundviklig.

Resultatet är att utdelningsaktier tappar både sin attraktionskraft och sin relativa styrka - och den strategi som fungerade i en värld av nollräntor blir plötsligt ett sämre val i en värld där ränta återigen ger avkastning.

Utdelningsaktier är, kort sagt, en modell för lågräntemiljön. När den miljön upphör - upphör strategins fördelar.

Den största faran

Charlie Munger uttryckte det ärligt: "Om du inte klarar av att se din investering falla med 50 procent, bör du inte vara på börsen." Det är ett råd som få professionella vågar ge sina kunder - men det är sant.

Det är nog få av dem som byggt en "trygg" utdelningsportfölj som ens föreställt sig att värdet faktiskt kan halveras. Den som attraheras till dessa bolag söker ofta trygghet och en stabil avkastning.

Och just där ligger den stora faran; det är inte minussiffrorna som fäller investeraren - det är psykologin. När en aktie är ned 60-80 procent finns det nästan ingen kvar som är "långsiktig".

Smärtan blir för hög, sömnlösa nätter, och till slut trycker man på säljknappen precis när den verkliga långsiktigheten hade behövts som mest.

I det läget är utdelningen helt irrelevant. Den stoppar inte paniken och den skyddar inte portföljen. Den betalas ut samtidigt som aktiens värde rasar - som att få ett glas vatten medan huset brinner.

Problemet med utdelningsaktier är alltså inte bara bolagen i sig, utan risken att investeraren blir av med dem under en börskrasch. När portföljen väl halveras är det förbluffande få som vill - eller ens klarar av - att hålla fast.

För den obekväma sanningen är att inget bolag är garanterat att återhämta sig. Vissa kommer aldrig tillbaka, andra går faktiskt till noll.

I en bear-marknad blir nyhetsflödet så dystert, sentimentet så mörkt och framtidstron så urholkad att det känns omöjligt att hålla fast vid sina "trygga" innehav och "kvalitetsbolag".

Precis som en bull-marknad skapar överdriven optimism åt andra hållet, där allt ser ut att gå till månen, skapar nedgången sin egen logik: allt ser hopplöst ut och den psykologiska smärtan driver investeraren till exit.

Tryggheten är en illusion

Utdelningsaktier är inte farliga i sig - det är tryggheten de utstrålar som kan bli farlig.

De ger en känsla av stabilitet, som om pengarna "arbetar åt en" oavsett vad börsen gör. Den verkliga risken ligger inte i utdelningen utan i aktiekursen, konjunkturen och bolagens lönsamhetscykler, och dessa rör sig helt oberoende av om bolaget delar ut pengar eller inte.

I en värld med stigande räntor och högre volatilitet blir det avgörande att skilja mellan emotionell trygghet och ekonomisk trygghet. Utdelningar erbjuder den första - aldrig den andra.

De får investeraren att känna sig bekväm, medan den underliggande risken i bolagens affärsmodeller, skuldsättning och marknadsprissättning är precis lika närvarande som för alla andra aktier.

Man väljer i praktiken bolag som inte återinvesterar sina vinster, utan skickar ut dem. Inte av generositet - utan ofta därför att de saknar tillräckligt många lönsamma möjligheter att växa vidare. Kapitalet lämnar bolaget eftersom det inte längre gör någon verklig nytta där.

Den verkliga börsuppgången skapas inte där vinsterna delas ut, utan där de återinvesteras.

INFORMATION

Artikeln uttrycker författarens analyser och uppfattningar och är avsedd som allmän information. Den utgör inte individuell investeringsrådgivning eller en rekommendation att köpa eller sälja ett visst finansiellt instrument. Investeringar i aktier innebär risk, och hela eller delar av det investerade kapitalet kan gå förlorat.

Henrik Hallenborg

Artikeln får delas, citeras och återpubliceras med angivande av Henrik Hallenborg som författare och länk till originalet. [Läs villkoren →](#)