

Esa-Jussi Viitala

## Kiinteistö- ja sijoitusrahastot uusina metsänomistusmuotoina

### Johdanto

**K**ansallisen metsäohjelman mukaan nykyiset metsänomistusmuodot eivät tarjoa riittävästi vaihtoehtoja metsätalouden harjoittamiseen (Kansallinen... 2008). Tilanteen korjaamiseksi ohjelmassa ehdotetaan, että kehitetään lainsäädäntöä uusien metsänomistusmuotojen, kuten kiinteistö- ja sijoitusrahastojen perustamiseksi.

Eduskunnan puhemies Sauli Niinistö puolestaan on useaan otteeseen tuonut esille ajatuksen eurooppalaisten metsärahojen perustamisesta. Ne hankkisivat ja hoitaisivat metsiä sekä metsittäisivät joutomaita, ja näin torjuisivat muun muassa ilmastonmuutosta. Rahastojen tuotto koostuisi puun myyneistä, metsien arvonnoususta ja metsitysten kautta saatavista päästöoikeuksista. Sijoittajina toimisivat Euroopan investointipankki, yksityishenkilöt sekä erilaiset instituutiot, kuten eläkerahastot.

Molemmat ehdotukset heijastelevat kiinteistömarkkinoilla viime vuosina vallinnutta suuntausta, jossa epäsuora kiinteistösijoittaminen on lisääntynyt nopeasti. Epäsuoralla kiinteistösijoittamisella tarkoitetaan sitä, että kiinteistöt omistetaan erilaisten välillisten rakenteiden, yleensä tätä tarkoitusta varten perustettujen yhtiöiden tai rahastojen kautta. Koska niillä on tyypillisesti useita osakkaita, yksittäinen sijoittaja voi järjestelyn ansiosta omistaa vain osan tietystä kiinteistöstä tai kiinteistökannasta ja siten hajauttaa riskiään. Samalla kiinteistösijoituksista saadaan likvidimpiä ja hinnoittelultaan lä-

pinäkyvämpiä ja usein myös perinteisiä sijoituksia tuottavampia.

### Epäsuoran kiinteistösijoittamisen suosion syyt

Epäsuoran kiinteistösijoittamisen yleistymisen taustalla on pääosin kolme seikkaa. Ensinnäkin niin sanotun teknokuplan puhkeaminen toukokuussa 2000 sai monet institutionaaliset sijoittajat, ennen muuta eurooppalaiset eläkerahastot, lisäämään kiinteistösijoituksiaan ja hajauttamaan ne aikaisempaa kattavammin eri kiinteistöluokkiin ja eri maihin. Kiinteistömarkkinoilla tapahtui pitkälti sama ilmiö kuin lainamarkkinoilla: suorat sijoitukset muutettiin arvopapereiksi ja myytiin pilkottuina useille eri tahoille, jolloin yksittäisen sijoittajan riski periaatteessa pieneni ja sijoituksen likviditeetti parani.

Samaan aikaan historiallisesti matala reaalinen korkotaso kannusti käyttämään hyväksi niin sanottua velkavipua eli tilannetta, jossa lainasta maksettava korko on matalampi kuin sijoituskohteen odotettu tuotto. Kun sijoittaja tällaisessa tilanteessa rahoittaa osan kaupasta lainarahalla, oman pääoman tuotto voidaan saada nousemaan huomattavastikin. Joillakin aggressiivisilla pääomasijoittajilla velan osuus on saattanut olla jopa 70–90 prosenttia kiinteistöjen hankintahinnasta. Koska eläkeyhtiöiden vakavaraisuutta säädellään tiukasti, ne eivät ole pystyneet kilpailemaan kiinteistösijoituksista samalla tavalla

velkarahan avulla. Ne ovat kuitenkin pystyneet tasottamaan tilannetta perustamalla erillisiä yhtiöitä tai rahastoja, jotka ovat nojanneet varsin vahvasti myös velkarahoitukseen.

Kolmas merkittävä tekijä epäsuorien kiinteistö-sijoitusten yleistymisen taustalla on ollut institutionaalisten sijoittajien pyrkimys ulkoistaa kiinteistönsä hoito ja hallinta. Se on usein työlästä ja vaatii erityisosaamista, jota institutionaalisten sijoittajien ei välttämättä kannata ylläpitää omassa organisaatiossaan. Ulkoistamisen kautta kiinteistöjen hallinnan on uskottu tehostuvan.

### Epäsuoran kiinteistö-sijoittamisen muodot

Epäsuora kiinteistö-sijoittaminen voidaan toteuttaa useiden erilaisten omistusrakenteiden kautta. Seuraavassa keskitytään tarkastelemaan kolmea sellaista rakennetta, joilla on lähivuosina ehkä eniten merkitystä uusina metsänomistusmuotoina: kiinteistö-pääomarahastot, varsinaiset kiinteistörahastot ja erikoissijoitusrahastot.

### Kiinteistö-pääomarahastot

Kiinteistö-pääomarahastoilla viitataan tässä sellaiseen lähinnä institutionaalisten sijoittajien suosimaan epäsuoran kiinteistö-sijoittamisen muotoon, joka on voimakkaasti yleistynyt Suomessa muutamana viime vuoden aikana. Työeläkerahastot ja vakuutusyhtiöt ovat yhdessä tai erikseen olleet perustamassa kiinteistöihin sijoittavia yhtiöitä, jotka ovat sitten omistajiensa antaman alkupääoman ja lainarahan avulla hankkineet markkinoilta mittavia kiinteistöomaisuuksia. Toisinaan järjestelyissä on ollut kysymys myös siitä, että olemassa oleva kiinteistövarallisuus on siirretty erillisiin yhtiöihin.

Perustettuja yhtiöitä kutsutaan yleisesti kiinteistö-pääomarahastoiksi, koska pääoma on kerätty pääasiassa institutionaalisilta sijoittajilta ja kerätyn varallisuuden hallinnoinnista vastaa erillinen hallintoyhtiö. Jälkimmäisen ominaisuuden suhteen kiinteistö-pääomarahastot siis muistuttavat tavallisia sijoitusrahastoja. Merkittävänä erona on kuitenkin se, että kiinteistö-pääomarahastojen toimintaa ei sääntele mikään erityislaki (vrt. sijoitusrahastolaki)

vaan sitä harjoitetaan yleisten sopimus- ja yhtiöoikeudellisten normien pohjalta.

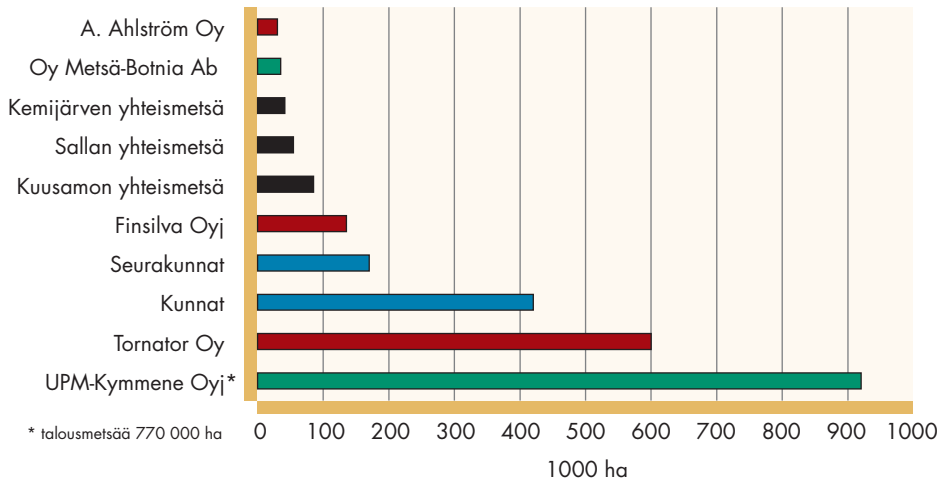
Perustetut kiinteistö-pääomarahastot ovat olleet lähes poikkeuksetta kommandiittiyhtiömuotoisia, koska näin sijoitukset on saatu yhdenkertaisen verotuksen piiriin: kiinteistöistä saatua tuloa verotetaan vain yhteen kertaan osakkaiden tasolla. Koska institutionaaliset sijoittajat toimivat kommandiittiyhtiön äänettöminä yhtiömiehinä ja kiinteistö-sijoitustoiminnan harjoittamisesta vastaava hallintoyhtiö sen vastuunalaisena yhtiömiehenä, esimerkiksi työeläkerahastojen vastuu rajoittuu sijoitettuun pääomapanokseen.

Lähes kaikki kiinteistö-pääomarahastot ovat olleet kiinteäpääomaisia (*closed-end*): kun tavoiteltu pääoma (sijoitussitoumukset) on kerätty sijoittajilta, rahasto on suljettu eikä uusia sijoituksia enää voi tehdä. Myös rahastojen toiminta-aika ja sijoittajien lukumäärä ovat yleensä ennalta määrättyt. Tyypillinen toiminta-aika on 5–10 vuotta ja sijoittajia on mukana yleensä alle kymmenen, suurin osa kotimaisia eläkeyhtiöitä. Tämän jälkeen rahasto pyrkii myymään kiinteistönsä ja kotiuttamaan niiden arvonnousuista koituneet voitot. Omaisuutta voidaan myydä myös tätä ennen, jos markkinatilanne sitä edellyttää tai tarpeeksi suuri osa sijoittajista haluaa irtautua rahastosta.

Viimeisen kolmen vuoden aikana Suomeen on perustettu toistakymmentä kommandiittiyhtiömuotoista kiinteistö-pääomarahastoa. Ne ovat hankkineet omistukseensa lähinnä liike-, teollisuus- ja varastokiinteistöjä, mutta jonkin verran myös vuokra-asuntoja. Tuorein suuntaus on keskittyä hotelli-, hoiva- ja terveydenhoitoalan kiinteistöihin sekä Venäjällä sijaitseviin ja usein suomalaisten rakennusyhtiöiden urakoimiin varasto- ja liikekiinteistöihin. Perustetut rahastot ovat yleensä pyrkineet varmistamaan vakaan kassavirran solmimalla pitkäaikaisia vuokrasopimuksia maksuvalmiudeltaan luotettaviksi katsoimiensa tahojen, ns. ankkurivuokralaisten kanssa.

### Metsään keskittyneet kiinteistö-pääomarahastot

Metsään keskittyneitä kiinteistö-pääomarahastoja ei ole Suomeen vielä perustettu, vaikka muutamia tämänsuuntaisia kaavailuja on ollut vireillä. Aina-kin Evli Pankki Oyj tytäryhtiöineen sekä erilaisten pääomarahastojen hallintoihin erikoistunut pörssi-



**Kuva 1.** Yhteisöjen metsänomistus.

yhtiö CapMan Oyj ovat selvittäneet metsään keskittyneen rahaston perustamista. Myös metsäalan konsulttiyhtiö Indufor Oy on kertonut suunnitelmistaan perustaa metsärahasa, mutta se olisi kansainvälinen ja rekisteröitäisiin Luxemburgiin. Rahaston kotipaikan valinta liittyy siihen, että Luxemburgissa sallitaan veroedulliset kiinteistösijoittamisen rakenteet ja paikallinen lainsäädäntö on monella muullakin tavalla sijoittajille suosiollinen.

Ainakin osa edellä esitetyistä kaavailuista näyttäisi olevan kytköksissä paitsi toisiinsa myös Tornator Oy:n entiseen hallitukseen. CapManin hallinnoima pääomarahasto Finnmezzanine omisti jonkin aikaa Induforin koko osakekannan, mutta myi sen lokaussa 2007 yhtiön toimivalle johdolle. Muutamaa kuukautta myöhemmin Indufor kertoi suunnitelmistaan perustaa kansainvälinen metsärahasa; projektissa on mukana myös Tornatorin hallituksen entinen puheenjohtaja. Kiinnostavaa on myös se, että Stora Enson keskeiset johtajat, jotka vuonna 2002 myivät yhtiön metsät Tornatorille ja kuuluivat osin useita vuosia myös sen hallitukseen, toimivat nykyään CapManin neuvonantajina. Evli Pankki puolestaan toimi Ruukki Group Oyj:n suunnatun osakeannin kotimaisena järjestelijänä kesällä 2006. Annilla kerättiin yli 340 miljoonaa euroa Venäjälle kaavailun sahan ja sellutehtaan rakentamiseen.

Kotimaisia metsärahasa ei ole vielä perustettu, koska mittakaavaetujen ja tuotto-odotusten takia ra-

haston olisi järkevintä ostaa suurehkoja yhtenäisiä metsäalueita ennen muuta eteläisestä Suomesta. Hankittavien alueiden tulisi olla myös kohtalaisen runsaspuustoisia, jotta vuotuisten hakkuutulojen avulla voitaisiin hoitaa lainapääomasta aiheutuvia korkokustannuksia. Tämänkaltaisia metsäalueita on kuitenkin harvoin myynnissä; niitä omistavat lähinnä yhtiöt, kunnat, seurakunnat ja yhteismetsät (kuva 1).

Lisäksi ovat tietenkin valtion metsät, joita hoitaa ja hallinnoi Metsähallitus. Se käytti talousmetsien ostoihin vuosina 1999–2004 peräti yli 100 miljoonaa euroa, jolla se hankki Itä- ja Keski-Suomesta muun muassa Ahlströmiltä ja Hackmanilta yhteensä noin 30 000 hehtaaria metsää. Näin mittavien metsäomaisuuksien siirtymisen valtiolle silloisten veroetujen turvin ei voi katsoa ainakaan edistäneen uusien metsänomistusmuotojen mahdollisuuksia. Valtion liikelaitosten mahdollinen purkaminen EU-komission määräyksestä voi kuitenkin luoda uusia mahdollisuuksia soveltaa epäsuoran kiinteistönomistuksen ja kiinteistöjen arvopaperistamisen muotoja myös valtion metsien kohdalla.

Toinen keskeinen syy kotimaisten metsäpääomarahastojen puuttumiselle on metsätalouden palvelurakenteiden jäykkyys. Metsäkiinteistöjen hallinnointia varten tarvitaan erillinen yhtiö, joka hoitaa rahaston perustamisen, käytännön sijoitukset ja rahoituksen, samoin kuin tarvittavan raportoinnin

ja itse kiinteistönhoidon, joka voidaan tosin myös ulkoistaa. Yhdysvalloissa tällaisia metsärahojen hallintayhtiöitä, Timber Investment Management Organizations (TIMO), on parikymmentä, ja niitä ovat perustaneet etenkin metsäteollisuuden entiset työntekijät ja metsäkonsulttiyhtiöt. Kaikki TIMO-yhtiöt ovat listaamattomia, ts. niitä ei noteerata julkisilla arvopaperimarkkinoilla.

Suomessa metsäomaisuuden hallinnointiin keskittyneitä yhtiöitä on käytännössä kaksi: Tornator Oy ja Finsilva Oyj. Niiden taustalla ovat suuret metsäteollisuusyhtiöt, Stora Enso ja Metsäliitto. Jos perustettava metsäraho tukeutuisi niiden palveluihin, eturistiriitojen välttäminen esimerkiksi solmittaessa pitkäaikaisia puunmyyntisopimuksia voisi olla vaikeaa. Jos taas joku kiinteistösijoittamiseen erikoistunut yhtiö (esim. Evli, CapMan) perustaisi metsäraho, se tarvitsisi kumppanikseen organisaation, joka ostaisi metsät ja käytännössä hallinnoisi niitä (tai ulkoistaisi niiden hoidon). Laajojen metsäomaisuuksien ollessa kyseessä tähän kykenee Tornatorin ja Finsilvan lisäksi ehkä vain UPM Mettä/Silvesta, jotkut suuret metsänhoitoyhdistykset ja Metsähallitus. Yhdistysten rooliin tällainen toiminta ei kuitenkaan sopisi kovin hyvin, eikä Metsähallituksenkaan levittäytymistä yksityissektorille voida pitää tarkoituksenmukaisena.

Riskin hajauttamisen ja kotimaata korkeampien tuotto-odotusten vuoksi perustettava metsäraho pyrki luultavasti hankkimaan metsää myös muista maista. Evli on ollut kiinnostunut ennen muuta Baltiasta ja Itä-Euroopasta (ml. Venäjä ja Ukraina), kun taas Induforin rahasto on ilmoittanut etsivänsä metsäpalstoja myös Aasiasta tai Afrikasta. Samalla metsien hoito ja hallinnointi luonnollisesti vaikeutuisi tai ainakin aiheuttaisi lisäkustannuksia.

Kansainvälisen metsäraho perustaminen ei ole uusi ajatus, sillä esimerkiksi tanskalainen International Woodland Company -hallinnointiyhtiö on hajauttanut taustayhteisöjensä noin miljardin dollarin arvoiset metsäsijoitukset Yhdysvaltoihin (50 %), Etelä-Amerikkaan (30 %), Australiaan ja Uuteen-Seelantiin (10 %) sekä Eurooppaan (10 %). Lähinä eläkerahastoilta ja vakuutusyhtiöiltä kerättyjen uusien sijoitussitoumusten myötä metsäsijoitusten arvon on määrä nousta lähiaikoina lähes kahteen miljardiin dollariin eli noin miljoonaan hehtaariin (The International... 2007, 2008).

## Varsinaiset kiinteistörahastot

Toinen mielenkiintoinen epäsuoran metsänomistuksen muoto ovat varsinaiset kiinteistörahastot. Niitä säätelee kiinteistörahastolaki, joka tuli voimaan vuonna 1998 ja jota täydennettiin eräiltä osin viime vuonna. Kiinteistörahastot voivat olla kommandiittitai osakeyhtiömuotoisia.

Lain tarkoittamia kiinteistörahastoja ei ole Suomeen kuitenkaan perustettu. Kommandiittiyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen perustaminen ei ole ollut houkuttelevaa, koska niiden toimintaa säädelään tiukemmin kuin tavallisten kommandiittiyhtiöiden tai niiden juridisen muodon alla toimivien kiinteistö pääomarahastojen. Esimerkiksi luotonotto on rajoitettu varsin alhaiseksi eli yhteen kolmasosaan kiinteistörahaston varoista.

Suomeen ei ole perustettu myöskään osakeyhtiömuotoisia kiinteistörahastoja. Suurin syy on niiden kautta tehtävien kiinteistösijoitusten kahdenkertainen verotus. Veroa maksaa sekä sijoituksia tekevä osakeyhtiö että sen osakas – ensin mainittu yhteisöverokannan mukaan ja jälkimmäinen pääomatuloveroa vuotuisista osingoista ja mahdollisista myynti- tai luovutusvoitoista. Kun esimerkiksi suorissa metsäsijoituksissa veron osuus jää vähennysten jälkeen keskimäärin alle 20 prosenttiin, niin osakeyhtiömuotoisten rakenteiden avulla toteutetuissa epäsuorissa kiinteistösijoituksissa se voi nousta jopa kaksinkertaiseksi.

Kiinteistöala onkin jo vuosia pyrkinyt vaikuttamaan sen puolesta, että osakeyhtiömuotoiset kiinteistörahastot pääsisivät yhdenkertaisen verotuksen piiriin. Mallia on haettu maailmalla yleistyneistä *Real Estate Investment Trust (REIT)* -tyyppisistä kiinteistörahastoista, jotka eivät yhtiötasolla käytännössä maksa veroa liiketoimintansa tuotoista, mutta jotka on vastaavasti velvoitettu jakamaan valtaosan (yleensä 85–95 prosenttia) tuloksestaan osinkoina osakkailleen. Kukin osakas maksaa sitten osingoista veroa oman veroasemansa mukaisesti. Veroetujen vastapainoksi REIT-yhtiöiden toimintaa säädelään yleensä varsin tiukasti; määräykset koskevat muun muassa omistuspohjan laajuutta sekä kiinteistösijoitusten osuutta yhtiön varoista ja kokonaistuloista (Kiinteistörahastolainsäädäntö... 2004).

REIT-tyyppisiä kiinteistösijoittamisen rakenteita on nykyään muun muassa Yhdysvalloissa, Kanadas-

sa, Australiassa, Japanissa, Hollannissa, Belgiassa, Luxemburgissa, Ranskassa, Iso-Britanniassa ja Saksassa. Etenkin Ranskassa vuonna 2003 toteutettujen lakimuutosten ja niihin liittyneiden verohelpotusten on katsottu kiihdyttäneen kiinteistörahastoihin liittyvää lainvalmistelua muuallakin Euroopassa. Myös Italiassa ollaan etenemässä REIT-tyyppiset kiinteistörahastot sallivaan suuntaan.

Kiinteistöalan mukaan Suomessakin pitäisi sallia yhdenkertaisen verotuksen piirissä oleva osakeyhtiömuotoinen kiinteistösijoittaminen. Näin kotimaiset sijoittajat pääsisivät tasavertaisemmin kilpailemaan kiinteistöistä ulkomaisten REIT-yhtiöiden kanssa. Veroodulliset osakeyhtiömuotoiset rakenteet voisivat tarjota uuden välineen lisätä epäsuoran kiinteistösijoittamisen suosiota myös piensijoittajien keskuudessa. Tämän seurauksena kiinteistömarkkinoiden likviditeetti ja tehokkuus paranisivat.

Osakeyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen verotuksen uudistamiseen liittyy kuitenkin vaikea veropoliittinen kysymys. Kumpi on tärkeämpää: suorien ja epäsuorien kiinteistösijoitusten tasavertainen verokohtelu vai eri aloilla toimivien osakeyhtiöiden veroneutraalisuus. Tähän asti valtionvarainministeriö on painottanut jälkimmäistä näkökohtaa, ts. eri aloilla toimivia osakeyhtiöitä tulee verottaa yhdenmukaisella tavalla. Lisäksi se on epäillyt, että EY-säädökset eivät sallisi verohelpotuksia REIT-yhtiöille, koska ne voitaisiin tulkita yhden toimialan saamaksi lainvastaiseksi valtiontueksi (Kiinteistörahastotyöryhmän... 2004, 2006). Muiden EU-maiden esimerkki ja kansainvälinen verokilpailu tulee kuitenkin lisäämään painetta sallia tämäntyyppiset rakenteet myös Suomessa.

Viitettä tulevasta kehityksestä antaa valtion asuntopoliittista toimenpideohjelmaa valmistelleen työryhmän joulukuussa 2007 julkistama esitys. Sen mukaan osakeyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen verotus uudistetaan siten, että suomalaisten kiinteistörahastojen kilpailukyky turvataan sijoitusten ohjaamiseksi muun muassa vuokra-asuntomarkkinoille Suomessa (Ehdotus valtion... 2007). Käytännössä tarkoitus on lisätä pääomia ja sijoittajien kiinnostusta vuokra-asuntorakentamiseen poistamalla tältä osin osakeyhtiömuotoisten kiinteistörahastojen kahdenkertainen verotus.

Valtionvarainministeriön nykyisten kaavailujen mukaan verohelpotusten myöntämisen ehdot olisi-

vat kuitenkin varsin tiukat. Verovapaus koskisi vain uusia vuokra-asuntoja ja rahaston olisi sitouduttava omistamaan ne 20 vuotta. Lisäksi rahaston tulisi listautua pörssiin.

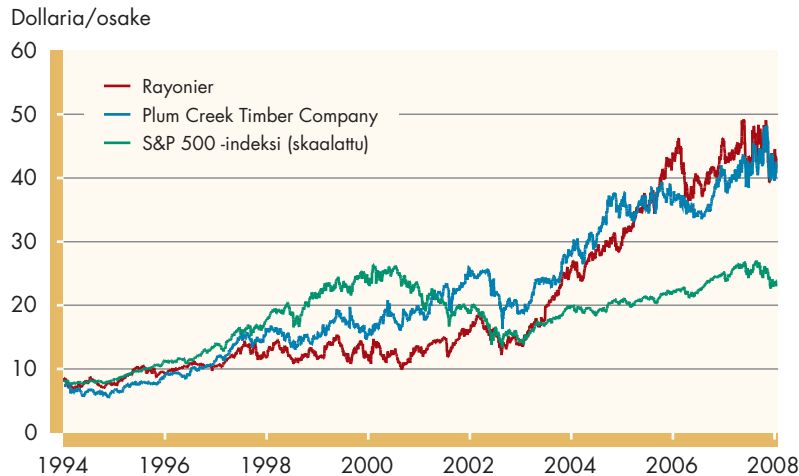
Hallituksen esityksen on määrä tulla eduskunnan käsittelyyn tämän vuoden aikana. Samalla selviää, tullaanko verovapaus laajentamaan myös johonkin muuhun kiinteistösijoittamisen muotoon, esimerkiksi metsään tai infrastruktuuriin.

### Metsäkiinteistörahastot

Yhdysvalloissa on ollut metsänomistukseen keskittyneitä REIT-tyyppisiä kiinteistörahastoja vuodesta 1999 lähtien. Suurimmat niistä, Plum Creek Timber Company ja Rayonier, noteerataan New Yorkin pörssissä. Niiden osakekurssit ovat olleet huimassa nousussa viimeisten vuosien aikana, jolloin yhtiöt ovat veroetujensa turvin ostaneet suuria metsäalueita perinteisiltä metsäteollisuusyhtiöiltä (kuva 2). Osin tämän seurauksena metsäteollisuuden metsänomistus on kutistunut noin neljäsosaan siitä, mitä se oli 1990-luvun lopussa.

Yhdysvalloissa REIT-yhtiöiden toimintaa on säädelty varsin tiukasti ja suurin osa näistä rajoituksista koskee myös metsärahoja. Lain mukaan REIT-yhtiöllä pitää olla vähintään sata osakkeenomistajaa eikä viiden tai harvemman omistajan hallussa saa olla yli 50 prosenttia äänivaltaisista osakkeista. Lisäksi vähintään 75 prosenttia yhtiön varoista tulee olla sijoitettuna kiinteistöihin, valtion velkakirjoihin tai käteiseen rahaan. Edelleen on säädetty, että vähintään 75 prosenttia bruttotuloista on tultava kiinteistötoiminnasta (esim. vuokrista ja kiinteistövarallisuuden luovutusvoitoista) ja vähintään 90 prosenttia verovapaan liiketoiminnan tuotoista tulee jakaa osinkoina omistajille. Useimmat REIT-yhtiöt jakavat 100 prosenttia tuloksestaan osakkailleen, koska näin ne välttävät yritysverot kokonaan.

Metsään keskittyneiden REIT-yhtiöiden osakkailta on puolellaan vielä joitakin ylimääräisiä veroetuja. Tämä johtuu siitä, että puunmyyntitulot ja niistä johdetut osingot rinnastetaan Yhdysvalloissa tietyn, joskin varsin väljin edellytyksin pitkän aikavälin luovutusvoitoiksi (*long-term capital gain*), joihin sovelletaan enintään 15 prosentin verokantaa ja kohdalaisen edullisia hankintamenon laskentasäädöksiä. REIT-yhtiöiden kiinteistöistä saamia vuokratuottoja



**Kuva 2.** REIT-metsärahojen osakekurssit. Plum Creek sai edullisen veroaseman vuonna 1999, Rayonier vuonna 2004.

ja niistä johdettuja osinkoja sen sijaan verotetaan osakkaiden tasolla normaalin progressiivisen tuloverokannan eli enimmillään 35 prosentin mukaan.

Suhteellisen tiukan verosääntelyn vuoksi metsään keskittyneellä REIT-yhtiöllä ei käytännössä voi olla puunjalostustoimintaa, kuten sahoja tai paperitehtaita, vaan ne pitää eriyttää erilliseen tytäryhtiöön, joka on tavanomaisen yhtiöverokannan piirissä. Verosäädökset ovat johtaneet joihinkin erityisiin rajanvetoihin myös puukaupassa. Koska metsämaan (ja puuston) omistaminen rinnastetaan luovutusvoittoverotuksen piirissä olevaan pääomasijoittamiseen ja pystyvuoston kaataminen ja katkominen normaaliin jalostustoimintaan, REIT-yhtiöt pystyvät minimoimaan osakkaidensa maksamat verot myymällä hakkuo-oikeuksia perinteisin pystykaupoin tai erilaisten kiinteähintaisten tarjousten perusteella. Niiden tytäryhtiöt tai paikalliset urakoitsijat hoitavat yleensä korkeamman verokannan piirissä olevan ”jalostustoiminnan” eli puunkorjuun ja katkotun puutavaran myynnit eteenpäin.

Metsäteollisuuden metsien häviämisestä huolestuneet tahot ovat Yhdysvalloissa tehneet useita lakialoitteita sen puolesta, että metsiä omistava puunjalostusteollisuus saisi samat veroedut kuin REIT-yhtiöt. Tähän mennessä nämä ehdotukset eivät ole kuitenkaan saaneet tarvittavaa kannatusta kongressissa. Parhailaan edustajainhuoneen käsittelyssä on huhtikuussa 2007 tehty lakialoite, jonka

mukaan puuta jalostavan teollisuuden omien metsien kohdalla luovutusvoittovero laskettaisiin nykyisestä 35 prosentista 14 prosenttiin. Vaikka esitystä tukee lähes 120 edustajainhuoneen jäsentä, aloitteen läpimeno näyttää hyvin epävarmalta 435-henkisessä edustajainhuoneessa ja rinnakkaisessa senaatissa.

Jos REIT-tyyppiset kiinteistörahastot sallitaan myös Suomessa eikä metsänomistukseen keskittyneille rahastoille säädetä mitään erityisrajoituksia, tämä johtaa tilanteeseen, jossa monien muiden tahojen olisi erittäin vaikea kilpailla niiden kanssa laajojen metsäalojen omistuksesta. Muutospaineet koskisivat erityisesti UPM-Kymmene metsiä, mutta todennäköisesti myös Tornator Oy ja Finsilva Oyj muuntuisivat veroeduista nauttiviksi osakeyhtiömuotoisiksi kiinteistörahastoiksi. Perinteistä osakeyhtiömuotoista rakennetta tuskin voidaan nykyäänkään pitää niiden toiminnan verotehokkaimpana muotona.

UPM-Kymmenen tilanne on siinä mielessä erityislaatuinen, että sillä on hallussaan huomattava metsäomaisuus ja pohjoismaista metsäyhtiöistä se on käytännössä ainoa, jolla ei ole yhtä yksittäistä suuromistajaa. Yhtiön merkittävin omistaja on amerikkalainen rahastojätti Franklin Templeton, joka painosti muutama vuosi sitten yhdysvaltalaisen Potlatch-metsäteollisuusyhtiön muuntautumaan REIT-yhtiöksi ja samalla eriyttämään puunjalostustoimintansa erilliselle tytäryhtiölle.

Viimeisen parin vuoden aikana Franklin on painostanut viimeistä merkittävää vertikaalisesti integroitunutta metsäteollisuusyhtiötä Weyerhaeuseria joko myymään metsänsä ja keskittymään puunjalostusteollisuuteen tai muuntautumaan metsiä omistavaksi REIT-yhtiöksi ja myymään puunjalostusteollisuutensa. Analytikkojen arvioiden mukaan Weyerhaeuserin osakkeen arvo voisi nousta tämänkaltaisten järjestelyiden johdosta jopa 40–70 prosenttia.

Suomessa yhteisöverokanta on Yhdysvaltoja alhaisempi eivätkä UPM:n metsät edusta yhtä merkittävää osaa koko yhtiön arvosta kuin Weyerhaeuserilla. Tornatorin maksamien verojen ja viiden prosentin laskentakorkokannan perusteella voidaan kuitenkin arvioida, että UPM:n metsien arvo voisi nousta noin 200 miljoonaa euroa ja yhtiön osakkeen arvo viisi prosenttia, jos metsät pystyttäisiin siirtämään REIT-tyyppisten rakenteiden alle. Vastaavasti Tornatorin metsien arvo voisi kohota noin 100 miljoonaa euroa ja Finsilvan 50 miljoonaa euroa. Käytännössä tämä tarkoittaisi valtiolta vastaavaa verosubventiota rahastojen omistajille. Jos perustetut REIT-metsärahostot noteerattaisiin pörssissä, metsien arvo voisi nousta vieläkin enemmän paremman likviditeetin ansiosta.

Verohelpotusten myöntäminen osakeyhtiömuotoisille metsärahoille hyödyttäisi ennen muuta metsäteollisuutta ja niitä kiinteistöalan sijoittajia, todennäköisesti suuria pääomarahastoja, joille metsät myytäisiin. Yhdysvaltain kokemusten perusteella voidaan lisäksi arvioida, että kolmas merkittävä kiinteistörahastoista hyötyvä taho olisivat metsäkonsulttiyhtiöt, joiden toimeksiantoja rahastojen perustaminen ja hallinnointi lisäisi. Esimerkiksi Indufor onkin useissa yhteyksissä keskittynyt puoltamaan veroedullisten metsärahojen perustamista. Se korosti metsärahojen yhteiskunnallisia hyötyjä esimerkiksi lausunnossaan valtionvarainministeriön työryhmälle, joka valmisti kiinteistö- ja sijoitusrahastolainsäädännön muutoksia keväällä 2006 (Lausunto... 2006). Runsas vuosi tämän jälkeen Indufor ilmoitti perustavansa metsärahojen.

## Sijoitusrahastot

Sijoitusrahastot tarjoavat kolmannen vaihtoehdon omistaa metsää epäsuorasti. Tämä mahdollistui

keväällä 2007, kun sijoitusrahastoja koskevaa lakia muutettiin niin, että erikoissijoitusrahastoille annettiin mahdollisuus sijoittaa kiinteistöihin ja kiinteistöarvopapereihin.

Koska sijoitusrahastot eivät yhteisinä maksa veroa, yhdenkertainen verotus toteutuu myös tässä epäsuoran kiinteistönomistuksen rakenteessa. Veroa maksaa vain sijoitusrahaston osuuksia omistava taho oman veroasemansa mukaisesti. Kiinteistöihin keskittyvien erikoissijoitusrahastojen avulla verotusta ei kuitenkaan pystytä lykkäämään samalla lailla kuin tavallisissa sijoitusrahastoissa. Tämä johtuu siitä, että erikoissijoitusrahaston on vuosittain jaettava osuudenomistajille vähintään 75 prosenttia tilikauden voitosta, ts. rahastossa voi olla vain tuotto-osuuksia.

Erikoissijoitusrahastot poikkeavat tavallisista sijoitusrahastoista myös siinä suhteessa, että niiden ei tarvitse hajauttaa sijoituksiaan yhtä paljon. Lisäksi kiinteistöihin sijoittavien erikoissijoitusrahastojen arvot lasketaan ja julkistetaan yleensä vain kuukausittain, kun tavallisten sijoitusrahastojen kohdalla tämä tulee tehdä jokaisena pankkipäivänä. Metsäkiinteistöihin keskittyneen erikoissijoitusrahasto-osuuden arvo voidaan määrittää vieläkin harvemmin, ehkä jopa vain kerran vuodessa.

Erikoissijoitusrahastot voivat hankkia metsäkiinteistöjä joko ostamalla niitä suoraan tai käyttämällä hyväksi lain suoma mahdollisuutta niin sanottuun apportiin. Jälkimmäisessä tapauksessa sijoitusrahastoon liittyvän metsänomistajan metsälö arvotetaan ja hän saa sitä vastaavan määrän rahasto-osuuksia. Tämän mahdollisuuden käytännön merkitys jäänee kuitenkin vähäiseksi, sillä näin hankittu metsäkiinteistö-kanta jäisi helposti maantieteellisesti hajanaiseksi, jolloin monet metsätalouden kannattavuuden kannalta tärkeät mittakaavaedut jäisivät saamatta.

Apporttioikeuden käytännön merkitystä arvioitaessa on myös huomattava, että liittyminen yhteismetsään on metsänomistajalle yleensä taloudellisesti houkuttelevampi vaihtoehto. Yhteismetsien kohdalla valtio maksaa metsälön luovutukseen liittyvät työlääät kiinteistötoimitukset eikä metsänomistajan tarvitse tässä yhteydessä maksaa myöskään varainsiirto- tai luovutusvoittoveroa. Lisäksi hän pääsee yhteismetsän osakkaana hyötymään alemmasta verokannasta (26 %), kestävän metsätalouden rahoitustuista, metsävähennysoikeudesta ja menovarauksista.

Sijoitusrahasto-osuudet saattavat olla yhteismetsä-osuuksia likvidimpiä, mutta tämä tuskin riittää tekemään niistä kovin varteenotettavaa vaihtoehtoa. Näin semminkin kun vaihtuvapääomainen sijoitusrahastokin on likviditeetin kannalta varsin riskialtis, erityisesti muuttuvassa markkinatilanteessa. Rahaston osakkailla on vuodessa tietty määrä luopumismahdollisuuksia, joten suhdanteiden nopeat muutokset saattaisivat pienen maan suppeilla markkinoilla aiheuttaa voimakastakin ylireagointia ja siten pahoja ongelmia rahastolle osuuksien lunastuksissa. Tämän vuoksi laissa onkin säädetty melko pitkä aika, kuusi kuukautta, jonka kuluessa lunastuksen tulee tapahtua lunastusvaatimuksen esittämisestä.

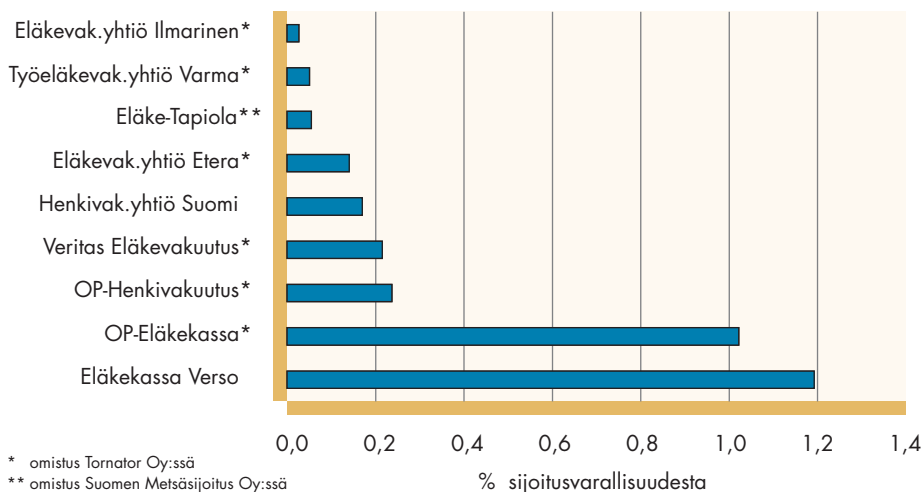
Vaikka uusi laki on ollut voimassa jo lähes vuoden, yhtään kiinteistöihin tai kiinteistöarvopapereihin erikoistunutta sijoitusrahastoa ei ole perustettu. On hyvin mahdollista, että jokin Suomessa toimiva pankkiryhmä voi nykyisen rahoituskriisin jälkeen kokeilla metsään keskittyneen erikoissijoitusrahaston perustamista. Kovin laajaa suosiota piensijoittajien keskuudessa ne tuskin kuitenkaan saavuttavat, ainakaan siinä tapauksessa, että rahaston hallinnointikulut ja vähimmäissijoitusta koskevat rajat nousevat korkeiksi. Metsän kohdalla näin voi hyvinkin käydä. Suurilla sijoittajilla taas on käytettävissään useita muita, niiden tarkoituksiin paremmin soveltuvia verotehokkaita epäsuoran kiinteistönomistuksen muotoja.

## Kotimaisen metsärahas-ton perustamisen edellytyksistä

### Eläkerahastojen sijoitukset metsään

Edellä kuvatun perusteella voidaan arvioida, että kommandiittiyhtiöpohjainen kiinteistö-pääomarahasto voisi olla jatkossa merkittävin epäsuoran metsänomistamisen muoto Suomessa. Tällaisen rahaston perustaminen edellyttäisi käytännössä kuitenkin sitä, että Suomen ylivoimaisesti suurimmat sijoittajat, kotimaiset työeläkerahastot ja henkivakuutusyhtiöt, kiinnostuisivat metsästä sijoituskohteena ja lähtisivät osakkaaksi tällaiseen rahastoon. Periaatteessa mukaan voisi tulla myös suuria yksityisiä pääomasijoittajia.

Tällä hetkellä näyttäisi kuitenkin siltä, etteivät kotimaiset eläkerahastot ole kovin kiinnostuneita metsästä sijoituskohteena. Niiden sijoituksista noin kymmenesosa on kiinteistöissä, mutta metsän osuus tästä on hyvin vaatimaton. Maamme suurimpien eläkerahastojen eli Varman (sijoitusvarallisuus 28 mrd euroa) ja Ilmarisen (25 mrd euroa) sijoitussalkuissa Tornator-omistuksen painoarvo on käyvillä arvoilla mitattuna 0,02–0,04 prosenttia ja paljolti maa- ja metsätalouden eläkevakuuttajaksi profiloituneella Eterallakin vain 0,1 prosenttia koko sijoitussalkusta (kuva 3). Julkisen sektorin merkittävimmillä eläke-



**Kuva 3.** Metsäsijoitusten osuus eläkerahastojen ja vakuutusyhtiöiden koko sijoitusvarallisuudesta.



rahastoilla eli Kuntien eläkevakuutuksella (24 mrd euroa) ja Valtion Eläkerahastolla (12 mrd euroa) ei ole metsäsijoituksia lainkaan.

Julkisen sektorin eläkevakuuttajien sijoitussalkkuun metsäkiinteistöt kuitenkin sopisivat erityisen hyvin, koska niiden sijoitusprofiili on muutoin varsin riskipitoinen. Kuntien eläkevakuutuksella osakesijoitusten paino on kotimaisista eläkerahastoista suurin, 50 prosenttia, ja se on panostanut muita enemmän myös kehittyville markkinoille, joilla kurssiheilahdukset ja riskit ovat tunnetusti varsin suuria. Valtion Eläkerahaston salkussa puolestaan herättää huomiota se, että toisin kuin muilla isoilla eläkesijoittajilla, sillä ei ole lainkaan kiinteistö-sijoituksia. Tämä selittää osittain sen, miksi Valtion Eläkerahaston sijoitusomaisuuden tuotto romahti viime vuonna 1,8 prosenttiin ja oli suurista eläkeyhtiöistä selvästi huonoin.

Yhdysvalloissa institutionaalisten sijoittajien salkuissa metsäkiinteistöjä on keskimäärin yksi prosentti, ja Ruotsin yleinen eläkerahasto (AP3) on kasvattamassa metsän osuutta samaan suuruusluokkaan. Uuden-Seelannin eläkerahastolla metsäkiinteistöjä on kolme prosenttia, mutta sen tavoitteena on nostaa osuus viiteen prosenttiin. Eräillä sijoituksissaan erityisen hyvin onnistuneilla pohjoisamerikkalaisilla yhteisöillä, kuten Harvardin ja Yalen yliopistojen rahastoilla, metsäkiinteistöjen osuus on ollut vieläkin suurempi. Kuvaavaa on, että jos sadasosa Suomen eläkevaroista sijoitettaisiin metsäkiinteistöihin, metsässä olisi kiinni noin 1,2 miljardia euroa – jotakuinkin UPM-Kymmene metsien arvo, mikäli ne arvotettaisiin samalla tavalla kuin Tornatorin metsät aikanaan. Todellisuudessa UPM:n metsien arvo lie-nee huomattavasti korkeampi.

### Metsän rooli sijoitussalkussa

Metsän houkuttelevuutta sijoituskohteena on yleensä perusteltu sillä, että se tasapainottaa monien muiden sijoitusinstrumenttien toisinaan voimakkaitakin arvonheilahduksia. Metsät kasvavat suhdanteista riippumatta – ”puut eivät lue Financial Timesia”. Viimeisen parin vuoden aikana tapahtunut kehitys on kuitenkin selkeä muistutus siitä, että myös metsän arvo voi vaihdella rajusti.

Toinen usein käytetty argumentti liittyy hakkuiden

joustavuuteen. Liike-, toimisto- ja asuinkiinteistöt tuottavat vuokratuloja tasaisesti, mutta metsissä vastaava kassavirta eli hakkuutulot on mahdollista ajoittaa joustavasti markkinatilanteen mukaan. Korkeiden kantohintojen vallitessa hakkuuita voidaan lisätä ja vastaavasti laskusuhdanteessa jarrutella. Pystyvuostoa on helppo varastoida pitkiäkin aikoja, ja varastoinnin aikana varannon määrä vain kasvaa. Vastaavaa ominaisuutta ei tietävästi ole millään muulla merkittävällä luonnonvaralla. Tosin käytännössä suuret metsänomistajat joutuvat yleensä solmimaan suhteellisen pitkäaikaisia puunmyyntisopimuksia puuta jalostavan teollisuuden kanssa ja tältä osin sitoutumaan verraten tasaisiin vuotuisiin hakkuisiin.

Kolmas yleisesti käytetty peruste institutionaalisten sijoittajien ja rahastojen metsänomistukselle on se, että toisin kuin metsien pitkäaikaiseen omistamiseen sitoutunut metsäteollisuus, metsärahastot voivat aidosti valita, milloin ne ostavat ja myyvät metsäomaisuuttaan. Joustavan markkinoille tulon ja siltä poistumisen (ns. entry/exit-option) johdosta ne voivat käyttää täysimääräisesti hyväksi kiinteistömarkkinoiden heilahduksia.

Yhdysvalloissa kerätyn tilastoaineiston, ns. NCREIF-indeksin mukaan institutionaalisten sijoittajien metsäomaisuus on tuottanut nimellisesti yli 15 prosenttia ajanjaksolla 1987–2007. Suurin osatstä on perustunut metsien arvonnousuun. Usein esitetyn näkemyksen mukaan metsien tuotto myös korreloi hyvin vähän tai jopa negatiivisesti muiden sijoituskohteiden kanssa. Riippumattomia tutkimuksia asiasta on tehty vähän, mutta joidenkin selvitysten perusteella korrelaatiot näyttäisivät vaihtelevan paljon tarkastelujakson mukaan (esim. Lutz 2007). Ajanjaksolla 1960–2006 metsä- ja osaketuottojen välinen korrelaatio oli lievästi negatiivinen (−0,18) mutta vuosina 1987–2006 päinvastoin selvästi positiivinen (0,37).

Suomessa metsän (puuntuotannollinen) tuotto näyttäisi jäävän selvästi alhaisemmaksi kuin Yhdysvalloissa. Ajanjaksolla 1972–2005 metsän nimellistuotto oli keskimäärin 8 prosenttia vuodessa, mutta inflaatio vei siitä lähes kolme neljäsosaa (Uotila ja Lausti 2006). Vuosina 1983–2005 reaalityttöön pysynyt 3–4 prosentissa.

Tutkimusten perusteella näyttäisi myös siltä, että metsäsijoituksilla ei olisi saatavissa aikaan yhtä

suurta hajautushyötyä kuin Yhdysvalloissa. Suomessa metsän tuoton on havaittu olevan vahvassa yhteydessä etenkin asuntojen ja markkinaportfolion tuottoihin. Jaksoilla 1972–1996, 1972–2003 ja 1972–2006 näitä yhteyksiä kuvaavat korrelaatiot ovat olleet positiivisia ja vaihdelleet 0,50:n ja 0,80:n välillä (Lausti ja Penttinen 1998, 2008, Penttinen ja Lausti 2004, 2007). Metsän tuotto on seurannut tiiviisti myös kotimaisten osakkeiden tuottoja, joskin vuoden viiveellä (korrelaatio keskimäärin 0,60).

On kuitenkin huomattava, että Yhdysvaltain tulokset kuvaavat muutaman suuren institutionaalisen sijoittajan saamia tuottoja, kun taas Suomen tulokset on laskettu keskiarvona kaikista maamme noin 400 000 yksityismetsälöstä. Niistä ehkä vain pientä osaa hoidetaan puuntuotannollisesti optimaalisella tavalla tai pyrkien maksimoimaan kiinteistönjalostuksen suomat voitot. Oikein ajoitetuilla ja kohdenetuilla hakkuu- ja hoitotoimenpiteillä metsän tuottoa ja sen antamaa hajautushyötyä olisi luultavasti mahdollista lisätä merkittävästikin. Erityisen suurta mahdollisuutta tässä suhteessa on laajoja, erikäisiä ja runsaspuustoisia metsäalueita omistavilla, koska heillä on paljon metsänkäsittelyyn liittyviä vaihtoehtoja. Erityisen arvokkaita tällaiset metsänkäsittelyn ”reaalioptiot” voisivat olla pitkäjänteisille ja kärsivällisille sijoittajille, joita kiinnostaa sijoitussalkun mahdollisimman tehokas hajautus.

Parin viime vuoden aikana kotimaiset eläkerahastot ovat innostuneet sijoittamaan erilaisiin hedge- tai absoluuttisen tuoton rahastoihin. Esimerkiksi eläkeyhtiö Varman sijoituksista jo lähes 13 prosenttia eli 4 miljardia euroa on kiinni tällaisissa suojausrahastoissa, jotka tähtäävät tasaiseen tuottoon suhdanteista riippumatta. Ne pyrkivät hyötymään esimerkiksi raaka-aineiden hinnanvaihteluista erilaisten johdannaisten avulla. Eläkerahastot ovat kiinnostuneita hedge-rahastoista, koska niiden avulla ne uskovat pystyvänsä tasoittamaan osakemarkkinoiden heilauksia ja suojautumaan inflaatiolta.

Kohtalaisen runsaspuustoista ja ikärakenteeltaan monipuolista metsää voidaan pitää eräänlaisena hedge-rahastona. Sen tuotto on osakkeita vakaampaa, ja metsänomistaja voi joustavasti käyttää hyväksi erilaisia metsänkäsittelyyn liittyviä johdannaisia, kuten puun myynnin ajoitusoptioita. Lisäksi metsäsijoitusten tuottojen korrelaatio odottamattoman inflaation kanssa on suhteellisen korkea, mikä tekee

metsistä verrattain houkuttelevan suojan sitä vastaan (Lausti 1994, Lausti ja Penttinen 2008). Näitä ominaisuuksia hyödyntämällä metsäsijoitukset voisivat hyvinkin ylittää siihen noin 5,8 prosentin reaaliseseen vuosikeskituottoon, joka saatiin maamme kaikille työeläkevaroille ajanjaksolla 1998–2006 (ks. Risku ja Vanne 2008).

### **Metsärahostojen vaikutus kiinteistörakenteeseen ja metsien käsittelyyn**

Suomessa metsärahostoja on pidetty kiinnostavana uutena metsänomistuksen muotona erityisesti sen vuoksi, että niiden on toivottu edistävän metsänhoitoa ja puun tarjontaa. Usein esitetyn ajatuksen mukaan metsärahostot hankkisivat omistukseensa suuren määrän hajanaisesti sijaitsevia pieniä metsätiloja, muodostaisivat niistä yhtenäisiä kokonaisuuksia ja solmisivat pitkäaikaisia puunmyyntisopimuksia teollisuuden kanssa. Puuntarjonta lisääntyisi ja teollisuuden puunhankinnan kustannukset alenisivat.

Kansainvälisten kokemusten nojalla tämä kehityskulku näyttää kuitenkin erittäin epätodennäköiseltä. Yhdysvalloissa rahastot ovat 1980-luvulta lähtien ostaneet metsiä nimenomaan metsäteollisuusyrityksiltä tai toisilta institutionaalisilta sijoittajilta, koska hajanaisten metsäpalstojen hankkiminen ja hallinnointi on työlästä ja kallista. Rahastojen maanhankinta näyttäisi noudattaneen samaa linjausta myös Pohjois-Amerikan ulkopuolella, esimerkiksi Uudessa-Seelannissa.

On myös syytä huomata, että vaikka institutionaaliset sijoittajat ovat hankkineet metsäkiinteistöjä Yhdysvalloissa jo parikymmentä vuotta ja REIT-metsärahostotkin kymmenkunta vuotta, niiden merkitys metsänomistajina on jäänyt suhteellisen vähäiseksi. Uusien omistajaryhmien hallussa on yhteensä vain noin viisi prosenttia Yhdysvaltain metsäalasta, kun perheiden ja valtion (ml. osavaltiot ja kunnat) omistusosuudet ovat aivan toista luokkaa, 60 ja 30 prosenttia. Tätä metsänomistuksen perusrakennetta, joka on hyvin samankaltainen Suomen tilanteen kanssa, uudet metsäsijoittajat eivät ole muuttaneet.

Suomessa suuria metsäalueita omistavat käytännössä vain metsäteollisuusyritykset tai niihin vahvasti sidoksissa olevat tahot (UPM-Kymmene, Torna-

tor/Stora Enso, Finsilva/Metsäliitto, Metsä-Botnia), varakkaiden sukujen kiinteistöhallintayhtiöt (mm. A. Ahlström Oy) ja muut teollisuusyhtiöt (mm. Fiskars Oyj), samoin kuin yhteismetsät, kunnat, seurakunnat ja valtio. Koska kyseiset metsät lienevät jo nykyään keskimääräistä tehokkaammassa käytössä, usein esitetty ajatus siitä, että metsärahojen avulla voitaisiin oleellisesti lisätä hakkuita tai edistää metsien hoitoa, ei vaikuta kovin realistiselta.

Sen sijaan rahastot voisivat ainakin periaatteessa edistää suurten metsänomistajien osin varsin hajanaisen maanomistuksen keskinäistä rationalisointia. Esimerkiksi valtio voisi myydä Etelä- ja Länsi-Suomessa verrattain hajanaisesti sijaitsevat talousmetsänsä perustettavalle kiinteistö- tai sijoitusrahastolle, joka voisi sitten pyrkiä vaihtamaan ja yhdistämään maitaan kuntien, seurakuntien, yhteismetsien ja yhtiöiden kanssa. Näin kaikki osapuolet saisivat tehokkaamman tilakokonaisuuden.

Toisaalta suuret metsänomistajat voisivat parantaa kiinteistörakennettaan jo nyt ilman rahastoja. Esimerkiksi valtio voisi myydä talousmetsiään lisämaaksi paikallisille maa- ja metsätalousyrittäjille, kuten Ruotsissa on tehty jo vuodesta 2002 lähtien (Markförsäljning... 2006), tai pyrkiä vaihtamaan niitä metsäyhtiöiden, kuntien ja seurakuntien kanssa. Voi kuitenkin olla, että tämänkaltaiset järjestelyt jäävät toteutumatta ilman selvää lainsäädännöllistä ohjausta (vrt. Ruotsi) tai uutta aktiivista kiinteistömarkkinoiden toimijaa.

Toisena metsärahojen pääosin myönteisenä vaikutuksena voitaisiin ehkä pitää sitä, että niillä on vahva intressi kohdentaa metsät sellaiseen käyttötarkoitukseen, jossa sijoitetulle pääomalle saadaan paras tuotto. Tämän vuoksi ne olisivat erityisen kiinnostuneita jalostamaan ja myymään maitaan virkistys-, loma- ja suojelukäyttöön. Kuvaavaa on, että Yhdysvaltain suurimman REIT-yhtiön, Plum Creekin, tavoitteena on myydä 20 prosenttia metsämaastaan seuraavan 15 vuoden kuluessa tonteiksi, loma-asuntoalueiksi ja suojelualueiksi (Plum Creek... 2008). Rahasto olettaa etenkin loma-asuntojen kysynnän kasvavan vahvasti, kun tulotasonsa huipulla olevat suuret ikäluokat lähestyvät eläkeikää. Toisaalta muutos nykytilaan ei olisi välttämättä kovin suuri Suomessa, koska esimerkiksi Tornatorin kassavirrasta jo yli 20 prosenttia tulee kiinteistökaupasta eli metsäpalstojen ja rantatonttien myynneistä.

Kaavoituksen ohella metsien määräaikaisten suojelusopimukset olisivat rahastoille houkuttelevia, koska sitä kautta ne saisivat varman tuoton parhaalta mahdolliselta ”ankkurivuokralaiselta”, valtiolta, mutta samalla säilyttäisivät mahdollisuuden myydä metsä tai hakata sen puusto milloin tahansa määräjän umpeuduttua. Mikäli palkkio määräaikaista suojelusta maksettaisiin etukäteen sopimuskauden alussa niin kuin esimerkiksi Metso-ohjelman luonnonarvokaupassa tehdään, voimakkaalla velkavivulla toimivat rahastot voisivat olla erityisen kiinnostuneita tarjoamaan maitaan suojeluun.

Yhdysvalloissa metsäteollisuus on saattanut omistaa metsänsä toistasataa vuotta, mutta uusilla omistajaryhmillä sijoitushorisontti on huomattavasti lyhyempi. Tämän takia rahastomuotoisella metsänomistuksella voi olla myös joitakin epäsuotuisiksi koettuja vaikutuksia. Jos metsärahojen sijoitushorisontti on esimerkiksi muissa kiinteistö-sijoituksissa tyypillinen 10–15 vuotta, niin rahaston kannattaa välittää metsäteollisuuden puuhuollosta tai ympäristöseikoista vain siinä määrin kuin ne vaikuttavat punnemyyntituloihin tai luonnonsuojelukorvauksiin tämän ajanjakson kuluessa ja kyseisen metsän markkinahintaan jakson lopussa.

Tässä mielessä ei ole kovin yllättävää, että rahastojen on havaittu painottavan toiminnassaan metsätaloudellisesti lyhytvaikutteisia investointeja, kuten varttuneiden metsien lannoituksia, ja vastaavasti pyrkivän hoitamaan pitkävaikutteiset investoinnit, kuten metsänuudistamisen, ilman voimaperäisiä menetelmiä (Clutter ym. 2005). Lisääntynyt kustannustietoisuus näyttäisi vähentäneen panostusta myös joihinkin sellaisiin toimintoihin, esimerkiksi metsänjalostukseen ja metsäpalojen torjuntaan, joita metsäteollisuus on perinteisesti tukenut vahvasti.

Riippumattoman selvityksen perusteella näyttäisi myös siltä, että uudentyyppinen metsänomistus olisi ainakin Yhdysvaltain kaakkoisosissa johtanut biodiversiteetin, maiseman- ja riistanhoidon sekä virkistyskäytön kannalta heikompaan lopputulokseen kuin niiden säilyminen metsäteollisuuden omistuksessa (Hagan ym. 2005). Lisäksi uusien omistajaryhmien on havaittu pitävän metsien sertifiointia ja siihen liittyvää dialogia paikallisen väestön kanssa vähemmän tärkeänä perinteiseen metsäteollisuuteen verrattuna.

## Lopuksi

Yksityismetsälöiden pirstoutumista on viime vuosina pyritty estämään lähinnä kehittämällä yhteismetsiä koskevaa lainsäädäntöä. Mittavista panostuksista huolimatta metsänomistajien kiinnostus yhteismetsiä kohtaan on jäänyt laimeaksi. Yhteismetsien osuus koko maan hakkuusuunnitteesta on jo pitkään ollut yhden prosentin luokkaa ja tehtyjen selvitysten perusteella on vaikea uskoa, että se tästä kovin paljon tulee nousemaan (ks. Rämö ja Tilli 2007).

Uudeksi keinoksi Kansallisessa metsäohjelmassa esitetään erilaisten metsärahastojen perustamista. Kansainvälisten kokemusten perusteella voidaan kuitenkin arvioida, että niidenkin vaikutus puun tarjontaan ja metsien hoitoon tulee jäämään vähäiseksi. Yhdysvalloissa veroedullisia REIT-metsärahastoja on ollut jo kymmenkunta vuotta, mutta niiden hallussa on vain kaksi prosenttia metsäalasta ja nämäkin maat ostettiin aikanaan metsäteollisuudelta. Viimeisen viiden vuoden aikana REIT-rahastot eivät ole enää käytännössä ostaneet metsää, vaan ne ovat pikemminkin pyrkinet kaavoittamaan ja myymään sitä tonteiksi, suojelualueiksi ja muihin puuntuotantoa korkeampaa lisäarvoa tuottaviin tarkoituksiin. Lisäksi ne ovat ainakin paikoin pilkkoneet ostamiaan laajoja metsäalueita myyntiä varten, koska pienten metsäpalstojen hehtaarihinta on usein korkeampi kuin suurten.

Jos metsänomistuksen rakennemuutos koetaan ongelmaksi esimerkiksi perikuntien ja yhtymien päätöksenteon vaikeuden tai mahdollisten mittakaavaetujen menettämisen takia, yhteismetsiä ja metsärahastoja tärkeämpää olisi pohtia sellaisia keinoja, joilla tavallisten metsätilojen rakennetta voitaisiin ohjata pitkällä aikavälillä toivottuun suuntaan. Ruotsissa metsälöiden pirstoutumista on jo pitkään ehkäisty varsin tiukalla maapoliittisella sääntelyllä (mm. kiinteistönmuodostuslaki, maanhankintalaki), mutta järkevämpää olisi ehkä käyttää sellaista ohjausta, joka samalla sitouttaa metsänomistajat hoitamaan ja hakkaamaan metsiään. Tässä mielessä esimerkiksi metsävähennysoikeuden laajentaminen jo omistuksessa olevasta metsästä saatua pääomatuloon saattaisi osoittautua tehokkaaksi ohjauskeinoksi. Toisaalta se tulisi asettamaan eri sijoittajat hyvin eriarvoiseen asemaan metsäkiinteistömarkkinoilla.

Yksityismetsien tilarakennetta voitaisiin parantaa myös valtion maiden avulla. Sen sijaan että Metsähallitus kilpailisi myyntiin tulevasta runsaspuus-toisista metsäpalstoista yksityisten maanomistajien kanssa, eduskunta voisi Ruotsin tapaan linjata, että 5–10 prosenttia valtion metsistä tulee myydä paikallisille maa- ja metsätalousyrittäjille markkinahintaan. Viimeisen kuuden vuoden aikana Metsähallitusta vastaava Sveaskog on myynyt jo lähes 180 000 hehtaaria Ruotsin valtion metsiä tällaisiin tarkoituksiin. Koska valtaosa (72 %) metsätilojen uusista omistajista asuu samassa kunnassa kuin ostettu tila, järjestelyllä on luultavasti pystytty edistämään maa-seudun elinkeinotoimintaa ja tilarakennetta. Se on myös tuonut uutta dynamiikkaa metsäkiinteistöjen kauppaan ilman oleellisia markkinahäiriöitä. Vaikka kiinteistöjen tarjonta on lisääntynyt huomattavasti, metsämaan hinta on ollut vahvassa nousussa.

Tavoitteita ja ohjauskeinoja pohdittaessa on myös hyvä tiedostaa, että – toisin kuin usein näkee esitetävän – puuntarjonnan kannalta tärkein kysymys ei liity pienten tilojen määrän tai metsäänsä ensi sijassa virkistykseen käyttävien omistajien määrän lisääntymiseen. Tutkimusten mukaan paljon merkittävämpi puuntarjontaa ohjaava tekijä on metsänomistajan ikä: iäkkäät metsänomistajat säästävät metsäänsä vanhuuden turvaksi tai seuraavalle sukupolvelle, kun taas nuoremmat hakkaavat sitä kulutuksensa ja investointiensa kattamiseen (esim. Ovaskainen ja Kuuluvainen 1994). Metsätilojen sukupolvenvaihdosten edistäminen voisikin tarjota kiinteistörakenteen ohjausta huomattavasti tehokkaamman keinon lisätä hakkuita ainakin lyhyellä aikavälillä.

Kansallisessa metsäohjelmassa on asetettu tavoitteeksi, että metsälöiden keskikoko kaksinkertaistuisi 50 hehtaariin vuoteen 2050 mennessä. Keskikoon suurentamista oleellisempaa olisi kuitenkin pyrkiä kehittämään metsätilojen kokojakaamaa ja tilusrakennetta. Tavoitteena voisi olla esimerkiksi se, että yli 50 hehtaarin tilojen osuus metsäpinta-alasta kasvaa nykyisestä noin 60 prosentista (Karppinen ym. 2002). Pitkän aikavälin tavoitteita asetettaessa olisi toisaalta pidettävä mielessä, että metsävarojen käytön painotukset ja niiden tilarakenteelle asettamat vaatimukset voivat seuraavien vuosikymmenten kuluessa muuttua hyvinkin toisenlaisiksi. Esimerkiksi alle 10 hehtaarin metsätiloilla ei ole suurta merkitystä puuntarjonnan kannalta, mutta niiden

pieniirteisellä käsittelyllä tai käsittelemättä jättämisellä voi olla merkittäviäkin myönteisiä vaikutuksia metsien biologiseen monimuotoisuuteen, vesistöjen suojeluun, maisemaan, virkistyskäyttöön ja muihin sellaisiin metsänkäyttömuotoihin, joiden merkitys tulee jatkossa kasvamaan.

■ MML,VTM Esa-Jussi Viitala, tutkija, Metsäntutkimuslaitos.  
Sähköposti esa-jussi.viitala@metla.fi

## Kirjallisuus

- Clutter, M., Mendell, B., Newman, D., Wear, D. & Greis, J. 2005. Strategic factors driving timberland ownership changes in the U.S. South. USDA Forest Service, Southern Research Station.
- Ehdotus valtion asuntoliittiseksi toimenpideohjelmaksi. 2007. Ympäristöministeriö.
- Hagan, J.M., Irland, L.C. & Whitman, A.A. 2005. Changing timberland ownership in the Northern Forest and implications for biodiversity. Manomet Center for Conservation Sciences, Report MCCS-FCP-2005-1. Brunswick, Maine.
- Kansallinen metsäohjelma 2015. 2008. Maa- ja metsätalousministeriö.
- Karppinen, H., Hänninen, H. & Ripatti, P. 2002. Suomalainen metsänomistaja 2000. Metsäntutkimuslaitoksen tiedonantoja 852.
- Kiinteistörahastolainsäädäntö ja kiinteistösijoitusten vetotus – kansainvälinen vertailu. 2004. Valtionvarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto, tutkimuksia ja selvityksiä 4/2004.
- Kiinteistörahastotyöryhmän väliraportti. 2004. Valtionvarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto, työryhmämuistioita 14/2004.
- Kiinteistörahastotyöryhmän loppuraportti. 2006. Valtionvarainministeriö, rahoitusmarkkinaosasto, työryhmämuistioita 10/2006.
- Lausti, A. 2004. The inflation-hedging characteristics of forest ownership, private housing and stocks in Finland. Liiketaloudellinen Aikakauskirja 4/2004: 427–451.
- & Penttinen, M. 1998. Forest ownership and forest industry investments analysed in a risk return and capital asset pricing model framework. Helsinki School of Economics and Business Administration, Working Papers W-201.
- & Penttinen, M. 2007. Metsänomistamisen markkinariski. Metsätieteen aikakauskirja 4/2007: 391–395.
- & Penttinen, M. 2008. The competitiveness of forest ownership analysed by various market portfolio proxies. Käsikirjoitus.
- Lausunto luonnoksesta hallituksen esitykseksi laeiksi kiinteistörahastolain ja sijoitusrahastolain muuttamisesta. Savcor Indufor Oy. 4.5.2006.
- Lutz, J. 2007. Inflation and timberland returns. Forest Research Group. Forest Research Notes, Vol. 4, No. 3.
- Markförsäljning stärker enskilt jord- och skogsbruk. Utvärdering av Sveaskogs markförsäljning 2002–2006. 2006. [Verkkodokumentti]. Saatavilla: [http://www.sveaskog.se/upload/Pressmeddelande/Markförsäljning\\_folder%200612.pdf](http://www.sveaskog.se/upload/Pressmeddelande/Markförsäljning_folder%200612.pdf). [Viitattu 5.3.2008].
- Ovaskainen, V. & Kuuluvainen, J. 1994. Yksityismetsänomistajien puunmyynteihin vaikuttavat tekijät. Julkaisussa: Ovaskainen, V. & Kuuluvainen, J. Yksityismetsänomistuksen rakennemuutos ja metsien käyttö. Metsäntutkimuslaitoksen tiedonantoja 484.
- Penttinen, M. & Lausti, A. 2004. The competitiveness and return components of NIPF ownership in Finland. Liiketaloudellinen Aikakauskirja 2/2004: 143–156.
- Plum Creek Timber Company, Inc. 2008. Form 10-K annual report. [Verkkodokumentti]. Saatavilla: [http://media.corporate-ir.net/media\\_files/irol/68/68740/financials/PCL\\_200710K.pdf](http://media.corporate-ir.net/media_files/irol/68/68740/financials/PCL_200710K.pdf). [Viitattu 10.3.2008].
- Risku, I. & Vanne, R. 2008. Työeläkejärjestelmän sijoitustoiminta. [Verkkodokumentti]. Eläketurvakeskus. Saatavilla: <http://www.etk.fi/Page.aspx?Section=45532&Item=59850>. [Viitattu 28.2.2008].
- Rämö, A.-K. & Tilli, T. 2007. Metsänomistajien käsitkset metsien yhteisomistuksesta: metsänomistajakysely. Pellervon Taloudellisen Tutkimuslaitoksen Raportteja 204.
- The International Woodland Company. 2007. Annual report 2006. [Verkkodokumentti]. Saatavilla: [http://www.iwc.dk/publications/AR\\_web.pdf](http://www.iwc.dk/publications/AR_web.pdf). [Viitattu 10.3.2008].
- 2008. Newsletter no. 24, March 2008. [Verkkodokumentti]. Saatavilla: <http://www.iwc.dk/publications/Newsletter24.pdf>. [Viitattu 10.3.2008].