

Real Estate Finance in Japan Is Gaining Momentum

Andreas Kaiser, Tokyo

- I. Introduction
 - A. Economic Recovery and Revival of the Real Estate Markets
 - B. Increasing Foreign Investments
- II. Characteristics of Real Estate Markets in Japan
 - A. General Features and Trends
 - B. Basic Policies and Legal Regulations
- III. Investment Law
 - A. Overview
 - B. Non-regulated Real Estate Funds
 - C. Real Estate Specific Joint Business
 - D. Investment Trusts and Investment Corporations
- IV. Trust Law and Trust Business Law
 - A. Trust Law
 - B. Trust Business Law
- V. Real Estate Monetization
 - A. Characteristics of Real Estate Monetization
 - B. The Specific Purpose Company (*tokutei mokuteki kaisha*)
- VI. Credit Securities
 - A. Overview
 - B. Hypothec, Maximum Hypothec, and Joint Hypothec
 - C. Pledge of Rights
 - D. Assignment of Rent Receivables
 - E. Personal Guarantees
- VII. Position of Secured Creditors in Insolvency Procedures
 - A. Laws with the Aim to Reorganize (Rehabilitate) a Business
 - B. Laws with the Aim to Liquidate the Insolvent Business
 - C. Private Arrangement Procedures (Out-of-Court Workouts)
- VIII. Outlook: From Security Exchange Law to Financial Instruments and Exchange Law

[p. 29 – 56]

SUMMARY

Japan's real estate markets have been revived against the backdrop of economic recovery and low interest rates. Land is regarded as a separate asset from buildings. Traditionally, land prices have been determined by market comparisons utilizing land price indices prepared by the Japanese government. Recently, land prices are beginning

to be determined by reflecting the income from the subject properties, where real property assets are considered as a whole, using the income approach. The financing takes place without recourse to the originator.

There are no special restrictions on investments by foreigners. Expropriation requires a special need and has to be compensated. The Constitution guarantees ownership as a human right. Recently, private financing initiative projects in conformity with the Law for the Development of Public Facilities Using Private Capital have gained importance.

There is no comprehensive statute that governs the regulation of real estate funds. Private real estate funds are often set up as partnerships or as undisclosed associations. The requirements and restrictions of the Real Estate – Specific Joint Business Law (RESJB) can be avoided when real estate has been placed into trust. When a residential lot or building is the subject of an investment contract, the RESJB is applicable and special investor protection and supervision take place.

Publicly placed structures are usually set up under the Law Concerning Investment Trusts and Investment Corporations (ITICL). Investment trusts can be divided into contract types and corporation types. They are either directed by settlor or not directed by settlor. J-REITs can be created as either open-end funds or closed-end funds. Listed J-REITs usually use the closed-end investment corporation structure; consequently, the article focuses on the investment corporation structure under the ITICL.

In all structures, trusts are used regularly. The article briefly introduces the contents of the Trust Law and the Trust Business Law.

Real estate securitization is used when placing real estate into a structure where investors have greater liquidity. The originator transfers the assets to a special purpose vehicle. Investment products with greater liquidity than the underlying assets are then issued to investors. The basic requirements of the real estate monetization scheme are bankruptcy remoteness and pass- or pay-through taxation.

There are two forms of securitization vehicles: contract- and corporate-based vehicles. In practice, the specific purpose company (SPC) under the Asset Monetization Law is of utmost importance. The parent of the SPC is often set up as a Cayman limited company with charitable trust or, more recently, as a mid-sector company under Japanese law. The utilization of a public interest corporation is currently under discussion.

Typical credit securities are pledge, security assignment, hypothec, base hypothec, provisional registration, and personal guarantees. Hypothecs, however, are not used very often in real estate finance.

The statutory law protects the position of secured creditors in insolvency procedures to a certain extent. In addition to or instead of the four statutory insolvency laws, private arrangement procedures (out-of-court workouts) are often used.

Finally, the article gives an outlook on the new Financial Instruments and Exchange Law (FIEL) that succeeds the Security and Exchange Law completely, foreseeably by December 13, 2007. The amendment includes major items with respect to investment services such as the enhancement of investor protection. The author concludes that the

FIEL will improve the quality of the capital markets and thereby stimulate further investment in financial instruments in Japan.

ZUSAMMENFASSUNG

Vor dem Hintergrund anhaltender wirtschaftlicher Erholung und niedriger Zinsen leben die japanischen Immobilienmärkte derzeit wieder auf. Grundstücke und darauf errichtete Gebäude sind rechtlich zu unterscheiden. Daher erfolgt herkömmlicherweise auch die Preisermittlung getrennt. Grundstückspreise wurden bisher durch Marktvergleich auf der Grundlage von Grundstückspreisindizes bestimmt, die von der Regierung herausgegeben werden. Neuerdings beginnt man jedoch, Grundstückspreise durch die zu erwartenden Erträge des Grundstücks und der darauf errichteten Gebäude ganzheitlich zu bewerten. Auf dieser Grundlage erfolgt die Finanzierung ohne Rückgriff auf den ursprünglichen Eigentümer der Immobilien.

Investitionen von Ausländern unterliegen keinen besonderen Beschränkungen. Enteignung setzt ein spezielles Bedürfnis voraus und ist zu entschädigen. Die Verfassung garantiert das Eigentum als ein Menschenrecht. Seit kurzer Zeit haben sog. private financing initiative Projekte (PFI), bei denen es um den Einsatz von privatem Kapital für öffentliche Einrichtungen nach dem PFI-Gesetz geht, an Bedeutung gewonnen.

Es existiert kein Gesetz, das die Regulierung von Immobilienfonds umfassend regelt. Private Immobilienfonds werden oft als Partnerschaften oder als stille Gesellschaften aufgelegt. Die Anforderungen und Beschränkungen des Immobilien-Joint-Venture-Gesetzes können umgangen werden, wenn die Immobilien einem Treuhänder übereignet werden. Immer wenn der Gegenstand des Fondsvermögens ein bebaubares Grundstück oder ein Gebäude ist, ist das vorgenannte Gesetz anwendbar, und ein spezieller Anlegerschutz und staatliche Aufsicht greifen ein.

Öffentlich angebotene Anlagen werden regelmäßig nach dem Gesetz über Anlage-trusts und Anlagegesellschaften (ITICL) vertrieben. Anlage-trusts werden nach Vertragstyp und Gesellschaftstyp unterschieden. Dabei hat der Anleger gegenüber dem Träger des Fonds nur teilweise ein Weisungsrecht. J-REITs können entweder als offene oder als geschlossene Fonds errichtet werden. Börsennotierte J-REITs verwenden in der Regel eine geschlossene Anlagegesellschaft; der Artikel nimmt daher die geschlossenen Anlagegesellschaft nach dem ITICL in den Blick.

Bei allen Strukturen werden regelmäßig Treuhandformen verwendet. Der Artikel stellt kurz die Inhalte des Treuhandgesetzes und des Gesetzes über das Treuhandgeschäft dar.

Die Verbriefung von Immobilienrechten erfolgt, um den Anlegern größere Liquidität zu sichern. Der ursprüngliche Eigentümer der Immobilien überträgt diese an eine Zweckgesellschaft. Dadurch können den Anlegern statt Rechten an den Immobilien Finanzprodukte mit besseren Liquiditätsmerkmalen angeboten werden. Die wichtigsten Voraussetzungen der Verbriefung von Immobilienrechten sind die Konkursfestigkeit und die steuerliche Transparenz oder Abzugsfähigkeit solcher Gestaltungen.

Es existieren zwei Formen von Verbriefungsvehikeln: vertrags- und gesellschaftsbasierte Vehikel. In der Praxis ist vor allem die japanische special purpose company nach dem Gesetz über Liquidierung von Vermögen von ausschlaggebender Bedeutung. Als Muttergesellschaft der special purpose company wird oft eine Cayman limited company mit wohltätigem Trust oder, seit jüngster Zeit, eine Zwischengesellschaft nach japanischem Recht verwendet. Daneben wird derzeit die Nutzung von gemeinnützigen Gesellschaften diskutiert.

Typische Kreditsicherheiten sind Pfandrechte, Sicherheitsabtretungen, Hypotheken, Gesamtbetragshypotheken, vorläufige Registrierung und persönliche Garantien. Allerdings werden Hypotheken bei Immobilienfinanzierungen kaum verwendet.

Das gesetzte Recht schützt die Position des gesicherten Kreditgebers bei Insolvenzverfahren in gewissem Umfang. Daneben oder anstelle der vier Insolvenzgesetze sind außergerichtliche Umschuldungsverhandlungen üblich.

Schließlich gibt der Artikel einen Ausblick auf das neue Gesetz über den Handel mit Finanzinstrumenten, welches das Gesetz über den Wertpapierhandel ablöst und voraussichtlich bis zum 13. Dezember 2007 vollständig in Kraft treten wird. Die Änderungen beinhalten wichtige Punkte in Bezug auf Investitionsdienstleistungen, wie z.B. die Verbesserung des Anlegerschutzes. Der Autor kommt zu dem Schluß, daß das neue Gesetz die Qualität der Kapitalmärkte verbessern wird und daß dadurch die Anlagen in Finanzinstrumenten in Japan weiter gefördert werden.