

いちごオフィスリート投資法人 投資主の皆様へ

いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッドによる
いちごオフィスリート投資法人に対する
投資主提案についての当社の見解

2023年5月19日

Berkeley Global, LLC

(いちごオフィスリート投資法人少数投資主／スターアジアグループ)



いちごオフィスリート投資法人の投資主の皆様へ

- 私たちは、いちごオフィスリート投資法人（以下、「IOR」）の発行済投資口の3.0%以上を継続して保有する投資主であり、本年3月17日付でIORの資産運用報酬の減額等を求めるための投資主総会の招集請求を行っています（詳細についてはこちらの[リンク](#)をご参照ください。）。
- これに対し、IORの筆頭投資主であるいちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（以下、「いちごトラストPTE」）から、IORに対して投資主提案が行われています（詳細についてはこちらの[リンク](#)の別添1をご参照ください。）。
- 私たちは、いちごトラストPTEの提案は、投資主の皆様を誤解させる内容を含んでいる上に、いちごトラストPTEの利益最大化のための買収防衛策の導入がその内容に含まれている等、看過できない問題点を含んでいると考え、IORに対して本日意見表明を行いました。
- 本資料においては、私たちの意見表明の概要をご説明させていただきます。なお、詳細につきましては、本日開示いたしました「いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッドによる投資主提案に関する意見表明」([リンク](#))／本資料に関するご説明動画([リンク](#))をご参照ください。
- 私たちは、IORによる投資主総会の招集に先立ち、投資主の皆様にご覧いただきたくと考えております。

スターアジアグループ
Berkeley Global, LLC

杉原 亨

(signature)

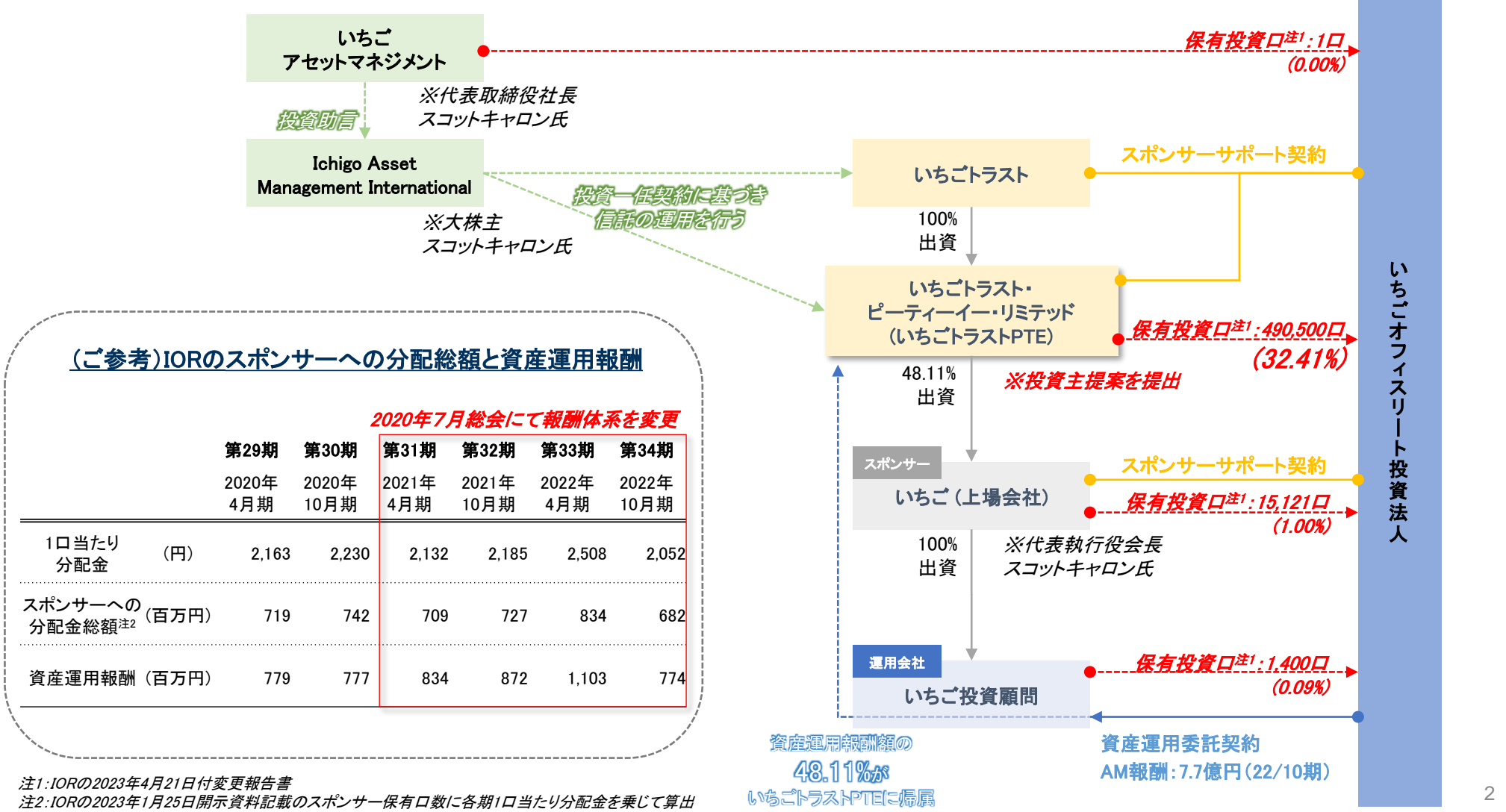




いちごグループの組織概要

いちごオフィスリート投資法人と関係エンティティとの関係性の整理

- いちごオフィスリート投資法人に関連するいちごグループの各エンティティとの関係性を整理すると以下の通り
- いちごトラストPTEはIORの分配金(総額の32.41%が帰属)を減らしてでも資産運用報酬(総額の48.11%が帰属)を増額させることにより自らの利益を最大化できる立場にある(利益相反の立場にある)



(ご参考)IORのスポンサーへの分配総額と資産運用報酬

2020年7月総会にて報酬体系を変更

	第29期	第30期	第31期	第32期	第33期	第34期
	2020年 4月期	2020年 10月期	2021年 4月期	2021年 10月期	2022年 4月期	2022年 10月期
1口当たり 分配金 (円)	2,163	2,230	2,132	2,185	2,508	2,052
スポンサーへの 分配金総額注2 (百万円)	719	742	709	727	834	682
資産運用報酬 (百万円)	779	777	834	872	1,103	774

注1: IORの2023年4月21日付変更報告書
注2: IORの2023年1月25日開示資料記載のスポンサー保有口数に各期1口当たり分配金を乗じて算出

資産運用報酬額の
48.11%が
いちごトラストPTEに帰属

資産運用委託契約
AM報酬: 7.7億円 (22/10期)

いちごグループによるいちごオフィスリート投資法人投資口の買付け

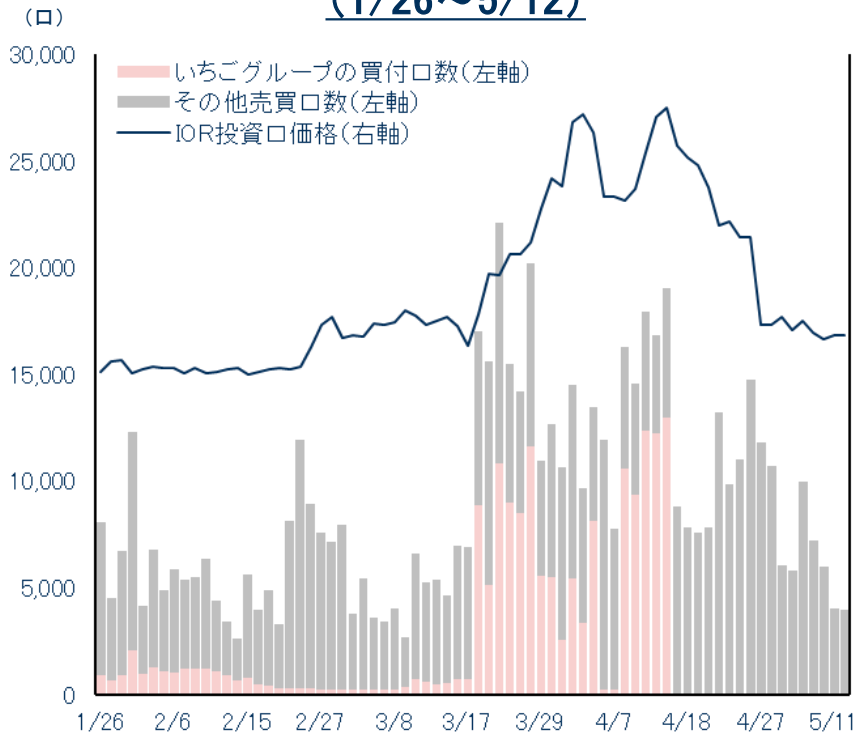
高い市場関与率での投資口の市場内買付け

- 当社が投資主総会招集請求を公表以降、いちごトラストPTEを始めとする共同保有者によって、市場慣行を遥かに上回る水準の市場関与率(平均47.6%、最大72.8%)によるIOR投資口の取得が行われている
- その結果、いちごグループによる保有割合は当社による投資主総会招集請求直前のグループ合計の保有割合23.6%^{注1}から4月14日時点で33.5%^{注2}へと急激に増加しており、当社による請求を受け、自己保身を図っていると看做されるを得ない

注1: 2023年3月2日付変更報告書、注2: 2023年4月21日付変更報告書

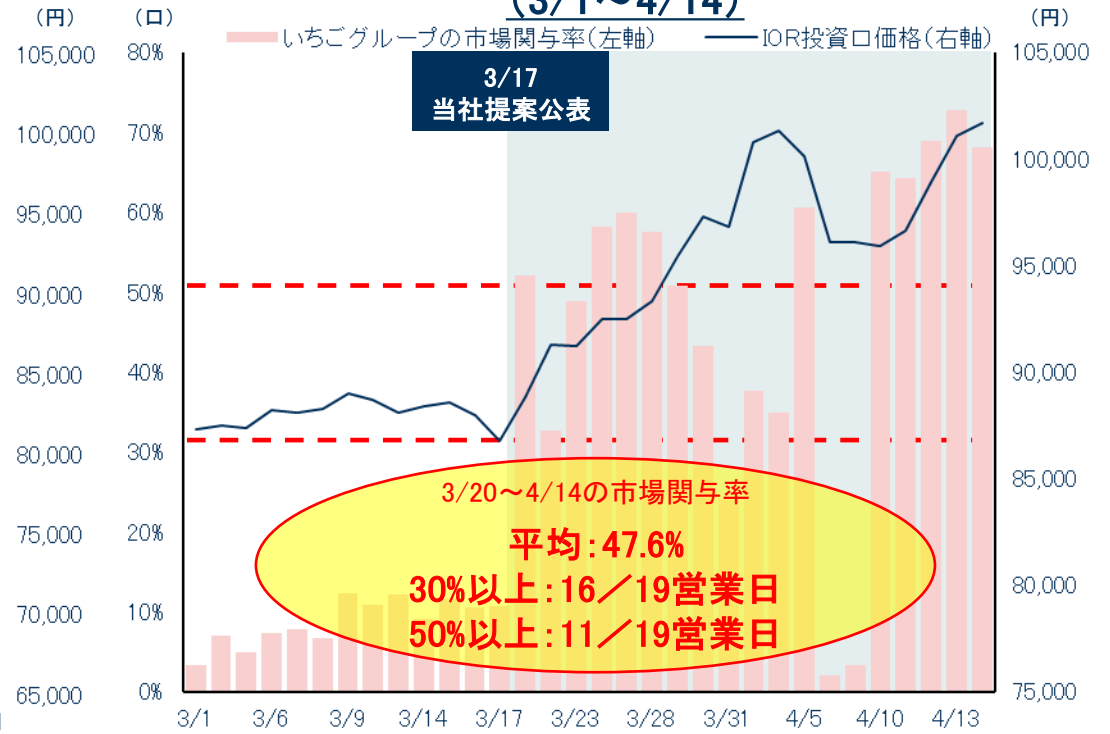
IORの売買高と投資口価格の推移

(1/26~5/12)



いちごグループによる市場関与率

(3/1~4/14)



市場慣行を遥かに上回る水準での投資口の買付けによって
投資口価格は大きく変動

議題1. 収益・分配金成果報酬料率の変更の件

<提案内容の比較>

- ✓ 現行規約＝収益・分配金成果報酬控除前DPU×NOI×0.0054%
- ✓ バークレー提案＝0.0036%に減額(上場不動産投資法人の平均並みにする)
- ✓ いちごトラスト提案＝0.0048%に減額

<当社の見解>

- i. なぜ0.0048%とすることが適切なのか、数値の妥当性について説明が一切なされていない
- ii. 2020年7月の報酬体系変更の際の「過去の資産運用報酬対比で報酬額が減少する」との投資家が誤解しかねない開示について、いちごトラストとしての考え方が示されていない
- iii. 投資法人の資産運用会社にとって運用品質の維持が至上命題であり、「安かろう、悪かろう」の運用・管理による資産の劣化と運用成績の低下を招くとのいちごトラストの主張は合理的でない

(補足説明)

- ✓ 投資法人の資産の運用を行う資産運用会社は、金融商品取引法第42条に基づき、投資法人のために善良なる管理者の注意をもって投資運用業を行わなければならない(善管注意義務)、また、投資法人のため忠実に投資運用業を行わなければならない(忠実義務)。
- ✓ 資産運用会社は、投資法人の規約に定められた資産運用報酬を前提に、善管注意義務・忠実義務を遵守して資産の運用を行わなければならない。資産運用報酬が「安い」ことを理由に、「悪かろう」の役務を提供することは許されない。
- ✓ 加えて、バークレーが提案している料率は、上場不動産投資法人の平均水準であり、資産運用会社から見てコスト割れが生じるような低廉な金額というわけでもない。
- ✓ 「手間暇のかかる築古ビルを中心とした流動性の高い中規模オフィス」の運用には高い運用報酬が必要との主張だが、IORと同様のポートフォリオ運用をバークレーの提案と同程度の水準(J-REITの平均水準)で行う運用会社が複数存在している。

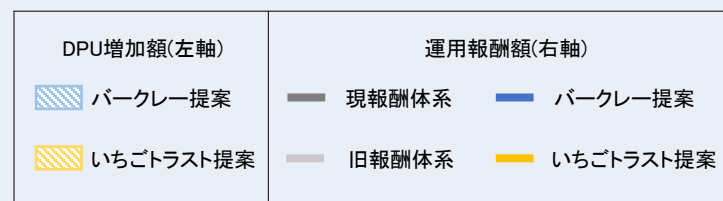
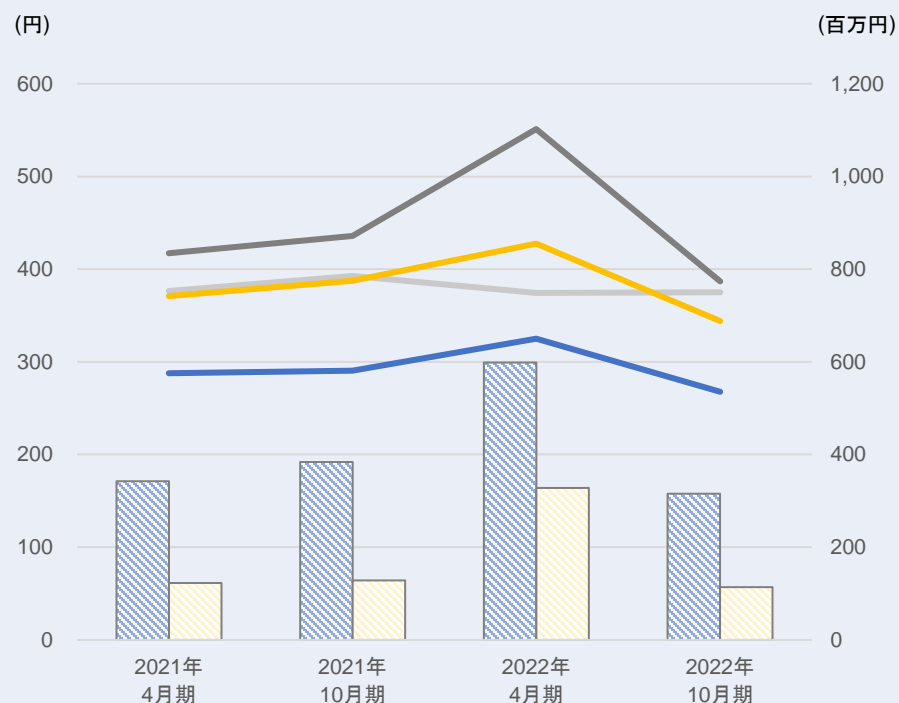
(ご参考データ)	IOR	A投資法人	B投資法人	オフィス系REIT平均	J-REIT平均
ポートフォリオ平均築年数	29.95年	33.16年	27.02年	-	-
運用報酬(総資産対比)	0.78%	0.44%	0.42%	0.33%	0.46%

議題1. 収益・分配金成果報酬料率の変更の件

(補足説明)

資産運用報酬額の検証 現体系/旧体系/いちごトラスト提案/パークレー提案の比較

		第31期	第32期	第33期	第34期
		(百万円)			
		2021年 4月期	2021年 10月期	2022年 4月期	2022年 10月期
旧報酬体系 (2020/10期～)	運用報酬Ⅰ	572	569	569	575
	運用報酬Ⅱ	161	165	171	156
	取得報酬	19	-	-	19
	譲渡報酬	-	-	9	-
	インセンティブ報酬	-	50	-	-
	合計	753	785	749	750
現報酬体系 (2021/4期～)	収益・分配金成果報酬	834	872	962	774
	譲渡成果報酬	-	-	141	-
	合計	834	872	1,103	774
いちごトラスト提案	収益・分配金成果報酬	742	775	714	688
	譲渡成果報酬	-	-	141	-
	合計	742	775	855	688
パークレー提案	収益・分配金成果報酬	556	581	641	516
	取得報酬	19	-	-	19
	譲渡報酬	-	-	9	-
	合計	575	581	650	535





いちごトラストの投資主提案に対する当社の考え

議題2. 譲渡成果報酬の変更の件

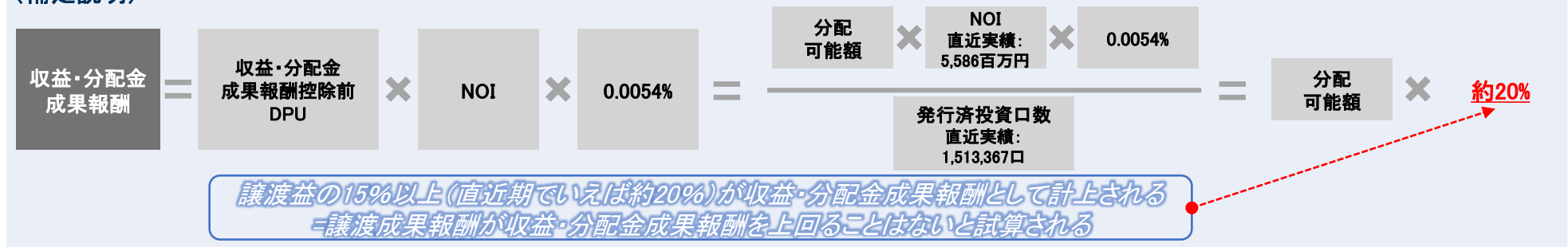
<提案内容の比較>

- ✓ 現行規約＝譲渡成果報酬として、譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%を收受
- ✓ バークレー提案＝譲渡成果報酬の廃止・取得報酬及び譲渡報酬の導入
- ✓ いちごトラスト提案＝現行の譲渡成果報酬を維持しつつ、譲渡成果報酬(譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%)と同額を、収益・分配金成果報酬から控除
(収益・分配金成果報酬額が譲渡成果報酬額を上回る限り、譲渡成果報酬は実質0となる)

<当社の見解>

- i. 譲渡益の多寡によらず、譲渡成果報酬が収益・分配金成果報酬を上回ることはないと試算される注
→いちごトラストの提案は実質的に譲渡成果報酬を廃止するのと同様
注: 劇的にNOIが減少した場合は該当する可能性があるがオフィスリートにおいてその可能性は低いと思料
- ii. 実質的に譲渡成果報酬を廃止する提案をしながら、譲渡成果報酬の存在を前提に被合併時成果報酬および被買収時成果報酬を維持すべきと主張しており、投資家に対して不誠実な開示を行っている
- iii. いちごトラスト提案の提案理由において、バークレー提案について、「取得価格・譲渡価格に対し0.5%の料率を掛ける」、「投資主価値と連動性のない報酬体系」と決めつけているが、バークレー提案は、0.5%を上限として、投資法人と資産運用会社とが合意した料率を乗じることを提案しているのであって、機械的に0.5%を支払うことを提案しているのではない。いちごトラスト提案は、誤認に基づく主張である

(補足説明)



議題3. 被合併時成果報酬の変更の件／議題4. 被買収時成果報酬の変更の件

<提案内容の比較>

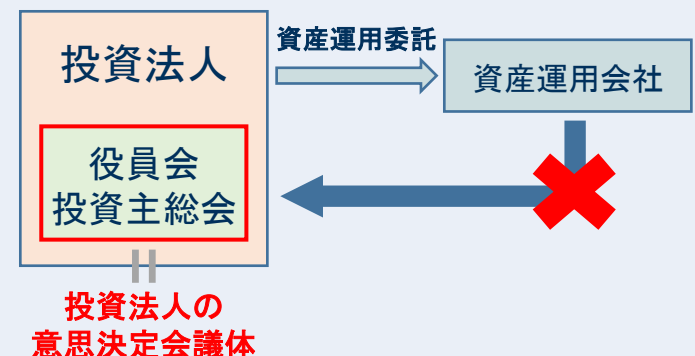
- ✓ 現行規約＝「被合併／被買収時1口当たり含み益」×「発行済投資口の総口数(合併時)／被買収投資口数」×15%
(被合併時報酬はIORが他の投資法人からの合併提案に応じて合併する場合にのみ発生)
- ✓ バークレー提案＝被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を廃止、合併報酬を導入
- ✓ いちごトラスト提案(被合併時成果報酬／被買収時成果報酬)
 - ＝「被合併契約締結時1口当たり含み益」×「発行済投資口の総口数(合併契約締結時)」×15%
(IORの資産運用会社が、IORの資産を承継する投資法人の資産運用会社とならない場合(IORの資産運用会社に変更される場合)にのみ発生)
 - ＝「被買収時1口当たり含み益」×「被買収投資口数」×15%(買収後に資産運用会社に変更される場合にのみ発生)

<当社の見解>

- 被合併時／被買収時成果報酬のような「運用行為による潜在的な成果」に対する報酬が支払われないことで、「長期的観点に基づく資産運用を行わない」という対応をとることは、**善管注意義務・忠実義務に照らし許容されない**
- 「運用行為による潜在的な成果」に対する報酬が資産運用会社のインセンティブを与えているのであれば、「合併」及び「公開買付けによる買収」にのみ報酬を設定し、**投資法人の解散や公開買付けによらない買収に対して、報酬を設定しないのはなぜか**
- バークレー提案は、0.5%を「上限」として、投資法人と資産運用会社とが合意した料率を乗じることを提案しているのであって、機械的に0.5%を支払うことを提案するものではなく、**いちごトラスト提案は誤認に基づく主張である**
- 「合併」や「買収」の提案を受け入れるかは投資法人及び投資主が判断するものであり、資産運用会社は判断をする立場にない**

(補足説明)

- ✓ 「資産運用会社にとって本投資法人という運用サービス提供先を失うことを意味するため、徹底的に抗戦することが予想される」とあるが、資産運用委託契約が投資主総会の普通決議により解約可能であることは投資信託及び投資法人に関する法律及びIORの規約に明記されている事柄であって、資産運用会社として、「抗戦」する余地はそもそもない
- ✓ いちごトラスト提案は、投資法人と資産運用会社との関係を根本的に誤解しており、投資法人が資産運用会社から独立した意思決定を行う主体ではないと決めつけている



議題5. 執行役員鍵山卓史選任の件／議題6. 監督役員丸尾友二選任の件

<提案内容の比較>

- ✓ バークレー提案＝執行役員：杉原亨／監督役員：藤永明彦をそれぞれ選任
- ✓ いちごトラスト提案＝執行役員：鍵山卓史／監督役員：丸尾友二をそれぞれ選任

<当社の見解>

- いちごトラストの提案書の中にはなぜ、執行役員及び監督役員の増員が必要であるのか、理由が明示されていない
- IORのスポンサーであるいちごトラストの投資主提案における不誠実な説明や投信法に対する誤解を踏まえ、当社の提案する執行役員および監督役員候補の選任の必要性は更に高まったと当社では考えている

(補足説明)

- ✓ 鍵山氏、丸尾氏を選任する理由として、「本投資法人のリターンの維持・向上とESG重視の運用の一層の強化のため」や、「長年にわたる同氏の不動産プロフェッショナルとしての多角的な視点は、本投資法人におけるモニタリング機能の実効性をさらに高め、投資主価値の最大化に資する」との記載があるが、なぜ現在の執行役員及び監督役員体制からの増員が必要であるのか、明確な記載がなく、必要性が不明である

＜本資料に関するお問い合わせ先＞

Berkeley Global, LLC（東京における連絡先）

■ 電話番号：03-5860-1028

■ E-mail：tsugihara@starasiamanagement.com

■ 本資料に関するご説明動画：

<https://www.youtube.com/channel/UCYasJn4xrns2fhyZFKMAELw>

- 本資料は、当社(Berkeley, Global LLC)が提案するいちごオフィスリート投資法人(IOR)の改善点の抽出とその解決策並びにIORのスポンサーであるいちごトラストによる投資主提案に含まれる問題点に関する情報提供を目的としたものであり、特定の商品についての募集・勧誘・営業等を目的としたものではありません。
- 事前の承諾なしに本資料に掲載されている内容の複製・転用等を行うことはご遠慮ください。本資料には第三者が公表した図表・データ等が含まれています。またこれらに対する当社及びスターアジアグループの分析・判断・その他の見解に関する記載が含まれています。