

2019年8月20日

議決権行使助言会社 ISS 社によるさくら総合リート投資主総会議案に対する
賛否推奨レポートに対するライオンパートナーズの見解について

ライオンパートナーズ合同会社
代表社員 杉原 亨

ライオンパートナーズ合同会社（以下「ライオンパートナーズ」といいます。）及びさくら総合リート投資法人（以下「さくら総合リート」といいます。）がそれぞれ招集する、2019年8月30日開催予定のさくら総合リート投資主総会の議案に関して、議決権行使助言会社である Institutional Shareholders Services Inc.（以下「ISS 社」といいます。）が、2019年8月19日付の同社レポート（以下「本レポート」（注）といいます。）を発行したとの情報を入手いたしました。

（注） ISS 社は、ライオンパートナーズが招集する投資主総会及びさくら総合リートが招集する投資主総会について、それぞれ1通ずつレポートを発行しておりますが、その理由付けは全体としてほぼ共通であることから、以下では特に区別せずに、まとめて「本レポート」と呼称することといたします。

本レポートにおいては、ライオンパートナーズが招集する投資主総会に上程予定の全ての議案（4議案）、及び、さくら総合リートが招集する投資主総会に上程予定の全ての議案（3議案）に対して、それぞれ「反対」の議決権行使が推奨されております。

ライオンパートナーズとしては、ライオンパートナーズが招集する投資主総会に上程予定の4つの議案、及び、ライオンパートナーズが提案した、さくら総合リートが招集する投資主総会に上程される投資主提案議案（以下「ライオンパートナーズ提案議案」といいます。）について、いずれも反対の推奨となったことは遺憾であるものの、ISS 社のレポートは、投資法人みらいとさくら総合リートの合併について、低いプレミアムと NAV の希薄化という点において、さくら総合リートの投資主の皆様にとって不利益なものであり、承認されるべきではないことを明示的に述べており、他方、合併条件に関して、スターアジアグループが提案している合併の方が、投資法人みらいとの合併よりもさくら総合リートの投資主利益にかなうことを示しています。加えて、本レポートは、スポンサーが不動産デベロッパーでない小規模のリートにとって、リートの合併が論理的かつ効率的な外部成長の方法であると指摘しています。この点で、本レポートは、スターアジアグループが今回行っている合併提案そのものを否定する趣旨ではないと考えております。

また、本レポートにおいてライオンパートナーズ提案議案に反対が推奨された主たる理由が、執行役員・資産運用会社交代後の利益相反のおそれであるという点については、事実誤認及びライオンパートナーズとの見解の相違があると考えております。すなわち、同一のスポンサーグループ又は資産運用会社のもと複数の投資法人が合併契約を締結した事例は過去にも存在する上、既にご説明させて頂いているとおり、ライオンパートナーズは、スターアジアグループとして、執行役員・資産運用会社交代後の利益相反を回避するための十分な措置を予定していることから、本レポートに示された懸念は当たらないものと考えております。

そこで、本レポートに対するライオンパートナーズとしての考え方を、下記のとおりご説明させて頂きます。

投資主の皆様におかれましては、本書の内容を、招集ご通知やこれまでの開示資料とともにご参照頂き、慎重に議決権行使判断をして頂きますよう、お願い申し上げます。

1. (さくら総合リート提案) 投資法人みらいとの吸収合併契約の承認に対する反対推奨について

ISS社は、現在のJ-REIT市場の分析として、スポンサーが不動産デベロッパーでない小規模のリートにとって、投資家が満足するようなリターンを得ることができる新たな不動産の取得は困難になりつつあるとしており、そのような状況下において、リートの合併は論理的かつ効率的な外部成長の方法であると指摘しています。

しかしながら、ISS社は、投資法人みらいとの合併について、合併の条件がさくら総合リートの投資主に魅力的でないことを理由として、反対を推奨しています。すなわち、さくら総合リートの投資主の皆様にとって、本件の影響を受ける前の投資口価格からみてもわずかなプレミアムしか上乗せされておらず（合併比率公表時の投資口価格に対してはディスカウント）、かつ、1口あたりNAVの実質的な希薄化が生じることから、より高いプレミアムを提示しかつNAVの希薄化を招かないスターアジアグループによる合併提案と比較して魅力的ではないことを明示的に示し、投資法人みらいとさくら総合リートの合併契約承認議案について、反対を推奨しています。本レポートの主旨からすれば、さくら総合リートにとって望ましい選択肢は、投資法人みらいとの合併条件を上回る他の投資法人との合併であると考えられます。

本レポートにおいては、利益相反のおそれを理由にライオンパートナーズ提案議案に反対が推奨されていますが、ライオンパートナーズは、下記2.において述べる適切な利益相反防止措置を採用する予定であり、これにより利益相反の懸念が払拭されることを踏まえれば、さくら総合リートの投資主の皆様にとって、スターアジアグループが提示する合併提案こそが、最良の選択肢であると考えております。そして、本レポートの内容は、スターアジアグループによる合併提案が投資法人みらいとの合併よりもさくら総合リートの投資主にとって魅力的である点を明示的に認めている点においては、ライオンパートナーズの考え方を軌を一にしていると考えております。

2. ライオンパートナーズ提案議案に対する反対推奨について

ISS社は、ライオンパートナーズ提案議案について、①ライオンパートナーズがさくら総合リートとの直接の合併交渉を回避し、まずさくら総合リートの支配権を取得してから合併交渉を行うという2段階アプローチが利益相反の問題を惹起すること、②スターアジアグループがスターアジア不動産投資法人については17.9%の持分を有する一方、さくら総合リートについてはそれより少ない5.1%の持分しか有していないことを理由に、いずれの議案についても反対を推奨しています。

しかしながら、同一のスポンサーグループ又は資産運用会社のもと複数の投資法人が合併契約を締結することについては、過去のJ-REITの合併と同様のスキームであり、ISS社も過去同一スポンサーグループ又は資産運用会社における投資法人合併承認議案に対して賛成の推奨をしております。また、ライオンパートナーズ提案議案が全て承認可決されたとしても、さくら総合リートの執行役員及び資産運用会社の交代が行われるのみであり、スターアジアグループがさくら総合リートの支配権を獲得することにはなりません。その点において、本レポートには事実誤認があるものと考えております。また、さくら総合リートとスターアジア不動産投資法人との合併に際しては両投資法人の投資主総会の特別決議による承認が必要となるため、さくら総合リートの投資主の信任を得られる合併条件としない限り、合併を実現することはできません。

加えて、ライオンパートナーズ及びスターアジアグループとしては、既に開示させて頂いており、執行役員及び資産運用会社の交代が実現した後に行われる予定のスターアジア不動産投資法人とさくら総合リートとの間の合併契約締結に向けた協議において、双方の投資法人が異なるアドバイザーを起用することによる利益相反防止措置を講じ、一方的に偏った合併条件となることを防ぎ、公正性を担保することとしています。

更に、ライオンパートナーズは、2019年7月16日時点においてさくら総合リートの投資口を3.59%

保有していましたが、さくら総合リート投資口の潜在的な価値と市場価格との間に乖離があったことや、さくら総合リート投資主として他の投資主の皆様と同じ立場で投資主価値の最大化を切望していることをより強く示すこと等を目的として、2019年7月17日以降、継続的にさくら総合リート投資口を買い増しており、その結果として、2019年8月に投資口保有比率を5.1%にまで高めるに至ったものです。加えて、このように買い増した投資口について、2019年8月30日開催のさくら総合リート投資主総会における議決権は付与されません。このように、スターアジアグループとして、さくら総合リート投資主に不利益を与える形での合併を行う意図はなく、投資口の追加取得は、本合併に対する、スターアジアグループのより強固なコミットを示すものです。

本レポートが、ライオンパートナーズ及びスターアジアグループが開示している上記の利益相反防止措置及びライオンパートナーズが行っている投資口の追加取得の意義について、積極的に評価していただけなかったことについては大変遺憾です。

上記のとおり、ライオンパートナーズとしては、本レポートは明確に投資法人みらいとさくら総合リートとの合併を否定しているものの、他方で、事実誤認及び当社見解と重要な相違点があることに起因して、ライオンパートナーズ提案議案についても反対を推奨するに至ったものと考えています。

投資主の皆様におかれましては、招集ご通知、これまでの開示資料及び本書の内容の主旨を十分にご理解頂き、慎重な議決権行使を賜りたく、お願い申し上げます。

<本書に関するお問い合わせ先>

ライオンパートナーズ合同会社

電話番号：03-4577-7871

E-mail：info@starasia-lp.com