いちごオフィスリート投資法人　御中
同　執行役員　千葉　恵介様
同　監督役員　寺田　昌弘様
同　監督役員　市場　典子様

（写し送付先）
いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド　御中
いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッドと投資一任契約を締結している Ichigo Asset Management International, Pte. Ltd.　御中
Ichigo Asset Management International, Pte. Ltd.に投資助言を行っているいちごアセットマネジメント株式会社　御中

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

Berkeley Global, LLC
マネージャー　杉原亨



いちごオフィスリート投資法人（以下「本投資法人」といいます。）の投資主である Berkeley Global, LLC（以下「請求人」といいます。）は、2023年6月23日（金曜日）午後4時開催予定の本投資法人の投資主総会（以下「本投資主総会」といいます。）に関して、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」といいます。）が本投資法人に対して送付した、2023年4月27日付投資主提案（以下「本投資主提案」といいます。本投資主提案の詳細については別添1のとおりです。）[1]について、以下のとおり請求人としての意見を通知致します（以下「本意見表明」といいます。）。

本投資法人の執行役員・監督役員におかれましては、本意見表明を慎重にご検討頂き、いちごトラストPTEのみならず、すべての投資主の利益保護の観点から適切にご対応頂けるものと確信しております。

１．はじめに

請求人は、6か月以上前より引き続き本投資法人の発行済投資口の100分の3以上の口数の投資口を有する投資主であり、2023年3月17日付で、以下の事項を投資主総会の目的である事項とする、本投資法人の投資主総会を招集することを請求いたしました（以下「本投資主総会招集請求」といい、本投資主総会招集請求で示した各議案を「請求人提案議案」といいます。なお、本投資主総会招集請求の詳細については別添2のとおりです。）。

1　https://www.ichigoasset.com/index.html において公表されています。

（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件
（２）規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件
（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件
（４）執行役員杉原亨選任の件
（５）監督役員藤永明彦選任の件
（６）規約一部変更（役員報酬上限設定）の件

本投資主総会招集請求を受け、本投資法人は、本投資主総会を開催する方針を決定し、2023 年 4 月 21 日に公表しました。その後、いちごトラスト PTE は、本投資主総会に関して、2023 年 4 月 27 日付で本投資法人に対して本投資主提案を行い、以下の議案を本投資主総会の議案とするよう請求しています（本投資主提案に係る議案を以下「いちごトラスト PTE 提案議案」といいます。）。

議題１　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件
議題２　規約一部変更（譲渡成果報酬の変更）の件
議題３　規約一部変更（被合併時成果報酬の変更）の件
議題４　規約一部変更（被買収時成果報酬の変更）の件
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
議題７　規約一部変更（役員報酬上限変更及び投資主総会決議要件の付加）の件
議題８　規約一部変更（役員人数上限設定）の件

請求人は、本投資主総会において、請求人提案議案及びいちごトラストPTE提案議案のいずれもが上程議案に含まれる可能性が高いものと、本意見表明の時点において判断しておりますが、いちごトラストPTE提案議案及びその「提案の理由」には、投資信託及び投資法人に関する法律（以下「投信法」といいます。）及び投信法に基づく投資法人と資産運用会社との基本的な関係を理解していない、看過し難い誤りが含まれており、更に、一般投資主をミスリードするような記載が含まれています。

具体的には、本投資法人の合併・買収について、(i)合併については本投資法人の執行役員・監督役員から構成される役員会及び本投資法人の投資主（投資主総会）が単独で決定する権限を有し、(ii)買収（公開買付けによる買収）については本投資法人の投資主が応募するか否かの決定権を有するものである（いずれについても、本投資法人の資産運用会社は何ら決定権限を有しない）という大前提を理解していない記述が存在します。本投資法人の資産運用会社がいちご株式会社の完全子会社であり、いちごトラストPTEがいちご株式会社を事実上支配していること、及び、いちごトラストPTEは、本投資法人の投資口を32.41%保有する筆頭投資主であることを併せ考えると、いちごトラストPTE提案議案のうち、係る誤認・誤解を前提とした部分は、本投資法人ひいては本投資法人の投資主全体の利益の最大化ではなく、本投資法人の資産運用会社の利益、ひいては、（資産運用会社の親会社である）いちご株式会社及びその支配株主としてのいちごトラストPTE独自の利益を確保するための提案に他ならないと考えられます（なお、いちごトラストPTEと、本投資法人、その資産運用会社としてのいちご投資顧問株式会社及びいちご株式会社との関係については、別紙「いちごトラストPTEと、いちごオフィスリート投資法人、いちご投資顧問株式会社、いちご株式会社その他のいちごグループとの関係について」をご参照ください。）。加えて、

いちごトラストPTE提案議案は、譲渡成果報酬を実質的に廃止する内容であるにもかかわらず、そのことに言及することなく、譲渡成果報酬と同趣旨の報酬として、被合併時成果報酬・被買収時成果報酬の維持を正当化しようとしており、投資家に誤解を生じさせる提案となっています。

本投資法人の執行役員・監督役員は、本投資法人の役員として本投資法人に対して善管注意義務・忠実義務を負っており、特定の投資主の利益ではなく、本投資法人の投資主全体の利益の最大化のために活動することが求められています（投信法第97条及び民法第644条並びに投信法第109条第5項及び第111条第3項がそれぞれ準用する会社法第355条）。そして、投資主提案議案に対する役員会意見が投資主総会参考書類記載事項とされている趣旨は、役員会が投資主提案議案についてどのように考えているかは、一般投資主にとって賛否の意思決定をする上で必要な情報であることから、記載を義務付けたものと解されています。このような本投資法人の執行役員・監督役員の義務や役員会意見が投資主総会参考書類記載事項とされている趣旨に照らせば、本投資法人役員会が、いちごトラストPTE提案議案について、詳細な分析を経ることなく、漫然と賛同意見を表明することはないものと確信しています。しかしながら、本投資法人役員会がいちごトラストPTE提案議案すべてに漫然と賛同意見を示すようなことが万一にもないよう、本意見表明を行うものです。本投資法人の執行役員・監督役員におかれましては、特定の投資主の利益のためではなく、投資主全体の利益を図る義務を負っていることに思いを致して頂き、中立的な立場で意見を表明頂くよう、申し添えさせて頂きます。

なお、本意見表明は、いちごトラストPTE提案議案のうち、本投資主総会における上程議案の決定及び当該議案に対する役員会意見の決定が行われる前に、本投資法人（特に、請求人提案議案及びいちごトラストPTE提案議案について意見表明を行う本投資法人の役員会の構成員である本投資法人の執行役員及び監督役員）において認識しておいて頂く必要性の高い、緊急性のある事項についてのみ、意見を表明するものであり、本意見表明において意見を表明していない議案についての請求人としての見解については、本投資法人による本投資主総会に係る招集通知の公表後に改めて示すことを予定しています。また、本意見表明において意見を表明した議案についても、今後、本投資法人による意見表明後に、追加的に又は補足的に請求人としての見解を示す場合があります。

２．いちごトラストPTE提案議案についての請求人の見解

（１）議題１について

いちごトラストPTE提案議案は、現行の収益・分配金成果報酬の料率を、0.0054％から0.0048％に引き下げるというものです。これに対し、請求人提案議案は、0.0054％から、J-REITにおける平均レベルへの報酬へと引き下げるべく、同料率を0.0036%に引き下げることを提案しています。

いちごトラストPTEは、料率の引下げに関して、投資法人の資産の運用については、運用品質の維持が至上命題であり、むやみな手数料率の引下げは「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主張した上で、現「収益・分配金成果報酬」の料率設定から約3年が経過したことをもって、その料率を約10%引

き下げることを提案しています。しかしながら、なぜ、請求人提案議案の0.0036%まで引き下げる（J-REITにおける平均レベルまで引き下げる）のではなく、0.0048%に減額することが適切であるのかについて、本投資主提案には何らの記載もありません。このように、いちごトラストPTEの提案は数値的根拠を欠くものであり、合理的な理由に基づいた提案とは言えません。

加えて、いちごトラストPTEは、本投資法人のポートフォリオが、手間暇のかかる築古ビルを中心とした中規模オフィスにより主に構成されていることを理由に、高い運用報酬が正当化されるかのような主張をしていますが、本投資法人よりもポートフォリオの平均築年数が古いか又は同程度の、オフィス系の上場不動産投資法人の運用報酬料率（総資産ベースの運用報酬料率）は、概ね0.42%から0.44%程度（J-REITにおける平均レベル）であり、請求人が提案している水準と同水準です。

更に、請求人は、以下のとおり、むやみな手数料率の引下げが「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PTEの説明そのものが、投資法人の資産運用会社が負う高度な義務及び責任に対する理解を欠く、不合理なものであると考えます。

すなわち、投信法第67条第1項第13号に基づき、投資法人が資産運用会社に支払う報酬（資産運用会社に対する資産運用報酬の具体的な金額又はその計算方法及び支払の時期）は、投資法人の規約（株式会社の定款に相当する）において定めることとされています。投資法人の規約は投資主総会の特別決議により変更することが可能であり（投信法第140条、第93条の2第2項第3号）、規約の変更について、資産運用会社の同意は必要ではありません。加えて、仮に資産運用会社が規約の変更により報酬額を引き下げられたとしても、投信法第205条により、資産運用会社は、投資主総会の承認に基づく投資法人の同意を得なければ、資産運用委託契約を（資産運用会社側から）解約することはできません。更に、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（以下「金商法」といいます。）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ず（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）とされています。

このように、投資法人の資産運用会社は、仮に、資産運用報酬が自社の望む水準でなかったとしても、投資主総会の承認を得ない限りは資産の運用を善管注意義務・忠実義務に基づき継続しなければならないのであって、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ていません。

かえって、投信法第206条第2項は、「資産運用会社が職務上の義務に違反し、又は職務を怠つたとき」及び「（その他）資産の運用に係る業務を引き続き委託することに堪えない重大な事由があるとき」には、投資法人役員会限りで資産運用委託契約を解約することができると定めているのであり、資産運用会社のパフォーマンスは、投資法人の執行役員・監督役員及びこれらの役員から構成される役員会により、継続的にモニタリングされることが法令上予定されています（モニタリングの結果、問題が発見され、資産の運用に係る業務を引き続き委託することに堪えないと判断されれば、役員会で機動的に資産運用会社を交代させることが法令上予定されています。）。

これらの投信法・金商法の建て付けを前提とすれば、資産運用会社は、顧客である

投資法人（ひいては投資主）のために、常に、規約に定める報酬の枠内で、善管注意義務・忠実義務に則った資産運用を行わなければならず、「安かろう悪かろう」といった対応は、投資法人の資産運用会社において許容されていないといえます。

なお、念のため付言すれば、請求人が執行役員・監督役員1名ずつの選任を提案している理由はまさに上記の「資産運用会社のパフォーマンスのモニタリング」にあるのであって、請求人としては、いちごトラストPTE提案議案を踏まえ、請求人が提案する執行役員・監督役員候補の選任の必要性は、更に高まったと判断しています。加えて、後記（２）に記載のとおり、いちごトラストPTEは、他の投資主とは異なり、投資主として得られる利益が高額な資産運用報酬により減少したとしても、「資産運用報酬を受領するいちご投資顧問株式会社の完全親会社であるいちご株式会社の支配株主」としての立場に基づき、それを上回る利益を得られる立場にあります（資産運用報酬に関して、他の投資主と利益が相反する立場にあります。）。いちごトラストPTEの提案する料率が10%程度の減少に留まり、J-REITにおける平均レベルまで下げることをいちごトラストPTEが拒絶している事実は、このようないちごトラストPTEの利益相反状況を反映したものであり、改めて本投資法人が抱えるガバナンス上の課題が如実に現れたものと請求人は考えています。

（２）議題３及び４について

被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬について、請求人は、(i)資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系となっていること、加えて、(ii)金額が異常に高額となること、また、(iii)事実上の買収防衛策として機能することを指摘しました（別添2の18頁から24頁ご参照）。

これに対して、いちごトラストPTE提案議案は、本投資主提案において、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬という報酬体系を維持しつつ、明確化のための変更を加えるにとどまっています。いちごトラストPTEは、請求人の指摘のうち、(i)の役務提供との関連性を欠くとの指摘については、過去に資産運用会社が提供してきた役務提供の成果が顕在化する場合に報酬を支払うもの（譲渡成果報酬が生じる不動産関連資産の売却が実施されていない場合にも、運用行為による「潜在的な」成果に対する報酬として、譲渡成果報酬と同レベルの報酬を支払うもの）であり、合併や買収により、資産運用会社が変更され、その際に「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と、資産運用会社が中長期観点から運用努力を継続するインセンティブを喪失する、と反論しています。なお、(ii)の「金額が異常に高額となること」については、何ら反論することもなく、現在の報酬料率を維持することを提案しています。更に、(iii)についても、このような報酬がなければ、資産運用会社が合併・買収に「徹底的に抗戦する」こと、このような報酬があれば（資産運用会社が）「積極的に合併・買収を受け入れるインセンティブが働く」ことを理由に、買収防衛策ではないと反論しています。

しかしながら、(i)について、そもそもいちごトラストPTEは、以下に述べるとおり、本投資主提案の議題2において実質的に譲渡成果報酬を廃止することを提案しています。それにもかかわらず、譲渡成果報酬と同様に運用行為による潜在的な成果に対して、合併又は買収時に報酬を支払う必要があるとのいちごトラストPTEの主張は、実

質的に買収防衛策である被合併時成果報酬・被買収時成果報酬を維持する上で一見見栄えがよいように見える理由を作出したに過ぎず、詭弁に他なりません。

すなわち、いちごトラストPTEは、本投資主提案の議題2において、「譲渡成果報酬が発生した場合には、第1項「収益・分配金成果報酬」において算出される当該決算期における収益・分配金成果報酬の額を当該譲渡成果報酬に相当する額だけ減算するものとする」との文言の追加を提案しています。

そして、「収益・分配金成果報酬」は、大要、「1口あたり分配可能額×NOI×0.0054%」という計算式で算出されるところ、当該計算式は、「分配可能額×NOI×0.0054%÷発行済投資口総口数」に置き換えることができます。

ここで、本投資法人の2022年10月期実績（NOI 約55億円及び発行済投資口の総口数1,513,367口）を上記計算式に当てはめると、「分配可能額×約19.9%」が導かれます（本投資主提案における10%程度の減額を前提としても、約18%となります。）。そして、「分配可能額」は通常譲渡益を上回ることから、分配可能額の約2割という収益・分配金成果報酬は、譲渡益×15%により算出される譲渡成果報酬を常に上回ることになります。

このように、譲渡成果報酬相当額を収益・分配金成果報酬から控除するといういちごトラストPTE提案議案は、実質的には、請求人提案議案の「規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件」と同様、譲渡成果報酬の廃止を提案しているものにほかなりません。

それにもにもかかわらず、形式上、規約に譲渡成果報酬を残した上で、運用行為の成果が「顕在化」した場合に支払う譲渡成果報酬と同様に、運用行為による「潜在的な」成果に対して被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を支払う必要があるとのいちごトラストPTEの提案理由は、一般投資主を欺罔する説明であり、極めて不適切であるといわざるを得ません。

加えて、被合併時成果報酬及び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」に対する報酬を規定している上場不動産投資法人は、本投資法人及びいちご投資顧問株式会社が運用を受託しているいちごホテルリート投資法人以外には1銘柄たりとも存在していません。本投資法人と同様に譲渡成果報酬を規定している上場不動産投資法人としては、本投資法人及びいちごホテルリート投資法人の他に3つの投資法人がありますが、そのいずれにおいても、被合併時成果報酬や被買収時成果報酬のような報酬は導入されていません。そもそも、上記（1）に記載のとおり、資産運用会社において「報酬がもらえなくなるかもしれないから中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るものではありません。

また、「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と資産運用会社のインセンティブが失われるのであれば、「合併」及び「買収」（中でも、公開買付けの方法による買収）による資産運用委託契約の終了の場合にのみ報酬を支払うことによっては、インセンティブの問題を解決することはできません。すなわち、投資法人の解散や、公開買付けによらない買収（例えば、公開買付けを伴わない、市場取引における投資口の買付けによる買収）によっても、資産運用委託契約の終了という事態は生じ得るのであり、いちごトラストPTE提案議案が可決されたとしても、これらの場合に「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リスクが残ります。このように、いちごトラストPTE提案議案がそのとおり可決されたとしても、いちごトラストPTEが主張する、「資産運用会社が中長期観点から運用努力を継続するインセンティブを喪失」するという問題は解決されません。このように、いちごト

ラストPTEの主張を前提とした場合、現在のいちご投資顧問株式会社は、「資産運用会社が中長期観点から運用努力を継続するインセンティブ」を既に喪失しかねない状態にあり、かつ、そのような状態はいちごトラストPTE提案議案が可決されたとしても引き続き継続することになります。このように、いちごトラストPTEの主張は、買収防衛策の維持を強引に資産運用会社の役務提供と結びつけようとした結果、論理矛盾に陥っています。

次に、(ii)について、いちごトラストPTEは、何らの説明をすることもなく、報酬料率を維持することを提案しています。これは、別紙のとおり、いちごトラストPTEとして、いちごトラストPTE以外の投資主は享受することができない、「資産運用報酬を受領するいちご投資顧問株式会社の完全親会社であるいちご株式会社の支配株主」としての立場に基づき自らが得る利益（投資主利益とは異なる、いちごトラストPTE特有の利益）を確保するためであり、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬は、まさに、いちご投資顧問株式会社及びいちごトラストPTEのための買収防衛策となっています（いちごトラストPTE提案議案では、資産運用委託契約が継続されないことが報酬発生のトリガーとなっており、より「純度の高い」買収防衛策となっていることが明らかです。）。

最後に、(iii)について、いちごトラストPTEの主張は根本的に誤っています。

資産運用会社が変更されることは、「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、（合併・買収に）徹底的に抗戦することが予想され」るといちごトラスト PTE は主張していますが、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本投資法人の規約及び投信法の規定上明らかであり、合併や買収に伴う資産運用会社の交代について、資産運用会社が「抗戦」する余地はそもそもありません。加えて、（資産運用会社が）「積極的に合併や買収を受け入れるインセンティブが働く」という点についても、「合併や買収を受け入れる」か否かを決定するのは、合併であれば投資法人役員会及び投資主総会、買収であれば個別の投資主（公開買付けに応じるか否かという形で賛否を示す投資主）であって、「資産運用会社」は、いかなる意味においても、合併や買収を「受け入れる」かどうかを決定する立場にありません。いちごトラスト PTE 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ます。もし、そのような投資主の提案に投資法人の役員会が賛同した場合、その構成員である投資法人の役員は、役員としての適格性を問われ得る事態となります。

なお、これらに加え、いちごトラストPTEは、請求人が本投資主総会招集請求において導入を主張している合併報酬について、「運用資産の評価額に連動して報酬を機械的に得られる報酬体系」であり、弊害があると主張しています。しかしながら、請求人が提案しているのは、0.5%を上限として、本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ありません（なお、このように報酬に上限を付して個別の料率について投資法人と資産運用会社の個別合意に委ねる対応は上場不動産投資法人において広く行われており、上場不動産投資法人の半数以上が、規約に定める資産運用報酬について上限料率を定めています。）。いちごトラストPTE提案議案における主張は、請求人提案議案の内容を正確に理解しない、誤認に基づく主張といわざるを得ません。

以上のとおり、**いちごトラストPTE提案議案は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬のいずれについても、買収防衛策としての位置づけを更に強めるものであって、およそ投資主利益と合致しないものです。**

３．最後に

投資法人については、投信法に基づき、金融庁長官及び管轄財務局長に監督権限が付与されています。例えば、投信法第214条は、監督官庁が、「投資法人又は当該投資法人の資産運用会社（中略）の業務（中略）の状況に照らして、投資法人の業務の健全かつ適切な運営を確保し、投資主の保護を図るため必要があると認めるとき」は、「投資法人に対し、その必要な限度において、業務の方法の変更、資産運用会社の変更その他業務の運営の改善に必要な措置をとるべきことを命ずることができる」旨を定めています。加えて、上場不動産投資法人は多数の一般投資家から資金を預かって運用する立場にあるのであって、特定の投資主の利益を優先するような取扱いを、投資法人の執行役員・監督役員が是認することがまかり通れば、不動産投資信託証券市場（いわゆるJ-REIT市場）そのものへの信頼が破壊されることになりかねません。

本投資法人に対して善管注意義務・忠実義務を負担されておられる本投資法人の執行役員・監督役員の皆様におかれましては、本書記載の内容についてご賢察頂き、漫然といちごトラストPTE提案議案に賛成し、請求人提案議案に反対する、というような対応をとられることのないよう、ご検討方、何卒よろしくお願い申し上げます。

以上

別紙（補足資料）

いちごトラストPTEと、いちごオフィスリート投資法人、いちご投資顧問株式会社、いちご株式会社その他のいちごグループとの関係について

１．事実関係

本投資法人は、東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場している不動産投資法人である。

本投資法人は、いちご投資顧問株式会社（以下「いちご投資顧問」という。）に資産の運用を委託しており、いちご投資顧問は、2023 年 4 月 14 日現在、本投資法人の投資口 1,400 口（発行済投資口の 0.09%）を保有している。

いちご投資顧問の発行済株式はいちご株式会社（以下「いちご」という。）のみにより保有されており、いちごは、2023 年 4 月 14 日現在、本投資法人の投資口 15,121 口（発行済投資口の 1.00%）を保有している。また、本投資法人の第 34 期有価証券報告書によれば、いちごは、本投資法人との間でスポンサーサポート契約を締結しており、かつ、本投資法人の特定関係法人である。また、スポンサーサポート契約の内容としては、(i)本投資法人に対して融資を提供する金融機関の紹介、及びその実現に向けた協力、(ii)本投資法人に対して出資する投資家の紹介、及びその実現に向けた協力、(iii)本投資法人が取得検討する物件及び取得先の紹介、本投資法人が保有する物件の売却先の紹介、並びにそれらの実現に向けた協力、(iv)本投資法人による取得機会の確保のための物件の取得及び保有、(v)本投資法人及びいちご投資顧問の事業全般に関するコンサルタント業務、他の事業者の紹介及びその他の補助的業務を行うこと等を内容としている。

なお、いちごは東京証券取引所プライム市場に上場しているが、いちごの発行済株式の 48.11%は、いちごトラスト PTE により保有されている。いちごの第 22 期有価証券報告書によれば、いちごトラスト PTE は、投資を事業目的とする、法人格を有しない外国籍のユニット・トラストである、いちごトラスト（以下「IT」という。）から 100％の出資を受けており、かつ、IT 及びいちごトラスト PTE は、Ichigo Asset Management International, Pte. Ltd.（以下「IAI」という。）に投資を一任しており、IAI に対しては、いちごアセットマネジメント株式会社（以下「IAM」という。）が投資助言を行っている（IAM は、2023 年 4 月 14 日現在、本投資法人の投資口 1 口（発行済投資口の 0.00%）を保有している。）。また、同有価証券報告書によれば、IAI 及び IAM と、いちごとの間には資本関係はないが、いちごの取締役及び代表執行役会長であるスコット キャロン氏は、IAM の代表者を兼任しており、かつ、同氏は IAI の大株主である。加えて、IAM の副社長 パートナーであるチャドアイヴァーソン氏は、いちご投資顧問の取締役を兼任している。

いちごトラスト PTE は、2023 年 4 月 14 日現在、本投資法人の投資口 490,500 口（発行済投資口の 32.41%）を保有している。なお、いちごトラスト PTE は、2023 年 2 月 22 日時点においては、本投資法人の投資口 348,801 口（発行済投資口の 23.05%）を保有しているのみであったが、2023 年 3 月 17 日付の請求人による本投資主総会の招

集請求が行われる直前ごろから本投資法人の投資口の買集めを進め、上記口数を保有するに至っている。また、本投資法人の第 34 期有価証券報告書によれば、いちごトラスト PTE は、本投資法人との間でスポンサーサポート契約を締結しており、かかるスポンサーサポート契約は、いちごトラスト PTE が、(i)本投資法人に対して融資を提供する金融機関の紹介、及びその実現に向けた協力、(ii)本投資法人に対して出資する投資家の紹介、及びその実現に向けた協力、(iii)本投資法人が運用する物件の売却先又は取得先の紹介、及びその実現に向けた協力、(iv)本投資法人のビジネスの成長・発展に必要と目される人材確保に向けた協力、(v)本投資法人及びいちご投資顧問のビジネス全般（資金の借入れ及び財務戦略を含むがこれに限らない。）に対するコンサルタント業務を行うことを内容としている。

本投資法人及び本投資法人以外の上場不動産投資法人の資産運用報告に基づき算出された資産運用報酬の水準に照らすと、本投資法人の資産運用報酬は、対総資産比（2022 年 10 月末までの直近 4 計算期間における各期の本投資法人の損益計算書に記載された資産運用報酬額を 2 倍し、各期の期末総資産で除した数値の平均）で約 0.78%、対 NOI 比（2022 年 10 月末までの直近 4 計算期間における各期の損益計算書に記載された資産運用報酬額を、各期の NOI で除した数値の平均）で約 15.7%となっており、これらは、他の上場不動産投資法人の資産運用報酬の対総資産比の平均値である約 0.46%及び対 NOI 比の平均値である約 10.2%（いずれも直近上場銘柄については直前 2 計算期間の資産運用報酬額を使用）に比べて高額な水準であり、対総資産比の報酬料率は、上場不動産投資法人 60 銘柄中最高の比率となっている。

本投資法人に関して提出されている大量保有報告書によれば、いちご投資顧問、いちご、いちごトラスト PTE、IAI 及び IAM（以下「本投資法人スポンサー側投資主」という。）は、2023 年 4 月 14 日現在、本投資法人の投資口 507,022 口（発行済投資口の 33.50%）を共同保有している。なお、当該大量保有報告書によれば、IAI は、いちごトラスト PTE との間で投資一任契約を締結し、いちごトラスト PTE から投資運用に関する権限の委託を受けており、かつ、全議決権を、いちごトラスト PTE と共同で行使することを合意している。また、IAM は、IAI との間で投資助言契約を締結し、全議決権を、IAI と共同で行使することを合意している。

なお、投信法上、規約の変更については投資主総会の特別決議が必要であるとされており（投信法第 93 条の 2 第 2 項第 3 号）、本投資法人スポンサー側投資主は、2023 年 4 月 14 日現在、その一存で、規約変更議案を否決できる立場にある。

２．事実関係から導き出される事項

（１）いちごトラスト PTE がいちごの支配株主であること

上記 1 に記載のとおり、いちごトラスト PTE は、本投資法人の資産運用会社であるいちご投資顧問の完全親会社であるいちごの発行済株式の 48.11%を保有している。なお、いちごの他の大株主については以下のとおり分散しており、いちごトラスト PTE の他には、いちごの主要株主（いちごの発行済株式の 10%以上を保有する株主）は存在しない。

2022 年 2 月 28 日現在

氏名又は名称	住所	所有株式数	発行済株式（自己株式を除く）の総数に対する所有株式数の割合（%）
いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（常任代理人 香港上海銀行東京支店カストディ業務部）	1 NORTH BRIDGE ROAD, 06-08 HIGH STREET CENTRE, SINGAPORE 179094（東京都中央区日本橋 3 丁目 11- 1 ）	225,108,200	48.11
日本マスタートラスト信託銀行株式会社（信託口）	東京都港区浜松町 2 丁目 11 番 3 号	27,693,100	5.92
MACQUARIE BANK LIMITED DBU AC（常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店）	LEVEL 6, 50 MARTIN PLACE SYDNEY NSW 2000 AUSTRALIA（東京都新宿区新宿 6 丁目 27 番 30 号）	22,653,000	4.84
モルガン・スタンレー MUFG 証券株式会社	東京都千代田区大手町 1 丁目 9 番 7 号 大手町フィナンシャルシティサウスタワー	20,019,452	4.28
BNYM SA/NV FOR BNYM FOR BNY GCM CLIENT ACCOUNTS M LSCB RD（常任代理人 株式会社三菱 UFJ 銀行）	ONE CHURCH PLACE , LONDON , E14 5HP UNITED KINGDOM（東京都千代田区丸の内 2 丁目 7-1 決済事業部）	16,471,822	3.52
SMBC 日興証券株式会社	東京都千代田区丸の内 3 丁目 3 番 1 号	9,130,700	1.95
上田八木短資株式会社	大阪府大阪市中央区高麗橋 2 丁目 4-2	8,298,300	1.77
MORGAN STANLEY SMITH BARNEY LLC CLIENTS FULLY PAID SEG ACCOUNT（常任代理人 シティバンク、エヌ・エイ東京支店）	1585 BROADWAY NEW YORK, NY 10036 U.S.A（東京都新宿区新宿 6 丁目 27 番 30 号）	8,124,800	1.74
NORTHERN TRUST CO.(AVFC) RE HSD00（常任代理人 香港上海銀行東京支店カストディ業務部）	50 BANK STREET CANARY WHARF LONDON E14 5NT, UK（東京都中央区日本橋 3 丁目 11-1）	7,785,900	1.66
シティグループ証券株式会社	東京都千代田区大手町 1 丁目 1-1	7,004,813	1.50
計	―	352,290,087	75.29

（上記の他、自己株式が 37,466,500 株）

また、いちごの 2022 年 2 月 28 日現在の総株主の議決権数は 4,678,875 個であるところ、いちごが開示している 2022 年 5 月 30 日付臨時報告書によれば、いちごの 2022 年 5 月 29 日開催の定時株主総会において行使された議決権の個数は最大で 3,471,639 個、議決権行使割合は約 74%である（なお、その前年の定時株主総会において行使された議決権の個数も概ね 350 万個程度であり、2022 年度の議決権行使割合と大差ない状況にある。）。このため、いちごの定時株主総会における例年の議決権行使割合を前提とすれば、いちごトラスト PTE は、いちごの役員選任議案について単独で可決・否決を左右できる立場にあり、いちごトラスト PTE が、事実上、いちごの取締役の選任権を通じていちごを支配し得る立場にあるということができる。

（2）いちごトラスト PTE が本投資法人の筆頭投資主として本投資法人における投資主総会に影響を与えることが可能な立場にあること

上記 1 に記載のとおり、いちごトラスト PTE は、いちご投資顧問、いちご、IAI 及び IAM と共同で（すなわち本投資法人スポンサー側投資主として）、本投資法人の投資口 507,022 口（発行済投資口の 33.50%）を保有している。投資法人の開催する投資主総会においては、投信法第 93 条に定めるみなし賛成の規定の適用があり得るが、みなし賛成が適用されることにより、本投資法人の全ての投資口について議決権が行使され、又は行使されたとみなされること（すなわち、行使率が 100%又はそれに近い水準となること）を前提としたとしても、いちごトラスト PTE は、本投資法人スポンサー側投資主として、本投資法人の投資主総会の特別決議事項を常に否決できる立場にある。

（3）いちごトラスト PTE がいちご投資顧問の完全親会社であるいちごの支配株主であり、かつ、本投資法人の投資主総会の特別決議事項を否決できる立場にあることにより、本投資法人の少数投資主の利益が害されうる構造となっていること

上記 1 に記載のとおり、いちごは、いちご投資顧問の完全親会社である。また、上記（1）及び（2）に記載したとおり、いちごトラスト PTE は、いちごの支配株主であり、かつ、他の本投資法人スポンサー側投資主と共に、規約の変更（投信法第 93 条の 2 第 2 項第 3 号）をはじめとする本投資法人の投資主総会の特別決議事項を否決できる立場にある。

加えて、上記 1 に記載のとおり、本投資法人の資産運用報酬は、他の上場不動産投資法人の資産運用報酬に比べ、対総資産比でも、対 NOI 比でも、高額な水準にあり、対総資産比の報酬料率に至っては、上場不動産投資法人 60 銘柄中最高の比率となっている。

更に、本投資法人がいちご投資顧問に支払う資産運用報酬が増額されれば（又は減額されなければ）、当該増額分にかかる利益（減額されなかった場合には減額された場合に失われていたであろう利益相当額）は、いちご投資顧問の利益の増加（又は損失の減少）として、いちご投資顧問の完全親会社であるいちごにその全てが帰属することになるのであって、いちごの発行済株式の 48.11%を保有するいちごトラスト PTE は、いちごが収受するいちご投資顧問に支払われる運用報酬の増額分にかかる利益（又は損失の減少）の約半分を享受できる立場にある。

なお、本投資法人がいちご投資顧問に支払う報酬が増額されれば（又は減額されなければ）、本投資法人の利益が減少（又は損失が増加）することになるが、いちごトラスト PTE は、本投資法人の発行済投資口の 32.41%のみを保有しているため、総体として見た場合にいちごトラスト PTE が得られる利益は、本投資法人がいちご投資顧問に支払う報酬が増額される（又は減額されない）ことによって、最大化されることになる。

このように、一般的には、投資法人が資産運用会社に支払う運用報酬が減少することが投資主利益に叶うとされており（実際、本投資法人は 2020 年に開催した投資主総会における説明資料において、資産運用報酬が減少するかのような図を示し、規約変更議案への賛成を呼びかけていた。）、本投資法人、ひいてはいちごトラスト PTE 以外の本投資法人の投資主にとっては、いちご投資顧問に対する資産運用報酬を下げることが投資主利益の最大化の観点からは好ましい。他方で、いちごトラスト PTE にとっては、本投資法人の資産運用報酬を増額する（又は減額させない）ことによって、すなわち、本投資法人の投資主利益に反する行為を行うことによって、自らの利益が最大化されることになる（実際上も、下記図表のとおり、本投資法人の第 31 期から第 34 期までにおいて、継続して、スポンサーへの分配金総額を上回る資産運用報酬がいちご投資顧問に対して支払われている。）。

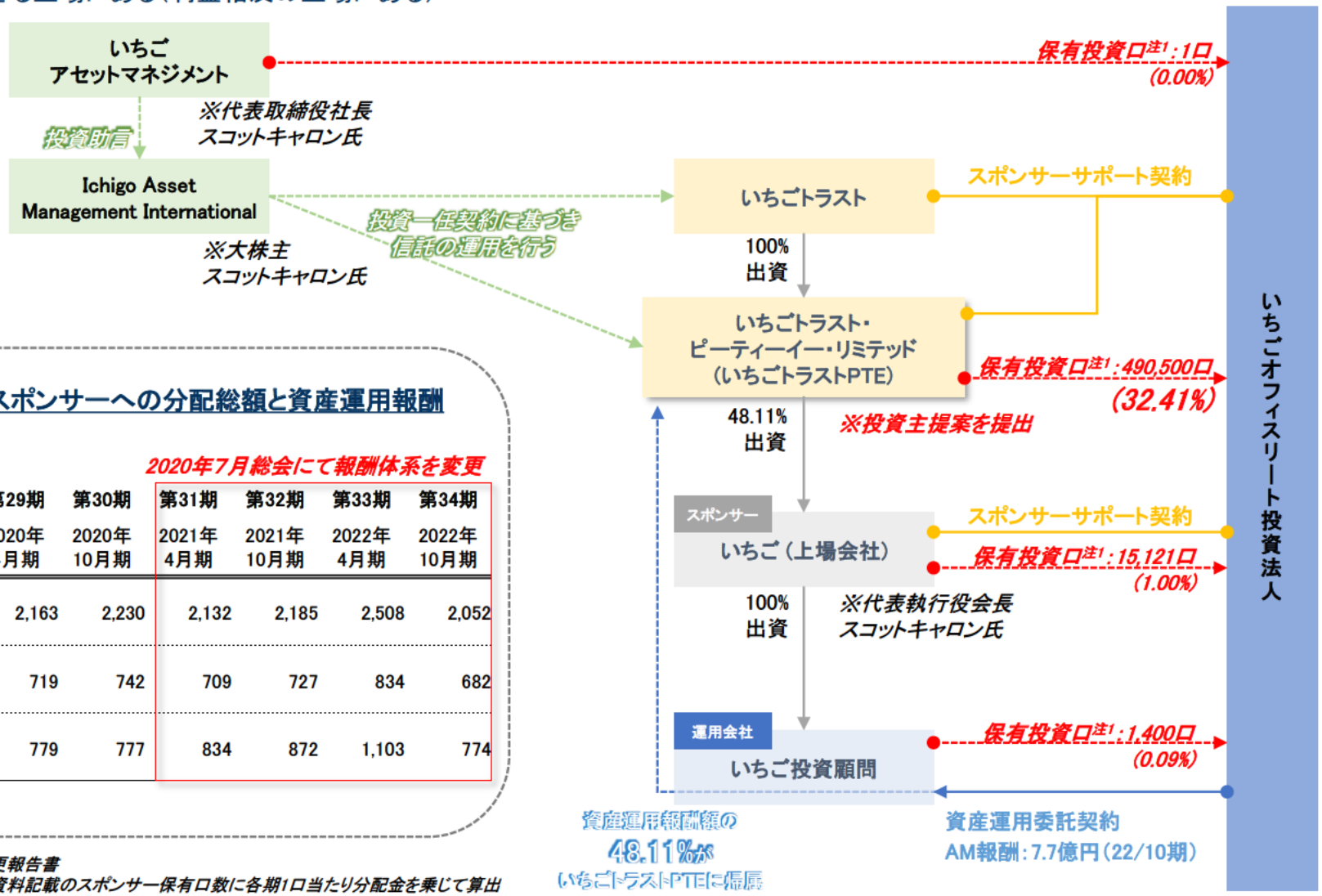
このように、いちごトラスト PTE といちごトラスト PTE 以外の本投資法人投資主との間には、いちご投資顧問に対する資産運用報酬の金額について利益相反が生じており、そのような利益相反状態があるにもかかわらず、資産運用報酬の金額を定める本投資法人規約の変更議案について、いちごトラスト PTE（を含む本投資法人スポンサー側投資主）が単独で拒否権を有し、いちごトラスト PTE にとって有利な本投資法人規約を維持し続けることができる構造となっている。

なお、このような関係性を図示すると以下のとおりとなる。

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 2020年4月期	第30期 2020年10月期	第31期 2021年4月期	第32期 2021年10月期	第33期 2022年4月期	第34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

別添1

いちごトラストPTEによる本投資主提案に係る投資主提案書の写し

（次頁以下のとおり）

2023年4月27日

〒100-0011
東京都千代田区内幸町一丁目1番1号　帝国ホテルタワー17階
いちごオフィスリート投資法人
執行役員　福永　隆明　様

〒105-0001
東京都港区虎ノ門1丁目16番4号
アーバン虎ノ門ビル7階
金川国際法律事務所
電話　03-6206-6652
FAX　03-6206-6653

いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド
代理人

弁護士　金　川　創
同　菊　田　淳

投　資　主　提　案　書

前略　当職らは、いちごトラスト・ピーティーイー・リミテッド（以下「本投資主」といいます。）の代理人として、以下のとおり通知いたします。

本投資主は、いちごオフィスリート投資法人（以下「本投資法人」といいます。）の発行済投資口の1%以上の口数の投資口を6か月前から引き続き有する投資主として、投資信託及び投資法人に関する法律第94条第1項及び会社法第303条第2項に基づき、2023年6月開催予定の本投資法人の投資主総会（以下「本投資主総会」といいます。）において、下記第1に記載する議題（以下「本議題」といいます。）を本投資主総会の目的とすることを請求いたします。また、本投資主総会において、本議題について、下記第2に記載する議案（以下「本議案」といいます。）を提出する予定ですので、投資信託及び投資法人に関する法律第94条第1項及び会社法第305条第1項に基づき、本議案の要領について本投資主総会に係る招集通知に記載することを請求いたします。

本投資主は、本投資法人の前身投資法人を含め2008年より14年超にわたり本投資法人の筆頭投資主であり、ESG（環境・社会・ガバナンス）重視のエンゲージメントを行う長期投資家です。日本株に特化した長期運用により投資先の価値向上と持続的成長の支援をさせていただき、投資を通じて社会へ貢献することを存在意義としております。

上場投資法人への投資において、すべての投資主の希望は「1口当たり分配金と投資口価値の最大化」です。幸いなことに本投資法人の長期的なリターンはその期待に添う優れた結果であり、東証リート指数を大きく凌駕しています。現にBerkeley Global, LLC（以下「BG」といいます。）による臨時投資主総会の招集請求開示時点（2023年3月17日）において、本投資法人の1年、3年、10年のトータルリターンは、それぞれ+9.73%、+46.97%、+129.23%となっています。また、同期間における東証リート指数に対する超過リターンは、+13.11%、+17.16%、+62.52%と、大きくアウトパフォームしています。

本投資主は、上記の成果に加え、本投資法人の徹底した投資主目線の運用哲学とその実践を深く信頼しており、中長期的な投資主価値の最大化を目的とした「完全成果報酬」に賛同しております。

第1　提案する議題

議題1　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件
議題2　規約一部変更（譲渡成果報酬の変更）の件
議題3　規約一部変更（被合併時成果報酬の変更）の件
議題4　規約一部変更（被買収時成果報酬の変更）の件
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
議題7　規約一部変更（役員報酬上限変更及び投資主総会決議要件の付加）の件
議題8　規約一部変更（役員人数上限設定）の件

第2　議案の要領及び提案の理由等

1　議題1　規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件

(1) 議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第1項「収益・分配金成果報酬」に規定する計算式を次の通り変更する。

収益・分配金成果報酬＝収益・分配金成果報酬控除前1口当たり分配金×NOI×0.0048%

(2) 提案の理由

前述の通り、本投資主は、本投資法人の徹底した投資主目線の運用姿勢を深く信頼し、中長期的な投資主価値の最大化を目的とした「完全成果報酬」に賛同しております。

資産運用報酬の水準はDPUの多寡に影響を与えますが、不動産のように個別性が高く、資産価値の経年劣化が前提となる資産クラスでは、むやみな手数料率の引き下げは競争力のある運用の維持追求には繋がりえず、むしろ「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きかねません。特に、本投資法人においては、他上場不動産投資法人との差別化を図るため、価値向上のポテンシャルの高い物件を取得し、スポンサー企業であるいちご株式会社の専門的ノウハウと不動産価値向上力を活用しており、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をポートフォリオのメインターゲットとしている以上、運用品質の維持は至上命題です。

一方、本投資主は機関投資家として最終顧客であるアセットオーナーに対して受託者責任を負っており、資産運用会社の責務の一つは、運用効率の向上に常に取り組み、数年ごとにその効率性向上の成果を報酬料率の引き下げとして投資主に還元することであると考えております。よって、現「収益・分配金成果報酬」の料率設定から約3年が経過いたしましたので、その料率を0.0054%から約10%引き下げ、0.0048%とすることを提案いたします。本料率の変更が、投資主の分配金向上に少しでも寄与するとともに、運用効率のさらなる向上へのモチベーションに繋がることを期待いたしております。

2　議題2　規約一部変更（譲渡成果報酬の変更）の件

(1) 議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第2項「譲渡成果報酬」を次の通り変更する。

本投資法人が当該決算期に係る営業期間において不動産関連資産を譲渡し、譲渡成果報酬の控除前に譲渡益が発生した場合において、当該譲渡成果報酬控除前譲渡益に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。

譲渡成果報酬＝譲渡成果報酬控除前譲渡益×15%

ただし、当該決算期以前（当該決算期を含む。）に行ったすべての不動産関連資産の譲渡により計上した譲渡益を加算し、譲渡損を減算した累計金額が負となる場合は0とする。なお、本項に基づき譲渡成果報酬が発生した場合には、第1項「収益・分配金成果報酬」において算出される当該決算期における収益・分配金成果報酬の額を当該譲渡成果報酬に相当する額だけ減算するものとする。

支払時期は、本投資法人の当該営業期間の決算期から 3 か月以内とする。

(2) 提案の理由

資産運用会社は、投資主から資金を預かり、当該資金を投資主のために運用する業務の対価として報酬を得る以上、運用資産の規模、また取得・譲渡の取引に連動する報酬体系では無く、むしろ投資主の享受し得る利益に連動させる報酬体系を構築することが投資主の利益に適うと考えております。具体的には、投資口1口当たりの価値をどれだけ向上させたか（どれだけの成果を出せたか）を基準に報酬を払う仕組みとすべきであり、本投資法人の現行の報酬体系は、まさにかかる基本コンセプトを体現した素晴らしい仕組みと考えます。したがって、この報酬哲学と報酬体系を維持することは、投資主全体の利益に資すると本投資主は強く信じております。

譲渡成果報酬は、上記の理念の下、譲渡益が計上される場合にのみ発生し、投資主と運用会社の利益を一致させる本投資法人の「完全成果報酬」の報酬体系を具現化したものであります。資産運用会社が本投資法人の保有資産に対する価値向上に積極的に取り組み、その価値向上を実現した資産を売却し、実現した譲渡益を現投資主に分配することがまさに運用会社に求められている役割です。かかる役割を果たせた場合にのみ、その成果の度合いに応じて報酬が発生する本報酬体系の維持は投資主価値の最大化に資するものと考えております。

積極的な価値向上と譲渡益の実現を促進する本報酬体系はコロナ渦の真っ最中であった2020年7月の本投資法人総会で承認されました。当時、コロナ禍をきっかけとしたテレワークの普及等に起因して、オフィス業界の先行きが不透明となる中、有事の際の起死回生の一手として、本投資法人の資産価値を維持・向上させる対価として導入された制度と認識しております。平時に戻ったこのタイミングで、このインセンティブを現状のままで維持する必要性が少なくなったと考えております。具体的な修正としては、今後譲渡成果報酬が発生する場合には、当該報酬相当額を収益・分配金成果報酬から減算することを提案いたします。

なお、BGより提案されている取得報酬・譲渡報酬は、それぞれ取得価格・譲渡価格に対し0.5%の料率を掛けるものであり、どちらも利益の有無に関係なく、対象となる資産の多寡に応じて報酬が発生いたします。例えば、ある物件を取得し、運用がうまく行かず含み損を抱えて譲渡することとなった場合、投資主が損失を被るにもかかわらず、資産運用会社に報酬が発生するという投資主価値と連動性のない報酬体系であり、本投資法人の投資主価値最大化に資するものではありません。

3 議題3 規約一部変更（被合併時成果報酬の変更）の件

(1) 議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第3項「被合併時成果報酬」を次の通り変更する。

「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合」（以下で定義される。）において、当該合併に係る合併契約において定められる合併比率（割当比率）の交渉に際して本投資法人が第三者から取得し、当該合併にかかる開示書類の中でその算定結果が開示される合併比率算定書の算定の基礎とされた資料（以下「本算定資料」という。）に基づき算出される「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」（以下に定義される。）から「被合併契約締結時 1 口当たり純資産額」（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被合併契約締結時 1 口当たり含み益」という。）に、当該合併に係る合併契約締結時点における本投資法人の発行済投資口の総口数（以下「発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。

被合併時成果報酬＝「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（被合併契約締結時）」×15%　（ただし、「被合併契約締結時 1 口当たり含み益」が負となる場合は 0 とする。）

ここで「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合」とは、本投資法人と他の投資法人との合併（新設合併及び吸収合併を含む）のうち、当該合併にかかる合併契約締結時点における本投資法人の資産運用会社が、当該合併時に本投資法人の保有資産等を承継する投資法人の資産運用会社とならない場合をいうものとする。

また、「被合併契約締結時 1 口当たり投資口価値」とは、「本算定資料」に基づき算定される本投資法人の純資産額（ただし、被合併時成果報酬を控除する前の金額をいう。以下、同じ。）に、不動産関連資産の含み益を加算し、不動産関連資産の含み損を減算した上で、「発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）」で除した金額をいうものとする。
さらに、「被合併契約締結時 1 口当たり純資産額」とは、「本算定資料」に基づき算定される本投資法人の純資産額を発行済投資口の総口数（被合併契約締結時）で除した金額をいうものとする。

被合併時成果報酬は、当該合併に係る合併契約締結時点において、当該合併が発効することを停止条件として発生するものとし、その支払時期は、当該合併の効力発生日から 1 か月以内とする。

(2) 提案の理由

収益・分配金成果報酬や譲渡成果報酬は、基本的に、決算期毎にその期中に顕在化し、投資主が享受した運用成果をベースに支払われる報酬です。そのため、資産運用会社が中長期的視点から実施した様々な運用行為（例えば、将来の売却益を目指して、より安価な価格で物件を仕入れるソーシング行為や、物件価値を高めるための効率的な資本的支出、最適なタイミング及び価格での物件売却等）のうち、当期において、その成果を投資主が享受しえない運用成果に対する報酬は必ずしも支払われておりません。資産運用会社が、継続的に本投資法人の運用を担っている限り、かかる中長期的観点で実施された運用行為による潜在的な成果も、いずれかのタイミングで顕在化し、譲渡成果報酬等として、資産運用会社に払い出されることとなります。

他方、合併や買収というイベントを通じて、資産運用会社の変更が突如として実施される場合、当該中長期的観点からの運用行為の成果が報酬という形で資産運用会社へ支払われる前に、その契約関係が終了します。かかる事態が発生した際に、中長期的観点から実施された運用行為の果実が潜在的に存在しつつも、報酬化すべきイベント（例えば、含み益を抱える不動産関連資産の売却）が実施されていないために、本来、当該資産運用会社に帰属すべき成果報酬が支払われない仕組みを放置することは、資産運用会社が中長期観点から運用努力を継続するインセンティブを喪失させることを意味し、結果的に、投資主全体の利益に反する事態を招来します。

被合併時成果報酬は、かかる問題を避け、投資主全体の利益を図るため、合併を通じて資産運用会社が変更される場合において、その時点までに本投資法人の資産運用会社として投資口 1 口当たりの価値向上に貢献した度合い（具体的には、合併にかかる合意成立時点で本投資法人が保有する不動産関連資産の投資口 1 口当たりの含み益）に応じて払い出される報酬です。したがって、単に運用資産の規模拡大を志向し、実際に効率的な運用成果が上がっておらず、含み損が発生している場合には、報酬は一切発生しません。他方、投資口 1 口当たりの含み益を増加させる具体的方法としては、不動産関連資産を可能な限り安く購入し、そのポテンシャルを見極めて一定の資本的投資を実行し、投資対象不動産の価値を高めるしかありませんが、被合併時成果報酬を導入・維持することで、投資口 1 口当たりの価値を高めるべく、このような中長期的な努力を継続することに対する強いインセンティブを資産運用会社に与えることが可能となります。

他方、BG は、被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬が資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系であると言い、本投資法人の 2020 年 7 月総会決議を通じて変更する前に本投資法人が採用していた合併報酬に類似する報酬体系を提案されました。しかし、当該報酬体系は、投資主

の利益では無く運用資産の規模拡大に連動する報酬体系であり、運用の成果、例えば、将来の売却益を目指して、より安価な価格で物件を仕入れているか否かにかかわらず、拡大した運用資産の評価額に連動して報酬を機械的に得られる報酬体系です。そもそも被合併時成果報酬は、運用資産の規模に連動する報酬体系の弊害に着目し、むしろ運用成果（投資口1口当たりの価値向上）に着目して設定された報酬体系です。

加えて、BGは被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬を買収防衛策であると指摘していますが、本投資主は、本報酬体系の効果は真逆であると考えます。通常、資産運用会社変更（スポンサー変更）を前提とした合併提案や買収提案を受けた場合、かかる提案の受諾は、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ます。しかし、本投資法人は、予め含み益に対して15%の報酬の即時実現が保証されているため、かかる仕組みが組み込まれていない通常のケースと異なり、むしろ積極的に合併や買収を受け入れるインセンティブが働くこととなります。また、かかる仕組みが予め組み込まれていることにより、スポンサー変更を前提とした買収や合併提案に備えて、平時においても投資主のために1口当たり投資口価値を最大化する強いインセンティブ効果が得られるものです。

以上のとおり、投資口1口当たりの価値向上という運用成果に対して報酬を支払うという本投資法人の報酬体系は維持されるべきと考えております。他方で、現在の規約における被合併時成果報酬の内容には、かならずしも明確で無い部分も含まれているので、内容の明確化を図るため、被合併時成果報酬について以下の変更を提案させて頂いた次第です。

- 被合併時成果報酬は、合併を機に、資産運用会社の本投資法人の企業価値向上に対する長期にわたる貢献を評価することを目的とした報酬という位置づけであるため、現規定の「合併提案に応じて」の元々の意図するところは、合併を機に、資産運用会社が変更される場合を想定していたと理解しております。そこで、端的に、その点を明確化するため、「合併提案に応じて」というコンセプトを削除し、合併を機に資産運用会社が変更される場合に本報酬が支払われるという趣旨を明確化いたしました。

- 現規約上、被合併時成果報酬は、不動産関連資産の含み益の15%相当額を報酬額とする趣旨であると説明されており、投資口1口当たりの価値向上という中長期的な運用成果達成に向けた強いインセンティブを資産運用会社に与えるという報酬目的に照らして合理的な水準であると本投資主は理解しております。他方、現在の規約上「合併比率（割当比率）に基づき算出される本投資法人の投資口価格」と規定されている部分については、必ずしも一義的に価格が明らかとなりません。そこで、上記趣旨を勘案し、計算基準の明確性を確保するため、あらたに「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」という概念に置き換え、以下の通り定義し直しております。

  「被合併契約締結時1口当たり投資口価値」とは、「相手方との合併交渉に際して取得する算定書の基礎とされた資料に基づき算出される『（被合併時成果報酬控除前の純資産額＋不動産関連資産の含み益－不動産関連資産の含み損）÷合併契約締結時点の発行済投資口数』」

- なお、上記計算式において、算定の基準となるタイミングを合併の効力発生時点では無く、合併契約締結時点とした背景につき補足しますと、実務上は、合併契約が締結されてから、実際に合併が効力を発効するまで、一定の期間を要することとなり、その間、両投資法人の資産状況は変化しえるものの、投資主は、その後の両投資法人の資産状況の変化にかかわらず合併契約締結時に決定された合併比率に基づき、合併の果実を享受することとなります。そこで、本投資法人の投資主の享受する利益と資産運用会社が取得する報酬とを連動させることで、所謂セイムボートと言われる状況を実現するために導入した成果報酬である以上、合併比率が決定された時点での含み益を基準に報酬額を算定することが公平であると考え、合併比率算定書の基礎資料に基づき算出することといたしました。

- 最後に、合併にともなう成果報酬である以上、合併が発効しなければ、当然に報酬が支払われないことは明らかであったと理解しておりますが、かかる点をさらに明確化すべく、合併の効力発生を報酬発生の停止条件と明記しております。この結果、合併契約を締結したにもかかわらず、何らかの事情や状況変化によって最終的に合併が発効しなかった場合には、本報酬は発

生しないという点がより明確化されております。

4　議題4　規約一部変更（被買収時成果報酬の変更）の件

(1)　議案の要領

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第4項「被買収時成果報酬」を次の通り変更する。

「本投資法人が買収される場合」（以下で定義される。）において、当該買収に係る公開買付価格から「被買収時1口当たり純資産額」（以下で定義される。）を減じた金額（以下「被買収時1口当たり含み益」という。）に、当該買収に係る公開買付けにより買収された本投資法人の投資口（ただし、当該公開買付け完了後に少数投資主保有の投資口に係るスクイーズアウト手続（以下「本スクイーズアウト手続」という。）を実施することが予定されている場合においては、本スクイーズアウト手続を通じてキャッシュアウトされる投資口（以下「被スクイーズアウト投資口」という。）を含む）の総口数（以下「被買収投資口数」という。）を乗じ、かかる金額に15%の料率を乗じて得た金額。すなわち、以下の計算式で算出される。

被買収時成果報酬＝「被買収時1口当たり含み益」×「被買収投資口数」×15%　（ただし、「被買収時1口当たり含み益」が負となる場合は0とする。）

ここで「本投資法人が買収される場合」とは、公開買付けの方法により本投資法人の投資口が本投資法人又は本投資法人の資産運用会社以外の第三者によって取得され、当該公開買付期間の末日時点における本投資法人の資産運用会社（以下「現資産運用会社」という。）が当該公開買付けの終了後に変更される場合をいうものとする。
また、「被買収時1口当たり純資産額」とは、当該買収に係る公開買付期間の末日時点における本投資法人の純資産額（ただし、被買収時成果報酬を控除する前の金額をいう。）を同時点における本投資法人の発行済投資口の総口数で除した金額をいうものとする。

被買収時成果報酬は、当該買収に係る公開買付期間の末日後、現資産運用会社が本投資法人の資産運用会社の地位を喪失した時点（ただし、本スクイーズアウト手続が予定されている場合には、被買収時成果報酬のうち被スクイーズアウト投資口に対応する部分については、本スクイーズアウト手続の完了時点）で発生するものとし、その支払時期は、当該公開買付期間の末日後、現資産運用会社が本投資法人の資産運用会社の地位を喪失した時点（ただし、被買収時成果報酬のうち被スクイーズアウト投資口に対応する部分ついては、本スクイーズアウト手続の完了時点）から1か月以内とする。

(2)　提案の理由

上記2(2)で述べたとおり、本投資法人の資産運用会社に対する報酬は、投資口1口当たりの価値向上を実現させたことに対する対価という理念に基づき設計されており、この点は被買収時成果報酬においても変わることはありません。被買収時成果報酬も投資口1口当たりの価値向上に貢献した度合い（具体的には、買収される時点で保有する不動産関連資産の投資口1口当たりの含み益）を基準として計算され、当該不動産関連資産に含み益が存在しない場合は、報酬は発生しません。不動産資産を可能な限り安く購入し、そのポテンシャルを見極めて価値向上の取組みを実行することで、資産価値を高め、もって投資主価値の向上が果たせます。被買収時成果報酬は、投資口1口当たりの価値を高めるべく、資産運用会社に対して、このような中長期的な努力を継続することにインセンティブを与え、投資主と運用会社の価値を一致させる報酬体系です。

本投資法人の投資主であるBGによる本招集請求においては、被買収時成果報酬が、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く（具体的には、公開買付け時に資産運用会社が役務を提供するわけではない）こと、並びに本投資法人及び資産運用会社が公開買付けの当事者でないことから被買収時成果報酬が不合理であるとの批判を展開しております。しかしながら、そもそも被買収時成果報酬は、公開買付け時点の役務の提供に着目して設定されたものではなく、上記のとおり中長期的観点からの運用成果（投資口1口当たりの価値向上）に着目して設定された報酬体系として、投資主価値の最大化に資する制度であることは既に述べたとおりです。

以上から、本投資主は、被買収時成果報酬のコンセプトは維持されるべきと考えております。他方で、現在の規約における被買収時成果報酬の内容にはかならずしも明確で無い部分も含まれているので、内容の明確化を図るため、被買収時成果報酬について以下の変更を内容とする変更案を提案させて頂いた次第です。

- 被合併時成果報酬と同様に、買収を機に、資産運用会社が変更される場合にのみ被買収時成果報酬が発生する内容であることを明確化させていただきました。投資口 1 口当たりの価値向上に対する報酬というコンセプトの下、買収を機に資産運用会社が変更する場合には同資産運用会社の本投資法人の企業価値向上に対する長期にわたる貢献を評価すべきである一方、一部投資口のみの公開買付けを通じて買収する場合において、買収後も引き続き同資産運用会社が残る場合には、買収後もさらなる企業価値向上の機会が残されます。そこで、本投資法人の投資口の一部又は全部が公開買付けを通じて買収され、かつ現資産運用会社が当該買収を機に資産運用会社とならなくなる場合にのみ報酬が発生するものとしております。
- 買収者により公開買い付け後にスクイーズアウト手続が実施される可能性を考慮し、同手続が実施される場合には被スクイーズアウト投資口を追加的報酬計算の基準に含める点、及び当該追加報酬の発生もスクイーズアウト手続の完了時点とする旨を明確化しました。

5　議題 5　執行役員鍵山卓史選任の件

(1) 議案の要領

以下の執行役員候補者を執行役員として選任する。

候補者　鍵山卓史（1956 年 4 月 17 日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

1980 年 12 月	アーサー・アンダーセン・アンド・カンパニー	
1984 年 8 月	カリフォルニア州公認会計士	
1985 年 6 月	株式会社熊谷組　北米支店	
1990 年 5 月	ベアリング証券会社 東京支店	
1994 年 6 月	リーマン・ブラザーズ証券会社　東京支店	
1996 年 5 月	D.E.ショー証券会社　東京支店	
1998 年 6 月	モルガン・スタンレー証券会社　東京支店	
		チーフ・オペレーティング・オフィサー
2001 年 1 月	同社	マネージング・ディレクター
2003 年 1 月	同社	株式統括本部営業部門長
2005 年 10 月	同社	株式統括本部長
2006 年 4 月	モルガン・スタンレー証券株式会社	
		代表取締役
2010 年 5 月	三菱 UFJ モルガン・スタンレー証券株式会社（出向）	
		執行役員 業務本部副本部長（特命担当）
2011 年 4 月	同社（出向）	執行役員 業務運営本部・営業本部・法人本部副総括（特命担当）
2020 年 4 月	同社	出向解除
2021 年 8 月	UBS SuMi TRUST ウェルス・マネジメント株式会社	
		監査役（非常勤）（現任）

（注1） 上記執行役員候補者は、2023 年 4 月 26 日現在、本投資法人の投資口を保有していません。

（注2） 上記執行役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

なお、本議案における執行役員の任期は、本投資法人の現行規約第 19 条第 3 項の定めに基づき、現執行役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法人が現行規約第 9 条第 2 項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

(2) 提案の理由

鍵山卓史氏は、国内外の資本市場に精通し、豊富な経験と幅広い知識を有するグローバル経営者です。資本市場、コーポレート・ファイナンス、資産運用業、ESG 及びコンプライアンスに関する高い見識の下、投資主が本投資法人に期待する投資主価値の最大化を強力に推進するという観点から、執行役員としての職責を担うことが期待できます。

とりわけ、投資家ニーズと投資業務への深い理解、優れたコミュニケーション能力、ネイティブ並みの英語力を活かし、国内投資家のみならず、本投資法人の投資口の大半を保有する海外機関投資家と直接コミュニケーションを取ることも可能であり、投資家のニーズを把握した上で執行役員としての職責を担うことが期待されます。

その結果、グローバル・ベスト・プラクティスの実践を期待した優良な長期投資家による本投資法人への投資の呼び込みにも大きく貢献できるものと期待いたしております。

不動産投資信託におけるフィデューシャリー・デューティー（受託者責任）は、投資主の信頼に応え、最善の投資リターンを追求することであり、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、本投資法人の執行役員として同氏の選任をお願いするものです。

6 議題 6 監督役員丸尾友二選任の件

(1) 議案の要領

以下の監督役員候補者を監督役員として選任する。

候補者 丸尾 友二（1971 年 8 月 21 日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

1994 年 4 月	株式会社フジタ	
2002 年 10 月	株式会社明豊エンタープライズ	
2006 年 8 月	同社	執行役員 シェルゼ第 1 事業部長
2007 年 4 月	同社	執行役員 シェルゼ事業本部副本部長兼シェルゼ第 1 事業部長
2007 年 8 月	同社	常務執行役員 シェルゼ事業本部副本部長兼シェルゼ事業部長
2008 年 8 月	同社	執行役員 シェルゼ事業部長
2008 年 10 月	同社	取締役執行役員 シェルゼ事業部長
2009 年 2 月	同社	取締役執行役員 シェルゼ事業部長兼シェルゼ販売事業部長
2009 年 11 月	同社	取締役執行役員 営業本部長兼事業開発部長
2010 年 11 月	同社	取締役常務執行役員 営業本部長兼事業開発部長
2012 年 3 月	株式会社サンクレール	執行役員
2014 年 10 月	株式会社エクイティ・パートナーズ	代表取締役（現任）
2015 年 6 月	株式会社サンクレール	専務取締役
2018 年 6 月	同社	代表取締役（現任）

（注1） 上記監督役員候補者は、2023 年 4 月 26 日現在、本投資法人の投資口を保有していません。

（注2） 上記監督役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

なお、本議案における監督役員の任期は、本投資法人の現行規約第 19 条第 3 項の定めに基づき、現監督役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法人が現行規約第 9 条第 2 項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

(2) 提案の理由

丸尾友二氏は、本投資法人の主な投資対象である中規模物件の開発、売買、リーシングに一貫して取り組み、不動産マーケットと実務に精通し、豊富な経験を有するプロの不動産経営者です。

同氏は、環境にも配慮したサステナビリティ重視の不動産の重要性が世界的に注目される 10 年

以上前から、建物の省エネルギー化、長寿命化に着目し、断熱性能の高度化を主軸にした高環境物件を技術的に追求しており、経済性、居住性を総合した物件を開発し続けた実績は、メディアにおいても度々取り上げられてまいりました。このような同氏の実績は、本投資法人の投資方針、ESG重視、成長戦略と極めて合致するものです。

また、同氏の上場企業における豊富な経営経験、会社設立後の個人投資家への不動産コンサルティング経験は、本投資法人の運用、コンプライアンス及びリスクマネジメントにおいて、投資主本位のガバナンスに大きく寄与するものと期待いたしております。

長年にわたる経験に裏付けされた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ものと考え、本投資法人の監督役員として同氏の選任をお願いするものです。

7　議題7　規約一部変更（役員報酬上限変更及び投資主総会決議要件の付加）の件

(1) 議案の要領

本投資法人の規約第20条を次の通り変更し、また、以下の附則を追加する。

第 20 条（役員の報酬の支払基準）

本投資法人の役員の報酬の支払基準及び支払の時期は、次の通りとする。

(1) 各執行役員の報酬は、一人当たり月額72万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として投資主総会の普通決議で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある執行役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として執行役員としての地位を失い、かつ、当該執行役員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該執行役員に対し、退職慰労金として、当該執行役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該執行役員に対して執行役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該執行役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。

(2) 各監督役員の報酬は、一人当たり月額45万円を上限とし、一般物価動向、賃金動向等に照らして合理的と判断される金額として投資主総会の普通決議で決定する金額を、毎月、当月分を当月末日までに支払う。なお、ある監督役員がその任期満了前に合併その他の組織再編を理由として監督役員としての地位を失い、かつ、当該監督役員が当該組織再編に関連して同等の地位に就任しない場合には、当該監督役員に対し、退職慰労金として、当該監督役員に対して 2 年間の任期中に支払われる予定であった月額報酬の総額と、当該監督役員に対して監督役員としての地位を失うまでに本投資法人より現実に支払われた報酬の総額との差額を支払う。ただし、当該監督役員が法令に従いその職務を遂行することができないことを理由に解任された場合にはこの限りでない。

（附則）

本規約第20条の変更は、2023年6月開催予定の投資主総会の次に開催される投資主総会（以下「次回投資主総会」という。）の日からその効力を生ずるものとする。本附則は、次回投資主総会の日をもってこれを削除する。

(2) 提案の理由

適切な役員報酬水準は投資主にとって極めて重要です。役員報酬の透明性・客観性の確保を目的として、役員報酬を投資主総会の決議事項とすることを提案いたします。

また、執行役員及び監督役員の報酬上限額を1割削減し、執行役員については上限月額72万円、監督役員については上限月額45万円とすることを提案させていただきます。

上記の提案により、役員報酬は投資主本位の決定プロセスとなり、投資主が投資主総会で物価・

賃金動向や本投資法人の実績を考慮しつつ、適切な役員報酬を決定・承認する権利を有することとなります。なお、現時点では、既存役員もいらっしゃることから、次回の投資主総会以降、かかる新ルールを適用する前提で変更案を提案させていただきます。

8　議題 8　規約一部変更（役員人数上限設定）の件

(1) 議案の要領

本投資法人の規約第 18 条を次の通り変更し、また、以下の附則を追加する。

第 18 条（役員の員数及び役員会の構成）

本投資法人の執行役員は 1 名以上、監督役員は 2 名以上（ただし、執行役員の数に 1 を加えた数以上とする。）とし、すべての役員（執行役員及び監督役員をいう。以下同じ。）は役員会を構成する。本投資法人の役員は 5 名以内とする。

（附則）

本規約第 18 条の変更は、2023 年 6 月開催予定の投資主総会の次に開催される投資主総会（以下「次回投資主総会」という。）の日からその効力を生ずるものとする。本附則は、次回投資主総会の日をもってこれを削除する。

(2) 提案の理由

本投資主総会において、役員選任議案が可決された場合、役員が増員することとなりますが、本投資法人の役員報酬の負担が過大とならないよう配慮する必要があります。本投資法人が過度の役員数を抱える状況を長期間にわたり継続することは避けるべきであり、役員人数の上限を最大 5 名とすべきと考えます。

上記のような観点から、次回の投資主総会以降は、役員の人数を合計 5 名以内とする変更案を提案させて頂いた次第です。

草々

別添2

請求人による本投資主総会招集請求に係る投資主総会招集請求書の写し

（次頁以下のとおり）

２０２３年３月１７日

〒１００－００１１
東京都千代田区内幸町一丁目１番１号
いちごオフィスリート投資法人
執行役員　福永　隆明　殿

〒１０２－００８３
東京都千代田区麹町四丁目５番２１号
紀尾井町ＰＲＥＸ８階
ひふみ総合法律事務所
Ｂｅｒｋｅｌｅｙ　Ｇｌｏｂａｌ，
ＬＬＣ代理人
弁護士　矢田　悠
弁護士　小島　冬樹
弁護士　髙橋　可奈
弁護士　神村　泰輝

投資主総会招集請求書

いちごオフィスリート投資法人（以下「本投資法人」といいます。）の投資主であるＢｅｒｋｅｌｅｙ　Ｇｌｏｂａｌ，ＬＬＣ（以下「請求人」といいます。）は、

6か月以上前より引き続き本投資法人の発行済投資口の100分の3以上の口数の投資口を有するところ、投資信託及び投資法人に関する法律第90条第3項により準用される会社法第297条第1項に基づき、下記のとおり、本投資法人の投資主総会を招集することを請求いたします。

記

1　別紙1第1記載の投資主総会の目的である事項を目的とする投資主総会を開催すること

2　別紙1第2記載の議案の要領及び提案の理由を、上記投資主総会の招集通知及び投資主総会参考書類に記載すること

なお、別紙１記載の投資主総会の目的事項のうち「（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件」、「（２）規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件」、「（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件」及び「（６）規約一部変更（役員報酬上限設定）の件」については、新旧対照表を別途お送りしますので、投資主の理解促進の観点から、投資主総会参考書類へ掲載頂くようお願いいたします。

また、２０２３年４月３０日までに、書面により、投資主総会招集通知発出予定日及び投資主総会開催予定日をご回答ください。なお、本投資法人における基準日投資主を確定するための費用を最小化しつつ、別紙１記載の投資主総会の目的事項について可及的速やかに投資主の判断を仰ぐため、投資主総会の開催予定日は、基準日である２０２３年４月３０日から８週間以内の日とすることを要請いたします（なお、念のためですが、２０２３年４月３０日を基準日とすることができなくなる、２０２３年８月１日以降の日を総会の開催日とする

投資主総会を招集することは、投資主に無用のコストを負担させるものである点、重ねて申し添えます。）。

投資主総会招集通知発出予定日及び投資主総会開催予定日について２０２３年４月３０日までにご回答を頂けない場合又はご回答頂いた投資主総会開催予定日が２０２３年４月３０日から８週間以内の日ではない場合には、遅滞なく投資主総会の招集手続を行っていただく見込みがないものとして、請求人は、関東財務局長に対して、投資主総会招集許可申立てを行うことも検討せざるを得ませんので、ご承知おき下さい。

なお、本投資主総会招集請求書の添付書類として、別紙２記載の書類を別途提出いたします。

（別紙１）

第１　投資主総会の目的である事項

（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件

（２）規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件

（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件

（４）執行役員杉原亨選任の件

（５）監督役員藤永明彦選任の件

（６）規約一部変更（役員報酬上限設定）の件

第２　議案の要領及び提案の理由

（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件

【議案の要領】

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」第１項「収益・分配金成果報酬」中の「０．００５４％」を「０．００３６％」に変更する。

【提案の理由】

本投資法人は、２０２０年７月開催の投資主総会（以下「２０２０年投資主総会」といいます。）において、資産運用報酬体系を全面的に変更し（以下「本報酬変更」といいます。）、「収益・分配金成果報酬」、「譲渡成果報酬」、「被合併時成果報酬」、「被買収時成果報酬」からなる資産運用報酬体系を新設しました（以下、本報酬変更前の資産運用報酬体系を「旧報酬体系」、本報酬変更後の資産運用報酬体系を「新報酬体系」といいます。）。

しかし、新報酬体系は、本「（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件」並びに下記「（２）規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件」及び「（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件」にて変更をご提案するとおり、投資主価値の向上に資するものではありません。

加えて、下記「（４）執行役員杉原享選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行った開示は、投資主の誤解を招く内容であ

り、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えています。

詳細は下記ア乃至ウのとおりですが、本議案にて料率の変更をご提案する「収益・分配金成果報酬」は、非常に高額な水準となっており、本投資法人の外部成長が著しく停滞している状況でこのような高額な資産運用報酬が支払われることは、それ自体が不適切であることに加え、本投資法人の外部成長を妨げうる要因となります。したがって、請求人は、「収益・分配金成果報酬」を適切な水準まで引き下げ、外部成長が行いやすい環境を作るため、「収益・分配金成果報酬」の料率の変更が必要であると考えます。

ア　本投資法人の外部成長が停滞していること

本投資法人は、２０１６年５月の公募増資を最後に、７年間にわたって公募増資を伴う外部成長の実績がなく、資産規模の拡大が実現されておりません。２０１６年５

月以降公募増資を伴う外部成長が実現できていない上場不動産投資法人は、本投資法人を含めて三投資法人のみであり（なお、その内の一投資法人は合併を行っています。）、本投資法人の外部成長は、他の上場不動産投資法人との対比でも著しく停滞しております。

イ　資産運用報酬が極めて高額な水準であること

上記アのような状況にもかかわらず、請求人が算定したところによれば、本投資法人がその資産運用会社であるいちご投資顧問株式会社（以下「本資産運用会社」といいます。）に対して支払っている資産運用報酬は、対総資産比（２０２２年１０月末までの直近４計算期間における各期の本投資法人の損益計算書に記載された資産運用報酬額を２倍し、各期の期末総資産で除した数値の平均）で約０．７８％、対ＮＯＩ比（２０２２年１０月末までの直近４計算期間における各期の損益計算書に記載された資産運用報酬額を、各期のＮＯＩで除した数値の平均）で約１５．７％となっています。これらは、他の上場不動産投資法人

の資産運用報酬の対総資産比の平均値である約０．４６％及び対ＮＯＩ比の平均値である約１０．２％（いずれも直近上場銘柄については直前２計算期間の資産運用報酬額を使用）に比べて明らかに高額な水準であり、対総資産比の報酬料率は、上場不動産投資法人６０銘柄中最高の比率となっています。

ウ　「収益・分配金成果報酬」の料率の変更により報酬額の適正化及び外部成長機会の確保につながること

外部成長が長期にわたり行われていない状況において、本資産運用会社に対して、上場不動産投資法人の平均を大幅に上回る高額な資産運用報酬が支払われていることは、それ自体到底正当化できるものではありません。また、高額な資産運用報酬は、投資口価格の低迷を引き起こし、公募増資を行いづらい環境を醸成する要因になりうるという観点からも、適切でないといわざるを得ません。

本投資法人の現行の報酬体系上、物件の譲渡や合併等の事象が発生しない限り、資産運用報酬の大部分を占めるのは「収益・

分配金成果報酬」であり、「収益・分配金成果報酬」の料率が高く設定されていることが、資産運用報酬の高額化の主な原因であると考えられます。したがって、「収益・分配金成果報酬」の料率を引き下げることで資産運用報酬額を適正化すること、及び、それによって分配原資を確保し、投資口価格の上昇圧力を生じさせ、外部成長が行いやすい環境を本投資法人自らが作り出すことが、全ての投資主にとって必要かつ適切であると考えます。請求人の試算によれば、「収益・分配金成果報酬」の料率を０．００５４％から０．００３６％に引き下げた場合、２０２２年１０月期の本投資法人の財務諸表を基にした試算によれば分配原資が約２３９百万円増加し、その全てが配当に充てられたと仮定したとき（資産運用報酬の減少分はそのまま投資法人の利益の増加につながるため、投資法人の配当性向を考慮すれば、このような仮定は現実的なものであると請求人は考えます。）、２０２２年１０月期の分配金が投資口１口あたり約１５８円増額される試算となります。

（２）規約一部変更（譲渡成果報酬の廃止並びに取得報酬及び譲渡報酬の新設）の件

【議案の要領】

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社に対する資産運用報酬」を、以下のとおり変更する。

ア　第２項「譲渡成果報酬」を削除する。

イ　第２項及び第３項として、以下の項目を新設する。

２．取得報酬

本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を取得した場合（合併による承継を除く。）において、その売買価格に０．５％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者からの特定資産の取得については、その売買価格に０．２５％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、当該資産を取得した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から１か月以内とする。

３．譲渡報酬

本投資法人が不動産等又は不動産対応証券の特定資産を譲渡した場合において、その売買価格に０．５％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者への特定資産の譲渡については、その売買価格に０．２５％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、当該資産を譲渡した日（所有権移転等の権利移転の効果が発生した日）の月末から１か月以内とする。

【提案の理由】

詳細は下記ア乃至ウのとおりですが、「譲渡成果報酬」は、その料率が１５％と極めて高く設定されており、資産譲渡により譲渡益（原則として、売却価格から帳簿価格を控除することによって得られます。）が発生した場合、本投資法人は、極めて高額な報酬を負担しなければなりません。また、本投資法人に譲渡益が生じる場合には同時に「収益・分配金成果報酬」が増額されるため、本投資法人は「譲渡成果報酬」

の発生と「収益・分配金成果報酬」の増額という２つの負担を負うこととなります。このため、請求人は、「譲渡成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である取得報酬及び譲渡報酬を新設することが必要であると考えます。

加えて、下記「（４）執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行った開示は、投資主の誤解を招く内容であり、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えます。

ア　資産譲渡時に「譲渡成果報酬」及び「収益・分配金成果報酬」の２つの報酬に影響が生じること

本投資法人が資産を売却しこれにより譲渡益が発生した場合、下記イのとおり、譲渡益の１５％という極めて高額な「譲渡成果報酬」が発生しますが、それに加え、譲渡益の発生により１口当たり分配金が上昇し、その分増額された「収益・分配金成果報酬」も報酬として支払うことになります

。すなわち、本投資法人は、資産売却により譲渡益が発生した場合、「譲渡成果報酬」及び増額された「収益・分配金成果報酬」の2種類の報酬を、本資産運用会社に支払うことになります。

一つの事象によって2種類の報酬に影響が生じることのみをもって直ちに不適切であるとは評価できないものの、2種類の報酬に影響が生じることで運用報酬の総額が高額になり得ると見込まれることから、「譲渡成果報酬」の料率を定めるにあたっては、その料率について慎重な検討が必要となります。しかしながら、そのような慎重な検討が行われたとは言い難いのではないかと、請求人としては考えます（実際、本投資法人と類似の譲渡成果報酬を導入している他の2つの不動産投資法人においては、本投資法人のように2種類の報酬に影響が生じる投資法人は本投資法人以外に1社のみです。）。

イ　「譲渡成果報酬」が極めて高額な水準であること

投資法人の保有資産に係る譲渡益は、本来保有資産に係るリスクを負担している投資

主に帰属すべきものです。したがって、譲渡益が生じた際に資産運用会社に支払われる運用報酬が適正なものと評価されるためには、「役務」に対する報酬として合理的な範囲に収まる水準になければならないと請求人は考えます。しかるに、「譲渡成果報酬」は、譲渡益に対して１５％を乗じた金額とされており、この非常に高い料率設定によって、「譲渡成果報酬」は極めて高額な水準となります。例えば、本投資法人は２０２２年４月期に「いちご赤坂五丁目ビル」を売却し、それにより譲渡益９億４０１１万円が発生しましたが、そのうち約１億４０００万円が「譲渡成果報酬」として本資産運用会社に支払われました。また、本投資法人は、２０２３年４月期に「いちご池之端ビル」の売却を予定しており、これにより約５１億６７００万円（本投資法人が公表した譲渡成果報酬控除後の売却益４３億９２００万円を８５（１００－１５）％で除したもの）の譲渡益が発生するため、「譲渡成果報酬」として約７億７５００円（上記５１億６７００万円に１５％を乗じたもの）が支払われる予定です。

ウ　ご提案する報酬体系

上記アのとおり、「譲渡成果報酬」の料率を定めるにあたっては、慎重な検討が必要であったにもかかわらず、上記イのとおり、「譲渡成果報酬」の水準がそれのみでも妥当性を欠くほどに極めて高額に設定されていることに加え、譲渡益の発生により「収益・分配金成果報酬」が増額されることを併せ考えれば、「譲渡成果報酬」が合理性を欠いたものであることは明らかです。

そこで、「譲渡成果報酬」を廃止し、業績連動報酬としての「収益・分配金成果報酬」と、物件の取得・譲渡に係る資産運用会社の役務に対する報酬としての「取得報酬」及び「譲渡報酬」との両輪の報酬を、バランスの取れた水準で設定することが必要であると考え、上記「議案の要領」のとおり提案するものです。

（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件

【議案の要領】

本投資法人の規約の別紙「資産運用会社

に対する資産運用報酬」を、以下のとおり変更する。

ア　第3項「被合併時成果報酬」及び第4項「被買収時成果報酬」を削除する。

イ　第4項として、以下の項目を新設する。

4．合併報酬

本投資法人が行う新設合併又は吸収合併（本投資法人が吸収合併存続法人となる場合及び吸収合併消滅法人となる場合を含む。以下同じ。）（以下、総称して「合併」という。）において、資産運用会社が本投資法人の合併の相手方の保有資産等の調査及び評価その他の合併に係る業務を実施し、当該合併の効力が発生した場合には、当該相手方が保有する不動産等又は不動産対応証券のうち当該新設合併の新設合併設立法人又は当該吸収合併の吸収合併存続法人が承継し又は保有するものの合併時における評価額（以下「評価額」という。）に0．5％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。ただし、資産運用会社の利害関係者取引規程に定める利害関係者に該当する投資法人又は

利害関係者がその資産の運用を受託している投資法人との合併については、評価額に０．２５％を上限として資産運用会社との間で別途合意する料率を乗じて得た金額。

支払時期は、本投資法人と資産運用会社が別途協議して決定する。

【提案の理由】

詳細は下記ア乃至エのとおりですが、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系となっています。また、その金額は極めて高額となり得る一方で、その算定に不明瞭な部分がある等、およそ報酬体系としての合理性を欠いており、その実際上の効果としても、投資主価値の向上に資する提案を阻害する効果を有するものです。そのため、請求人は、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である合併報酬を新設することが必要であると考えます。

加えて、下記「（４）執行役員杉原享選任の件」の「提案の理由」のアのとおり、新報酬体系の導入に際して本投資法人が行

った開示は、投資主の誤解を招く内容であり、投資主において、新報酬体系を導入した場合に本投資法人が支払うこととなる報酬水準を適切に理解できる内容とはなっていなかったと請求人としては考えます。

ア　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務と結びつかない、合理性を欠く報酬体系であること

「被買収時成果報酬」は、本投資法人の投資口が公開買付けの方法によって第三者により取得された場合に生じるものとされています。しかしながら、そもそも、本投資法人の投資口に対する公開買付けが行われる場合において、資産運用会社が何らかの役務提供を求められるものではありません。加えて、公開買付けは、公開買付けを実施する買付者と、当該公開買付けに応募する投資主（公開買付けに係る投資口の買付け等の申込みに対する売付け等の申込みをする投資主）との間で行われる投資口の売買取引であり、資産運用委託契約の当事者である投資法人及び資産運用会社は、いずれも、公開買付けの当事者ではありませ

ん。

また、「被合併時成果報酬」は、本投資法人が合併後に存続するか否かにかかわらず、本投資法人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限り生じるものとされており、自らが合併を提案した場合には報酬が生じないことになります。しかし、投資法人同士の合併が行われる場合、合併契約を締結する前提として、（本投資法人が消滅法人となるか存続法人となるかにかかわらず）相手方に対するデュー・ディリジェンス等の事務が発生し、これらの事務は、従業員のいない本投資法人に代わって資産運用会社が行うことが実務上一般的です。すなわち、本投資法人が合併しようとする場合、合併を提案するのがいずれの投資法人側であるかにかかわらず、資産運用会社には一定の役務が発生します。それにもかかわらず、「被合併時成果報酬」によれば、合併がいずれの投資法人から提案されたかによって資産運用会社の報酬が無償となるか（後述するように）莫大な金額となるかという極端な差異が生じる仕組みとなっており、資産運用会社の提供する役務とおよそ結びつかない不合理な報酬

体系となっているといえます。

以上から、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」はいずれも合理性を欠く報酬体系であり、むしろ下記イのとおり投資主価値の向上に資する合併や買収を阻害する効果を持つことからすれば、事実上の買収防衛策としての効果を狙って導入されたものではないかとの疑いを禁じ得ないところです。

イ　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」の額が莫大な金額となるものであること

「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、下記ウに詳述するとおり、その計算式に不明瞭な部分が存在します。しかし、そのような不明瞭な部分を前提としても、これらの報酬は莫大になると考えられます。

例えば、「被合併時成果報酬」を、本投資法人公表の２０２２年１０月期の経営指標等（ただし、合併比率に基づき算出される投資口価格については同期の１口当たりＮＡＶ（Ｎｅｔ　Ａｓｓｅｔ　Ｖａｌｕｅ））を用いて請求人が算定したところ、合

併時の報酬額は約６７３５百万円（（合併比率に基づき算出される投資口価格（２０２２年１０月期の１口当たりＮＡＶと同額であると仮定して算出）－１口当たり純資産額（２０２２年１０月期末時点））×発行済投資口の総口数（２０２２年１０月期末時点）×１５％）と試算されます。また、「被合併時成果報酬は、・・・本投資法人の不動産関連資産の評価額の合計（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が同時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の１５％相当額」との規約の記載に基づき算定した場合、合併時の報酬額は約７２０２百万円（（不動産関連資産の鑑定評価額の合計－不動産関連資産の帳簿価格の合計）×１５％）と試算されます。「被買収時成果報酬」についても、全投資口が対象となると仮定した場合、約６７３５百万円（（ＴＯＢ価格（２０２２年１０月期の１口当たりＮＡＶと同額であると仮定して算出）－１口当たり純資産額（２０２２年１０月期末時点））×発行済投資口の総口数（２０２２年１０月期末時点）×１５％）又は約７２０２百万円（（不動産関連資産の鑑

定評価額の合計－不動産関連資産の帳簿価格の合計）×１５％）と試算されます。

これらの報酬額は、２０２２年１０月期の本投資法人の当期純利益（約３００１百万円）の２倍を上回り、合併対価又は公開買付価格次第では、本投資法人の保有する現金及び預金（２０２２年１０月期末時点で約８６９７百万円）を超える金額となることも十分にあり得、その支払のために物件を売却しなければならない可能性も否定できない程の莫大な金額です。

このような莫大な報酬を生じさせる報酬体系を、本資産運用会社の役務提供に対する報酬として正当化することはおよそ不可能です（被買収時においては本資産運用会社の「役務提供」がそもそも存在しないことは上記アに記載したとおりです。）。また、このような莫大な報酬が支払われることを前提とした場合、本投資法人に対して、そもそも合併を提案し又は公開買付けを行うことが、それが投資主にとって利益になるものであっても、妨げられることになります。このように、これらの報酬体系は、投資主価値の向上に資する合併や買収を阻害する、事実上の買収防衛策としての側

面を持っており、この点でも、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は合理性を欠く報酬体系といえます。

なお、近年合併が行われた他の上場不動産投資法人における合併報酬は、合併に伴う承継資産の評価額の１．０％未満であり、これを本投資法人が同程度の資産規模の不動産投資法人と合併した場合に当てはめた場合、合併報酬は概ね２０００百万円台となる試算です。本投資法人の被合併時及び被買収時の報酬は、通常の合併報酬に照らし、少なく見積もっても３倍以上の金額となるものであり、その異常性は明らかです。

ウ　「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、その算定式及び発生時期に不明瞭な部分があり、実務に即した規定となっていないこと

本投資法人の規約によれば、「被合併時成果報酬」は、「被合併時１口当たり含み益×発行済投資口の総口数×１５％」の算定式によって算定されます。しかし、他方で、同規約には「本投資法人が他の投資法人によって合併される場合・・・本投資法

合同（被合併時成果報酬控除前の金額とする。）が被合併時点における当該不動産関連資産の帳簿価額の合計を超過する場合に、当該超過額の15％相当額を資産運用会社の報酬とする趣旨であり、被合併時成果報酬の金額については係る趣旨を考慮して算定する」と記載されており、本投資法人が消滅法人となる場合には上記算定式とは異なる算定式を適用することを想定しているように見受けられます。それにもかかわらず、同規約には、いかなる方法で「かかる趣旨を考慮」するのかが記載されておらず、本投資法人が消滅法人となる場合の算定式が不明瞭となっています。上記イのとおり、「被合併時成果報酬」の額は莫大になる可能性が高いにもかかわらず、その算定式が不明瞭であること自体極めて不適切であり、このような報酬制度を存続させるべきではありません。

また、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」の算定のためには、合併契約承認決議時又は公開買付期間の末日時点における本投資法人の純資産額の算定が必要となります。しかし、純資産額は決算期

時点において計算されることが通常であるため、別の時点における純資産額の確定のためには本投資法人において計算書類を作成し監査を受ける手続き等が必要となる可能性が否定できません。他方で、これらの報酬は合併契約承認決議時又は公開買付期間の末日時点という早期の段階で発生することとされており、このような時点で上記のような手続きを実施して純資産の額を確定させること、そしてその額を前提として合併や買収を実施することには、そのための費用に照らして多大な疑問があります。

さらに、本投資法人の規約によれば、被合併時成果報酬は、「合併契約を承認する本投資法人の投資主総会の決議がなされた時点で発生する」とされています。しかしながら、投資法人合併に際しては、簡易合併に該当しない限り、合併契約の当事者である他の投資法人の投資主総会における合併契約承認決議も必要となります（かかる決議が得られない限り、合併は成立しません。）。にもかかわらず、本投資法人の投資主総会のみの終了時において「被合併時成果報酬」が発生するという本投資法人の規約の定めは、合併の実務をおよそ知らな

い者により起案されたとしか考えられず、不合理な内容となっています。

すなわち、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、合併や買収の具体的な場面において計算・適用が困難な不合理な内容となっており、実務的な検証を欠いて設定されたのではないかという疑問が否めません。

エ　ご提案する報酬体系

上記アのとおり、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」は、資産運用会社の役務提供との関連性を欠く報酬体系となっています。また、上記イのとおり、その金額は極めて高額となり得る一方で、上記ウのとおり、その算定に不明瞭な部分がある等、およそ報酬体系としての合理性を欠いており、その実際上の効果としても、投資主価値の向上に資する提案を阻害する事実上の買収防衛策としての効果を有するものです。

そのため、請求人は、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」を廃止し、上場不動産投資法人における一般的な報酬体系である合併報酬を新設することが必要であると考え、上記「議案の要領」のとお

り提案するものです。

（４）執行役員杉原亨選任の件

【議案の要領】

以下の執行役員候補者を執行役員として選任する。

候補者　杉原　亨　（１９６８年５月１９日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

１９９１年４月１日　野村證券株式会社　入社

２００６年１０月１日　バークレイズ証券株式会社　入社

２０１２年７月１日　ケネディクス株式会社　入社

２０１５年２月１日　スターアジア・マネジメント・ジャパン・リミテッド東京支店　入社

２０１５年６月２２日　スターアジア投資顧問株式会社　出向　代表取締役兼財務管理部長

２０１５年８月２０日　同社　取締役兼財務管理部長

２０１９年４月２６日　ライオンパートナ

ーズ合同会社　代表社員

２０１９年８月　さくら総合リート投資法人　執行役員

２０２０年８月　スターアジア投資顧問株式会社　出向　取締役副社長

２０２３年２月　Ｂｅｒｋｅｌｅｙ　Ｇｌｏｂａｌ，　ＬＬＣ（スターアジアグループ）マネージャー（現任）

（注１）

上記執行役員候補者は、２０２３年３月１７日現在、本投資法人の投資口を保有していません。

（注２）

上記執行役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

【提案の理由】

上記「（１）規約一部変更（収益・分配金成果報酬料率の変更）の件」乃至「（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件」の「提案の理由」のとおり、新報酬体系は、投資主価値の向上に資するものとは言い難い、不合理又は不適切な内容

を多分に含むものでした。そして、下記アのとおり、２０２０年投資主総会における本投資法人の情報開示及びその後の対応には重大な問題がありました。

また、下記イのとおり、請求人が本資産運用会社を通じて新報酬体系の見直しを提言した際、本資産運用会社の回答は、請求人の指摘に誠実に対応するものではなく、投資主利益を軽視するものといわざるを得ませんでした。

請求人としては、このような本投資法人及び本資産運用会社の投資主利益軽視の姿勢は、本投資法人による本資産運用会社に対する監督・牽制が適切に機能していないことによるものであると考えており、これを是正するためには、本投資法人のガバナンス体制を強化し、本資産運用会社に対する監督・牽制機能を強化することが必要不可欠と考えます。よって、下記ウのとおり、本投資法人の執行役員として適切な知識と経験を有する杉原亨氏を本投資法人の執行役員として選任するべきであると考えます。

ア　２０２０年投資主総会における情報開

示及びその後の対応に関する問題点

本報酬変更に係る２０２０年投資主総会の招集通知においては、新報酬体系は「さらなる投資主価値向上」に向けたものであると説明されております。加えて、当該投資主総会に先立って開示された本投資法人の２０２０年６月１５日付「規約変更および役員選任のお知らせ」と題するプレスリリースにおいては、変更前の旧報酬体系下における２０１５年１０月期から２０２０年４月期までの５年間の資産運用報酬の合計値と、変更後の新報酬体系下における２０１５年１０月期から２０２０年４月期までの５年間の資産運用報酬の合計値（試算値）とを比較し、新報酬体系下においては資産運用報酬の総額が４．２％の減少となる旨を示すグラフが掲載されています。すなわち、本投資法人の開示資料によれば、新報酬体系に移行した場合、資産運用報酬の総額が減少し、投資主価値向上につながることが示唆されていました。

しかしながら、請求人が本投資法人の開示資料を基に試算したところ、本報酬変更後の２０２１年４月期から２０２２年１０月期までの４期間の資産運用報酬の実績（

新報酬体系に基づくもの）は、旧報酬体系に基づいた場合の資産運用報酬額を有意に上回る金額となっています。例えば、本報酬変更の直後の２０２１年４月期における資産運用報酬額は、旧報酬体系（料率については上限値を使用しています。以下同じです。）に基づけば約７５２百万円と試算されるところ、新報酬体系に基づく実際の報酬額は８３４百万円に増額となっており、約１０．９％増額しています。また、その翌期である２０２１年１０月期における資産運用報酬額は、旧報酬体系に基づけば約７８５百万円と試算されるところ、新報酬体系に基づく実際の報酬額は８７１百万円に増額となっており、約１１．０％増額しています。

新報酬体系と旧報酬体系とで、資産運用報酬の総額にこのような差異が生じた原因は明らかではありませんが、実際にその額に有意な差異が生じていることからすれば、本投資法人は、本報酬変更の時点において、少なくとも資産運用報酬の総額が増加する可能性を十分に認識することができたといえます。それにもかかわらず、本報酬変更前の本投資法人の開示資料においては

、本報酬変更による資産運用報酬の減少の示唆とともに投資主価値向上がうたわれており、投資主に対する説明責任の観点から問題のある記載であったといえます。

また、より重要な点として、新報酬体系による資産運用報酬の総額が旧報酬体系に基づくものよりも高額となっていることは、本投資法人及び資産運用会社において、容易に認識することができる事項です。仮に、本投資法人が２０２０年７月の投資主総会時の開示資料に記載していたとおり、新報酬体系の導入による資産運用報酬額の低減を企図していたのであれば、その導入以降に事後的な検証を行うことで新報酬体系によって運用報酬額が増加していたことに気付き、２０２２年７月開催の投資主総会時において、料率を下げて２０２０年７月当時の開示と齟齬がないようにする等の形でこれを是正することが十分に可能であったといえます。しかし、現在に至るまで、新報酬体系の是正は行われておりません。このように、本投資法人においては、資産運用報酬の減少を示唆して本報酬変更を行ったにもかかわらず、実際に減少になったかの事後的な検証が行われていないとい

うガバナンス上の問題が存在します。

更に、「被合併時成果報酬」及び「被買収時成果報酬」については、上記「（３）規約一部変更（被合併時成果報酬及び被買収時成果報酬の廃止並びに合併報酬の新設）の件」の「提案の理由」のとおり、その内容が極めて不合理又は不適切なものとなっており、本投資法人において、実際にこれらの報酬が支払われるべき場面を想定しての実務的な検証が行われずに投資主総会に上程されたものと請求人は考えます。

イ　請求人との対話を通じて顕在化した投資主価値軽視の姿勢

請求人は、２０２３年２月９日以降、本資産運用会社を通じ、本投資法人に対し、新報酬体系を上記提案のとおりに変更するよう要請をしておりました。しかしながら、本資産運用会社からは、同年３月１０日付で、以下に抜粋するとおり、請求人の提案には応諾できない旨の回答を受領しています。

（本資産運用会社による回答の抜粋）

本資産運用報酬体系は、ＩＯＲ（請求人

注：本投資法人を意味します。以下同じです。）の投資主価値向上に向け、資産運用会社の報酬を投資主価値向上に連動する「完全成果報酬」とするため、ＩＯＲの２０２０年７月１８日開催の第１２回投資主総会において多数の投資主様のご賛同を得て承認され、２０２１年４月期より４期に亘って適用してきております。当社としては、投資主様と資産運用会社の利害を一致させている本資産運用報酬体系の内容や上記の投資主様からご承認をいただいた経緯等からすれば、既にご説明させていただきましたとおり、本資産運用報酬体系は適切な内容であると考えておりますが、他方で、資産運用会社の報酬体系は、投資主価値向上という観点から不断に検討していくことが重要であると考えております。

（抜粋終わり）

このように、本資産運用会社は、請求人から新報酬体系が極めて高額であること及びその他の新報酬体系に関する問題点についての指摘を受け、新報酬体系の変更についての提案を受けたにもかかわらず、新報酬体系（本投資法人の現在の報酬体系）と、請求人が提案した報酬体系の、いずれが

適切であるかについての協議・検討についての建設的な対話に入ることなく、２０２０年投資主総会における議決権行使結果のみに言及し、請求人の提案を漫然と拒絶しており、投資主利益を軽視する姿勢を見せています。

ウ　杉原亨氏の執行役員としての適格性

上記ア及びイのとおり、本投資法人は、投資主価値の向上という基本的な理念を実現するためのガバナンス体制が十分に構築されていないと考えられます。

これらのようなガバナンス上の問題が解消されない原因の一端には、現執行役員（２０２０年投資主総会時は監督役員）に不動産業界での実務経験や投資法人の資産運用の経験が無いこと、及び会計・税務を含むコンサルティング業務を提供する会社の代表取締役として、極めて多忙であり、本投資法人の執行役員としての職務には専従していないこと、が挙げられます。以上を踏まえると、ガバナンス上の問題を解消するためには、外部から監督役員だけではなく執行役員を選任し、執行役員をして資産運用報酬に関する資産運用会社との折衝を

投資主利益保護の観点から適切に行わせるとともに、両役員をして機動的な役員会運営等を通じた本投資法人のガバナンスのモニタリングを行わせることが望ましいと考えます。

杉原亨氏は、不動産業界での長年にわたる実務経験を有し、上場不動産投資法人の資産運用に長期にわたり携わり、かつ、上場不動産投資法人の執行役員としての執務経験も有するなど、投資法人実務に関する知識と経験を豊富に有しています。すなわち、同氏は、本投資法人において不足している、報酬体系の適切性検証のための実務的な能力を補うこと、また、投資主利益に反するような事態が生じた場合、素早くそれを認識し、機動的かつ適切に対応することが可能な人材です。このような観点から、Ｂｅｒｋｅｌｅｙ　Ｇｌｏｂａｌ，ＬＬＣ（スターアジアグループ）のマネージャーである杉原亨氏を執行役員として選任することをお願いいたしたいと存じます。

なお、本議案における執行役員の任期は、本投資法人現行規約第１９条第３項の定めに基づき、現執行役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法

人が現行規約第９条第２項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

（５）監督役員藤永明彦選任の件

【議案の要領】

以下の監督役員候補者を監督役員として選任する。

候補者　藤永　明彦　（１９５６年８月２５日生）

＜略歴及び重要な兼職の状況＞

１９８０年４月　東京海上火災保険株式会社（現東京海上日動火災保険株式会社）入社

２００１年９月　ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社　出向執行役員財務部長

２００６年５月　セキュアード・キャピタル・ジャパン株式会社（現ＰＡＧインベストメント・マネジメント株式会社）　経営企画室長

２００７年４月　株式会社ニューシティコーポレーション　執行役員シニア・バイス・プレジデント

２００７年１２月　エム・エス・リアルエ

ステート・アドバイザーズ株式会社　取締役ＣＦＯ
２００９年１月　ラサールインベストメントマネージメント株式会社（現ラサール不動産投資顧問株式会社）　執行役員ＣＯＯ
２０１５年１月　同社　シニアエグゼクティブアドバイザー
２０１７年２月　トーセイ・アセット・アドバイザーズ株式会社　代表取締役社長
２０２０年２月　同社　取締役会長
２０２２年２月　同社　退任

（注１）
上記監督役員候補者は、２０２３年３月１７日現在、本投資法人の投資口を保有していません。
（注２）
上記監督役員候補者と本投資法人との間には、特別の利害関係はありません。

【提案の理由】
上記「（４）執行役員杉原亨選任の件」の「提案の理由」のとおり、本投資法人は、投資主価値の向上という基本的な理念を実現するためのガバナンス体制が構築され

ていないと考えられます。このようなガバナンス体制の問題を解消するためには、外部から執行役員及び監督役員各１名を選任し、執行役員をして資産運用報酬に関する資産運用会社との折衝を投資主利益保護の観点から適切に行わせるとともに、両役員をして機動的な役員会運営等を通じた本投資法人のガバナンスのモニタリングを行わせることが望ましいと考えます。

藤永明彦氏は、多くの著名な不動産会社や上場不動産投資法人の資産運用会社において、代表取締役社長、執行役員等の重要な役職を歴任しており、不動産の投資運用実務に極めて精通した人物です。加えて、同氏は、ジャパンリアルエステイトアセットマネジメント株式会社において財務部長を、エム・エス・リアルエステート・アドバイザーズ株式会社においてＣＦＯを務めるなど、財務分野における深い知見を有しており、不動産業界の知見に基づく報酬算定式自体の適切性及び財務分野における知見に基づく支払額の適切性の両面からの分析及び監督が可能です。したがって、資産運用報酬体系の適正化が問題となっている本投資法人の監督役員として、まさに適任

な人物であります。

このような観点から、藤永明彦氏を監督役員として選任することをお願いいたしたいと存じます。

なお、本投資法人規約第１８条に基づき、監督役員の員数は、執行役員の員数に１を加えた数以上とされております。また、本議案における監督役員の任期は、本投資法人規約第１９条第３項の定めに基づき、現監督役員の任期の満了と同時にその任期を満了させるべく、本投資法人が現行規約第９条第２項に基づき招集する投資主総会終結の時までとします。

（６）規約一部変更（役員報酬上限設定）の件

【議案の要領】

本投資法人の規約第２０条第３号として、以下の項目を追加する。

（３）第１号第一文及び第２号第一文に定める執行役員及び監督役員全員の報酬の総額は、月額１，０９０，０００円を上限とする。

【提案の理由】

上記「（４）執行役員杉原亨選任の件」及び「（５）監督役員藤永明彦選任の件」で提案している執行役員及び監督役員の増員は、本投資法人のガバナンス改善のための措置であり、投資主利益の維持・向上を目的とするためのものでありますが、これらの役員の増員によって本投資法人の費用負担が必要以上に増加することを避ける観点から、役員報酬を合理的な範囲に抑えるため、役員報酬総額について、上限を設定するものです。

執行役員及び監督役員の報酬総額の上限額としてご提案する月額１，０９０，０００円は、本投資法人の第３４期計算期間における資産運用報告から確認できる現役員の報酬額に、新たに選任をお願いしている執行役員の報酬として月額１万円、新たに選任をお願いしている監督役員の報酬として他の監督役員の月額報酬と同額を加算した金額であり、具体的な内訳は以下のとおりです。

現執行役員		月額３６０，０００円
現監督役員	２名分	月額４８０，０００円
新執行役員		月額　１０，０００円
新監督役員		月額２４０，０００円

第３　招集の理由

上記の各議案記載の提案の理由により、上記の各議案を速やかに投資主総会において承認することが、本投資法人の投資主共同の利益のため必要不可欠であると考え、投資主総会の開催を請求する次第です。

以上

（別紙２）

添付書類

1　個別株主通知申出受付票

2　委任状

3　代理人の本人確認書類

4　Certificate of Formation

5　Certificate of Good Standing

6　Second Amended and Restated Limited Liability Company Agreement

7　印鑑証明書

この郵便物は令和 5. 年 3. 月 16 日
第 28517 号書留内容証明郵便物として
差し出されたことを証明します。
日本郵便株式会社

郵便認証司
5. 3. 16