

2021年5月6日

各 位

不動産投資信託証券発行者名  
東京都港区六本木六丁目10番1号  
インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人  
代表者名 執行役員 中田 隆吉  
(コード番号 3298)

資産運用会社名  
インベスコ・グローバル・リアルエステート・  
アジアパシフィック・インク  
代表者名 日本における代表者 辻 泰 幸  
問合せ先 ポートフォリアネジメント 甲 斐 浩 登  
TEL. 03-6447-3395

スターウッド・キャピタル・グループによる

本投資法人投資口に対する公開買付けに関する意見表明（反対）のお知らせ

2021年4月7日付で開始された、スターウッド・キャピタル・グループが運営管理する101投資事業有限責任組合（以下「101LPS」といいます。）、エスディーエスエス・インベストコ・リミテッド（SDSS Investco Limited）（以下「SDSS」といいます。）、エスディーエスエス・ケイ・インベストコ・リミテッド（SDSS K Investco Limited）（以下「SDSS-K」といいます。）、エスエスエフ・ユーエス・インベストコ・エス・エルピー（SSF U.S. Investco S, L.P.）（以下「SSF-S」といいます。）、エスエスエフ・ユーエス・インベストコ・シー・エルピー（SSF U.S. Investco C, L.P.）（以下「SSF-C」といいます。）及びエスオーエフ・イチイチ・インターナショナル・インベストコ・リミテッド（SOF-11 International Investco Limited）（以下「SOF-11」といい、これらを総称して、又は個別に以下「公開買付者」といいます。また、これらの者を総称して以下「公開買付者ら」ということがあります。）による、インベスコ・オフィス・ジェイリート投資法人（以下「本投資法人」といいます。）の発行済投資口の全てを対象とする公開買付け（以下「本公開買付け」といいます。）に関して、2021年4月15日付「スターウッド・キャピタル・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けに関する意見表明（留保）のお知らせ」において、同時点においては意見の表明を留保する旨を公表しておりましたが、本日開催の本投資法人役員会において、執行役員及び監督役員全員の一致により、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしましたので、お知らせいたします。

投資主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された投資主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう、お願い申し上げます。

また、本公開買付けは、深刻な強圧性を有する公開買付けといわざるを得ず、一般の投資主がそれに応募するか否かについての判断を適切に行うことができないおそれがあります。2021年4月15日付「スターウッド・キャピタル・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けの期間延長の要請に関するお知らせ」（以下「4月15日付延長要請プレス」といいます。）にてお知らせしましたとおり、公開買付者が事前協議もなく突如として本公開買付けを開始したという状況下では、投資主が、本公開買

付けに応募するか否かについて、強圧性を受けない形で適切に判断を行うことができるよう、本公開買付け及び投資口併合によるスクイズ・アウトを通じた公開買付者による本投資法人の買収スキームに対する賛否について、投資主総会において投資主の皆様のご意思を確認すべきであることから、本投資法人は、公開買付者に対して、本公開買付けの買付け等の期間（以下「本公開買付期間」といいます。）を、金融商品取引法（昭和23年法律第25号。その後の改正を含みます。以下「金商法」といいます。）上の上限である60営業日まで延長することを強く要請し、当該要請に対する回答を5営業日後にあたる2021年4月22日の正午までに本投資法人宛に連絡するよう求めた上、2021年4月16日付で公告いたしましたとおり、投資主の皆様のご意思を確認する臨時の投資主総会を2021年6月30日に開催することを決定いたしました。

しかしながら、2021年4月23日付「スターウッド・キャピタル・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けに係る対質問回答報告書提出及び公開買付者による公開買付けの期間延長の要請を拒絶する旨の回答のお知らせ」（以下「4月23日付回答プレス」といいます。）にてお知らせしましたとおり、同月22日、公開買付者から本公開買付期間の延長要請を拒否する旨の回答を受領いたしました。公開買付者の対応は、投資主の皆様のご意思を軽視するものであり、本投資法人としては、投資主保護の観点から容認できず、4月23日付回答プレスにてお知らせしましたとおり、公開買付者が本公開買付期間の延長要請を拒否したことを踏まえて、投資主の利益を守り、投資主共同の利益を確保するため、法的手段その他を含め、必要なあらゆる措置について準備及び検討を進めてまいります。

そして、本日、本投資法人は、投資主の利益を守り、投資主共同の利益を確保することを目的として、金商法第166条第6項第4号、同法第167条第5項第5号及び同法施行令第31条の2に基づき、本公開買付けに対抗するため、本投資法人の資産運用会社であるインベスコ・グローバル・リアルエステート・アジアパシフィック・インク（以下「本資産運用会社」といいます。）の親会社であるインベスコ・リミテッドの子会社であるインベスコ・インベストメンツ（バミューダ）リミテッド（以下「要請先」といいます。）に対し、本投資法人投資口の買付けを要請すること（以下「本要請」といいます。）を決議いたしました。

本要請は、下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（2）本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」の「② 本公開買付けに関する意見の理由」に記載のとおり、本公開買付けについて、（i）本公開買付けにおける買付け等の価格（以下「本公開買付価格」といいます。）が本投資法人の価値に照らして不十分であること、（ii）公開買付者の主張する本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的に疑義があり、むしろ、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を毀損する可能性が高いこと、また、（iii）本公開買付けは強圧性を有する手法によりなされるものであり、投資主の皆様のご意思を軽視するものであること等に鑑み、本公開買付けに対抗するとともに、本投資法人のスポンサーであり本資産運用会社が属する世界有数の独立系資産運用会社であるインベスコ・グループによる出資比率を高め、投資主との更なる利害の一致を図ることによって、本投資法人の継続的な成長に向けたインベスコ・グループによるサポート姿勢の更なる強化が期待できると考え、本資産運用会社の親会社であるインベスコ・リミテッドの子会社であり、間接的に本投資法人投資口を269,112口（所有割合3.06%（注））保有する要請先に対し行うものとなります。

また、本投資法人は、本要請に係る役員会決議に際し、本投資法人の監督役員3名のみにより構成される特別委員会（以下「特別委員会」といいます。）に対し本要請について諮問し、特別委員会から、（i）下記「3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「（5）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「① 特別委員会の設置及び勧告」に記載の特別委員会の勧告の概要のとおり、本公開買付けが本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するも

のとはいえず、したがって、本公開買付けに対抗するという本要請の目的は正当であると考えられ、また、(ii)本要請に基づきスポンサーであり本資産運用会社が属するインベスコ・グループの出資比率を高め、投資主との更なる利害の一致を図ることは、スポンサーの本投資法人に対するコミットメントを対外的により強く示すことに繋がるから、本要請は、「中長期にわたる安定した収益の確保と運用資産の確実な成長を目指して運用を行う」という本投資法人の基本方針に沿う形で本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を最大化することに資すると考えられるため、当該要請を行うことは適切である旨の勧告を得た上で決議しています。

なお、本要請に先立ち、要請先からは本投資法人役員会によって本要請がなされた場合、本要請に従い、本投資法人投資口の買付けを実施する意向を有している旨の回答を得ております。

(注) 所有割合は、2021年2月24日付「自己投資口の消却に係る事項の決定に関するお知らせ（投資信託及び投資法人に関する法律第80条第2項及び第4項に基づく自己投資口の消却）」に記載された自己投資口消却後の発行済投資口の総口数（8,802,650口）に対する割合です。なお、小数第3位を四捨五入しています。

本要請の内容は以下のとおりです。

|            |  |
|------------|--|
| (1) 買付けの期間 | 2021年5月7日（金曜日）から2021年5月24日（月曜日）<br>(注) 本要請における買付けの期間は、本公開買付け期間の末日までとし、本公開買付け期間が延長された場合には、本要請による買付けの期間も、当該延長後の本公開買付け期間の末日まで延長するよう要請しています。 |
| (2) 買付方法   | 東京証券取引所における市場買付けその他要請先が適切と認める方法  |

その他本要請の詳細については、本日公表いたしました「公開買付けに対抗するための買付けの要請に関するお知らせ」（以下「防戦買いプレス」といいます。）をご参照ください。

#### 1. 公開買付者らの概要 (101LPS)

|                    |   |
|--------------------|---|
| (1) 名称             | 101投資事業有限責任組合   |
| (2) 所在地            | 東京都港区六本木六丁目15番1号六本木ヒルズけやき坂テラス4階   |
| (3) 設立根拠等          | 投資事業有限責任組合契約に関する法律に基づく投資事業有限責任組合  |
| (4) 無限責任組合員の概要     | 無限責任組合員 101合同会社<br>職務執行者 伊賀 圭太  |
| (5) 事業内容           | 本投資法人投資口の取得及び保有、101投資事業有限責任組合契約に従った組合財産の運用、その他投資事業有限責任組合契約に関する法律第3条第1項に掲げる一定の事業 |
| (6) 出資総額           | 109億9,998万8,240円  |
| (7) 組成年月日          | 2021年2月15日  |
| (8) 本投資法人と公開買付者の関係 |   |
| 本投資法人と公開買付者との関係    | 101LPSは本投資法人投資口を96,915口（所有割合（注2）：1.10%）所有しております。                                |
| 本投資法人と業            | 該当事項はありません。   |

|            |  |
|------------|--|
| 務執行組合員との関係 |  |
|------------|--|

(SDSS)

|                                |   |  |
|--------------------------------|---|--|
| (1) 名称                         | エスディーエスエス・インベストコ・リミテッド<br>(SDSS Investco Limited)   |  |
| (2) 所在地                        | ガーンジー島 GY1 2HL セント・ピーター・ポート、ロイヤル・アベニュー、ロイヤル・プラザ 1<br>(1 Royal Plaza, Royal Avenue, St Peter Port GY1 2HL, Guernsey) |  |
| (3) 設立根拠等                      | ガーンジー諸島法に基づく法人  |  |
| (4) 代表者の役職・氏名                  | ディレクター  | アンドリュー・ロジャー・ウィットテイカー<br>(Director Andrew Rodger Whittaker) |
|                                | ディレクター  | サンドラ・プラッツ<br>(Director Sandra Platts)                      |
| (5) 事業内容                       | 資金調達及び有価証券の取得、保有、売却又は処分等の投資活動   |  |
| (6) 資本金                        | 15,334円 (注3)<br>(100英国ポンド)  |  |
| (7) 設立年月日                      | 2020年4月6日   |  |
| (8) 出資者及び出資比率<br>(2021年4月7日現在) | エスディーエスエス・ホールドコ・リミテッド<br>(SDSS Holdco Limited)  | 100%   |
| (9) 本投資法人与公開買付者の関係             |   |  |
| 資本関係                           | SDSSは本投資法人投資口を110,086口(所有割合(注2):1.25%)所有しております。   |  |
| 人的関係                           | 該当事項はありません。   |  |
| 取引関係                           | 該当事項はありません。   |  |
| 関連当事者への該当状況                    | 該当事項はありません。   |  |

(SDSS-K)

|               |   |  |
|---------------|---|--|
| (1) 名称        | エスディーエスエス・ケイ・インベストコ・リミテッド<br>(SDSS K Investco Limited)  |  |
| (2) 所在地       | ガーンジー島 GY1 2HL セント・ピーター・ポート、ロイヤル・アベニュー、ロイヤル・プラザ 1<br>(1 Royal Plaza, Royal Avenue, St Peter Port GY1 2HL, Guernsey) |  |
| (3) 設立根拠等     | ガーンジー諸島法に基づく法人  |  |
| (4) 代表者の役職・氏名 | ディレクター  | アンドリュー・ロジャー・ウィットテイカー<br>(Director Andrew Rodger Whittaker) |

|                                |   |
|--------------------------------|---|
|                                | ディレクター サンドラ・プラッツ<br>(Director Sandra Platts)          |
| (5) 事業内容                       | 資金調達及び有価証券の取得、保有、売却又は処分等の投資活動                         |
| (6) 資本金                        | 15,334円(注3)<br>(100英国ポンド)                             |
| (7) 設立年月日                      | 2020年4月1日   |
| (8) 出資者及び出資比率<br>(2021年4月7日現在) | エスディーエスエス・ホールドコ・リミテッド<br>(SDSS Holdco Limited) 100%   |
| (9) 本投資法人と公開買付者の関係             |   |
| 資本関係                           | SDSS-Kは本投資法人投資口を198,429口(所有割合(注2):2.25%)<br>所有しております。 |
| 人的関係                           | 該当事項はありません。   |
| 取引関係                           | 該当事項はありません。   |
| 関連当事者への<br>該当状況                | 該当事項はありません。   |

(SSF-S)

|               |  |
|---------------|--|
| (1) 名称        | エスエスエフ・ユーエス・インベストコ・エス・エルピー<br>(SSF U. S. Investco S, L. P.)  |
| (2) 所在地       | アメリカ合衆国19801 デラウェア州ニューキャッスル郡ウィルミントン、オレンジ・ストリート1209、コーポレーション・トラスト・センター<br>(Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, in the City of Wilmington, County of New Castle, Delaware 19801, U.S.A.) |
| (3) 設立根拠等     | 米国デラウェア州法に基づくリミテッド・パートナーシップ  |
| (4) 代表者の役職・氏名 | ジェネラル・パートナー<br>スターウッド・エスエスエフ・ユーエス・ホールドコ・エス・ジーピー・エルエルシー<br>(General Partner Starwood SSF U.S. Holdco S GP, L. L. C.)<br>マネージング・ディレクター ネイサン・バグナッシ<br>(Managing Director Nathan Bagnaschi)          |

|                    |  |
|--------------------|--|
| (5) 事業内容           | <p>1. 不動産及び不動産に関連する有価証券その他の事業権益の取得、保有、維持、運営、賃貸、売却、管理、改善、抵当権設定、負担の設定その他不動産及び不動産関連有価証券その他事業権益の収益目的利用</p> <p>2. 不動産関連事業に関する他のジェネラル・パートナーシップ若しくはリミテッド・パートナーシップその他の投資ビークルへのパートナーその他の投資家としての参加</p> <p>3. 前2号に付帯関連する一切の事業</p> |
| (6) 出資総額           | 5,420,217,515円（注3）<br>（49,145,140.22米ドル）   |
| (7) 組成年月日          | 2020年4月1日  |
| (8) 本投資法人と公開買付者の関係 |  |
| 本投資法人と公開買付者との関係    | SSF-Sは本投資法人投資口を43,317口（所有割合（注2）：0.49%）所有しております。  |
| 本投資法人と業務執行組合員との関係  | 該当事項はありません。  |

(SSF-C)

|               |   |
|---------------|---|
| (1) 名称        | エスエスエフ・ユーエス・インベストコ・シー・エルピー<br>(SSF U.S. Investco C, L.P.)   |
| (2) 所在地       | アメリカ合衆国 19801 デラウェア州ニューキャッスル郡ウィルミントン、オレンジ・ストリート1209、コーポレーション・トラスト・センター<br>(Corporation Trust Center, 1209 Orange Street, in the City of Wilmington, County of New Castle, Delaware 19801, U.S.A.)   |
| (3) 設立根拠等     | 米国デラウェア州法に基づくリミテッド・パートナーシップ   |
| (4) 代表者の役職・氏名 | <p>ジェネラル・パートナー<br/>スターウッド・エスエスエフ・ユーエス・ホールドコ・シー・ジーピー・エルエルシー<br/>(General Partner Starwood SSF U.S. Holdco C GP, L. L. C.)</p> <p>マネージング・ディレクター                      ネイサン・バグナッシ<br/>(Managing Director                                      Nathan Bagnaschi)</p> |

|                    |   |
|--------------------|---|
| (5) 事業内容           | 1. 不動産及び不動産に関連する有価証券その他の事業権益の取得、保有、維持、運営、賃貸、売却、管理、改善、抵当権設定、負担の設定その他不動産及び不動産関連有価証券その他事業権益の収益目的利用<br>2. 不動産関連事業に関する他のジェネラル・パートナーシップ若しくはリミテッド・パートナーシップその他の投資ビークルへのパートナーその他の投資家としての参加<br>3. 前2号に付帯関連する一切の事業 |
| (6) 出資総額           | 4,232,000,794円（注3）<br>（38,371,573.07米ドル）  |
| (7) 組成年月日          | 2020年4月1日   |
| (8) 本投資法人と公開買付者の関係 |   |
| 本投資法人と公開買付者との関係    | SSF-Cは本投資法人投資口を32,442口（所有割合（注2）：0.37%）所有しております。   |
| 本投資法人と業務執行組合員との関係  | 該当事項はありません。   |

(SOF-11)

|                            |   |
|----------------------------|---|
| (1) 名称                     | エスオーエフイーチイチ・インターナショナル・インベストコ・リミテッド<br>(SOF-11 International Investco Limited)                                       |
| (2) 所在地                    | ガーンジー島 GY1 2HL セント・ピーター・ポート、ロイヤル・アベニュー、ロイヤル・プラザ 1<br>(1 Royal Plaza, Royal Avenue, St Peter Port GY1 2HL, Guernsey) |
| (3) 設立根拠等                  | ガーンジー諸島法に基づく法人  |
| (4) 代表者の役職・氏名              | ディレクター アンドリュー・ロジャー・ウィットテイカー<br>(Director Andrew Rodger Whittaker)<br>ディレクター サンドラ・プラッツ<br>(Director Sandra Platts)   |
| (5) 事業内容                   | 資金調達及び有価証券の取得、保有、売却又は処分等の投資活動   |
| (6) 資本金                    | 15,334円（注3）<br>（100英国ポンド）   |
| (7) 設立年月日                  | 2020年4月1日   |
| (8) 出資者及び出資比率（2021年4月7日現在） | エスオーエフイーチイチ・インターナショナル・ホールドコ・リミテッド<br>(SOF-11 International Holdco Limited) 100%                                     |

|                    |  |
|--------------------|--|
| (9) 本投資法人と公開買付者の関係 |  |
| 資本関係               | SOF-11は本投資法人投資口を42,890口（所有割合（注2）：0.49%）所有しております。 |
| 人的関係               | 該当事項はありません。                                      |
| 取引関係               | 該当事項はありません。                                      |
| 関連当事者への該当状況        | 該当事項はありません。                                      |

(注1) 「本投資法人と公開買付者の関係」の「人的関係」、「取引関係」及び「関連当事者への該当状況」の記載を除き、本公開買付けに関して公開買付者が2021年4月7日に提出した公開買付届出書（以下「本公開買付届出書」といいます。）又はその添付文書の記載に基づきます。

(注2) 本公開買付届出書によれば、本投資法人が2021年3月12日付で提出した自己株券買付状況報告書に記載された2021年2月28日現在の発行済投資口の総口数8,899,256口から、同年3月10日付で消却された自己投資口の総数96,606口を控除した発行済投資口の総口数（8,802,650口）に対する割合（小数点以下第三位を四捨五入）をいうとのことです。

(注3) 本公開買付届出書によれば、「(6) 出資総額」又は「(6) 資本金」における米ドル又は英国ポンドから日本円への換算は、2021年4月6日現在の株式会社三菱UFJ銀行の対顧客電信直物売買相場の仲値、1米ドル＝110.29円、1英国ポンド＝153.34円の為替レートを使用しているとのことです。

## 2. 買付け等の価格

投資口1口につき、金20,000円

## 3. 本公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由

### (1) 本公開買付けに関する意見の内容

本投資法人は、本公開買付けについて、本日開催の本投資法人役員会において、本公開買付けに対して反対の意見を表明することを決議いたしました。

投資主の皆様におかれましては、本公開買付けに応募されないようお願い申し上げますとともに、既に本公開買付けに応募された投資主の皆様におかれましては、速やかに本公開買付けに係る契約の解除を行っていただきますよう、お願い申し上げます。

### (2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由

#### ① 本公開買付けに関する意見の根拠

本公開買付けについては、2021年4月2日、本投資法人に対して何らの連絡もなく、一方的かつ突然に、Starwood Capital Japan株式会社により、スターウッド・キャピタル・グループが本公開買付けの実施を予定している旨が公表され、その後、公開買付者により同月7日に開始されたものであります。

本投資法人は、公開買付者による本公開買付けの公表を受け、本公開買付けに対する本投資法人の意見を表明することに向けて、直ちに、本公開買付け及び公開買付者に関する情報の収集を試み、また、本公開買付届出書に記載された内容を含め、本公開買付けに関して、慎重に評価・検討を進めてまいりました。

しかしながら、本公開買付届出書に記載された内容を含め、2021年4月15日までに本投資法人が入手することができた情報のみでは、本公開買付けの目的、本公開買付け後に公開買付者が企図する本投資法人の具体的な運用方針、REITの運用能力、本公開買付け後に想定されている本投資法人の非公開化手続の具体的プロセス及びその有効性、本投資法人の価値の最大化ないし投資主の皆様共同の利益の向上に向けた具体的な施策の内容、並びに、

本公開買付けにおける買付け等の価格の根拠その他の本公開買付けの是非及びその諸条件について評価・検討する上で重要であると考えられる多くの事項の詳細が明確ではありませんでした。

そのため、本投資法人役員会は、本公開買付けの是非及びその諸条件等に関し、本投資法人の価値ないし投資主の皆様共同の利益の最大化の観点から、慎重に評価・検討を行った上で、本公開買付けに対する本投資法人の意見を形成するために、引き続き本公開買付け及び公開買付者に関する情報の収集に努めるべきであると考えました。

そこで、本投資法人は、金商法に基づく意見表明報告書における公開買付者に対する質問の制度を用いて本公開買付け及び公開買付者に関する正確な情報収集を早期に実施すべきであると判断し、2021年4月15日、本投資法人役員会において、特別委員会の勧告も踏まえ、公開買付者に対する質問を記載した意見表明報告書を提出することを決議いたしました。一方で、本公開買付けの是非については引き続き慎重に評価・検討をする必要があること、また、同日付で公表いたしました「特別委員会の設置及び特別委員会委員の選任並びに特別委員会への諮問に関するお知らせ」（以下「4月15日付特別委員会設置プレス」といいます。）に記載のとおり、本投資法人は、本投資法人役員会による恣意的な判断を防止し、その公正性及び透明性を確保することを目的として、本資産運用会社からの独立性が担保されており、かつ、公開買付者からの独立性を有する本投資法人の監督役員3名のみから構成される特別委員会を設置し、本諮問事項（下記「（5）公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「① 特別委員会の設置及び勧告」に定義いたします。以下同じです。）を諮問しているところ、2021年4月15日時点においては本公開買付けに関する特別委員会の最終的な判断が示されていないことから、2021年4月15日時点においては本公開買付けに対する意見の表明を留保することを決議いたしました。

その後、上記の本投資法人の質問を受けて、公開買付者により、2021年4月22日に、対質問回答報告書（以下「本対質問回答報告書」といいます。）が関東財務局長に提出され、本投資法人は、本対質問回答報告書及び本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立した不動産を扱う大手信託銀行（以下「本算定機関」といいます。）2行により算定された本投資法人が所有する物件の2021年4月30日付の売却価値評価結果（以下「本物件価値評価結果」といいます。）等並びに本投資法人が収集した本公開買付け及び公開買付者に関する情報を基に、公開買付者の提案を詳細に評価・検討いたしました。なお、本算定機関2行は、公開買付者並びに本投資法人及び本資産運用会社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、本投資法人は、本公開買付けの評価・検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立したファイナンシャル・アドバイザーとして野村証券株式会社（以下「野村証券」といいます。）及びSMB C日興証券株式会社（以下「SMB C日興証券」といいます。）並びにリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所及び長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任し、これらの外部アドバイザーの助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。特別委員会は、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして牛島総合法律事務所を選任し、その助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。なお、野村証券、SMB C日興証券、西村あさひ法律事務所、長島・大野・常松法律事務所及び牛島総合法律事務所は、公開買付者並びに本投資法人及び本資産運用会社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して

記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

また、特別委員会は、2021年4月12日に設置された後、同月15日、同月20日、同月22日、同月23日、同月27日、同月28日及び本日に開催されており、4月15日には、本諮問事項についての審議を開始したほか、本投資法人の各外部アドバイザーとは別に、独自に外部専門家（牛島総合法律事務所）を外部アドバイザーとして選任した上で、本投資法人が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対して質問を提出することに関して審議・勧告を行いました。また、同月20日、同月22日、同月23日、同月27日、同月28日及び本日には、公開買付者から提出された本対質問回答報告書や本算定機関2行により算定された本物件価値評価結果等を踏まえた上で、本諮問事項について審議を行いました。

そして、特別委員会は、本日、本投資法人役員会に対し、特別委員会の全員一致の意見として、本公開買付価格が本投資法人の価値に照らして不十分であること、公開買付者の主張する本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的に疑義があり、むしろ、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を毀損する可能性が高いこと、また、本公開買付けは深刻な強圧性を有する手法によりなされるものであり、投資主の皆様の意思を軽視するものであること等から、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものとはいえず、本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である旨の勧告を行いました。この勧告を受けて、本日開催の本投資法人役員会において、執行役員及び監督役員全員の一致により、本公開買付けに反対の意見を表明することを決議いたしました。

## ② 本公開買付けに関する意見の理由

本投資法人は、(i)本公開買付価格が本投資法人の価値に照らして不十分であること、(ii)公開買付者の主張する本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的に疑義があり、むしろ、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を毀損する可能性が高いこと、また、(iii)本公開買付けは強圧性を有する手法によりなされるものであり、投資主の皆様の意思を軽視するものであることから、本公開買付けに対して反対いたします。その判断の具体的な内容は、以下のとおりです。

### (i)本公開買付価格が本投資法人の価値に照らして不十分であること

本投資法人は、以下に述べるとおり、(a)一口当たりNAVが本投資法人投資口の本質的価値を示すものではなく、むしろ、本公開買付価格は、本物件価値評価結果を前提に算出した本投資法人投資一口当たり純資産額を大きく下回っていること、(b)本公開買付けは特殊要因に基づく割安な市場価格を狙って開始されたものであること、並びに(c)本公開買付価格についての合理的な説明及び根拠が存在しないことから、本公開買付価格は本投資法人の価値に照らして不十分であると考えております。

### (a)一口当たりNAVが本投資法人投資口の本質的価値を示すものではなく、むしろ、本公開買付価格は、本物件価値評価結果を前提に算出した本投資法人投資一口当たり純資産額を大きく下回っていること

公開買付者は、本投資法人の第13期資産運用報告に記載された本投資法人投資口の一口当たりNAV（本投資法人の投資資産の帳簿価格と鑑定評価額の差額に当たる含み損益を反映した純資産額を発行済投資口の総口数で除した1口当たり純資産額をいいます。）

が公正な市場価値に近い水準にあり、鑑定評価額は物件の売却益をも考慮した物件の本質的価値を映す水準であること、及びそれを踏まえて本公開買付価格が一口当たりNAV倍率で1.13倍に相当することから価格が公正であるとしています。

しかしながら、一口当たりNAVは各期末の鑑定評価に基づき算出されるものの、以下に述べるとおり、投資法人の投資口の本質的価値とは同じものではありません。

公開買付者が指摘する本投資法人が2021年1月27日付で提出した2020年10月期に係る有価証券報告書（以下「本有価証券報告書」といいます。）に記載された不動産の鑑定評価額は、DCF法、直接還元法及び積算価格をもとに不動産の経済価値を見積もり、一般的に当該不動産の継続保有を前提とした時価と捉えられるものではあるものの、不動産の売却価格の決定に際しては、不動産市場のセンチメントを反映した成長性に基づく当該不動産の収益向上余地や価値の上昇期待等を含めた諸般の要素を踏まえた交渉により決定されることから、不動産鑑定評価額を超える金額で売却される例は実務上数多く存在するところです。特に、公開買付者も指摘しているとおり、新型コロナウイルス感染症に端を発する社会情勢や経済環境の大きな変化に伴い、オフィス型不動産市場においてはニューノーマルにおける評価が不確実な中でその評価が下落し、また再評価を受けてはいるものの不確実性が継続している中での継続保有を前提とした評価となるため、本投資法人は、本有価証券報告書に記載された本投資法人の保有不動産の鑑定評価額は、かかる不確実性が加味されていることに加え、今後の収益向上余地や値上がり期待等を含めた現時点における売却を前提とした価値を下回る価額となっていると考えております。実際に、本投資法人が2020年12月10日に譲渡したIBFプランニングビルにつきましては、鑑定評価額の約1.1倍での譲渡を実現しており、また2018年4月18日及び同年5月17日にそれぞれ持分を譲渡した仙台本町ビルにおいても、鑑定評価額の約1.2倍での譲渡を実現しています。したがって、本投資法人の公表する物件の継続鑑定に係る鑑定評価額が、必ずしも物件の売却益をも考慮した足元の不動産売買市場における実勢金額であるとはいえないものと考えております。

本投資法人及び本資産運用会社は、当然ながら、不動産鑑定士が適正に不動産鑑定評価を行うことができるように、保有ポートフォリオに係る必要な資料を不動産鑑定士に対して提供するとともに、当該不動産鑑定士により算出された当該鑑定評価額を開示しているものではありませんが、上記のとおり、当該鑑定評価額は、本投資法人が当該資産を現に売却するにあたっての売却金額（その時点における理想的な売却先との間で売却することを想定した金額）を意味するものではなく、したがって、鑑定評価額は、公開買付者が本投資法人の投資主に対して提供する対価を評価するにあたり、公開買付者の指摘するような「物件の本質的価値」を反映しているものではないと考えています。実際に、本投資法人は、本公開買付価格の妥当性を評価・検討するにあたり、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立した本算定機関2行に対して、本投資法人が所有する物件を売却することを前提とした場合における価値算定を依頼した結果、本算定機関2行によるいずれの本物件価値評価結果においても、本投資法人が所有する物件を売却することを前提とした場合における価値評価の合計額の下限値は、本投資法人の本有価証券報告書に記載された本投資法人の保有資産の鑑定評価額合計額を、大きく上回るとのことです。

したがって、本物件価値評価結果を鑑定評価額として算出した場合の本投資法人投資一口当たり純資産額は、本公開買付価格を大きく上回ることとなります。

これらの価値評価の専門家による算定結果は、以上のとおり、本投資法人の本有価証券報告書に記載された不動産鑑定評価額をベースに算出される一口当たりNAVが、本投資法人の保有資産の本質的価値とイコールではないことを示しており、本公開買付価格は本投資法人投資口の価値に照らして不十分であるという本投資法人の考えを裏付けるものといえます。なお、上記の本算定機関は、公開買付者並びに本投資法人及び本資産運用会社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

このように、本投資法人は、本公開買付価格は、一口当たりNAVを上回る金額水準であるとしても、本投資法人投資口の本質的価値を大幅に下回っているものと考えております。

上記のとおり、公開買付者は、本公開買付け及びその後のスクイーズ・アウト手続を通じて、本投資法人の発行済投資口の全てを取得することを企図しているところ、これらが実現した場合、本投資法人が所有する物件は、全て公開買付者に実質的に帰属することとなることから、本公開買付けにおいて投資主の皆様提供されるべき対価、すなわち公開買付価格は、本物件価値評価結果で示された本投資法人が所有する物件を売却することを前提とした場合における価値に基づくべきものであると考えます。しかしながら、上記のとおり、本公開買付価格は、本物件価値評価結果を前提に算出した本投資法人投資一口当たりの価値を大きく下回るものであって、本公開買付け及びその後のスクイーズ・アウト手続によって公開買付者が享受する利益を反映していません。その意味でも、本投資法人は、本公開買付価格は本投資法人投資口の価値を反映した価格とは到底いえず、不十分であるといわざるを得ないと考えています。

(b)本公開買付けは特殊要因に基づく割安な市場価格を狙って開始されたものであること

公開買付者は、本公開買付価格が過去1ヶ月、過去3ヶ月及び過去6ヶ月の終値単純平均値に対してそれぞれ14.66%、23.53%及び32.23%のプレミアムを加えた価格であり、市場価格の観点からも、本公開買付価格が公正であると主張しています。しかしながら、新型コロナウイルス感染症の影響の色濃く残る直近6ヶ月間等の終値単純平均値をもって本投資法人投資口の価値を評価することは適当ではないものと考えています。本投資法人としては、公開買付価格を決定するにあたって直近値を参照することを一般に否定するものではありませんが、本投資法人投資口における直近6ヶ月間等の市場価格は新型コロナウイルス感染症の影響という特殊要因による一時的な影響を受けている面が少なからずあると考えております。即ち、本投資法人投資口の市場価格は、(1)資本市場全体からの資金流出の影響でJ-REIT市場全体に下げ圧力がかったこと、(2)新型コロナウイルス感染症による影響で不動産事業の先行きへの影響が不透明な状況が続く、J-REIT全体の投資口価格の回復は一般の事業会社の株価の回復と比較して遅れたこと、(3)在宅勤務の浸透等によるオフィス系J-REITの稼働率の見通しに懸念が広がり、他のアセットタイプを投資対象とするJ-REITと比較しても本投資法人を含むオフィス系REITへの資金流入が遅れたこと、等の理由で低迷した水準となっていると認識しております。

公開買付者も指摘しているとおり、新型コロナウイルス感染症に端を発する社会情勢や経済環境の大きな変化に伴うオフィス型不動産市場においてはニューノーマルへの過渡期にあると認識しております。かかる最中、オフィス特化のJ-REITである本投資法

人の市場からの評価はその不確実性の中で2020年3月頃より急落し、足元では再評価を受けていたものの、本投資法人としては、2020年3月以前の評価までにはまだ至っておらず、その将来性と比較して、未だ割安な投資口価格であるとの見立てを持っておりま  
す。コロナ禍の前には、本投資法人投資口の市場価格は、2万円を超えて推移しており  
(例えば、2020年1月6日から同月31日までの1ヶ月間の終値平均で22,633円)、また、  
2020年2月中旬の時点では本投資法人投資口の終値は24,000円を超えていました。公開  
買付者は「本公開買付価格20,000円は、過去1ヶ月、過去3ヶ月及び過去6ヶ月の終値単  
純平均値(それぞれ、17,442円、16,190円及び15,125円)に対して、それぞれ、14.66%、  
23.53%及び32.23%のプレミアムを加えた価格です。」としていますが、本投資法人投  
資口の価格は2020年10月末日頃以降堅調に推移しており、他のオフィス系J-REIT(一般  
社団法人不動産証券化協会により、オフィス特化型銘柄として分類されている上場不動  
産投資法人(本投資法人を除きます。)7銘柄をいいます。)の投資口価格についても、  
同様に2020年10月末日頃以降堅調に推移しています。加えて、本投資法人の当期純利益  
についても、コロナ禍を含む期間である第12期(2019年11月1日から2020年4月30日)  
以降も堅調に推移しています。本公開買付届出書にあるとおり、過去6ヶ月、過去3ヶ  
月及び過去1ヶ月の終値単純平均値がそれぞれ15,125円、16,190円及び17,442円と上昇  
していることがその表れであり、本投資法人投資口の市場価格は、コロナ禍以前の価格  
水準に近づきつつありました。したがって、直近6ヶ月間等の終値単純平均値が中長期  
での本投資法人投資口の価格を正しく反映しているものとはいえないものと考えます。

新型コロナウイルス感染症の発生以降、東京都心のオフィスビル平均空室率が上昇し、  
平均賃料が下降している傾向はあるものの、本投資法人としては、本投資法人が投資対  
象とする日本の大都市圏に所在する大規模オフィスビルに対する賃貸需要は今後も堅  
調に推移するものと予想しており、また、オフィス利用形態の多様化等の新たな潮流の  
中においても、本投資法人のポートフォリオは高い競争力を有しており、また、何らか  
の対処が必要な場合においても、本投資法人が上場REITであることによって困難であ  
るとは考えておりません。現に、本投資法人は、多様なオフィスニーズに応えることが  
できるよう、コワーキングスペース、レンタルオフィス、シェア型サテライトオフィス  
等を備えている物件を保有しており、シェアオフィスとして複数の入居事例を実現して  
います。今後も、フレキシブルオフィスやサテライトオフィスニーズ等の多様化するオ  
フィスニーズに対応可能な仕様変更や新規物件の取得、必要な物件の組替えを行うこと  
等により、投資口価値の向上に努めていく予定ですが、当該施策は、上場REITであって  
も可能であり、本投資法人及び本資産運用会社として、将来の持続的な成長に向けて投  
資口価値のより一層の向上に向けて様々な施策を検討していく考えであります。本投資  
法人は上場以来、ポートフォリオの規模拡大及びその質の向上により、着実に内部成長  
及び外部成長を実現し、資産規模及び一口当たり分配金や一口当たりNAV等の投資主価  
値を向上させてきた実績を有しております。今後も新たな環境変化に適合した投資口価  
格の上昇を目指す施策を継続する方針であり、足元の一人口当たりNAVに1.13倍程度のプ  
レミアムを付したに過ぎない本公開買付価格は本投資法人の成長性が反映されていな  
いと考えております。

(c)本公開買付価格についての合理的な説明及び根拠が存在しないこと

上記(b)のとおり、本投資法人投資口は新型コロナウイルス感染症による特殊要因を

受けて一時的に割安な評価を受けている状況であるにもかかわらず、公開買付者は、本公開買付価格のベースとした直近6ヶ月間等の終値単純平均値が本投資法人投資口の公正な価格又はそれに近いものであるといえることについて、何ら合理的な根拠をもった説明をしておりません。また、公開買付者は、本公開買付価格は市場価格にプレミアムを付した価格であると主張しておりますが、そもそもベースとする直近6ヶ月間等の終値単純平均値が中長期での本投資法人投資口の価値を示すものでないこと、一口当たりNAVが本投資法人投資口の本質的価値を示すものではないことは上記のとおりであり、また公開買付者がプレミアムと主張する金額についても、それが十分なものであることについて何ら合理的な説明をしていません。

公開買付者は、本公開買付届出書において、本公開買付価格の算定にあたり、第三者算定機関から投資口価値に関する算定書を取得しておらず、フェアネス・オピニオンも取得していないことを認めております。公開買付者の認めるとおり、参照すべき過去のプレミアムレンジの先例が存在しないことに加えて、契約書のレビューを含む物件についての一般的なデュー・ディリジェンスも実施されることがなく、公表されている以上の物件に係る詳細情報もないままに、内実の不透明な保有資産の仕様変更や用途変更に伴い創出可能と考える価値及び関連リスクを踏まえて公開買付者が妥当と考えた金額をプレミアムとして計算しているとのことですが、本投資法人としては、かかる金額が公正とは考えておりません。

公開買付者は、本対質問回答報告書において、「本公開買付けを通じて、投資主に対して、合計約4年分の分配金に相当する価値を本公開買付け完了時に一括で受領する機会を提示している」などと述べています。しかしながら、一口当たりNAVが本投資法人投資口の本質的価値を反映していないことは上記(a)のとおりであり、本投資法人としては、そもそも本投資法人投資口の成長性をも加味した本質的価値は本公開買付価格を大幅に上回るものと考えておりますので、公開買付者が一口当たりNAVを基準としてプレミアムを付した価格であるとし、あるいはそのようなプレミアムが合計約4年分の分配金に相当するといったことを主張すること自体、誤解を生じさせるものであり、不適切であるといわざるを得ません。

- (ii) 公開買付者の主張する本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的に疑義があり、むしろ、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を毀損する可能性が高いこと

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的として、「このようなオフィス利用の環境変化に対応して、新型コロナウイルスの影響の下での新たな需要に即した対象者保有資産の用途や仕様の見直しを実施することが対象者の保有資産価値の維持及び向上に不可欠と考え、オフィスの用途変更や仕様変更を伴う中長期的な資本的支出に基づく物件の価値向上への取組みが必要と考えに至」ったところ、「かかる中長期的な資本的支出は、オフィスの用途変更や仕様変更によってオフィスの賃貸利用に一定期間制限を加えることが不可避となり、一時的に賃貸収益及びキャッシュ・フローひいては投資主の皆様への配当に悪影響が生じることが想定されると考え、投資主への継続的・安定的な配当が求められる上場REITのままでは、このような取組みは困難であり、対象者の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上には対象者の非公開化が不可欠であると考えに至」ったと説明しています。

しかし、公開買付者は、本投資法人の上場を維持したままでは実施ができないという用途変更や仕様変更の取組みの内容について、ごく一部の例を抽象的に挙げるだけで、何ら具体的な説明を行っていません。さらに、公開買付者は、(i)具体的に本投資法人の有するどの物件についてどのような用途変更や仕様変更を行う予定又は計画があるのか、(ii)公開買付者が掲げる中長期的な資本的支出に基づく物件の価値向上への取組みが本投資法人の上場を維持したままでは実施困難であるとする具体的な理由は何か、(iii)本公開買付届出書において本投資法人の運用資産価値向上に向けて検討に値するイニシアチブとして例示されている、西新宿プライムスクエアにおけるロビースペースのリノベーション及び建物周辺エリアの景観の改善や、品川シーサイドイーストタワーにおいて空室が見込まれるスペースの用途変更等は、上場REITにおいても一般的に行われている施策であると考えられるにもかかわらず、これらの施策が本投資法人の上場を維持したままでは実施困難である理由は何かといった質問に対しても、本対質問回答報告書において、「スターウッド・キャピタルは、かかる中長期的な資本的支出は、オフィスの用途変更や仕様変更によってオフィスの賃貸利用に一定期間制限を加えることが不可避となり、一時的に賃貸収益及びキャッシュ・フローひいては投資主の皆様への配当に悪影響が生じることが想定されると考え、投資主への継続的・安定的な配当が求められる上場REITのままでは、このような取組みは困難であり、対象者の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上には対象者の非公開化が不可欠であると考えに至りました。」と本公開買付届出書に明記したとおりである、と回答するなど、本公開買付届出書における抽象的な説明を繰り返すことに終始し、何ら具体的な回答をしておりません。

また、本投資法人は、本投資法人の価値ないし投資主の皆様共同の利益の最大化のためには、テナントリレーションやマーケット動向の的確な把握、テナントとの賃料交渉、諸外国に比べて賃貸借期間が短い日本の賃貸借契約形態等、日本特有の不動産に関するノウハウ等が必要不可欠であると考えていますが、公開買付者は、本対質問回答報告書において、スターウッド・キャピタル・グループが日本において上記にいう「このようなオフィス利用の環境変化に対応して、新型コロナウイルスの影響の下での新たな需要に即した」オフィスの用途変更や仕様変更を行った実績の有無はおろか、スターウッド・キャピタル・グループが現在までに日本において私募REITを含む不動産ファンドを運用した実績の有無についても、「グループとしてのスターウッド・キャピタルがもたらす可能性を評価するという観点からは、特定の地域に限定した単独での体制のみを見ることは、スターウッド・キャピタルの経営手法にそぐわず、適切ではありません。」などと述べるにとどまり、日本における具体的な実績の有無を回答することを避けています。

さらに、本対質問回答報告書によれば、公開買付者は、自ら本投資法人の運用を行うことを提案しているわけではなく、スターウッド・キャピタル・グループ内の資産運用会社を本投資法人の資産運用会社として起用する計画もないとのこと。そして、本公開買付届出書によれば、公開買付者は、「本資産運用会社が対象者の設立以来資産運用業務を対象者に提供してきた実績及びその中で培われた対象者保有資産に対する知見に照らせば、本資産運用会社が、非公開化後において対象者に対する資産運用業務を提供する資産運用会社としては適任であると考えてい」る一方、「スターウッド・キャピタルが考える対象者保有資産の価値向上のための諸施策について本資産運用会社が

同意しない場合には、対象者と本資産運用会社との間の資産運用委託契約を解約し、スターウッド・キャピタルが考える価値向上の諸施策について同意し、資産運用会社としてそのような運用に取り組む本資産運用会社以外の資産運用会社との間で資産運用委託契約を締結することとなります。」と説明しております。

しかし、本資産運用会社が本投資法人の非公開化後においても資産運用業務を提供する資産運用会社として適任であると公開買付者が本当に考えているのであれば、公開買付者が考える施策を円滑に進めるべく、本投資法人及び本資産運用会社に対して事前の協議を求めることも十分可能であったはずであるにもかかわらず、公開買付者は、本投資法人及び本資産運用会社に対する事前の接触を一切行わずに、公開買付けを実施する意向である旨の2021年4月2日付プレスリリースを公表いたしました。そして、公開買付者は、本対質問回答報告書において「公開買付者が本資産運用会社との対話に臨む意向は真摯かつ誠実なものである」と述べておりますが、このような本公開買付けの開始に至る経緯に鑑みれば、公開買付者がかかる真摯かつ誠実な意向を有しているとはにわかに信じ難いものです。また、本資産運用会社以外の新たな資産運用会社についても、公開買付者は、本対質問回答報告書において「資産運用会社としての登録その他の要件を満たす会社のうち、対象者の資産運用会社としての役割を担うことを希望する者は多数存在するであろうと考えています。」などと述べるにとどまり、具体的な候補先は何ら見当たっていないことが窺われます。

投資信託及び投資法人に関する法律（昭和26年法律第198号。その後の改正を含みます。以下「投信法」といいます。）上、登録投資法人は資産運用会社によるその資産の運用に係る業務を委託しなければならないにもかかわらず（第198条第1項）、公開買付者は、以上のとおり、本公開買付け及び本投資法人の非公開化後において本投資法人の資産運用を委託する資産運用会社について何ら目処が立たないまま、本公開買付けを開始しており、公開買付者が真摯に本投資法人の資産運用を行うかどうかについても疑念を抱かざるを得ません。

以上のとおり、公開買付者の主張する本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的並びに非公開化後における本投資法人の資産運用には、具体的な裏付けが一切なく、その実現可能性には重大な疑義があり、むしろ、本公開買付けによって本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を毀損する可能性が高いといわざるを得ません。さらにいえば、本対質問回答報告書に記載された回答内容に照らせば、非公開化により本投資法人の保有資産の潜在的な価値創出・価値の向上を企図しているという本公開買付け届出書に記載された公開買付者の目的自体に疑問があり、公開買付者の真の意図は、本投資法人の保有ポートフォリオの本質的な資産価値に比して割安な価格で本公開買付けを行い（上記のとおり、本公開買付け価格は、本物件価値評価結果を前提に算出した本投資法人投資一口当たりの価値を大きく下回っています。）、かつ、当該割安な価格でスクイーズ・アウトを行うことでスターウッド・キャピタル・グループが利益を得ることにあると考えざるを得ません。

他方、本投資法人は、本資産運用会社による資産運用を通じて、投資運用のスペシャリストが投資主価値向上の観点から選定した、日本の大都市圏に所在する大規模オフィスビルを中心とする物件に投資する機会を投資家に提供し、本投資法人の投資主価値の

最大化を実現するという基本理念に基づき、上場金融商品として、個人投資家、国内外機関投資家等、幅広い投資家の皆様に対して中長期的な投資対象への投資機会を提供してまいりました。

本投資法人は、上場以来、着実に外部成長や内部成長を実現し、資産規模の拡大や一口当たり分配金、一口当たりNAVを成長させてきました。特に、上場以来の資産規模の成長率（取得価格ベース）は187.3%であり、他のJ-REITと比較しても高い水準にあると考えております。また、本資産運用会社が1999年以来日本国内で不動産の投資運用を行ってきたことによって培われた投資運用ノウハウを活かし、高稼働を維持するとともに、内部成長による収益の拡大を実現しています。例えば、独立系資産運用会社である本資産運用会社は、特定の不動産開発事業者等の利害に左右されることなく、各保有資産の運営において起用するプロパティ・マネジメント会社やビルマネジメント会社を選定することが可能であることから、これらの会社の起用時だけでなく、起用後においても定期的な評価を行うことでコストの削減や保有資産に即した最適な管理を実施してきました。加えて、財務面においても、上場以来、資金調達コストの削減に取り組んでおり、既存のシンジケートレンダーとの良好な関係構築にも努めてきました。さらに、上場商品に求められる種々の開示規制に則った開示を行い、透明性の高い運用を実施してきたことに加え、3度のグリーンボンドの発行（発行額合計8,500百万円）やサステナビリティレポートを定期的に発行するなど、昨今の金融市場において注目度の高いESGやその開示についても積極的に取り組んできました。

本投資法人は、これまでに、資本市場及び不動産市場の両方において、投資主価値の最大化に向けて、J-REIT初となる自己投資口の取得、J-REIT最小価格水準となる投資口分割、資産入替え及び資産譲渡を通じたポートフォリオの見直し等、複数の施策を機動的かつ積極的に実施してきております。本対質問回答報告書によれば、公開買付者は、「在宅勤務の継続やオフィス出勤義務の緩和等の変化が進んでいる中で、コロナ後の新しい環境におけるオフィス需要については、新型コロナウイルスの感染拡大がもたらす長期的な影響を正確に把握することは困難です。これは、本公開買付価格を決定する際にも重要なポイントとして考慮されました。」とし、「2021年10月にはポートフォリオ平均稼働率は96.3%に落ち込む見込みであり、将来の収益性に相当な影響が及ぶと予想されます。」と述べていますが、本投資法人を含めたオフィス系J-REITにおいては足元の稼働率は低下する想定値を開示しているものの、投資口価格は堅調に推移しており、上場REITの投資対象となっているオフィスについては総じて賃貸需要は高く、資産価値や投資口価格の下落要因となっていないと考えています。また、本投資法人のポートフォリオ稼働率については、2020年10月期の決算発表時点の想定値を上回る水準で推移しております。具体的には、保有物件の立地条件、物件規模といった質の高さと適切に分散したポートフォリオを活かし、2021年2月については予想値が97.8%だったのに対して実績値は98.2%、同年3月については予想値が97.5%だったのに対して実績値は97.8%となっております。加えて、2021年11月に予定されていたホテルオペレーター退去に関してダウンタイムなしで後継テナントの誘致に成功しております（詳細については、2021年4月28日に公表いたしました「国内不動産信託受益権に係る定期建物賃貸借契約の基本合意書締結に関するお知らせ（品川シーサイドイーストタワー）」をご参照ください。）。また、本投資法人は、新型コロナウイルス感染症による特殊要因の影響下においても機動的な対応を実施しており、今後増加が予想されるフレキシブルオフィ

スとしても活用可能な競争力を有する物件も保有しています。また、これまでに保有物件のリノベーションにも積極的に取り組んでおり、累計15物件にわたりリノベーションを実施しています。具体的には仙台北町ビルにおいて大規模リノベーション工事を実施することにより、稼働率の向上を図り、物件価値の最大化を実現する取り組みを実施しました。テクノウェイブ100においても、共用部等のリノベーションを実施し、取得前に想定していた稼働率やNOI（Net Operating Income）の向上を実現してきた実績もあります。新規テナントの入替時や既存テナントの賃料改定時の賃料は引き続き増額を実現できており、いわゆるレントギャップ（マーケット賃料と契約賃料の差額）を埋めるリーシングを実施していることに加え、コスト削減による収益性の向上にも努めています。さらに、2020年12月16日から実施した自己投資口の取得及び2021年3月10日に実施した自己投資口の消却、2020年12月10日に実施した鑑定評価額を上回る金額での資産譲渡等の積極的な施策を通じて、投資主価値の向上を図っております。今後も、更なる資産入替え等の様々な施策を通して、中長期的な安定的収益の確保と資産価値の着実な向上を目指し、投資主価値の最大化を実現してまいります。

(iii)本公開買付けは強圧性を有する手法によりなされるものであり、投資主の皆様のご意思を軽視するものであること

2021年4月23日付「スターウッド・キャピタル・グループによる本投資法人投資口に対する公開買付けに係る緊急差止命令の申立てに関する申入書の提出のお知らせ」（以下「4月23日付申入書提出プレス」といいます。）に添付の申入書においても主張しているとおり、本投資法人は、大要、以下に記載の理由に基づき、(a)投信法においてスクイーズ・アウトは認められず、また、(b)対価の公正性を争う手段が全く不十分な投資口併合を予定する本公開買付けは、深刻な強圧性を有していると考えています。

4月23日付回答プレスにてお知らせしましたとおり、本公開買付けが上記のように深刻な強圧性を有することに鑑み、本公開買付け期間の満了前に、投資主総会の開催等の所要の措置を講じることを可能にするよう、本投資法人は、本投資法人役員会における決定に基づき、書簡をもって、公開買付者に対して、本公開買付け期間を、金商法の上限である60営業日まで延長することを強く要請していたところ、同月22日、公開買付者から本公開買付け期間の延長要請を拒否する旨の回答を受領しました。本公開買付けに関する深刻な強圧性を緩和する措置を講じるための本公開買付け期間の延長の要請を公開買付者が拒否したことにより、本公開買付けに伴う深刻な強圧性は緩和されていません。公開買付者の対応は、正に、投資主の皆様のご意思を軽視するものであり、本投資法人としては、投資主保護の観点から、これを容認することはできません。

なお、4月23日付申入書提出プレスにてお知らせしましたとおり、本投資法人は、本公開買付けに関して、金融庁長官、証券取引等監視委員会及び関東財務局長に対して、金商法第192条第1項及び投信法第219条第1項に基づき、同日付で、公開買付者に対して本公開買付けを禁止又は停止することの命令を発することを裁判所に対して申し立てるよう求める旨の申入書を提出しております。

(a)投信法においてスクイーズ・アウトは認められないこと

投信法上、以下のとおり、投資口併合を用いて少数投資主のスクイーズ・アウトを行うことは多数派投資主の権利濫用として無効と考えられます。なお、本投資法人の当該

主張の検討に際しては、金商法の分野において高名な学者である黒沼悦郎・早稲田大学法学学術院教授及び森本滋・京都大学名誉教授から意見書を取得しております。

- ・ 投信法上、現金のみを合併対価とすることは認められておらず、株式会社のように現金を対価として投資主をスクイーズ・アウトするような投資法人の合併を行うことはそもそも予定されていないこと。また、株式会社において一般的にスクイーズ・アウトの手法として用いられる特別支配株主の株式等売渡請求（会社法（平成17年法律第86号。その後の改正を含みます。）第179条第1項）や全部取得条項付種類株式（同法第171条第1項、第108条第1項第7号）に相当する制度や、株式会社の株式交換（同法第767条）又は株式移転（同法第772条）に相当する制度が認められていないこと。
- ・ 株式会社の株式併合の場合と異なり、投資法人の投資口併合の場合には、反対投資主の投資口の買取請求権は認められていないこと。また、全部取得条項付種類株式を用いた株式会社のスクイーズ・アウトの場合における（取得）価格決定申立権の制度（会社法第172条）のように、スクイーズ・アウトの価格（端数投資主に交付される金銭）に不満を有する投資主が利用できる（取得）価格決定申立権の制度に相当する制度も存在しないこと。
- ・ 平成26年会社法改正により、株式会社の株式併合については、スクイーズ・アウトのために用いられる他の制度（全部取得条項付種類株式の制度や同改正により新設された特別支配株主の株式等売渡請求制度）と平仄を合わせるために反対株主の買取請求権及び価格決定申立権が認められ、スクイーズ・アウトに際して少数株主の利益を保護するための法整備がなされたために、スクイーズ・アウトの手法として株式併合を用いることは可能と考えられるようになったことに対して、投信法では、投資口併合に関する会社法の株式併合の条文の準用規定（投信法第81条の2第2項）において、反対株主の株式買取請求権及び価格決定申立権に係る規定（会社法第182条の4及び第182条の5）は敢えて準用しないものとされたこと。そのため、平成26年会社法改正前における株式会社の実務の状況と同じく、投資法人においては、現在においても、投資口併合を用いて少数投資主のスクイーズ・アウトを行うことは、多数派投資主の権利濫用として無効と考えられること。
- ・ 投信法上、投資口併合において端数が生じた場合の端数の合計数に相当する口数の投資口の売却は、上場されている投資口の場合は「取引所金融商品市場において行う取引による売却」によらなければならないとされていること（投信法第88条第1項、投資信託及び投資法人に関する法律施行規則（平成12年総理府令第129号。その後の改正を含みます。以下「投信法施行規則」といいます。）第138条）。市場における投資口価格を適正なものとするための投資口併合や投資口分割に際して端数処理が必要な場合と、スクイーズ・アウト目的による投資口併合の場合は異なり、後者の場合は、極めて多数の端数投資口が生じる結果、その処理を行うべく投資口を市場で売却すれば市場価格が大幅に下落してしまうことに加え、そもそも売却先が確保できない可能性が大きいこと。このような状況下で、通常の端数処理の取扱いのように、市場で売却した価格が「公正な金額による売却」とされるのは、スクイーズ・アウトされる投資主にとってあまりに不利益・不公平であること。したがって、投信法の投資口併合は、スクイーズ・アウト目的で利用されることが想定さ

れたものではないこと。

- ・ 後述する最高裁決定に示されているとおり、上場投資法人のスクイーズ・アウトがあり得ると仮定した場合、少数投資主が受け取るべき「公正な価格」は、上場株式のスクイーズ・アウトの場合と同様、スクイーズ・アウトがなかった場合に少数投資主が享受し得る価値と、スクイーズ・アウトによって増大が期待される価値のうち少数投資主が享受してしかるべき部分とを合算したものであって、それはスクイーズ・アウトにメリットがある場合には、市場での売却価格や投資一口当たり純資産額よりも高くなるはずであること。それにもかかわらず、投信法は、投資口併合における端数の売却について「取引所金融商品市場において行う取引による売却」や「純資産の額に照らして公正妥当な金額による売却」しか認めていないのであって（投信法第88条第1項、投信法施行規則第138条）、投資口併合によりスクイーズ・アウトを行えば、少数投資主の利益を損なうことは明らかであること。

(b)対価の公正性を争う手段が全く不十分な投資口併合を予定する本公開買付けが深刻な強圧性を有すること

本公開買付届出書には、「公開買付者は、スクイーズアウトの価格が公開買付価格と同価格に設定され、かつ、当該公開買付価格が、対象の投資法人の純資産価値を上回るプレミアムが付されている場合には、公開買付け後にいずれスクイーズアウトされるとしても、投資主には純資産価値での換価の機会が確保されており、かつ、それを上回るスクイーズアウト価格が提示されていることから、公開買付けに応じることを強制される関係になく、スクイーズアウトの強圧性の問題は生じないと考えています。」と記されております。

しかしながら、スクイーズ・アウト価格が本公開買付価格と同額に設定されていても、本公開買付けの結果、公開買付者が本投資法人の議決権の3分の2以上を取得すれば、少数投資主の反対にかかわらずスクイーズ・アウトを実現する投資口併合の決議が必ず成立するため、たとえスクイーズ・アウト価格、即ち、本公開買付価格が本投資法人投資一口当たりの公正な価値を下回っていた場合でも、少数投資主は当該価格で締め出されてしまうこととなります。上記のとおり、投資口の併合に当たっては、スクイーズ・アウト価格に不満を有する投資主が利用できる投資口の買取請求権や（取得）価格決定申立権の制度に相当する制度も存在しません。

そのため、本公開買付価格が不十分だと考える投資主であっても、他の投資主が上記の事態を想定して本公開買付けに応じると予想できるため、本投資法人の議決権の3分の2以上にあたる応募がなされ、本公開買付価格と同額によるスクイーズ・アウトを避けることができないと考え、自らも本公開買付けに応じてしまう強圧性が存在します。強圧性を有する公開買付けは、公正な対価を投資主に与えないという点で問題があるだけでなく、投資主の投資判断が歪められる結果、投資主共同の利益に適わない投資法人の非公開化取引が実現してしまう点でも、望ましくないことはいうまでもありません。

また、公開買付者は、本対質問回答報告書において「投資口併合における対象者投資口の売却価格については、法令上、対象者は、『純資産の額に照らして公正妥当な金額』によって投資口の端数を売却し、かつ売却により得られた代金を投資主に交付する義務を負っています（投信法第88条第1項、投信法施行規則第138条）。この規定に基づき、

投資主は、投資法人に対して、純資産の額に照らして公正妥当な金額により得られる代金の交付を請求する法定の請求権を有している」とし、また、「投資法人が純資産の額に照らして公正妥当な金額に満たない金額で投資口の端数売却を行う場合には、かかる投資法人の投資口の端数売却行為は、法令上の投資法人の売却義務に違反する法令違反の行為といえ、投資主は不法行為に基づき公正妥当な金額と交付を受けた売却代金との差額の交付を請求する権利を有しているといえます（民法第709条）」と述べ、そのために「投資主には、裁判を受ける権利、デュープロセスが法的に保証されている」ため強圧性の問題は存在しないとしています。

しかしながら、「純資産の額に照らして公正妥当な金額」の交付を請求する権利及び投資法人が当該金額に満たない金額で投資口の端数売却を行う場合に裁判を受ける権利では、スクイズ・アウトを受ける投資主の権利保障として全く不十分であることは明らかです。

確かに、上場不動産投資法人については、各期末に鑑定評価に基づく純資産価額が計算されますが、それは「投資法人の投資口の公正な価格」とは同じものではありませんし、しかも、純資産額を基礎とする算定方法では、スクイズ・アウトを実施することによって得られる効果は一切考慮されていません。この点、最決平成21年5月29日金融・商事判例1326号35頁は、全部取得条項付種類株式利用スキームを用いたスクイズ・アウトにおけるスクイズ・アウト価格について、強制取得により失われる今後の株価上昇に対する期待を評価した価額をも考慮するのが相当であるとしているところ、少数株主の利益保護のためにシナジーの合理的分配を必要とした当該最高裁決定の射程が、同じく少数投資主の利益を保護すべき上場不動産投資法人のスクイズ・アウト価格に及ばないと解することは不合理であると考えます。むしろ、上場不動産投資法人はファイナンスのためのベークルであるからこそ、少数投資主の経済的利益は一層保護されるべきです。上場投資法人のスクイズ・アウトがあり得ると仮定した場合、少数投資主が受け取るべき「公正な価格」は、上場株式のスクイズ・アウトの場合と同様、スクイズ・アウトがなかった場合に少数投資主が享受し得る価値と、スクイズ・アウトによって増大が期待される価値のうち少数投資主が享受してしかるべき部分とを合算したものであって、それはスクイズ・アウトにメリットがある場合には投資口の純資産額よりも高くなるはずですが。

上記「(i)本公開買付価格が本投資法人の価値に照らして不十分であること」に記載のとおり、本投資法人の役員会は本公開買付価格が不十分であると判断しており、本投資法人の投資主の皆様は本公開買付け及びスクイズ・アウトを通じて提供されるべき対価の額につき、少なくとも公開買付者と本投資法人役員会とは根本的にその評価が異なっていることは明らかであるところ、本投資法人の投資主の利益が、「純資産の額」に照らして公正妥当な金額により得られる代金の交付を請求する権利や一般の不法行為に基づく請求権により保護されるとの公開買付者の主張は、当該金額につき確立された考え方が存在しないことや投資主がその価額等につき立証責任を負うこととなると考えられること等も踏まえると、暴論であるといわざるを得ません。

したがって、「純資産の額に照らして公正妥当な金額」の交付を請求する権利では、スクイズ・アウトを受ける投資主の権利保障として全く不十分であり、そのような権利しか保障されない投資口併合を予定する本公開買付けが深刻な強圧性を有することは明らかです。

なお、公開買付者は、本対質問回答報告書において、本公開買付けが強圧性を有しないことの理由として、「本公開買付けにおいて設定されている本公開買付け成立のため  
の下限となる投資口数は、公開買付者らの保有する対象者投資口を除く全発行済投資口  
の過半数を超えるものであり、公正M&A指針が利益相反のあるM&A取引において設定  
することを推奨している『マジョリティ・オブ・マイノリティ条件』をも超えるもので  
す。」などと述べております。しかしながら、これは投資主に対して適切な情報開示がな  
された上で、投資主に価格について争う機会が実効性ある形で担保されていて初めて成  
り立つ主張であるところ、上記「(i)本公開買付価格が本投資法人の価値に照らして不  
十分であること」に記載のとおり、本公開買付価格についての合理的な説明及び根拠が  
存在しないことに加え、「純資産の額に照らして公正妥当な金額」の交付を請求する権利  
ではスクイーズ・アウトを受ける投資主の権利保障として全く不十分であることから、  
当該主張は、本公開買付けが強圧性を有しないことの理由にはなりません。

### (3) 上場廃止となる見込み及びその事由

本投資法人投資口は、本日現在、東京証券取引所不動産投資信託証券市場に上場されてお  
ります。

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、本公開買付けにおいて買付予定数の上限を設定  
していないため、本公開買付けの結果次第では、本投資法人投資口は、東京証券取引所の上場  
廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となる可能性があるとのことです。また、本公開  
買付けが成立した時点では当該基準に該当しない場合でも、本公開買付けの成立後、下記「(4)  
本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）」に記載された手続  
の実施を予定しているとのことであり、当該手続を実施する場合、本投資法人投資口は、東京  
証券取引所の上場廃止基準に従い、所定の手続を経て上場廃止となるとのことです。なお、上  
場廃止後は、本投資法人投資口を東京証券取引所不動産投資信託証券市場において取引する  
ことはできません。

### (4) 本公開買付け後の組織再編等の方針（いわゆる二段階買収に関する事項）

本公開買付届出書によれば、公開買付者は、本投資法人を非公開化し、私募REITとする方  
針であり、本公開買付けにより、公開買付者が本投資法人投資口の全て（但し、公開買付者ら  
が所有する本投資法人投資口及び本投資法人が所有する自己投資口（もしあれば）を除きま  
す。）を取得できなかった場合には、本公開買付けの成立後に、投資口の併合により、公開買  
付者が本投資法人投資口の全て（但し、公開買付者らが所有する本投資法人投資口及び本投資  
法人が所有する自己投資口（もしあれば）を除きます。）を取得することを目的とする、本投  
資法人の投資主を公開買付者のみとするための一連の手続を予定しているとのことです。

### (5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置

#### ① 特別委員会の設置及び勧告

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、本投資法人役  
員会は、本投資法人役員会による恣意的な判断を防止し、その公正性及び透明性を確保する  
ことを目的として、本投資法人の監督役員3名のみにより構成される特別委員会を設置し  
ております。そして、4月15日付特別委員会設置プレスにてお知らせしましたとおり投資

法人役員会は、特別委員会の設置後間もない2021年4月12日に、以下の事項（以下「本諮問事項」といいます。）を特別委員会に諮問いたしました。

- (a) 本公開買付けが、本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものであるか否かについて、調査・検討及び評価し、勧告又は意見すること。
- (b) その他、本投資法人役員会が判断すべき事項のうち、本投資法人が貴委員会に随時諮問する事項及び貴委員会が本投資法人役員会に勧告又は意見すべきと考える事項について、調査・検討及び評価し、勧告又は意見すること。

特別委員会は、2021年4月15日、同月20日、同月22日、同月23日、同月27日、同月28日及び本日に開催されており、4月15日には、本諮問事項についての審議を開始したほか、本投資法人の各外部アドバイザーとは別に、独自に外部専門家（牛島総合法律事務所）を外部アドバイザーとして選任した上で、本投資法人が本公開買付けに対して留保の意見を表明し、公開買付者に対して質問を提出することに関して審議・勧告を行いました。また、同月20日、同月22日、同月23日、同月27日、同月28日及び本日には、本諮問事項について審議を行い、公開買付者から提出された本対質問回答報告書や本物件価値評価結果等を踏まえた上で、本諮問事項の審議を実施しております。

そして、特別委員会は、本日、本投資法人役員会に対し、特別委員会の全員一致の意見として、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものとはいえないことから、本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である旨の勧告を行いました。かかる勧告の概要は以下のとおりです。

なお、本日、特別委員会は、本投資法人役員会に対し、特別委員会の全員一致の意見として、(i)以下に記載の特別委員会の勧告の概要のとおり、本公開買付けが本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものとはいえず、したがって、本公開買付けに対抗するという本要請の目的は正当であると考えられ、また、(ii)本要請に基づきスポンサーであり本資産運用会社が属するインベスコ・グループの出資比率を高め、投資主との更なる利害の一致を図ることは、スポンサーの本投資法人に対するコミットメントを対外的により強く示すことに繋がるから、本要請は、「中長期にわたる安定した収益の確保と運用資産の確実な成長を目指して運用を行う」という本投資法人の基本方針に沿う形で本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益を最大化することに資すると考えられるため、当該要請を行うことは適切である旨の勧告も行っております。

#### (i) 本公開買付け及び非公開化の目的の正当性

公開買付者は、本公開買付け及び本投資法人の非公開化の目的として中長期的な資本的支出は上場REITのままでは困難であるなどと説明しているが、非公開化の必要性について、中長期にわたる収益確保と運用資産の成長を目指す本投資法人の基本方針を踏まえた具体的な理由を説明していない。一方で本投資法人は、新型コロナウイルス感染症の拡大によるオフィス資産への新たな需要を踏まえたビジネスプランを策定・実施中である。

また、公開買付者は、日本における不動産ファンドの運用実績等に関する本投資法人の質問について、特定の地域に限定した単独での体制の状況だけを取り上げた質問はスターウッド・キャピタル・グループの経営手法にそぐわないなどと述べて具体的な説明を行っていない。

公開買付者は、非公開化後の運用方針等については本投資法人の一般投資主の立場とは関係ないなどとも述べており、本投資法人の非公開化によって実現する価値創出・価値の向上のしかるべき部分を享受すべき一般投資主の利益を十分考慮していない。

また、公開買付者は、非公開化後に本資産運用会社との資産運用委託契約を解約する場合の新たな資産運用会社について具体的な候補先を説明しないうえ、日本におけるチーム体制についても、特定の地域に限定した単独での体制を取り出すことはスターウッド・キャピタル・グループの経営手法にそぐわないなどと述べるにとどまっている。

以上のとおり、公開買付者の説明する本公開買付け及び非公開化の目的には具体的な裏付けがなく、その実現可能性には疑義があるといわざるを得ず、正当性が認められないと考えられる。

#### (ii) 本公開買付価格の妥当性

公開買付者は、本投資法人投資口の一口当たりNAVが公正な市場価値に近い水準にあり、鑑定評価額は物件の売却益をも考慮した物件の本質的価値を映す水準であること、及びそれを踏まえて本公開買付価格が一口当たりNAV倍率で1.13倍に相当する価格であるなどと説明している。

しかし、本投資法人が、本算定機関2行に対して、本投資法人が所有する物件を売却することを前提とした価値算定を依頼した結果、本物件価値評価結果は本投資法人の保有資産の鑑定評価額合計額を大きく上回るものとなった。

本算定機関による上記算定では取引事例比較法及び収益還元法が用いられており、本有価証券報告書記載の鑑定評価額と比較して、直近のマーケットの傾向をより正確に反映するものである。本公開買付け及びその後の非公開化は、公開買付者による本投資法人のポートフォリオの取得とも評価できるため、本物件価値評価結果を参照することには合理性が認められること等から、公開買付者が主張する一口当たりNAVは本投資法人投資口の本質的価値を示すものではなく、むしろ、本公開買付価格は、上記本物件価値評価結果を前提に算出した本投資法人投資口の一口当たり純資産を大きく下回っていると考えられる。

上記に加え、公開買付者がプレミアム算定の基礎としている本投資法人投資口の直近6ヶ月間等の市場価格は新型コロナウイルス感染症の影響という特殊要因による一時的な影響を受けている面が少なからずあると考えられるうえ、公開買付者は、本件について参照すべき過去のプレミアムレンジの先例が存在しないにもかかわらず、第三者算定機関から投資口価値に関する算定書等を取得していない。したがって、本公開買付けを通じて合計約4年分の分配金に相当する価値を一括で受領する機会を投資主に提示している旨の公開買付者による説明自体、誤解を生じさせるものであって不適切であり、また、中長期にわたる収益確保と運用資産の成長を目指す本投資法人の投資主利益の保護とも整合しないものと考えられる。

#### (iii) 本公開買付け及び非公開化の実施方法の妥当性（強圧性の問題）

本投資法人は、投信法において、投資口併合を用いたスクイーズ・アウトは多数派投資主の権利濫用として無効となること、また、本公開買付け成立後の投資口併合については、スクイーズ・アウトされる投資主に投資口買取請求権や（取得）価格決定申立権の制度が存在しないこと等から、深刻な強圧性があると説明している。本投資法人の説

明は、投信法の規定及び改正経緯や会社法上の裁判例等に関する一般的解釈により合理的に裏付けることが可能であり、金商法の分野において高名な学者である黒沼悦郎・早稲田大学法学学術院教授及び森本滋・京都大学名誉教授から意見書を取得していること等からして、合理性が認められる。

また、強圧性については、経済産業省の2019年6月28日付「公正なM&Aの在り方に関する指針」において、「公開買付け後のスクイズ・アウトに際して、反対する株主に対する株式買取請求権または価格決定請求権が確保できないスキームは採用しないこと」が望ましいともされている（同指針3.7項）。

一方、公開買付者は、投資法人が「純資産の額に照らして公正妥当な金額」（投信法第88条第1項及び投信法施行規則第138条）に満たない金額で端投資口を売却する場合には、投資主は不法行為に基づく損害賠償請求（民法第709条）が可能であるなどと説明しているが、この点について確立された考え方が存在せず、不法行為に基づく損害賠償請求についても投資主が一定の立証責任を負うこととなると考えられること等からして、一般投資主の利益保護の観点からの妥当性は認められない。

#### (iv) 総括

以上のとおり、本公開買付けは本投資法人の価値ないし投資主の共同の利益の最大化に資するものとはいえず、本投資法人役員会が本公開買付けに対して反対の意見を表明することは適当である。

#### ② 外部アドバイザーの選任

上記「(2) 本公開買付けに関する意見の根拠及び理由」に記載のとおり、本投資法人は、本公開買付けの評価・検討に際して、意思決定過程における公正性・適正性を確保するため、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立したフィナンシャル・アドバイザーとして野村証券及びSMB C日興証券並びにリーガル・アドバイザーとして西村あさひ法律事務所及び長島・大野・常松法律事務所をそれぞれ選任し、これらの外部アドバイザーの助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。なお、本投資法人が所有する物件の売却価値評価を算定するために、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立した本算定機関2行に当該物件の売却価値評価の算定を依頼し、当該価値評価結果を踏まえて本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。

また、特別委員会は、本投資法人及び本資産運用会社並びに公開買付者から独立したリーガル・アドバイザーとして牛島総合法律事務所を選任し、その助言を踏まえて、本公開買付けについて慎重に評価・検討しております。なお、野村証券、SMB C日興証券、西村あさひ法律事務所、長島・大野・常松法律事務所、本算定機関2行及び牛島総合法律事務所は、公開買付者並びに本投資法人及び本資産運用会社の関連当事者には該当せず、本公開買付けに関して記載すべき重要な利害関係を有しておりません。

#### ③ 公開買付け期間の延長

本投資法人は、4月15日付延長要請プレスにてお知らせしましたとおり、公開買付者に対して、本公開買付け期間を、金商法の上限である60営業日まで延長することを強く要請いたしました。しかしながら、4月23日付回答プレスにてお知らせしましたとおり、同月22日、公開買付者から本公開買付け期間の延長要請を拒否する旨の回答を受領しております。

4. 公開買付者と本投資法人投資主・役員等との間における公開買付けへの応募に係る重要な合意に関する事項

該当事項はありません。

5. 公開買付者又はその特別関係者による利益供与の内容

該当事項はありません。

6. 会社の支配に関する基本方針に係る対応方針

該当事項はありません。

7. 公開買付者に対する質問

該当事項はありません。

8. 公開買付期間の延長請求

該当事項はありません。

なお、上記「3. 当該公開買付けに関する意見の内容、根拠及び理由」の「(5) 公正性を担保するための措置及び利益相反を回避するための措置」の「③ 公開買付期間の延長」に記載のとおり、本投資法人は、4月15日付延長要請プレスにてお知らせしましたとおり、公開買付者に対して、本公開買付期間を、金商法の上限である60営業日まで延長することを強く要請いたしました。しかしながら、4月23日付回答プレスにてお知らせしましたとおり、同月22日、公開買付者から本公開買付期間の延長要請を拒否する旨の回答を受領いたしました。公開買付者の対応は、投資主の皆様を軽視するものであり、本投資法人としては、投資主保護の観点から容認できず、4月23日付回答プレスにてお知らせしましたとおり、公開買付者が本公開買付期間の延長要請を拒否したことを踏まえて、投資主の利益を守り、投資主共同の利益を確保するため、法的手段その他を含め、必要なあらゆる措置について準備及び検討を進めてまいります。

なお、本日、本投資法人は、投資主の利益を守り、投資主共同の利益を確保することを目的として、金商法第166条第6項第4号、同法第167条第5項第5号及び同法施行令第31条の2に基づき、本公開買付けに対抗するため、要請先（本資産運用会社の親会社であるインベスコ・リミテッドの子会社であるインベスコ・インベストメンツ（バミューダ）リミテッド）に対し、本要請（本投資法人投資口の買付けを要請すること）を決議いたしました。本要請の詳細については、本日公表いたしました防戦買いプレスをご参照ください。

以上

※本投資法人のホームページアドレス：<http://www.invesco-reit.co.jp/>