



平成26年(ワ)第259号 損害賠償請求事件

原告 對馬靖人

被告 藍澤證券株式会社 外1名

準備書面3

平成27年6月18日

静岡地方裁判所沼津支部民事1A係 御中

被告藍澤證券株式会社

訴訟代理人弁護士

本 杉 明 義



同

池 田 誠



同

堀 内 岳



同

水 谷 優 士



原告は、被告藍澤證券の主張に対し、縷々主張しているが、その主張の要点は、①評価方法の変更が債務不履行にあたること、及び、②目論見書で規定のある借入制限を超えて借入を実施したことが債務不履行にあたること、の2点に集約される。

上記2点に関し、原告は、表現方法を変えたり、荒唐無稽な例え話を付け加えたりしているものの、従前の主張を繰り返しているに過ぎず、新たな主張はない。

したがって、被告藍澤證券の反論も、準備書面2と大きく重複するが、念のため次のとおり主張する。

## 第1 前提

原告は、本訴において、レジットの純資産価格が約10分の3になったこと、及び、配当額が減少したこと等について、独自の解釈に基づき、主張を展開する。

そこで、まず、純資産価格が約10分の3に減少し、配当額が減額された経緯について概観する。

### 1 レジットの概要

レジットは、利益参加型社債への投資を通じて、間接的に対象匿名組合に投資を行うことで、対象匿名組合事業の営業実績等に応じて決定される収益を投資家に提供するファンドである（甲2の1・第2項(2)①・6頁、同②・7頁）。

そして、対象匿名組合は、「匿名組合員たるレジット・アルファより受領した匿名組合出資その他資金を用いて不動産関連資産に対する投資を行」うとされている（同⑥・13頁）。

すなわち、レジットは、直接には利益参加型社債に投資し、間接的に不動産関連資産に投資を行って、不動産関連資産から上がる収益等を原資に、配当、償還及び買戻代金の支払いを実施するファンドである。

### 2 評価方法に修正を余儀なくされた事情

レジットの概略は前項のとおりであるから、買戻代金の支払いを実行するには、その代金が不動産関連資産から計上される収益等の範囲内であれば、これを原資に買戻代金を支払う。

他方、買戻請求が重なって現金に不足を生じた場合、買戻資金を捻出するため、保有している資産を売却し、買戻の原資を作る必要が生じる。

本件においても、同様に、保有資産の売却の必要に迫られた。

殊に、この時期は、いわゆるリーマンショックの影響により、平成20年

1 1月25日の買戻口数が327,195口に及ぶという、通常予想される以上に過大な買戻請求が短期間に集中し、他方で、購入申込が0口となって、買戻請求が大幅に超過した。

そこで、「早期売却を前提とする評価額」によって「収益源物件の早期売却を進めざるを得な」くなった(甲6)。

### 3 配当金額の減額

前述のとおり、買戻請求が殺到し、他方、購入申込がそれを下回れば、買戻原資として、まず不動産関連資産からの収益を充てることとなる。

加えて、収益物件が減少すれば、自ずと、不動産関連資産から得られる利益も減少する。

以上から、配当が減額されることは当然の理である。

### 4 現在の純資産価格が当初純資産価格と比べて減少している理由

直近、平成27年5月15日作成かかるマンスリーレポート(乙2)において、レジットの純資産価格は2,978円とされている。

これは、当初50件存在した収益源物件が、平成27年4月30日時点で11件にまで減少し、かつ、現在も早期売却を前提とする修正評価額が限定的に採用されているためである。

ただし、早期売却を前提とする評価額の修正は、「(ご参考)不動産鑑定評価額」との対比から明らかであるとおおり、わずか数%であるから<sup>1</sup>、現在

<sup>1</sup> 例えば、乙2号証7/19頁の「■収益物件の概要②」によると、「ウィンザーハウス元麻布」につき、修正前の評価額では2,470百万円であるところ、修正後の評価額が2,421百万円であり、その修正率はわずか2%である。同様に、フォレシティ肥後橋は修正率4%、フォレシティ門前仲町は修正率3%であり、以下の各収益源物件も同程度の修正率である。

の純資産価格の減額の実質は、収益源物件の減少によるものである<sup>2</sup>。

## 第2 不動産の評価方法の変更について

### 1 原告の主張に変遷が認められること

原告は、訴状においては、「収益還元法という評価手法が不動産の評価方法として最も合理的な評価手法であると考えていた」（訴状・4頁）として、「直接還元法という評価方法から、早期売却を前提とする評価方法に変更する暴挙を行った」（同・15頁）などとして、収益還元法を別異の評価方法に変更したことを問題視し、これについて被告藍澤證券が管理会社の責任を追及していないことにつき、被告藍澤證券の債務不履行責任を追及していた。

ところが、被告らにおいて、「収益還元法に重きをおき」（甲8）、すなわち、収益還元法に基づく算定結果に早期売却を前提とした修正率をかける評価方法を採用した事実が明かされるや、「従来適用していた“平常時の評価額”を算定する方法から、突然、“早期売却を前提とする評価額”を算定する方法に変更されたことを」問題にしている（準備書面（5）第1第1項（2）・2頁）と主張を変更するに至った。

原告の主張は、以上のとおり、一貫しておらず、そもそも特定不十分である。

### 2 収益源物件の評価方法に変更があり得ることを明記していること

既に主張したとおり、そもそも、目論見書には、投資対象となる不動産の「鑑定評価額に関するリスク」について、「同じ物件について鑑定を行った場合でも、不動産鑑定士、評価方法、調査方法または調査時期によって鑑定

---

<sup>2</sup> 当初50件あった収益源物件が11件に減少していることから、約1万円であった純資産価が、11/50の、2,000円程度まで減少していても何ら不思議ではないが、買戻によって総口数も減少しているため、前記純資産価格となっている。

評価額が異なる可能性があります。」と明記されている（甲2の1・交付目論見書36頁以下）。

この点、原告は、同記載を読み、「そもそも不動産の鑑定評価額は、誰が評価しても同一金額になるような代物ではないことを常識と心得よ、と述べているのだと解釈した。」（準備書面（5）第1第2項（4）・4頁）と主張する。

原告の個人的な理解が同旨のとおりであったことは不知であるが、前記の記載が、不動産評価に関する一般的な心得を記載したものであるとする原告の主張は、明らかに不合理である。

すなわち、前記記載は、甲2の1・目論見書第二部第1第3項「投資リスク」（43頁以下）に包含され、「②不動産関連資産に関するリスク」の1つに位置づけられている。「不動産関連資産」とは、利益参加型社債への投資を通じて、間接的に投資される特定匿名組合が投資する資産であり（甲2の1・第2項(2)⑥・13頁）、正に今回問題となっている収益源物件を意味する。したがって、同記載は、レジットを通じて間接的に投資され、投資家の利益の源泉となる収益源物件の評価が、「不動産鑑定士、評価方法、調査方法または調査時期」によって異なり、これが投資家のリスクとして発現する可能性があることを注意喚起するものである。

そして、不動産の鑑定評価額が投資家のリスクとして発現する最たる場面は、純資産価格を評価する場面である。

以上から、前記記載は、純資産価格を評価する際に、「不動産鑑定士、評価方法、調査方法または調査時期」によって、収益源物件の評価額が異なり、純資産価格に影響するリスクがあることを説明するものである。

なお、原告は、同記載に関連し、「運用者側が勝手に評価方法を変更してもかまわないなどと解釈することはできない」（4頁）や「勝手に評価方法を変更してもよいという免責事項だと解釈したいようであるが、これは誤り

である」(5頁)などと主張する。

この点、被告藍澤証券においても、同記載を根拠に、収益源物件につき、経済的に合理性を欠く評価方法に変更することが当然に許容されると主張する趣旨ではなく、原告の反論は失当である。

### 第3 借入制限について

#### 1 借入制限が「ファンド」に対して設定されていること

既に主張したとおり、「ファンドが、純資産の10%の範囲内でのみ借入を行うことができます。」と定める交付目論見書30頁(甲2の1)の規定は、「ファンド」、すなわち、FCインベストメント・リミテッドがFCファンドに集められた資金で利益参加型社債に投資をする際に、純資産の10%の範囲でのみ借入を行うことができることを意味する。

したがって、各営業者またはリミテッド・パートナーシップによる借入及び債務負担などの投資活動による借入等を含まない趣旨であり、これらは、前記借入制限の対象外である。

これに対し、原告は、借入制限の主語が「ファンド」となっていることから、この借入制限の対象がレジット全体を指すとする。

しかし、原告が証拠として引用するように、目論見書1頁(甲2の1)において「ファンド」とは、「FCファンド」を意味し、レジット全体のスキームを意味するものではないから、原告の主張は目論見書の誤読に基づくものであり、明らかに失当である。

「FCファンド」は、目論見書4頁の「①ファンドに関するスキーム(関連法人図)」から明らかであるとおおり、利益参加型社債の引受契約を締結し、これを取得することに直接関わるが、収益源物件を取得することには直接には関わらない。同図から明らかであるとおおり、収益源物件を取得するのは、営業者やリミテッド・パートナーシップ契約を締結しているジェネラル・パ

ートナーである。

以上のとおり、借入制限は、文理上、明らかに営業者らを含まないから、営業者らは同借入制限を受けない。

## 2 営業者らが借入制限を受けないことが明記されていること

既に主張したとおり、目論見書 34 頁（甲 2 の 1）は、「(iii)営業者による借入に関するリスク」として「各営業者および（リミテッド・パートナーシップのために）ジェネラル・パートナーは、投資および取引行為に関し、金銭を借り入れることができます。ファンドによる借入は、その純資産価額の 10%までに制限されていますが、管理会社も受託会社も、各営業者又はリミテッド・パートナーシップによる借入および債務負担などの投資活動をコントロールする法的な権限を有していません。このような借入が行われた場合、本件社債の元本、利息の支払およびファンドのパフォーマンスにつき全般的なリスクの増加を伴います。」と明記している。

これについて、原告は、レジットを購入した後に作成されたマンスリーレポートでは、営業者等の借入額も含めた全体の借入比率を表示するように変更された点に言及する。

しかし、前記リスクに関する引用のとおり、原告がレジットを購入した当時から、営業者等の借入によるリスクは明記されており、その説明について足りないところはない。

## 第 4 管理会社に対し目論見書どおりの運用を実現させる義務を負わないこと

既に主張したとおり、被告藍澤証券は、顧客との関係で、目論見書どおりに管理会社に対して運用を実現させる義務を負っていない。

これに対し、原告は、「目論見書の記述に従う限り、実質的受益権者である原告自身の権利行使は排斥されている」として、再反論を試みるが、その根拠

は不明である。

被告藍澤證券が実質的受益権者のために行使することが許されている主な受益権は、(i)分配請求権、(ii)買戻請求権、(iii)残余財産分配請求権、(iv)損害賠償請求権、(v)受益者総会での議決権に限定され（甲2の1・請求目論見書13頁）、管理会社の運用方法等に対する指示や適正運用を求める権利を含まない。

したがって、そもそも、被告藍澤證券は、管理会社に対し、目論見書どおりに運用を実現させる権利及び義務を負っておらず、原告の主張には理由がない。

## 第5 消滅時効について

原告は、被告藍澤證券の消滅時効の抗弁の主張に対し、「契約締結後における説明義務違反も問題となっている」旨主張するが（準備書面（5）第5・12頁）、契約締結後の説明義務違反について、具体的な不法行為、損害及び因果関係の主張・立証はされておらず、失当である。

## 第6 補足（損害の主張について）

なお、原告は、訴状において、本件第1事件の損害として、資産価値が868万円減少したと主張する（32頁）。

前述のとおり、純資産価格は、現在約3000円であり、当初の純資産価格から減額を生じた主な原因は、買戻請求が購入申込を大幅に上回ったことによる、収益源物件の売却によるものである。

したがって、万が一、評価方法の変更に関する原告の主張が認められたとしても、これに伴う損害はほとんど存在しない。

## 第7 まとめ

原告の主張は、そもそも債務不履行事実、損害、及び両者の因果関係について



具体的な主張が不十分なままであり、これらに対する被告らの反論に対しても、確たる根拠に基づいた主張もなく、同じ主張の繰り返しに終始するばかりであるから、早急に弁論を終結し、請求を棄却されるのが相当と考える。

以上