

平成26年（ワ）第259号 損害賠償等請求事件

原告 對馬 靖人

被告 藍澤證券株式会社 外1名

準備書面(10)

2015年7月31日

静岡地方裁判所沼津支部民事部 御中

原告訴訟代理人弁護士 角 替 清 美

はじめに

本書面においては、被告藍澤證券の準備書面3に沿って、第1は第1、第2は第2というように対応づけて、第1ないし第7に反論する。もともと、「第1」ないし「第7」に続く表題については、被告藍澤證券の主張及び詭弁テクニックが含まれているので、原告の主張を表すように変更してある。

また、本書面においては、原告準備書面(6)、(8)に述べられている主張を引用し、同書面と原告の主張の関係性も示している。

第1 被告藍澤證券の「前提」は誤っていること(準備書面3第1)

被告藍澤證券が、レジットの基準価額(同被告のいう純資産価格)の下落、及び分配金(同被告のいう配当額)の減額を取り上げて論じてくれたことは、原告の歓迎するところである。しかし、なぜ「原告は独自の解釈に基づき、主張を展開する」などと指を加えて見るようなことを述べるのであろうか。もしも被告藍澤證券の主張と異なるところがあれば、同被告の主張を定量的に正々堂々と述べられたい。被告藍澤證券の主張が明らかになれば、原告は被告らの主張に対する認否に基づきより

具体的な主張及び反論を展開することができるというものである。

1 レジットの概要について(準備書面3第1の1)

被告藍澤証券準備書面3第1の「1 レジットの概要」には、10行の記述があるが、先頭の7行は、目論見書の記述の参照である。しかも、原告が訴状の第3の3の「(1) レジットについて」(12頁)に述べたことと同様である。したがって、被告藍澤証券の述べたいことは、要するに、最後の3行

「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。」という点であろう。

そこで、以下に、被告藍澤証券の当該主張について述べる。

(1) 買戻しの原資についての誤り

被告藍澤証券は、上記主張において、配当、償還及び買戻代金という三つの支払い項目を同列に扱っているところ、配当(分配金の支払い)に関しては、ほぼ妥当な記述である。

しかし、少なくとも、買戻代金の支払いについては、配当(分配金の支払い)とは異なる扱いがなされるので被告藍澤証券の記述は誤りである。なぜなら、原理的に言えば、レジットの不動産関連資産の量は、レジットの総販売口数(総口数)にほぼ比例するものであり、レジットの買戻代金は、レジットの不動産関連資産の売却代金、またはレジットの新規購入代金などをあてるのが基本だからである。収益を原資に買い戻し代金を支払うのではない。

ちなみに、原告が指摘した被告藍澤証券の誤りは、銀行の預金の場合と対比することで、よりクリアに分かるだろう。預金は、元金保障がされているなど、レジットへの投資と異なる部分があるが、

似た部分があるので対比できる。

レジットの分配金の支払いは、預金の利子の支払いに相当する。預金された金員を銀行が運用することによって収益を得て、預金者への利息及び銀行の利益にあてている。これに対して、レジットの買戻請求は、預金の払戻請求に相当する。銀行は、運用に回した預金を引き戻して、預金者からの払戻請求に応じると捉えるべきである。収益を払戻にあてると捉えるべきではない。

(2) 間接的な投資だから何だというのか

そもそも、被告藍澤証券は、上記3行の記述によって、一体なにを言いたいのであろうか。

原告が推察するに、レジットは直接的に不動産に投資するのではなく、“間接的に不動産関連資産に投資していること”を同被告は強調したいように見受けられる。レジットは様々な視点から捉えることができるものであり、確かに一つの視点として、この準備書面3に記載されているように、レジットの概要を捉えることもできよう。

被告ファンドクリエーションもレジットについて同様の捉え方をしているようである。すなわち、被告ファンドクリエーションが述べていることは、(a)直接的に不動産に投資する場合の投資対象は、不動産となるのに比較して、(b)間接的に不動産に投資する場合の投資対象は、「不動産の受益権」またはこの受益権を主たる構成要素とする社債になるというような違いがある、ということである。

この点について、原告は、準備書面(8)の「第5 買戻請求の急増と現金不足の状態に向かう過程」の5(32頁)に、この捉え方に対する原告の見解を述べた。

原告は、被告らの捉え方に異議を唱えているのではない。

原告は、(a)直接的に不動産に投資する場合、及び (b)間接的に不

不動産に投資する場合は、かなり似ているので、(a)と(b)を同様のものと捉えることができる面（以後、①同質な面という）もあり、また(a)と(b)を同様のものと捉えてはいけない面（以後、②異質な面という）もある、という事実を指摘している。つまり、①及び②の面を区別して、それぞれに適切な取り扱いが必要であるということである。

したがって、①同質な面については、あまり(a)と(b)の区別に神経質にならずに、(b)の「不動産の受益権」という権利を(a)の「不動産」という物理的な存在だとみなして、通常のマンション経営などの不動産投資であると捉えて、分かりやすいイメージをもつことにしても構わない。被告らも実際にこうした扱いをしているところがある。しかし、②異質な面については、(a)と(b)の違いを明確に意識して、(a)と(b)を区別しなければならない。

例えば、“評価額低下時の収益力不変の原理”は、①同質な面だと捉えることができる。なお、評価額低下時の収益力不変の原理については、準備書面(6)の89頁ないし90頁、及び73頁ないし74頁に述べた通りである。

一方、収益源物件の売買について考察してみると、②異質な面であることが分かる。なぜなら、(b)間接的に不動産に投資する場合、レジットに収益源物件（不動産の受益権）を組み込む“購入”とは、各営業者と対象匿名組合契約を締結することを意味すると考えられるからである。そして、レジットに組み込まれた収益源物件（不動産の受益権）切り離す“売却”とは、対象匿名組合契約の解約することを意味すると考えられる。これらは、(a)直接的に不動産に投資する場合の収益源物件の“購入”及び“売却”とは、だいぶ異なる様相を呈するものである。

もしも、被告藍澤証券が②異質な面だと指摘したいことがあれば、それを具体的に明らかにされたい。同被告は「間接的な投資だから何だ」といいたいのか、それを述べなければ主張に意味はない。単に、レジットの仕組みが少し複雑だと述べたに過ぎない。

なお、原告は、原告に誤解がないことを確かめるために被告藍澤証券に次の質問をして回答を得ている。すなわち、訴状の「第6 交渉経緯等」の3（22頁ないし23頁）に記したように、本件事件発生当時に原告が行なった「本件事件はどのようなリスクが顕在化したために発生したものか」という質問（質問X）に対して、被告藍澤証券の訴外小幡は本社と連絡を取った上で、「社債が絡むことによるリスクではない」との回答を原告にした。これは原告の質問への十分な回答にはなっていないが、ほんの少しだけは回答してくれたといえよう。要するに、本件事件は、社債が絡むという間接的な投資によるリスクのために発生したものではない、と被告藍澤証券は述べたのである。

2 評価方法に修正を余儀なくされたという事実はない(準備書面3第1の2)

被告藍澤証券の準備書面3は、「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、という被告らの公式見解（甲6）を繰り返している。しかし、同被告が行なうべき専門的な観点からの分析に基づく主張が欠落しており、信用できない。

早期売却を前提とする評価額へ修正を余儀なくされたという事がない点については、準備書面(8)の「第5 買戻請求の急増と現金不足の状態に向かう過程」(29頁ないし36頁)に述べたとおりである。

原告の主張の主要な根拠は、①「6か月ルール」を適用すべきこと、

② レジットを「早期売却」するとは6か前に通知すれば可能な対象匿名組合契約の解約だと思われること、③「純資産価格の決定の停止」という大げさな処置の必要のないこと、④「早期売却を前提とする評価額」に関して理解できるような説明がないまま“これを取得する”と言いながら“これを適用した”という対応は不自然で不合理で不適切であること、⑤ 平常時の評価額を鑑定した会社とは別の会社に切り替えて早期売却を前提とする評価額を鑑定させたという一貫性を無視した対応があったこと、⑥ 買戻請求の急増を誘発した原因は本件事件発生直前の2008年10月のマンスリーレポートの不適切な記述及び同月の基準価額の約2%の不可解な下落であること、⑦ 現金不足の状況を演出するかのごとく2008年8月末に7.84%あった現金他の保有(約27億4千万円)が同年10月末には0.39%の現金他の保有(約1億3千万円)に減っていること、などである(原告準備書面(8)36頁)。

さらに言えば、準備書面(8)の29頁に述べたとおり、そもそも被告らは、買戻請求の急増と現金不足の状態というような不都合な状態にならないようにレジットの運用をすべきであった。そして、不都合な状態になりそうになったら、あるいは不都合な状態になり始めたら、適切な対処をして、レジットの投資家の被害を最小にすべきであった。しかし、被告らはこれを怠った。

具体的に可能な対処方法については、準備書面(8)の29頁以下に述べたとおりである。すなわち①「6ヵ月ルール」を適用すること、② 10%を超えない借入比率の範囲で繋ぎ融資を受けて売却猶予期間を設けることによって早期売却を前提としない平常時の評価額で不動産関連資産の売却を目指すこと、③ レジットの拡販に努めること(たとえば、世の中の経済状況に応じて必要であれば、準備書面(6)

の101頁に書いたように収益還元率を調整して基準価額を少し低くして利回りを上げたレジットを拡販すること)などである。

しかるに、実際に被告藍澤証券が行なったことは、準備書面(6)の第1の7(14頁以下)に述べたように、レジットの拡販とは正反対の販売態度であった。これでは不都合な状態を助長することになるのは明らかで全く不合理である。

3 配当金額の減額に関する全く誤った説明

被告藍澤証券準備書面3の第1の「3 配当金額の減額」(3頁)では、被告藍澤証券が**定量的な分析**を志向しているようにも思われる点は評価する。しかし、同被告の認識には以下の様な誤りがある。

(1) 被告藍澤証券の誤った認識

準備書面3では、第1の「3 配当金額の減額」(3頁)の先頭の2行には、「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。」との主張がある。この点については、同被告の三島支店の経験豊かな各支店長に確認をとることをお勧めする。被告藍澤証券の主張は完全に誤っているからである。

不動産関連資産からの収益は、目論見書にもあるように分配金にあてるのが原則である。したがって、不動産関連資産からの収益は、ほとんど買戻しのためには回せないと考えべきである。

(2) 分配金の総額と1口あたりの分配金をすりかえていること

被告藍澤証券は、「3 配当金額の減額」の先頭の2行に続いて後半の3行に次のように述べる。

「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。」

たしかに、「収益源物件が減少すれば、不動産関連資産から得られる利益は、減少する」という点は正しい。つまり、収益源物件の減少に応じて、それにほぼ比例して利益の総額が減少することになる。

しかし、このことによって「配当（すなわち分配金）が減額されることは、当然の理である」という点には、注意が必要である。

なぜなら、被告藍澤証券は、“分配金の総額”なのか“1口あたりの分配金”なのかをすりかえる、という詭弁テクニックを用いているからである。これによって、誤った（あるいはあいまいな）誤解を与えるような説明をしている。

数値例を挙げて説明しよう。レジットの総販売口数が30万口であり、これを投資することで1棟10億円の収益源物件を3棟保有していて、各棟の毎月の収益が500万円で、3棟の合計収益が1,500万円だと仮定する。

ここで、10万口の買戻請求がなされると、収益源物件を1棟売却して、買戻請求に対応することになる。この結果、収益源物件は2棟になり、毎月の合計収益は、1,000万円に減少する。ただし、総販売口数も20万口に減っているなので、レジット1口当たりの利益（収益）は、毎月50円であり、この金額は変わらない。そして、レジット1口当たり分配金は、毎月の1口当たり利益である50円を原資として支払うものなので、1口当たり分配金は減額されないはずである。

以上、数値例を挙げて説明したが、要するに一般に次のように述べることができる。

「利益が減ると、分配金の総額は減る。しかし、1口当たりの分配金は、ほとんど変化ない。なぜなら、総販売口数にほぼ比例して、収益源物件が減少することになり、収益源物件の減少に比例して利

益の総額が減少することになる。すなわち、総販売口数に比例して、利益の総額が減少することになるのであるが、利益の総額を総販売口数で割った1口当たり利益は、ほとんど変化しないことになる。」
被告藍澤証券の主張は単なるすり替えであり、失当である。

(3) 被告藍澤証券は、原告の資産消失の主張に反論できていないこと

原告は、分配金の不可解な減額の原因としてとして、定量的な分析を行うことによって正当な理由のない資産の消失があった可能性を主張している。

この点について、被告藍澤証券は、原告の主張に直接的に反論していない。その代わりに、被告藍澤証券は、準備書面3の第1によって、分配金の不可解な減額に関する**独自の説明**をすることによって、間接的に原告の主張に反論することを試みたようである。しかし、上述の(1)及び(2)で述べたように、分配金の不可解な減額に関する説明に失敗した。したがって、原告の資産消失の主張に反論できていない。なお、資産消失については、準備書面(6)の「第4本件第2事件への取り組みの考え方」の1ないし7(87頁ないし94頁)で主張している。

4 純資産価格(基準価額のこと)減少の理由にならない(第1の4)

(1) 比較対象時期が的外れであること

ところで、被告藍澤証券は、当初純資産価格(すなわち当初基準価額)と現在の純資産価格(すなわち現在の基準価額)という二つの時点の基準価額を比較しているようである。現在の基準価額とは、平成27年5月15日のマンスリーレポートを参照しているので、平成27年4月末時点を取り上げたのであろう。

しかし、原告は、訴状の「第4 突然の評価方法変更」の3(14頁)で述べたように、平成20(2008)年12月より前、1口

1万円付近で推移していたレジットの基準価額が、突然1口2,925円に下落したという本件第1事件を問題にしているのである。

したがって、本件第1事件発生当時の下落の理由を説明されたい。的外れな主張をしても無意味である。

(2) 被告藍澤証券は根本的に誤っている

たしかに、「基準価額に総販売口数を乗じた純資産総額（純資産）の増減が収益源物件の増減に影響を与える」という因果関係はある。

しかし、同被告は、準備書面3において、原因と結果を逆転させて、「収益源物件の増減によって、基準価額の増減が生じる」という“基本的な理解を欠いた主張”を展開している。したがって、常識からはずれたこの因果関係を被告藍澤証券が主張し続けたいのであれば、その新説（珍説）に関する丁寧な納得のいく説明が必要である。その説明にあたっては、少なくとも数値例を、できれば実例を挙げるとともに因果関係を示す計算式を示されたい。

ちなみに、原告は、準備書面(8)の「第2 タコ配当とは何か」の6(11頁ないし13頁)に、基準価額の増減は、「分配金抜きの損益」によって増減するという因果関係を漸化式によって示した。すなわち、前月の基準価額に、増減の原因となる「分配金抜きの損益」を加えることによって、当月の基準価額が決まるという時間経過に伴う因果関係を原告は示した。

5 前提からして数多くの誤りがあること

ここまで被告藍澤証券の準備書面3の「第1 前提」を丁寧に分析してきた。この結果、第1に数多くの誤り、及び誤った認識があることが明らかになった。さらに「評価方法に修正を余儀なくされた」という無理な主張もある。したがって、これらの誤りを前提とした被告藍澤証券の「第1 前提」以降の記述は、ほとんど意味がない。

第2 不動産の評価方法の変更について(準備書面3第2)

1 原告の主張に変遷が認められるとの主張は言いがかりであること
(準備書面3第2の1)

(1) 被告藍澤証券は事実に基づかない主張をしていること

準備書面3の第2の「1 原告の主張に変遷が認められること」に「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」との記述がある。この記述の意味は、この事実を被告らが原告に明らかにしたという趣旨であろうか。もしそうであるとすれば、原告は、そのような事実に関する説明を受けていない。

被告藍澤証券の準備書面には、「収益還元法に基づく算定結果に早期売却を前提として一定の修正を加えたに過ぎない」というものがあるが(準備書面1の6頁他)、この様な記載は、原告にとって何らの意味もない(若しくは意味が理解できない)ものであり、これによって、原告が主張を変える理由もない。被告藍澤証券の主張は前提を誤っている。

なお、原告がレジットの行った変更を推測した中の一つに、早期売却減価率を用いる方法もあったが(原告準備書面(8)30頁)、被告藍澤証券はこれを事実だと認めるのであろうか。いずれにして被告藍澤証券に対して事実の説明を求める。

なお、「収益還元法に基づく算定結果に早期売却を前提とした早期売却減価率をかける評価方法」という主張を同被告がしているのであれば、本件事件の進行状況と矛盾する数々の点(この評価結果を算定するのに1ヵ月以上かかったこと、売却を予定しているのに取引事例比較法を用いなかったこと、評価鑑定会社を変更したこと)

などがあるので、これらについても被告藍澤証券は説明されたい。

ちなみに、準備書面(6)の「第3.2 評価額の算定方法の変更に
関する争点」の「8 レジットの基準価額の不透明化の手段」の(1)
(66頁)に原告は次のように述べた。

「そもそも“早期売却を前提とする評価額”に対して「いわゆる
収益還元法に重きをおき」(甲第8号証)などという修飾語が付くと、
ウナギの翼とか、カモのえらのように、投資家を混乱させる存在に
なる。」

要するに、“早期売却を前提とする評価額”なるものは、名前があ
るだけで、原告にはその実体が明かされていない得体の知れないも
のである。そして、被告らはこれに関する説明を拒否してきたのが、
これまでである。したがって、被告藍澤証券は、実体を不明にした
まま、これに関する反論を展開しているのである。まずは“早期売
却を前提とする評価額”なるものの説明から始められたい。

(2) 原告は被告藍澤証券が指摘した主張を変更していないこと

原告は、評価方法が変更されたという主張も、評価方法について
目論見書に従っていないという主張も、どちらも変更していない。

原告の知るところでは、当初の評価方法は、請求目論見書(甲2
の1)の7頁にあるように、① 直接還元法 である。そして、評価
方法の変更については、本件事件発生の直前の平成20年11月か
ら12月にかけて示された甲6及び甲7によって、② 平常時の評価
方法 から ③ 早期売却を前提とする評価方法 に変更されたと原告
に知らされた。したがって、原告は ① から ③ に変更されたのだ
と捉えた。① から ② を経由して ③ に変更されたという可能性も
考えられるが、最終的に ① から ③ に変更されたことには変わり
ない。しかも、甲6には、「本ファンドの純資産価格(基準価額のこ

とである)は、目論見書に記載されている方法により、収益源物件について不動産鑑定士により毎月提供される評価額等に基づいて算出されます(以下省略)」と記述されているので、①と②は同一であろう。そして②から③に変更されたということは、被告らの述べるところである。したがって、原告が①から③に変更されたと述べても、②から③に変更されたと述べても、原告の「評価方法が変更された」という主張に変更はない。被告藍澤証券は、なぜこのような簡単なことを誤解するのであろうか。

被告らは何段階にわたって評価方法を変更したなどという内部活動の詳細について、そもそも原告は主張していない。変更の詳細は、本件事件の裁判の中で明らかになれば、自ずと明確になることである。原告の主張していないような詳細な出来事について被告藍澤証券が反論しても意味のないことである。被告藍澤証券の主張「原告の主張に変更が認められること」は、正に言いがかりである。

なお、原告は、被告らの示した情報及びデータ、並びにこれらから論理的に推論できることをもとにして、損害賠償請求をしている。したがって、レジットの運用の内部の詳細に関しては、不明な部分があるのは致し方ないことである。そして、もしも被告らの示した情報及びデータなどに誤りがあり、原告が騙されていた場合などには、損害賠償請求の内容を変更することもある。

原告が主張したいことは、評価方法が変更されたということと、評価方法について目論見書に従っていないということである。そして、被告藍澤証券は、準備書面3で少なくとも「評価方法が変更されたということ」をやっと認めてくれたと、原告は捉えることができた。準備書面2(2頁)では「評価方法を収益還元法から変更した事実はない」などと、同被告は述べた。しかし、何から変更され

たのかを別にすると「評価方法を変更した」という事実を、同被告は準備書面3で明確にした。ある意味、主張を変遷させているのは被告藍澤証券の方である。

2 収益源物件の評価方法の変更は許されないこと(準備書面3第2の2)

(1) 収益源物件の評価方法の変更は禁じ手であること

被告藍澤証券の準備書面3の第2の「2 収益源物件の評価方法に変更がありえることを明記していること」の最後の7行(次に示す)は、原告のレトリックを解さないか、または同被告の論理がねじれている。被告藍澤証券の主張は以下の通りである。

「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。」

被告藍澤証券は、何を認め、何を認めないのか不明確なまま「原告の反論は失当である」と述べている。

そこで、この7行に関する原告の解釈を述べる。

この7行は、原告の準備書面(5)(4頁及び5頁)を参照して、被告藍澤証券が述べたことであろう。準備書面(5)による原告の主張の趣旨は「運用者側は、目論見書の規定どおりの評価方法を一貫して採用し続けるべきであり、運用者側が勝手に行なう評価方法の変更は禁じ手であること」及び「リスク説明は、不可抗力によって投資家に与えるかもしれない不都合について予め述べるものであり、

そもそも運用者側の行為によって投資家に与える不都合について述べるものではないのであるからして、リスク説明は目論見書の規定を逸脱した運用者側の行為に免責を与えるものはないこと」である。

被告藍澤証券は、

「運用者側が経済的に合理性を欠く評価方法に勝手に変更するということ」が「当然に許容されることではない」

と、主張している。

逆に言えば、「合理性を欠かない評価方法であれば勝手に変更することができ」、合理性を欠く場合であっても、「当然」ではないが、許される場合がある、と主張しているのである。

しかし、このような主張は、何ら根拠のない独自の主張である。単に、経済的合理性を欠く評価でなければ運用者が評価方法を勝手に変えて投資家に損害を及ぼすことを許せば、投資をする者はいなくなるのは自明である。

特に、本件事件における買戻請求の急増と現金不足の状態は、特殊なものではなく、レジットの運用において十分に予期できたことである。しかも、評価方法の変更ではなく「6か月ルール」という対処方法が用意されていることである。さらに言えば、買戻請求の急増と現金不足は、恒久的な問題ではなく一時的な現象、つまりビジネスによく生じる波であるとも思われるので、対処方法はいろいろ考えられる。

さらにいえば、10分の3にまで価格を下落させる評価方法には、上記的に考えて合理性を見出すことはできない。したがって、被告らの主張する評価方法の変更には正当性は無い。

(2) 被告藍澤証券は原告の主張を曲解していること

被告藍澤証券は、当初は準備書面2において、「評価方法」という

単語に傍点を付けて強調して、「収益源物件の評価方法に変更がありえることを明記している」と主張した。その根拠は交付目論見書（甲2の1）の「(vi) 鑑定評価額に関するリスク」の中の1文（36頁から37頁にかけて）であるとのことであった。

原告は、この点について、準備書面(6)の第3.2の6の(5)(63頁以下)において、ピンポイントに1文だけを見るといろいろな解釈が現れるので、少なくともこの1文を含む3文からなるパラグラフ全体を読んで解釈することの重要性を述べた。したがって、原告はピンポイントに1文だけを読んだ解釈などは述べていない。被告藍澤証券は、原告の主張を引用する際に、このような原告の参照箇所に関する誤りがないようにされたい。

被告藍澤証券は、全体を眺めずに、ピンポイントの記述（単語または1文）だけを取り上げて被告藍澤証券に都合のよい解釈を述べる傾向にある。そして、原告の述べることを曲解して「原告もピンポイントの1文を読んで、かくかくしかじかと述べた」などと決め付けている。原告はピンポイントに1文だけを読んだ解釈などを述べていない。準備書面(6)の64頁を参照していただきたい。被告藍澤証券の主張は、全くの言いがかりである。

(3) リスク説明と運用に関する投資家への約束事項は区別すべきこと

そもそも、「収益源物件の評価方法に変更かあり得る」などとは、目論見書のどこにも明記されていない。しかし、被告藍澤証券は、同被告が引用した1文から「収益源物件の評価方法に変更かあり得る」という主張が導き出せることを以下の3文（9行）によって主張していると思われる。

「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場合があることを注意喚起するものである。

この先頭の文には、若干の誤りがある。まず、43頁ではなく、31頁が正しい。それから、「②不動産関連資産に関するリスク」ではなく、この②とは別の「③不動産に関するリスク」が正しく、③は準備書面(6)63頁に記した意味をもつ。被告藍澤証券の記述には、このような誤りがあるものの、第1文から第3文の途中までの趣旨は、原告も同意するところである。

同意できないのは、「『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場合があることを注意喚起するものである。」という箇所である。なぜ同意できないのか、主な理由を三つ述べよう。

第1の理由：請求目論見書(甲2の1)の7頁には、レジットの基準価額を決める最大のファクターであるところの“証券化された不動産の時価”、すなわち収益源物件の時価を、由緒正しい直接還元法に基づいて評価する計算式が明記されている。これは、投資家に約束したレジットの運用方法であり、文字通り“明記されている”のである。そして「収益源物件の評価方法に変更かあり得る」などとは書かれていない。

第2の理由：被告藍澤証券が引用した1文は、「3 投資リスク」

の「(1)リスク要因」を述べたものである。そもそもリスク説明とは、**不可抗力**によって投資家に与えるかもしれない不都合について運用者側が予め投資家に知らせておくものである。たとえば、調査時期によって評価額が異なるということは、調査時点の不動産の**賃貸市場の動向**という不可抗力のために致し方ない“本来のリスク”である。しかし、少なくとも評価方法については、運用者側の注意によって、一貫性をもたせることが可能であり、一貫性をもたせるべきものである。したがって、運用者側の不注意や故意によって、評価方法を変更したために投資家に被害をもたらしたような場合に、そもそもリスク説明は運用者側の行為に免責を与えるものはない。

第3の理由： レジットにおいては、経済的に合理性を欠く評価方法に変更がなされているので、到底許容できない。

そもそも早期売却を前提とすることが求められる状況が何年にも渡って継続的に続くことは考えられない。なぜなら、早期売却を前提とすることが求められるのは、予想に反して短期間での売却が迫られたような状況である。レジットの場合について考察すれば、そのようなケースに遭遇すれば、運用者は売却に関する予測を働かせるものである。そうすることによって、仮に当初は早期売却が必要であったとしても、次の売却からは早期売却ではなく、時間的に余裕をもった平常時の売却に移行できる。したがって、早期売却を前提としない状態へ戻るスケジュール、及び戻る手順、評価方法の変更あり・なしのそれぞれの場合の評価額などを投資家に詳しく説明すべきである。こうした説明もなしに、評価方法が得体の知れない方法に変更され、それが長期に何年も続き、投資家が長期に渡って損失を被ることは、経済的に合理性を欠く。

3 被告藍澤証券は原告の透明性の主張などに反論できていないこと

ここまで、被告藍澤証券の準備書面3の「第2 不動産の評価方法の変更について」に関する原告の反論を述べてきた。

ここで、不動産の評価方法の変更に関する原告の主張を振り返ってみると、原告は準備書面(6)「第3.2 評価額の算定方法の変更に関する争点」(59頁ないし69頁)において、

経済的合理性に関係して“レジットの基準価額の透明性”(65から67頁)、及び“早期売却をしないのに早期売却という不条理”(67、68頁)、「②不動産関連資産に関するリスク」ではなく「③不動産に関するリスク」として書かれたリスクであること(63から65頁)。との主張をしている。

しかし、被告藍澤証券は、これらへの認否もなく、反論もできていない。

結論として、目論見書の記述に反する評価方法を用いたことは明らかである。

第3 借入れ制限について

1 借入制限が「ファンド」に対して設定されていること

(1) 「ファンド」という言葉の定義について

「ファンド」とは、レジット(F C ファンド-レジット不動産証券投資信託)という投資信託のことを指す。「ファンド」とは、F C インベストメント・リミテッドという名目上の管理会社を指すという被告藍澤証券が主張は、明らかに誤りである。

そして、交付目論見書(甲2の1)の「①ファンドに関するスキーム(関連法人図)」(4頁)は、「ファンド」すなわちレジットという投資信託を太線で囲って、この太枠のレジットを中心に据えて、レジットに関係する数々の法人及び契約との関係を図示している。同図においては、F C インベストメント・リミテッドという名目上

の管理会社は、レジットに関係する法人の一つとして位置づけられている。

なお、「ファンド」という言葉の定義に関する詳細は、次のとおりであり、原告は誤読などしていない。

交付目論見書（甲2の1）の「第一部 証券情報」の「(1) ファンドの名称」（1頁）に明記されているように、レジットの正式名称は、F C ファンド-レジット不動産証券投資信託である。この正式名称は、二つの名前から構成されている。すなわち、氏名の氏に相当するアンブレラ・ファンド名である「F C ファンド」、及び氏名の名に相当するサブ・ファンド名である「レジット不動産証券投資信託」から構成されている。正式には、上述の通りであるのであるが、F C ファンドは、複数のサブ・ファンドから構成されておらず、たった一つのレジット不動産証券投資信託というサブ・ファンドだけから構成されている。したがって、何か特別に区別する必要がなければ、「F C ファンド」のことをファンドと呼ぶこともあり、また「レジット不動産証券投資信託」のことをファンドと呼ぶこともある。例えば、家族のいない人は、氏名で呼ばれることも、氏（上の名前）だけで呼ばれることも、名（下の名前）だけで呼ばれることもあるが、同一人物を指すことに変わりはない。

ちなみに、訴状（5頁）の記述「なお、一般的に投資信託のことをファンドと呼ぶことがあり、レジットが目論見書などでは、特にレジットのことを当該ファンドということによってファンドと呼んでいる。」については、被告ファンドクリエーションが第1準備書面（1頁から2頁にかけて）において認めている。

(2) 「ファンド」に関係する言葉の定義について

「ファンド」という言葉は、レジットという投資信託を指すのであ

って、FCインベストメント・リミテッドを指すのではない。

この点、「ファンド」という言葉に係る「ファンド借入比率」及び「ファンドの借入比率」、「レジットファンド借入比率」という三つの用語がそれぞれ何を指すのかについて、準備書面(6)の「第3.3 ファンド借入比率に関する争点」の6(74頁以下)に実際に使用された例をあげて示した。すなわち、これら三つの用語は、どれもレジットに係るすべての借入に関する借入比率のことであり、FCインベストメント・リミテッドが行なった借入に関する借入比率ではない。

被告藍澤証券は、準備書面3の「1 借入制限が『ファンド』に対して設定されていること」にいろいろ記述している。あたかも論理的な繋がりがあるかのごとく書いている各文を詳しく読むと、実際は目論見書の内容と同被告の主張を並べただけのものであり、論理的なつながりは見出せないことが分かる。しかも、根本的な誤りがある。それは「ファンド」という言葉が、レジットを指すのではなく、FCインベストメント・リミテッドを指すとしている点である。

被告藍澤証券は、レジットに関する複雑な仕組みや用語を取り上げて、それらと無関係な同被告の主張を並べて書く傾向があるのは、困ったことである。論理的な繋がりの有無をしっかりと意識して読まないと、混乱させられるので、注意が必要である。

2 営業者らが借入制限を受けないことが明記されていないこと

「営業者らが借入制限を受けないこと」は、明記されていない。被告藍澤証券が引用した箇所(交付目論見書34頁)に明記されていることは、「営業者らによる借入があり得る」こと、及び「管理会社も受託会社も、営業者らによる借入をコントロールする法的な権限を有して

いない」ということ、「営業者らによる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」があることである。法的な権限を有していないとしても、営業者らによる借入を何らかの形でコントロールしているのか、していないのかについては、ここには何も言及されていない。そして、どう考えても、何らかのコントロールがなされないとレジットという投資信託は成り立たない。

ここで取り上げたリスク要因の説明に関しては、準備書面(6)の「第3.3 ファンド借入比率に関する争点」の9の(2)及び(3)(82頁)ならびに10(82頁から83頁)、11(83頁ないし86頁)に原告の主張を述べた。しかし、被告藍澤証券は、これらに反論できていない。

準備書面3の「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」の中で、被告藍澤証券が原告の主張に反論しているのは、わずかに次の点(次の6行)だけである。

「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。」

被告藍澤証券は、原告の主張をすりかえて反論している。原告の主張は、レジットの購入時にすでに発現しているリスクであれば、すなわち営業者等の借入により「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」というリスクが発現した状態に陥っていたとすれば、その説明があるべきだということである。被告藍澤証券

は、問題点をすりかえて「営業者等の借入によるリスクは明記されている」と述べただけで、レジットの購入時に「営業者等の借入によるリスクが発現していたかどうか」の説明の有無について述べていない。そして、原告は、営業者等の借入によるリスクが発現していたという説明をレジットの購入時に受けていない。したがって、被告藍澤証券の説明が不足していたことは明らかである。

もしも、被告藍澤証券が原告に営業者等の借入によるリスクが発現していたことを説明していれば、原告はレジットがレバレッジを効かせたハイリスクの金融商品であると警戒して、レジットを購入しなかったであろう。原告は、訴状に書いたように利益はそれほど高くないでも安定した投資を目指して、三島の地に支店を構える被告藍澤証券に足を運んだのだからである。

3 被告藍澤証券は原告の主張に反論できていないこと

ここまで、被告藍澤証券の準備書面3の「**第3 借入制限について**」に関する原告の反論を述べてきた。

ここで、借入制限に関する原告の主張を振り返ってみると、原告は準備書面(6)の「**第3.3 ファンド借入比率に関する争点**」(69頁ないし87頁)において、

ファンドの借入比率について原告の解釈ならばレバレッジに係る意味をもつが被告らの解釈ではさしたる意味をもたないこと(79頁、80頁)、レジットの購入時に「ファンドのパフォーマンスに関する全般的なリスク」がすでに発現していたという説明がなかったこと(83頁)、営業者らによる借入に関する一切のコントロールなしにレジットが成り立つ仕組みがあり得ないこと(84頁)、について主張している。

しかし、被告藍澤証券は、これらへの認否もなく、反論もできてい

ない。

結論として、目論見書の10%の範囲内という借入制限に違反していることは明らかである。

第4 販売会社をしての受益権の行使

被告藍澤証券は、問題をすりかえて「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」の有無を問題にしている。しかし、原告が求めていることは「本来受けられるべき利益を受けられるようにする」ということであり、これは受益権そのものである。同被告は「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。」などと述べて、的外れの主張をしているが、目論見書の次の記述により、販売会社である同被告の負うべき義務は、明らかであり、実質上の受益者（すなわち原告のようなレジットへの投資家）の受益権の行使の代行である。

請求目論見書（甲2の1）3（1）（13頁）には「これらの日本の実質上の受益者は外国証券取引口座約款に基づき販売会社をして自己に代わって受益権を行使させることができます。」と記載されている。原告は、日本の実質上の受益者である。そして、被告藍澤証券は販売会社である。したがって、原告は、被告藍澤証券をして、原告に代わって受益権を行使させることができる。もしも同被告がこの原告の要求を無視するとすれば、同被告自身が目論見書の記載を実現しないという債務不履行である。

なお、受益権の主なものとしては、(i)分配請求権、及び(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がある。これらは、受益権の「主な」ものであって、受益権は、これらに限定されているとは記載されていない（甲2の1・請求目論見書13頁）。したがって、受益者が本来受けられるべき利益が受け

られない場合には、基本的な受益権が損なわれたのであるから、この不利益を回復することは、当然、受益権に含まれる。交付目論見書の3頁には、レジットの目的すなわち「ファンドの目的は、(中略)、受益者に対し毎月分配を行うことを最大の目的としています。」と記載されている。

したがって、例えば、原告は、被告藍澤証券をして、原告に代わって本来受けられるべき分配金を受け取るという受益権を行使させることができるはずである。同被告がこの原告の要求を無視することは、目論見書の「これらの日本の実質上の受益者は外国証券取引口座約款に基づき販売会社をして自己に代わって受益権を行使させることができます。」という記載を実現しないという債務不履行である。

原告は平成24年8月の被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第2回目の説明会において、事前に20個の質問事項(甲22)を示した。この中の質問2は、原告が被った損害賠償請求の手続きに関するものである。すなわち、管理会社に非がある場合の請求先を問うものである。

当初、原告は、被告藍澤証券をして、原告に代わって受益権を行使させることによって、損害賠償をしてもらえると考えていた。しかし、これが一向にはかどらないので、次善に策として、原告自らが損害賠償請求をするときのことを考えた。そして、その際の請求先を問うたのである。なぜなら、請求目論見書(甲2の1)3(1)(13頁)には「これらの日本の実質上の受益者は、受益証券の登録名義人でないため、自ら直接に管理会社に対し受益権を行使することができません。」と記載されているので、損害賠償請求先をどこにすべきか、明確にしておきたかったのである。

この原告の問い合わせに対する、被告ファンドクリエーションの訴外

宮本の回答は、被告藍澤証券を損害賠償請求先とすべきとのことであった。この回答は、被告藍澤証券の訴外有泉の後任の営業管理部長である訴外石川の面前でなされたが、訴外石川は訴外宮本の回答に異議を述べることはなかった。

第5 消滅時効について

- 1 被告藍澤証券は「損害及び加害者を知った時」を誤解していること
準備書面(5)の第5の3(12頁ないし15頁)に、時効における起算点である「損害及び加害者を知った時」に関する最高裁判所第2小法廷の判決について述べた。これに基づく、時効は成立していない。すなわち、原告は平成24年8月の被告ファンドクリエーションの訴外宮本による第2回目の説明会によって、本件事件の骨子についてある程度の確信が得られ、やっとのことで損害賠償請求が何とかできるかできないかのすれすれの状態になった。したがって、本件事件に関する「損害及び加害者を知った時」とは、平成24年8月以降である。

被告藍澤証券は、この原告の主張に反論できていない。

なお、原告が「損害及び加害者を知る」過程に関しては、準備書面(6)の第2(31頁ないし45頁)に記した。

- 2 被告藍澤証券は的外れな反論をしていること

原告の時効にかからないという主張に対して、被告藍澤証券は、契約締結後における説明義務違反の有無に関する的外れな反論をしている。

これについては、上記の1で時効が成立しないことは明確であるからして、意味のない反論である。

第6 補足(損害の主張について)

被告藍澤証券は、定量的な分析及び論理展開が不得意のためか、準備書面3の第6(8頁)において、混乱した記述をしているようである。

何か主張があるのであれば、論理だった意味の通る記述をされたい。そして、できれば定量的に記述されたい。本件第1事件発生前の基準価額（純資産価格）は、約1万円であったのだから、現在の基準価額が約3000円であれば、本件第1事件発生時においても、損害賠償請求時においても、現在においても、基準価額は10分の3ほどに下落した状態であり、損害は厳然として存在する。

第7 被告藍澤証券のまとめについて

1 被告藍澤証券は原告の主張に反論できていないこと

被告藍澤証券は準備書面3の第7において、原告は「同じ主張の繰り返しに終始するばかりである」と述べている。そして、これを言い訳にして、準備書面3の先頭部分において「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。」などと述べて、第1ないし第6において準備書面2と重複した主張をしている。何とかして準備書面3の10頁足らずの紙面を埋めたかったのであろうか。

被告藍澤証券は、このような言い訳ではなく、また同被告の従前に主張の繰り返しではなく、本準備書面の第1ないし第5で原告が「反論できていない」と述べた点について、反論の有無を明らかにして、反論があれば述べられたい。

原告は、本件事件に関して、被告らの説明における数々の矛盾点を具体的に指摘し、またその矛盾点から分析した点についての主張をしているが、同被告はほとんど認否も反論もしていない。これらの矛盾点は、原告または被告らの主張のどちらに正当性があるのかを裏付けるものであるからして、同被告にもこれらに言及されたい。

第8 被告藍澤証券の準備書面3について

1 準備書面3の特徴

被告藍澤証券の準備書面3の第1から第7までについて、第1は第

1、第2は第2というように、対応させて原告の反論を個々に述べてきた。

ここで準備書面3を総括して特徴を三つ挙げると、① 詭弁テクニックのオンパレード、及び② 原告の主張に真正面からの反論を避けての従前の主張の繰り返し、③ 基本的な理解を欠いた定量的な分析内容だといえよう。以下にこれらのそれぞれについて述べる。

2 詭弁テクニックのオンパレード（準備書面3の特徴）

準備書面3は、詭弁テクニックのオンパレードであり、また、論理がよじれているためか意味の通らないしどろもどろの記述さえもある。

特に、第2における「原告の主張に変遷が認められる」とか「原告は（ピンポイントに）1文だけを読んで…と解釈した」とかのように事実と異なる主張は控えるべきだと、原告は強く論じておきたい。これらは、事実に基づかないので言いがかりである。

準備書面3に現れた詭弁テクニックとしては、① 各種のすりかえ、及び② 互いに似た仕組みや用語の誤った同定、③ 原因と結果の逆転、④ 的外れのことをそう思わせない説明、⑤ ピンポイントの用語または1文を参照しての無理な主張、⑥ 複雑な仕組みや用語を併記しての実際にはそれと無関係な主張の権威付け、⑦ 紛らわしい仕組みや用語を意図的に誤解させる表現、⑧ 注意深く読まないで誤解を生むような表現、などがある。

なお、準備書面3においては、特段に数多くの詭弁テクニックを用いた論理展開がなされたためか、調停における答弁著（甲17）の記述と辻褃が合わなくなっているという点だけを注意喚起しておこう。

3 原告の主張に真正面からの反論を避けての従前の主張の繰り返し（準備書面3の特徴）

本準備書面の第7に述べたように、準備書面3は、被告藍澤証券の

主張を繰り返すことに関する言い訳と、従前に主張の繰り返しである。原告の主張に真正面から反論することを避けているように見受けられる。

原告が次のキーワードを用いて述べた主張に関して、少なくとも認否があってしかるべきである。そして、被告藍澤証券に反論があれば、それを述べるべきである。これらは、被告らの説明に関する矛盾点を暴くものであるから、同被告の主張を貫くには反論を必要とする。特に透明性は、金融商品に求められる最も基本的な原理だといえる。

「6か月ルール」、「レジットの収益源物件の価格の透明性」、「評価額低下時の収益力不変の原理」、「タコ配当」、「資産消失」。

そして、原告が丁寧に説明した次の事項に関しても、少なくとも認否があってしかるべきである。そして、被告藍澤証券に反論があれば、それを述べるべきである。

「レジットの基準価額が決まる仕組み」、「本件事件発生後の被告藍澤証券のレジット販売態度の急変」、「ハイリスクかローリスクかの重要な指標となるレバレッジ（借入比率）」、「目論見書などに書かれた“リスク説明”と“管理運用などに関係する投資家への約束事項”の違い」。

4 基本的な理解を欠いた定量的な分析内容（準備書面3の特徴）

本準備書面の第1で指摘したように、被告藍澤証券は、レジットという投資信託に関する“基本的な理解を欠いた主張”を展開している。

原告は、被告藍澤証券が評するところの“原告の独自の解釈に基づく主張”を突然に展開しているのではない。原告は、同被告の三島支店の支店長らと毎月1回行なった話し合いの中で、確かめてきたこと

を、準備書面(6)及び(8)で述べたのである。

支店長らは、一般論に関しては、変なバイアスをかけることなく真実を原告に教えてくれた。準備書面3では、一般論からして誤りがあるのと大違いであった。ところが、レジットに関するクリティカルな質問については、公式見解では答えにならない場合、すなわち原告に説明できずに回答に詰まった矛盾点などについては、本社に問い合わせるなど慎重であった。そして、本社からは説明禁止と指示されることが多いようであり、矛盾を解消する重要事項については原告への説明がほとんどなされていない。

被告藍澤証券は、以上を踏まえて、少なくとも支店長らと同程度の基本的な知識レベルを前提として、実際の因果関係を無視することなく、きちんと定量的な分析をした上で合理的に理解できるように主張されたい。

以上