

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(13)

平成27年12月4日

静岡地方裁判所沼津支部 御中

原告訴訟代理人弁護士 角 替 清 美

はじめに

被告ファンドクリエーションの提出した証拠、および第4準備書面は、これまでの書面と異なり、反論を述べるために少しばかりの事実が述べられていた。そこで、原告は、第4準備書面に述べられた事実を知ることができ、本件事件の真相に近づくことができた。ただし、同被告の述べた反論そのものは、納得のいくものではないので、原告はここに反論する。

第1 被告ファンドクリエーション提出の証拠は原告の主張を裏付ける

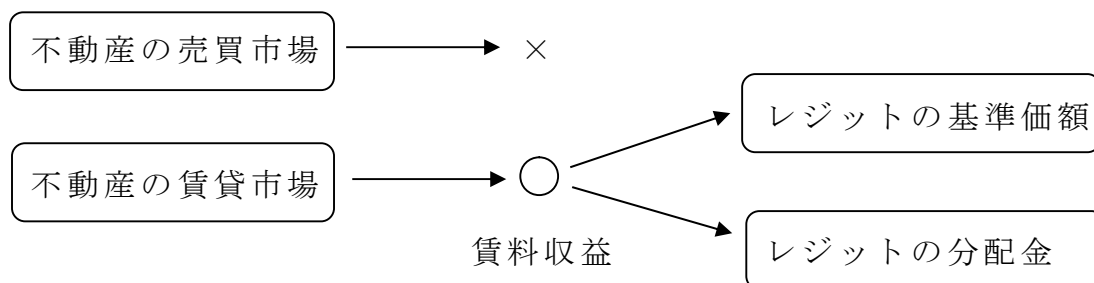
1 世の中の動きに乗じる詐欺を見破る方法

- (1) 何か世の中の動きがあると、それに便乗した悪事が発生する。例えば、マイナンバー制度が始まると、それに乗じてマイナンバー詐欺を行なうやからが現れて事件を起こす。こうした場合に、事件とマイナンバーとにどのような関係があるのかを詳しく尋ねて追求していくと、マイナンバー詐欺を見破ることができそうである。
- (2) リーマンショックは、経済活動に大きな影響を与えたことは事実である。被告ファンドクリエーションは、リーマンショックが与えた

経済活動への影響を丙第4号証として提出してくれた。ただし、丙第4号証に含まれる12にも及ぶ証拠を連呼されると、本件事件で人を疑うようになった原告は身構えてしまい、本件事件はリーマンショック詐欺ではないかという疑いがますます強くなってしまった。なぜなら、被告らはリーマンショックによる経済活動への影響の一般論を述べるだけで、リーマンショックがレジットに与えた影響を具体的に述べてくれないからである。したがって、レジットがリーマンショックとどのような関係にあるのかを詳しく尋ねて追求していくと、本件事件がリーマンショック詐欺だと分かってくるかもしれない。

2 リーマンショックがレジットへ与えた影響の事実記載の欠如

(1) 準備書面(11)の第1の2(2頁)に述べたように、レジットの基準価額も分配金も、基本的に、不動産の売買市場ではなく、安定的な特徴をもつ不動産の賃貸市場の影響を受けるものである。



したがって、リーマンショックの影響の一般論を述べるにしても、リーマンショックが不動産の賃貸市場にどのような影響を与えたのかを中心にして示さないと、レジットとは関係のないことを論じたに過ぎない。

(2) 原告は、毎月1回、被告藍澤證券の三島支店の支店長および本社の営業管理部長と話をすることにしていて、その中で、リーマンショックとレジットとの関係についても話をしており、原告は、「レジッ

トの収益源物件の賃料は、一般に2年間ほどの賃貸契約として取り決めるものなので、リーマンショックの影響があるとしても直ぐに表れるものではないし、リーマンショックが発生したので賃料を下げよという要求が通用するという話も聞かない。」、と述べて、レジットの賃料収入はリーマンショックの影響を受けることなく安定しているに違いないと支店長に同意を求めた。

- (3) 他方、準備書面(8)第5の6(33頁)で原告が指摘したように、2008年10月のマンスリーレポートでは、不動産の売買市場というレジットにとってはまるで見当違いの分野でのリーマンショックの影響を強調するだけであった。リーマンショックとレジットとの関係という肝腎の点については何も述べないまま、レジットの収益源物件の不動産鑑定評価額が下落したような主張をして、レジットの基準価額が前月から206円下落して、9,869円になったなどと述べている。しかも、2008年10月は不動産鑑定評価が行なわれる月ではないので、何をもって不動産鑑定評価額が下落したというのであろうか。

甲第30号証「レジット鑑定評価リスト」の2頁には、2008年10月の評価額は、同年8月の評価額を1.5%割り引いた値にしてあると書いてあるが、一体全体1.5%という値はどこから来たものなのか、目論見書にその根拠は見あたらず全く不可解である。1.5%の根拠がないようなので、原告の疑いが増すばかりである。すなわち、被告らは、レジットの買戻請求を誘発して本件事件の発端を形成するためにリーマンショックという言葉を利用したのだという疑いは限りなく膨らんでいる。

- (4) レジットにおいて重要なのは、不動産の賃貸市場の動向であり、具体的には賃料収入の値動きであることを原告は強調して、毎月の定

例会議の際に支店長にリーマンショックの影響がないことに関する同意を求めた。すると支店長は、2008年10月のマンスリーレポートの主張を繰り返すでもなく、原告に同意するでもなく、そういう話は裁判などでどのように判断されるかということでしょうね、と曖昧に答えるだけであった。

- (5) 被告ファンドクリエーションは日本経済新聞の数多く記事を丙第4号証としてくれたので、原告も日本経済新聞(夕刊)の2014年6月17日の記事「景気変動に強い住宅・商業型」を甲第31号証として提出しておく。この記事はリーマンショックのほとぼりの冷めた後に、過去を振り返って書かれたものであり、2008年ごろのリーマンショックの時期も含めて、賃料収入が景気変動にあまり左右されずに安定していた事実を述べている。

3 原告に資するような被告ファンドクリエーションの証拠の数々

- (1) 被告ファンドクリエーションの丙第4号証は、レジットとの論理的な結びつきが極めて希薄であり、リーマンショック詐欺をうかがわすような「リーマンショック」というお題目の復唱であった。これでは、同被告の主張を補強する役割とは逆の効果をあげることに気づくべきであろう。

被告ファンドクリエーションのこれ以外の証拠についても、意味不明か、またはむしろ原告に資するものだと捉えることができる。

- (2) 以前に提出された丙第1号証は、名目的な管理会社FCインベストメント・リミテッドが、レジットという一つの投資信託だけでなく10種類もの投資信託すべてを、最小の経費でケイマン籍にするために設立された免税目的に特化したペーパーカンパニーであることを間接的に示す証拠であった。これについては、準備書面(6)第3.1の5ないし8(47頁ないし52頁)に述べたとおりである。

(3) 被告ファンドクリエーションの**丙第2号証**は、早期売却を前提とする評価額を適用する必要がないことを示している。なぜなら、丙第2号証の4頁の「(v) 資産評価に関するリスク」には、不動産関連資産を売却することで得られる売却価格を、買戻請求を發した投資家への買戻代金とすることになっているために、買戻代金が低額になることがあり、投資家が基準価額に基づく買戻代金を期待していたとしても、その金額を割り込むことがあるというリスクが書かれている。このように、レジットは、不動産関連資産の売却価格をもって買戻代金とする投資信託として設計されているのであるから、早期売却を前提とする評価額を適用する必要性などは全くない。評価額といういわば予測値を用いるのではなく、確実に金額が確定する売却価格を用いて買戻代金とすればよいのである。なお、「(v) 資産評価に関するリスク」は、後述するように交付目論見書（甲2の1）にも書かれていることであるが、親切なことに同被告はこれを丙第2号証として際立たせてくれた。

なお、**丙第2号証**の1頁、2頁には、2008年10月31日の鑑定評価額が記載されているが、同年10月には、鑑定評価が行なわれていないはずであり、誤りであろう。

(4) 被告ファンドクリエーションの**丙第3号証**は、財団法人日本不動産研究所の特定事業部証券化プロジェクト室が本件事件発生の1年半ほど後に作成した資料であろう。同被告の説明が不足しているので何を示すための証拠か不明であるが、一般論としては「早期売却を前提とする価格」を算出することが求められる局面があるかもしれないということが書いてあるように読み取れる。しかし、一般論ではなく特定のレジットに関して述べた文書だと捉えると「なぜレジットに対して早期売却を前提とする価格を算出するのかという理由」を示すと

は、どう転んでも言えそうにない。丙第3号証では、2重否定の表現を用いているので分かり難いが「早期売却を前提とする価格」なるものが、売主がどうしても換金せざるを得ないという切羽詰った状況下における価格であると述べているだけであり、レジットに特徴的な早期売却を緩和する6ヵ月ルールが存在には言及していない。それに、少なくともレジットを保有し続ける投資家に対して「早期売却を前提とする価格」を適用するのは、明らかに誤りである。原告は、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9(1)(67頁)において、原告など多くの投資家はレジットを早期売却しないにもかかわらず、早期売却を前提とする評価額を適用するとは、はなはだ不条理であることを述べたが、丙第3号証はこれを裏付ける証拠になっている。

第2 公平性の担保といいながら投資家に損をさせるレジットの運用

1 早期売却を前提とする評価額を算定する必要はない

第4準備書面の第1の2(3)の2頁ないし4頁において、被告ファンドクリエーションは、早期売却を前提とする評価額が算定された理由を記載したつもりかもしれない。しかし、証拠として丙第2号証および丙第3号証を用いた誤り以外に、重大な根本的な誤りがある。

ここでは、共有資産に関する投資家の“持分”という概念を用いて、被告ファンドクリエーションが述べたかったと思われる公平性を原告が分かりやすく説明し直すとともに、同被告の重大な根本的な誤りを指摘する。

2 公平性の担保のためには投資家の持分を尊重すればよい

- (1) 被告ファンドクリエーションが第4準備書面で述べたかったことは、“投資家間の公平性の担保”であろう。同被告は、買戻請求を

した投資家と買戻請求をしない投資家とを比べると、不公平が生じることを説明している。この公平性については、本件事件に先立って被告藍澤証券経由で原告に渡された甲第6号証の文書『「FCファンダーレジット不動産証券投資信託」の純資産価格の決定の停止について』にも書かれている。すなわち、甲第6号証には「したがいまして、全受益者の方々の公平性を保ちつつ利益保護を図るためには、早期売却を前提とする評価額を全物件について取得することが適切であると判断し、・・・」と記載されている。第4準備書面の公平性の担保の内容は、甲第6号証について被告藍澤証券から原告に詳しく説明してもらったことと全く同じであり、被告らが勝手に無理やり変質させた“変質後のレジット”に関する被告らの理論武装のためのストーリーに基づく公式見解の繰り返しに他ならない。

ただし、被告らの公平性担保の説明は分かり難く、重大な根本的な誤りもあるので、別紙1を用いて、原告が分かりやすく説明し直す。分かりやすくするために半端な数値が出ないようにしているが、半端な数値が出るような事例にも適用できる考え方である。被告ファンドクリエーションの説明との違いは、共有資産に関する投資家の“持分”という概念を用いて分かりやすくした点である。

- (2) 原告の主張するところの公平性が担保できない理由は、投資家の“持分”を無視して共有資産である収益源物件を売却するためである、という点にある。すなわち、投資家の“持分”を尊重した売却をすればよいのであって、基準価額を下落させる必要性はないということを原告は主張する。

別紙1では、買戻請求をした投資家を**B**とし、買戻請求をしない投資家を**A**として、投資家**B**が10万口の買戻請求をした場合について考察している。なお、被告ファンドクリエーションは投資家**B**が3万

口の買戻請求をした場合を考察しているが、原告は分かりやすくするために、きりよく10万口としたのであって他意はない。

別紙1の例では、事件発生当時に類似した状況、すなわちレジットの直接還元法による評価額と不動産の売買市場における売却価格とが乖離した場合の問題（これを「売却価格の乖離問題」と呼ぶ）について考察している。すなわち、リーマンショックによって不動産の売買市場の不活性化のために売却価格が仮に半額に下落したと仮定している。しかし、レジットの収益源物件の評価額に影響を与える不動産の賃貸市場のほうは、安定していて、リーマンショックにかかわらず賃料収入の減少などが生じていないとしている。このような事件発生当時に類似した状況下において、投資家Bが10万口の買戻請求をした場合に、投資家Bが受け取る買戻代金は、投資家Bの“持分”の資産を売却して得られる（別紙1では1棟の売却価格である）5億円にすればよいのであって、10億円にすべきではない。もしも、必要以上の資産を売却して投資家Bに買戻代金として10億円を渡すようであれば、被告ファンドクリエーションが述べるように、不公平が生じてしまう。つまり、投資家Aは、割を食って損害を被ることになる。なぜなら、投資家Aの持分の資産までもが勝手に売却されて、少なくなってしまうからである。このような不公平が生じる理由は、ひとえに投資家の“持分”を無視して共有資産を売却するためであり、基準価額を下落させないためではない。

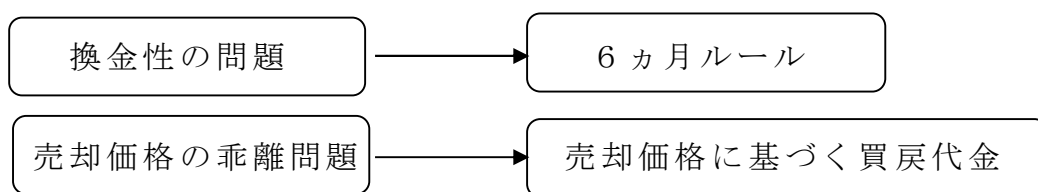
3 よく考えられたレジットの基本設計

(1) ここでは、レジットという投資信託を設計する立場に視点を移して考察してみる。

レジットという投資信託の基本設計をする際に、被告ファンドクリエーションの訴外宮本は特許の申請をしたり、同被告および被告藍澤

証券は会議をもって検討したりしたと原告は聞いているが、レジットはそれなりによく考えられて設計されている。たとえば、一般に不動産は換金性がよくないので、それに対処しやすくするためにレジットには**6ヵ月ルール**なる方法を用意している。この方法によって売り急ぎの必要性を緩和しているのである。

そして、レジットの直接還元法による評価額と不動産の売買市場における売却価格とが乖離した場合の“売却価格の乖離問題”についても、対処方法を準備してある。つまり、別紙1の例のように、投資家**B**の受け取る金額が10億円ではなく、それよりも低額の“**売却価格に基づく買戻代金**”（別紙1の例では5億円）になる可能性があるというリスクが目論見書に書いてあるのである。



すなわち、交付目論見書（甲2の1）の「3 投資リスク」の① ファンドの商品性・関係者に関するリスクの（v）資産評価に関するリスク（32頁）に「ファンドの投資対象であるレジット・アルファの発行する社債の評価額は、・・・受益証券の基準価額に反映されませんが、その評価額は・・・営業者もしくはリミテッド・パートナーシップが・・・その保有する不動産関連資産を売却することによって実現される・・・返還額によって決定される社債の償還額とは大きく異なる可能性があります。したがって、・・・受益者および実質上の受益者は、・・・早期償還額がそれ以降に償還されるファンドの償還額よりも少ない額に算出される結果となるリスクが存します。」と記載されている。これについては、本書面の第1の3（5頁）でも述べた

とおりである。なお、早期償還に関しては、交付目論見書（甲2の1）の10頁に記載されており、買戻し手続きについては、請求目論見書（甲2の1）の3頁および4頁に6ヵ月ルールを含めて詳しく記載されている。これらの記述は、決して分かりやすいものではなく、投資家への説明が十分でなかったという問題があったものの、これらを合わせてよくよく読むと、投資家Bの受け取る金額が、別紙1の例でいうと10億円ではなく、5億円になるというリスクが存在することを説明していることが分かる。

(2) ここまでの公平性の担保に関する考察で明らかのように、公平性の担保のために、早期売却を前提とする評価方法を採用してレジットの基準価額を下落させる必要は全くないのである。

なお、早期売却を前提とする評価額への修正を余儀なくされたという事実がない点については、既に準備書面(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)で述べたことである。そして、さらに準備書面(10)の2(5頁ないし7頁)でまとめの記述をしている。

4 売却価格に基づく買戻代金に関するリスク説明について

(1) 交付目論見書（甲2の1）の「3 投資リスク」の ①ファンドの商品性・関係者に関するリスクの (v) 資産評価に関するリスク (32頁)に記載された「売却価格に基づく買戻代金に関するリスク説明」が分かり難いと原告は述べた。なぜなら、「償還」という言葉は、満期などの到来によって「レジットの全財産を清算して投資家に金員を返却すること」であるという意味に使われるものである。(少なくとも)原告は早合点して「償還」という言葉はこのような場合だけに使われるものだと捉えていた。

このために、当該リスク説明は、信託期間満了日にレジットの全財

産を清算する場合についての記述だと原告は決め付けて解釈し、よく読まなかったために分かり難かったのかもしれないが、分かりやすい書き方ではないことも事実である。

ちなみに、レジットの直接還元法による評価額と不動産の売買市場における売却価格とが乖離した場合の問題、すなわち「売却価格の乖離問題」については、信託期間満了日に発生し得る問題であり、不動産資産などの売却代金をもって償還金とする方法が常識的かもしれない。つまり償還金は基準価額に基づく金額と異なることがあり得るので、低い金額の償還金になる可能性があるというリスクがある。こう考えて、当該リスク説明は、信託期間満了日にレジットの全財産を清算する場合についての記述だと原告は思い込んでしまった。

しかし、よくよく考えてみると、「売却価格の乖離問題」は、多量の買戻請求がなされた場合にも発生しうる問題である。これに気づいた後に、目論見書（甲2の1）をよく読むと、買戻請求のために「早期償還」という用語が定義されていて、かつ資産を全部償還する場合の他に“一部”を償還する場合もあることが記述してある。したがって、基準価額よりも低い売却価格が使われるというリスクは、全財産の償還の場合だけでなく買戻請求による早期償還の場合にも適用されるリスクとして目論見書に説明されていると捉えることができる。

(2) 以上の様なリスク説明は、証券の買戻し時の金額がいくらになるのか、に関連する事項であり、投資家にとってもっとも重要な事項であると言っても過言ではない。ところが、(原告の理解が正しいと仮定して)目論見書には上記のような非常にわかりにくい記述がなされているだけで、口頭での説明も全くなされていなかったのである。この点においても、レジットの目論見書は重要な事項について記載が欠けた目論見書に当たる。他方、仮に、上記のような原告の理解が正しく

ないとすれば、買戻し時の金額の決定について一切説明されていないということになり、それ自体重大な問題であろう。

- (3) いずれにしても、被告らがレジットを設計する際に、不動産の換金問題に対処すべく、6ヵ月ルールという方法を用意したのだから、その際に売却価格の乖離問題への対処法も検討したに違いない。なぜなら、なかなか買い手の見つからない不動産に対して値引きして売らなければならない事態に容易に気づくはずだからである。そして、不動産の換金問題と同時に、売却価格の乖離問題への対処法も考えたことだろう。原告が被告らと同様の専門的なレベルに立って、このように考えをめぐらせていれば、信託期間満了日に発生しうる「売却価格の乖離問題」と同時に、買戻請求がなされた場合の「売却価格の乖離問題」の両方の対処方法が一括して目論見書に書かれていることに、もっと早く気づくことができたかもしれない。

5 公平性を担保するというのは被告らが事件を展開する口実

- (1) レジットという投資信託は、不動産の賃貸市場を対象にして投資するものであるから、レジットに投資をしている投資家Aに対しては、売買市場の外乱が及ぶような運用をすべきでない。目論見書には売買市場の外乱がレジットに影響を及ぼすというような記述はなく、レジットは不動産の賃貸市場を主たる投資対象にして運用を続ける投資信託であることが明記されている。ただし、買戻請求をした投資家Bのように、不動産の賃貸市場への投資をやめる際には、残念ながらやむなく不動産の売買市場の影響を受けることがあるということなのであり、この際のリスクについては、先に述べたように交付目論見書（甲2の1）の「3 投資リスク」の①ファンドの商品性・関係者に関するリスクの(v) 資産評価に関するリスク（32頁）に記載されている。

(2) 別紙1の例で述べると、買戻請求をした投資家**B**には、その持分の資産の実際の売却価格を買戻代金とすればよいのであるからして、事件発生当時に早期売却を前提とする評価額を鑑定評価することですら意味のないことである。ましてや、買戻請求をしない投資家**A**に対してまでも早期売却を前提とする評価額を適用するなどということは、不条理以外の何ものでもない。これについては、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」9(1)(67頁)において、早期売却をしないのに早期売却を前提とする評価額を適用することは、不条理であることを述べたとおりである。

(3) 被告らは、公平性の担保という意味を「投資家**B**が買戻請求をしたために被る損害を投資家**A**にも及ぼす」ということだと述べているようであるが、全く不条理なことである。タイミング悪く買戻請求をした投資家**B**は、損害を被るリスクはある。しかし、その損害が買戻請求をしない投資家**A**に損害を与えることがないように、本来のレジットであれば、不動産の賃貸市場において運用し続けることが可能な投資信託なのである。なぜなら、売却価格に基づく買戻代金という目論見書の方法では、投資家**B**の“持分”を売却するだけだから、投資家**A**の“持分”の収益源物件は減ることなく存在し続け(別紙1の例では投資家**A**のために2棟の収益源物件が存続し)、以前と同様に収益源物件から賃料収入などが継続して得られるからである。

(4) ここで、投資家たちの損害の程度を対処方法別に比較してみる。被告らのいうところの公平性を担保する方法(早期売却を前提とする評価額を用いて基準価額を下落させる方法)を実施したとしても、投資家**B**の損害の程度を軽くすることにはならない。被告らが無理やりレジットを変質させて生み出した“変質後のレジット”における①“早期売却を前提とする評価額”を用いる方法にしても、変質前の正

続なレジットが目論見書に書かれている ② “売却価格に基づく買戻代金”を用いる方法にしても、投資家 **B** の損害の程度はほぼ同じか、あるいは前者の方が重いといえるだろう。したがって、買戻請求をした **B** のような投資家には、① も ② も損害の程度にあまり変わりはないが、買戻請求をしない **A** のような投資家は、① なら大損、② なら損害なしとなる。

したがって、公平性の担保という口実をつけているものの、① は投資家のための手段ではない。① は運用者側だけに有利な手段なのである。すなわち、タイミング悪く買戻請求をしたために損害を被る投資家 (**B** のような投資家) に合わせ揃えて、他の投資家 (**A** のような投資家) にも損害を及ぼすというような不条理なことを通そうとするのは、被告ら運用者側が本件事件を展開して不当な利益を得るための手段に他ならない。これについては、本書面の 18 頁の第 3 の 4 (1) および 20 頁・21 頁の第 3 の 6 で詳しく述べる。

第 3 資産を売却してもレジット 1 口あたりの資産は減らないはずである

1 レジット 1 口あたりの資産および分配金

(1) 被告ファンドクリエーションの第 4 準備書面の第 1 の 3 (5 頁) では、2012 年 3 月 30 日のマンスリーレポート (甲第 19 号証) を参照して、「・・・分配原資及び収益源物件が約 4 分の 1 に減少しているが、発行済み口数は約 3 分の 2 に減少したにすぎないのであるから、一口当たりの分配金が減少するのは当然のことである。」と述べている。以下ではこれについて詳しく分析して、収益源物件の消失の実態を分かりやすく示す。なお、同様の主張が被告藍澤証券の準備書面 3 の第 1 の 3 (3 頁) でもなされ、原告の準備書面 (10) の第 1

の3（7頁ないし9頁）で被告藍澤証券の誤りを原告は指摘した。

(2) 被告ファンドクリエーションの主張は、発行済み口数（総販売口数）の減少率（約3分の2に減少）に比べて、収益源物件の減少率（約4分の1に減少）が著しい場合には、一口当たりの分配金が減少するのは当然のこと、というものであり、これ自体は正しい。問題にすべき点は、なぜ収益源物件が総販売口数に比べて著しく減ったのかというところである。

(3) 原告の主張は、準備書面(10)の8頁で数値例をあげて述べたように、収益源物件は、総販売口数に比例して増加・減少するものであるからして、一口当たりの分配金はほとんど変化しない、というものであった。この原告の主張を無視して、収益源物件の棟数が総販売口数よりも著しく減ったという事実を被告ファンドクリエーションが述べてくれた。この事実は、とりもなおさず、収益源物件が異常に減少したということであり、収益源物件という**資産の消失**があったことを同被告が自白したようなものである。そこで、以下では、収益源物件の異常な減少について詳しく分析を加える。

2 どんな場合に収益源物件がどれだけ増減するのか

(1) 準備書面(10)の2頁にも述べたように、レジットの収益源物件の量は、レジットの総販売口数（総口数）にほぼ比例して増減させるように運用するものである。なぜなら、レジットが売れて総販売口数が増えれば、それに比例して分配金の総額を増やすことが求められるので、賃料収益を生むところの収益源物件を増やすことが必要になる。さもないと、レジットが売れることで1口あたりの分配金が減るといふ由々しき事態に陥ってしまう。したがって、総販売口数が5割増えれば、収益源物件を5割増やすし、総販売口数が2倍になれば、収益源物件も2倍にする、という比例関係を保つ。こうすることによって、

増加した口数に対応する不動産資産を確保して、1口あたりの分配金の減少を阻止して、安定的な分配を続けることができるのである。

(2) 逆に、買戻請求があつて総販売口数が減れば、買戻代金を支払うために収益源物件の売却が必要になる場合が生じて、それによってレジットの収益源物件の量が減ることになる。実際に売却が必要かどうかは、買戻請求の合計口数とレジットの手持ち現金の量などで決まるが、レジットの収益源物件の量は、レジットの総販売口数（総口数）にほぼ比例するように減少させるような運用をするものである。もしも収益源物件を必要以上に売却すると、すなわち総販売口数の減少率よりも著しく収益源物件を減少させると、1口あたりの分配金が減るという由々しき事態に陥ってしまう。したがって、総販売口数が3割減れば、収益源物件を3割減らして、買戻代金を捻出するというように、比例関係を保つ。減少した口数に応じた持分だけの収益源物件を売却するのである。なお、このようにしないと、被告ファンドクリエーションの第4準備書面の第1の3（5頁）で書いてあるとおりに「1口あたりの分配金が減る」ことになってしまう。そして、さらに次に述べる不都合が生じることになる。

3 収益源物件の必要以上の売却により発生する不都合

(1) 収益源物件を総販売口数の減少に比べて著しく減らすような売却をする場合、すなわち収益源物件を必要以上の売却する場合に、生じる不都合を別紙1および別紙2で説明する。

別紙1については、本書面の第2の2で述べたとおりであり、買戻請求をした投資家Bのために、本来なら1棟の収益源物件を売却すればよいところ、もしもBの持分を超えて2棟の収益源物件を売却すると、買戻請求をしない投資家Aは、割を食って損害を被ることになる。なぜなら、投資家Aの持分の収益源物件が勝手に売却されて、少なく

なってしまう、本来なら2棟の収益源物件から得られるはずの賃料収入が不当に減ってしまうという損害を被る。この損害だけでなく、投資家**A**の持分の収益源物件は、本来なら2棟あるべきなのに、1棟になってしまうという不都合もある。

こうした損害または不都合は、持分を無視して必要以上の売却をしたために生じたものである。買戻請求を發した投資家**B**のために売却する収益源物件は、**B**の持分だけで十分なのであって、それ以上売却すると他の投資家にとって不都合な事態が生じることになる。

(2) 別紙2は、別紙1と同様であり、必要以上に2棟の収益源物件を売却する場合を考察したものである。ただし、別紙1との違いは、投資家**B**に渡す買戻代金が、2棟の収益源物件の売却価格の10億円ではなく、1棟分の5億円ほどに留める点である。あるいは、被告らが「早期売却を前提とする評価額」と呼ぶ非常に低い金額を投資家**B**に渡す買戻代金とする。早期売却を前提とする評価額については、計算式などが示されていないので不明な点が多いが、もしも投資家**B**が10万口の投資の際に支払った10億円の資産に関する評価額が早期売却を前提とすることで10分の3に下がるのであれば(こうしたことを無理に通用させるのであれば)、投資家**B**に渡す買戻代金は3億円ということになる。いずれにしても、レジットの運用者側は、2棟の収益源物件を売却して10億円を得るが、そのうちの5億円または3億円を投資家**B**に買戻代金として渡すだけである。

この別紙2の場合も、買戻請求をしない投資家**A**は、別紙1の場合と全く同様の損害を被ることになる。すなわち、投資家**A**の持分の収益源物件が勝手に売却されて、少なくなってしまう、本来なら2棟の収益源物件から得られるはずの賃料収入が不当に減ってしまう。さらに、投資家**A**の持分の収益源物件は、本来なら2棟あるべきなのに、

1 棟になってしまう。

4 収益源物件の必要以上の売却により運用者側が得る利益

(1) 買戻請求をしない投資家 **A** の被害とは裏腹に、別紙 1 の場合には投資家 **B** は利益を得るし、別紙 2 の場合には運用者側が利益を得る道が生じることになる。別紙 2 の場合に運用者側が得る利益には、2 種類ある。運用者側が得る第 1 の利益は、売却した 2 棟の収益源物件のうちの 1 棟が、どの投資家の持分でもなくなり消失扱いにできるので、運用者側の思いのままになる点である。運用者側が得る第 2 の利益は、2 棟の収益源物件の売却で得られた 10 億円から投資家 **B** に渡す 3 億円または 5 億円の買戻代金を差し引いた金額（7 億円または 5 億円）である。

(2) なお、この差額の金員に関して、被告らはレジットの借入金の返済にあてたなどと言いつけるかもしれない。しかし、レジットには元来 10% を超えるような借入は存在しないのである。被告らは事件を起こすために、本来のレジットとはまるで異なる“変質後のレジット”を無理やり生み出したといえるが、借入金はその際に“変質後のレジット”に付け加えられた性質の一つである。

さらに言えば、たとえ借入金があったとしても、買戻請求への対応のために現金が必要なときに、借入金の返済をして現金を減らすような行為は不必要であるし、不自然である。

5 実際に行なわれた収益源物件の必要以上の売却

(1) レジットの収益源物件の必要以上の売却は、別紙 1 の形態ではなく別紙 2 の形態で行なわれた。なぜなら、買戻請求をした投資家 (**B** のような投資家) に渡した買戻代金は、被告らが「早期売却を前提とする評価額」と呼ぶ非常に低い金額であるからである。そこで、以下では別紙 2 の形態の収益源物件の必要以上の売却について詳しくみ

てみよう。

準備書面(8)の「第9 本件事件発生後に資産消失がなされたとする」と(54頁から)で述べたことであるが、本件第2事件発生後の4年間に収益源物件の消失を象徴するような現象が観測されている。

この概要は、**別紙3**「販売口数と棟数から分かる収益源物件の消失」(41頁)に示したとおりである。そして、ご丁寧なことに被告ファンドクリエーションの第4準備書面の第1の3(5頁)で、収益源物件が約4分の1に減少しているが、発行済み口数(総販売口数)は約3分の2に減少したにすぎないと、収益源物件の必要以上の売却を認めている。この同被告の陳述を正確に分かりやすく述べると「発行済み口数(総販売口数)は約3分の2に減少したにすぎないのにもかかわらず、レジットの運用者側は収益源物件を約4分の1に減少させた」という意味になる。総販売口数の変化が原因となって、その結果として収益源物件の量が変更されるのである。

この状況をもう少し正確に述べると、事件発生当時に350万口ほどあったレジットの総販売口数は、それから4年間で105万口減って245万口ほどになった。この4年間に105万口(全体の30%ほど)の買戻請求があったのであるが、この買戻請求に対応するためには、全体の30%程度の15棟ほどの収益源物件を売却すれば済むことであり、35棟ほどの収益源物件が残っていなければならない。さもないと、買戻請求をしない投資家の持分の資産を消失させることになるし、分配金の原資も減ってしまうことになる。実際のところは、4年後に残っていた収益源物件は、わずか12棟であった。これを収益源物件の消失と言わずして、何とすべきであろうか。

(2) ここまで、販売口数と収益源物件の棟数の推移から資産消失があったと主張してきたが、より正確には、棟数ベースではなく金額ベー

スの推移を見なければならぬ。なぜなら高価な収益源物件もあれば、そう高価でない収益源物件もあるからである。そこで、平成23年11月に行なわれた管理会社の第1回の説明会の後に、被告ファンドクリエーションの取締役である訴外宮本から被告藍澤証券経由で原告に届けられた「レジットの鑑定評価リスト」（甲第30号証）に書いてある各棟の評価額を使って、棟数ベースから金額ベースに換算してみた。すると、レジットの総販売口数は4年間で30%ほど減っているのに対して、収益源物件は金額ベースで64%も減っている。これは金額ベースで見ても資産消失を裏付けるものである。

(3) 収益源物件を消失させたタイミングは、買戻請求に応じるための資産売却の際だといえよう。数多くの収益源物件を消失させるという大掛かりなイリュージョンの“種と仕掛け”は、買戻請求に応じるための資産売却にまぎれて、神隠しのように必要以上の収益源物件を売却する術だったのである。なお、収益源物件を必要以上に売却することによって、資産を消失させることができるということは、別紙2で述べたとおりである。投資家から買戻請求がなされたときに、それに対応するために必要な収益源物件を売却するだけであれば、このような資産の消失は生じないのである。

6 被告らが目指した実際に金員が動くような実益

(1) 被告藍澤証券の営業管理部長の訴外有泉が述べたことであるが、レジットの収益源物件の評価方法の変更によって評価額を10分の3に下落させたとしても、それだけでは金員が動かないので投資家は実損を被ったとはいえない、とのことであった。確かに金員の動きは生じないので、損失は損失でも帳簿上の権利（財産権）に関する損失だと見ることができる。これをレジットの運用者側の立場で捉えると、投資家に損をさせる見返りに得られる運用者側の利益も帳簿上のこ

とであって、金員の動きは生じない。

ただし、被告らが禁じ手の評価額の変更を実施した後に、投資家が買戻請求をすると、投資家に戻る金額が10分の3に減ってしまうので、投資家は10分の7に及ぶ実損を被ることになる。このときには、金員が動く。そして、被告ら運用者側は、うまくすれば投資家の実損の反動として実益を得られるような仕組みがつかれることだろう。すなわち、収益源物件の当初の評価額の10分の7に及ぶ実益を運用者側のものとして確定させる道が生じることになる。

(2) ところで、本件事件発生の前まで、被告藍澤証券は、レジットの拡販に努めて販売口数を増加させてきたが、事件発生後には一転して客にレジットを勧めることを止めて、買戻請求を勧めるか、あるいは待つかという態度に変化した。この理由は、投資家が買戻請求をすると、被告ら運用者側は実益が得られるためだと、原告は推測する。

(3) このように買戻請求を発した投資家からは、被告ら運用者側は実益が得られる道ができる。しかし、買戻請求を発しない投資家からは、被告ら運用者側は実益が得られないはずである。帳簿上のことだけでは、金員が動かないので、実益が得られないのである。

そこで、何とかして、買戻請求を発しない投資家からも被告らが実益を得る道がないかと考え出されたのが、収益源物件を必要以上に売却する手法である。このときには、金員が動く。したがって、被告ら運用者側は実益が得られる。

この手法によって、被告らレジットの運用者側は、禁じ手の評価額の変更によって得られた250億円ほどの帳簿上の財産権に関する利益をすべて実益にすることができる。なぜなら、買戻請求を発した投資家からも、買戻請求を発しない投資家からも、金員が動く実益が得られるからである。

7 損得勘定と金員の動きから見た本件事件の全容と損害賠償請求

(1) 本件事件において、レジットの運用者側は、第1ステップとして評価額の変更という禁じ手によって総額250億円ほどの帳簿上の財産権に関する利益を獲得した。すなわち、本件第1事件として原告が訴えたように、禁じ手(評価方法の変更)を実施することによって、350億円のレジットの純資産総額を100億円ほどに減らして、総額250億円ほどの帳簿上の利益を得たのである。逆にこれを投資家側から見ると、350億円に及ぶすべての投資家の合計投資額が100億円ほどに減らされてしまい、投資家たちは総額250億円ほどの帳簿上の財産権に関する損失を被ったのである。そして、第1ステップの結果として、被告らは、帳簿上から消えた資産を思いのままに扱える立場に立ったのである。

(2) 次に、第2ステップとして、運用者側は、レジットの投資家に買戻請求を促し、投資家が買戻請求をしたときには投資額の10分の3ほどの買戻代金しか渡さないことで、投資家に損失を与え、その反動として運用者側が実益を得る道筋をつくった。この結果として、買戻請求をした投資家は、金員が動くような実損を被ったのである。なお、被告らは、第2ステップの準備工作として、2008年10月に不当に基準価額を206円ほど下落させてレジットの買戻請求を誘発させている。

ただし、事件後4年間で実際に買戻請求がなされたのは総販売口数350万口のうちの105万口であり、残りの245万口のレジットについては、投資家たちは買戻請求をせずに保有し続けた。このような事態を想定して、運用者側は、買戻請求をしない投資家にも実損を与え、その反動として運用者側が実益を得る道筋をつくっておいた。すなわち、収益源物件を必要以上に売却するという手法を用いたので

ある。第2ステップには、こうした巧妙な手法が含まれているのである。

この手法によって、運用者側は買戻請求をしない投資家の持分の収益源物件を10分の3に減らすことを目指した。これは買戻請求をしない投資家の資産の10分の7を消失させることを意味する。こうして、第1ステップで投資家が被った総額250億円ほどの帳簿上の財産権に関する損失をすべて金員の動きを伴った実損にすることを運用者側は目指した。そして、その反動として、運用者側は総額250億円ほどの帳簿上の利益をすべて金員の動きを伴った実益にする道筋をつけたのである。

(3) 第2ステップにおいて、このようなあくどい計画を実施すれば、買戻請求をしない投資家の持分の収益源物件は、見る見る消失していき、最終的には元の10分の3になることが見込まれる。すなわち、運用者の悪巧みによって（別紙2のように）収益源物件が消失していくので、それに従って分配原資が先細りしていくことになる。そこで、運用者側は、この先細りを見越して、**第3ステップ**として、分配金を減額させていったのである。もしも、買戻請求をしない投資家の持分の収益源物件を勝手に売却して消失させることがなければ、レジットは1口あたり毎月45円ほどの分配金を継続的に支払うことができたはずである。しかし、欲にくだらんだレジットの運用者側は、第2ステップの巧妙な手法を実施して、資産を消失させたのである。こために分配金が減ってしまった。

そこで、原告は、分配金の減額に対して、本件第2事件として損害賠償請求をしているのである。

8 持分に関する補足説明

(1) 本書面の各所において、重要な役割を果たす“持分”という概念

を用いた。そこで、これについて補足説明をしておく。

別紙1および別紙2では、それぞれのテーマを分かりやすく説明するために、収益源物件はどれも10億円であるかのように説明したが、実際はそうとは限らない。そして、特定の投資家の持分が特定の収益源物件と結びついているかのような説明したが、実際にはそうした結びつきは自由に変更できる。

持分とは、レジットの収益源物件などのすべての資産（レジット資産と呼ぶ）がすべての投資家に共有されていると考えた上で、各投資家がレジット資産のどれだけの割合を所有しているのかを示す指標である。したがって、全投資家の持分を合計すると100%になる。なお、このように持分とはある種の割合を意味するのが普通であるが、場合によってはその割合の資産を意味することもある。

特定の投資家の持分を取り上げると、例えば原告の持分では、1棟の収益源物件をカバーすることができない。したがって、原告の持分などは、収益源物件「フォレンジ目白」の100分の1棟のように、棟数が整数ではなく分数や小数で表現される。こうしたことが普通である。そして、実際には持分は特定の収益源物件と結びついているわけではなく、どの収益源物件とも自由に結びつけることができる。したがって、原告の持分などは、もしも収益源物件「フォレンジ目白」に結びつけたとすれば、その100分の1棟（1%）だと捉えるべきである。あるいは、例えば収益源物件「FLEG渋谷」に結びつけたとすれば、原告の持分は50分の1棟（2%）である、というように結びつける収益源物件の評価額に応じて持分の示すパーセンテージは変化する。なぜなら、どの収益源物件に関する持分であっても、その収益源物件に対するある特定の投資家の持分の評価額は、同じであるからである。

(2) ちなみに、“持分”という概念を用いると、“評価額低下時の収益力不変の原理”が容易に理解できる。収益と無関係に評価額を下落させるような禁じ手を実施しても、各投資家の持分は変化しないので、その持分から得られる収益（インカムゲイン）は変わらないのである。

また、“持分”という概念を用いると、もう一つの原理“資産売却時の収益力不変の原理”も容易に理解できる。別紙1において、買戻請求をした投資家**B**に対しては、その持分の資産だけを売却して、その売却価格を買戻代金にすることにすれば、買戻請求をしない投資家**A**は割を食うことなく、**A**の持分は変わらない。したがって、**A**の持分から得られる収益（インカムゲイン）は変わらないのである。

すなわち、準備書面(10)の第1の3(2)7頁ないし9頁に記載したように、買戻請求をした投資家のために収益源物件を売却しても、レジット1口あたりが生み出す収益（インカムゲイン）は変わらない。なぜなら、買戻請求をしない投資家の持分は変わらないからである。

第4 被告ファンドクリエーションの曲解・誤解に基づく主張

1 レジットの利益（損失）が決定される仕組みについて

(1) 一般に投資信託の基準価額と分配金を合わせた利益（損失）は、“分配金込み純資産価額”という指標で表されるが、これは運用者側が意図的に値を決めるものではなく、経済の原理に基づく何らかの市場価格によって値が決まるものである。あるいは、市場が決めると表現することもできる。投資とはそういう不確定の要素をもつものである。つまり、買い手と売り手の「需要と供給（需給バランス）」で値が決まるのであって、運用者側が“決める”ものではない。“決まる”ものであることにご注意いただきたい。これについては準備書面(6)

の24頁に書いたとおりである。いわば、市場におけるあるデータ（例えば特定の幾つかの物件の賃料収益）を観測して、その観測データがある計算式またはコンピュータなどに入力すると、その計算結果として利益（損失）の値が得られるのである。利益（損失）の値を運用者側が意図的に決める余地はない。運用者側でできることは、投資額と投資先を選択することであり、その成果を待つだけである。

あつてはならないことであるが、運用者側が計算式を変更するような理不尽なことをすると利益の値を運用者側の意図に合うように自由に変えることができる。これが本件事件の発端である。しかし、計算式の変更は禁止されているのである。

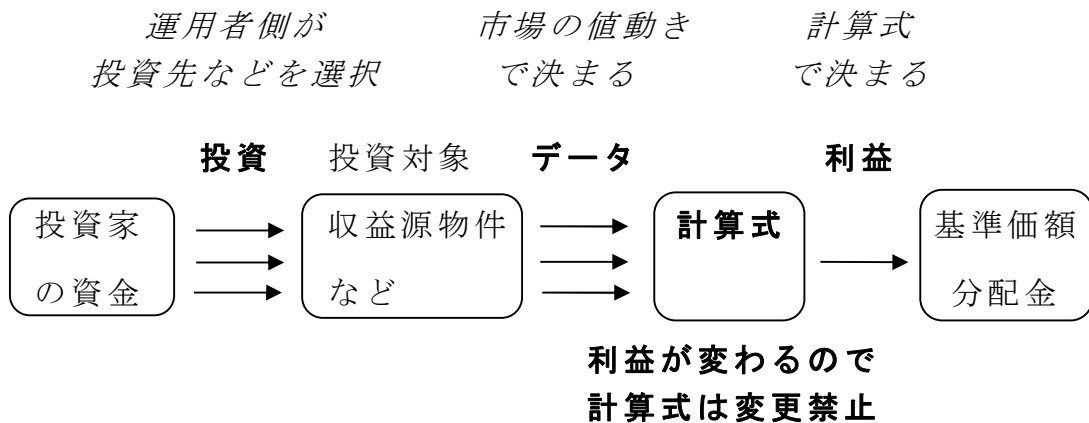


図1：基準価額、分配金はどのようにして決まるのか

一般論ではなく、レジットについては、その基準価額と分配金を合わせた利益（損失）は、準備書面(11)の第1の2(2頁)に述べたように、主たる投資対象資産、すなわち収益源物件から得られる賃料収益のデータによって“決まる”といっても過言ではない。このデータは、安定的な特徴をもつ不動産の賃貸市場の影響を受けて決まるものである。基準価額と分配金を合わせた指標である“分配金込み純資産価額”を用いると、この指標を上げたり下げたりする最大のファク

ターが収益源物件から得られる賃料収益であることが容易に分かる。この賃料収益のデータを目論見書に書いてある直接還元法の計算式に入力することによって、その計算結果として、基準価額と分配金からなる利益（損失）の値が投資の成果として得られるのである。こうした仕組みの概要については、準備書面(11)第2の1の4頁に書いたとおりである。

(2) 被告ファンドクリエーションは、詭弁テクニックを用いて、「決定」または「決める」、「決まる」という言葉の意味に（少なくとも）次の二つがあることを利用して、まぎらわしい表現をしている。一つの意味は、① ある時点の値をある決められた計算式で幾つかのデータから算出することであり、もう一つの意味は、② ある値をオーソライズすることである。第4準備書面の第1の1（1頁）に、「受託会社が基準価額を決定する権限を有する」と記載されているが、受託会社は、②の意味の決定をするだけであり、不動産の賃貸市場と無関係に意図的に基準価額を上げたり下げたりする権限などはない。受託会社の役割は、基準価額の①ある時点の値をある決められた計算式で幾つかのデータから算出された額（例えば1万500円）をオーソライズするだけである。受託会社は、例えば1万500円の基準価額を意図的に1万1000円に上げたり、1万円に下げたりする権限などはない。同被告のこの誤りについては、準備書面(6)の28頁ないし30頁にも記載したとおりである。

(3) 投資信託の運用者側の役割は、投資額と投資先をうまく選択することであり、その投資の成果として利益をあげることもあるし、そうでないこともある。つまり、“分配金込み純資産価額”が上がったり下がったりすることになる。これは確率事象であり、運用者側の会社、すなわち被告ファンドクリエーションもFCインベストメント・リミ

テッドも被告藍澤証券も、これを意図的に目指した値にすることなどはできない。できることは、良い成果を目指すのみである。

したがって、受託会社だけでなく、運用者側の会社も、基準価額を意図的に決定する権限などをもてるはずがない。しかるに、レジットの運用者側が、あたかも基準価額または分配金込み純資産価額を決定する権限をもつかのように振る舞い、収益源物件の評価額の算出方法（計算式）を変更することによって、意図的に分配金込み純資産価額を下落させたというのが、本件第1事件である。いわば、市場からの観測データをある計算式に入力することで得られる計算結果であるところの利益（損失）の値を、**計算式を変えてしまうという大胆な方法**で、運用者側の意図に沿って変えてしまったという事件なのである。そして、第1事件による利益（損失）の値の変更はあまりにも莫大であった。利益の僅かな程度の違いというレベルではなく、基準価額の10分の7にも及ぶ損失があったというレベルの大幅な違い（総額250億円に及ぶ違い）を生じさせてしまったのである。

(4) 第4準備書面の第1の1（1頁）の反論は、レジットの利益（損失）が決定される仕組みについての被告ファンドクリエーションの曲解または誤解に基づくものであり、失効である。

同様に、第4準備書面の第2の2（5頁、6頁）の反論は、同被告の決定という言葉の誤解に基づくものであり、失効である。目論見書に記載された計算式ではなく、目論見書に記載のない別の計算式を用いることは債務不履行に他ならない。

同被告は、受託会社の役割、および被告ファンドクリエーションやFCインベストメント・リミテッドなどの運用者側の役割を知っているはずであり、さらに基準価額および分配金込み純資産価額が算出される仕組みも知っているはずであり、そして投資が何たるかも知って

いるはずである。それにもかかわらず、投資に関する基本的な理解を欠いたような詭弁的な誤った表現をしている。同被告は、あたかも専門的な説明をしているかのごとく装って、原告を言いくるめようとする意図があるのだろう。そうした意図が同被告の詭弁的な表現から透かし見える。

2 レジットを正当な金額により売却とは

(1) 第4準備書面の第1の2(1)2頁、3頁では、被告ファンドクリエーションは「レジットを正当な金額により売却することを不可能にした」という部分を取り出して、原告に反論しているが、文全体の意味するところを正しく理解していないので、失当である。

原告は、目論見書(甲2の1)に記載されたレジットという投資信託に投資したのである。したがって、このオリジナルの目論見書に従ってレジットが運用されることが保証されなければならない。たとえばレジットの売却(買戻請求)についても、オリジナルの目論見書に従って処理されなければならない。原告は売却時期(買戻請求時期)をまだ決めていないが、将来的にレジットを売却(買戻請求)する予定であり、オリジナルの目論見書に従った正当な金額により売却することが可能になっているかどうかは、重大事である。

(2) ところが、被告ファンドクリエーションは、早期売却を前提とする評価額なるものを導入するなど、レジットという投資信託を全く別物の投信託に変質させてしまった。早期売却を前提とする評価額なるものは、オリジナルの目論見書(甲2の1)に記載されていないので、同被告は、いわば目論見書自体を変質させて“変質後目論見書”を生み出して、その“変質後目論見書”に沿ってレジットを運用しているのだと捉えることができる。こう捉えて、レジットの運用を観察すると、本件事件発生の数ヶ月前から、レジットは変質させられ始めて、

事件発生時（平成20年12月頃）には本来のレジットとは異質の“変質後レジット”にすっかり変えられたといえる。

ここで例えば、買戻請求の処理を取り上げると、変質前の正統なレジットの場合と、“変質後レジット”の場合で、大きく異なる。こうした差異を「レジットを正当な金額により売却することを不可能にした」という表現に代表させて述べているのである。

正統なレジットと“変質後レジット”の主な差異は、① 2008年10月のマンスリーレポートに代表されるように、本来なら不動産の賃貸市場への投資のはずのレジットが、突然に不動産の売買市場の動向に左右されるようになったこと、② 早期売却を前提とする評価額を算出するための詳細不明の評価方法が新たに導入されて適用されたこと（これを正当化する被告らの主張には根拠がない）、③ 借入比率が総資産の10パーセント以内であったはずが、突然に40パーセント前後になったこと、④ 熱心に行なわれていたレジットを販売促進活動がなされなくなり、逆に投資家に解約や買戻請求が促されるようになったこと、⑤ レジットの総販売口数の減少に見合う以上に収益源物件が売却されるために、本来あるべき収益源物件の棟数よりも著しく少ない棟数しか残っていないこと（この棟数の差を消失資産という）、⑥ 正当な理由が説明されることなく、分配金が減額されたこと、などである。

これらは、いずれも被告ファンドクリエーションなどを利することはあっても、投資家には利するところはなく、投資家に大いなる損害を与えるものである。

(3) 原告は、「平成20年12月頃、正当な理由なく、原告の保有する資産（レジット）の基準価額を約1万円から2925円へと下落させ、原告がレジットを正当な金額により売却することを不可能にして

原告に損害を加えた。」と述べたのであって「レジットを正当な金額により売却することを不可能にした」とだけ述べたのではない。「原告の保有する資産（レジット）の基準価額を約1万円から2925円へと下落させ、原告に損害を加えた。」のである。基準価額を下落させたことは、原告に損害を加えたことに他ならず、これが一番の問題である。

運用者側の会社が、すなわち被告ファンドクリエーションもFCインベストメント・リミテッドも被告藍澤証券も、基準価額を勝手に変更する権限などはない。図1（26頁）のように、基準価額は、市場の値動きで決まるデータをある計算式に入力して算出することで決まるものである。被告ファンドクリエーションは権限がないにもかかわらず、**計算式を変えてしまうという大胆な方法**で、基準価額を変更して、原告に損害を加えたのである。基準価額を下落させることは、即、投資家に損害を与えることに他ならない。なお、オリジナルの計算式は、オリジナルの正統な目論見書に記載されており、同被告に計算式を勝手に変更する権限などはない。そして、変更後の算出方法は、計算式ともいえないような得体の知れないものであり、かつ被告らの説明も不十分なので、透明性が極めて低いものであり、深い霧の中に閉ざされていて、少なくとも原告にはそれを知らされていない。このような被告らの行為は、まさに違法な行為そのものである。

3 分配金の減額について

(1) 被告ファンドクリエーションは、第4準備書面の第1の3（4頁）において、交付目論見書（甲2の1）の30頁の分配方針を参照して、分配金の減額について原告に反論している。

確かに分配金の額について、特に分配金の増額に関して、ある程度は管理会社に裁量の余地がある。しかし、最も重要な分配金の減額の

正当な理由を同被告は述べていない。

同被告は「・・・分配原資及び収益源物件が約 4 分の 1 に減少しているが、発行済み口数は約 3 分の 2 に減少したにすぎないのであるから、一口当たりの分配金が減少するのは当然のことである。」と理由を述べているものの、収益源物件が総販売口数に比べて著しく減る原因になったのは、必要以上の収益源物件の不当な売却である。これについては、本書面の第 3 の 2 (2) 1 6 頁で述べたとおりであり、同被告の理由は、正当な理由ではない。

したがって、被告ファンドクリエーションは、レジットの分配金の減額についての正当な理由を述べたことにはならない。なお、原告の準備書面(1 1) の第 3 「レジットの分配金を減額する原因の不在」 1 3 頁ないし 1 6 頁では、レジットの分配金を減額する正当な理由がないことを示した。このことから、第 4 準備書面の第 1 の 3 (4 頁) は失当である。

- (2) 被告ファンドクリエーションが分配金を減額した理由については、本書面の第 3 の 7 (3) の 2 3 頁に原告の見解を述べたので、反論があれば、同被告の正当な理由を新たに添えて主張されたい。原告は、同被告が分配金減額の正当な理由をどのように述べるのか、是非とも知りたいことだったので何年も待ち続けてきたところである。本件事件においてまだ回答のない三つの重要な質問 X、Y、Z のうちの一つが質問 Y 「なぜ分配金が減ったのか」である。

4 管理義務について

- (1) 第 4 準備書面の第 2 の 1 (5 頁) において、被告ファンドクリエーションは「目論見書に記載されている通りに管理する義務」の発生原因が特定されていない、などと主張しているので、これに関係することを述べる。

名目的な管理会社である F C インベストメント・リミテッドは、準備書面(6)の53頁に述べた「投資関連業務」、および準備書面(6)の57頁に述べた「投資関連業務の周辺業務・日常業務」を実施していない。しかし、これらは、本来管理会社が行なうべき業務であり、当然のことながらレジットにも必要な業務である。

これらの中で、原告が本件裁判で特に取り上げているのは、基準価額および分配金の算出・算定の部分(これを利益処理と呼ぶ)である。利益処理が目論見書通りに実施されていないという債務不履行を原告は訴えているのである。

(2) 2社体制の管理会社、すなわち名目的な管理会社である F C インベストメント・リミテッドおよび実質的な管理会社の作業分担を外部から観察すると、利益処理に係る甲第6号証、および甲第7号証の文書、並びにマンスリーレポートなどについて、発行者は F C インベストメント・リミテッドになっている。しかし、F C インベストメント・リミテッドには、これらの文書の内容を企画して考え出して作成する要員がないので、実際には作成できない。同社は、これらの文書の名目上の発行者という位置づけになっていることがわかる。したがって、これらの文書の内容を企画して考え出して作成している実質的な管理会社が別に存在することが分かる。

(3) 最終的に投資家に届けられる文書の発行者は、F C インベストメント・リミテッドであるが、いわば同社は操り人形であり、実質的な管理会社が同社を操っているのが実態である。したがって、実質的な管理会社が目論見書通りに利益処理を実施するように F C インベストメント・リミテッドを操らないと、2社体制の管理会社は債務不履行となる。したがって、実質的な管理会社は、債務不履行にならないように、F C インベストメント・リミテッドを操る義務、すなわち管

理する義務があり、原告が具体的に取り上げて問題にしているのは利益処理である。

- (4) 原告は主に次の理由によって、実質的な管理会社が被告ファンドクリエーションだと判断した。① 同被告は、平成15年9月9日に100%子会社として名目的な管理会社であるFCインベストメント・リミテッドをケイマン諸島に設立していること、② 同被告は、魅力的なファンドの開発・運用に積極的に取り組む会社であり、その一つとして平成15年11月からレジットに関するファンド事業を開始していること、③ 同被告は、レジットの営業者のアセットマネージャーであること、④ 同被告は、レジット・アルファの投資アドバイザーであること、⑤ 被告藍澤証券がレジットの管理会社と呼ぶのは、FCインベストメント・リミテッドとこともあれば、同被告のこともあること。

第5 借入制限について

1 部分的な反論を繰り返すだけの借入制限問題の蒸し返し

第4準備書面の第3の1(6頁、7頁)において、被告ファンドクリエーションは、借入制限に関する同被告の主張を繰り返している。

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」の69頁ないし87頁を費やして、原告の主張を丁寧に述べた。そして、準備書面(10)の「第3 借入れ制限について」の19頁ないし24頁においても、被告藍澤証券の準備書面3の第3(6頁、7頁)に丁寧に反論した。

もしも、同被告が借入制限の問題を蒸し返したいのであれば、原告の主張の一部を取り上げて反論するのではなく、原告の主張の主要部分をカバーするような反論をするべきであろう。同被告が「以上によ

り原告の主張は全く根拠がない。」と主張するには、あまりにも反論した部分が少なすぎる。原告のほとんどの主張への反論はなされていない。

2 借入制限に関する被告の反論は部分的でかつ意味不明

第4準備書面の第3の1（6頁、7頁）においては、論理展開が不明確で被告ファンドクリエーションの主張には意味不明な点が多いが、原告の主張に同意するような主張または原告の主張のほんの一部に関する補足説明をただけであり、総括すると原告の主張に対する新たな反論になっていない。

すなわち、「ファンド」という言葉は、「FCファンドーレジット不動産証券投資信託」のことを指すともいえるし、「レジットというケイマン籍の契約型外国投資信託」のことを指すともいえるし、要するにレジットのことを指すのである。これは、同被告が第1準備書面の4頁で「一般的に投資信託のことをファンドと呼ぶことがあり、レジットの見論書などでは、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ことは認め」という認否をしていることから明らかである。

したがって、「ファンド」は、営業者およびジェネラル・パートナーを指す言葉ではなく、同時にFCインベストメント・リミテッドを指す言葉でもない。これらの会社は、交付目論見書（甲2の1）の4頁等に明記されているように、レジットの関係法人であって、ファンドではない。目論見書の全内容において、「管理会社」と「ファンド」という言葉は区別して用いられており、借入金の記載についてのみ「ファンド」という言葉が「管理会社」という趣旨で用いられているはずがない。

また、マンスリーレポートの記述は、原告も知るところである。準

備書面(6)の「第3.3 ファンド借入比率に関する争点」の69頁ないし87頁の原告の主張は、これを知って述べたものである。

第6 金融商品取引法の違反について

1 被告ファンドクリエーションの責任

第4準備書面の第3の2(1)7頁において、被告ファンドクリエーションは目論見書の発行者であるFCインベストメントのみが、金融商品取引法の違反に問われるという前提で同被告の主張を述べている。しかし、既に主張している通り、被告ファンドクリエーションはFCインベストメントを実質的に支配する会社であり、一方でFCインベストメントは単に節税目的で設立された実体のない会社であるから、被告ファンドクリエーションが責任を負うのである。

また、仮にFCインベストメントが管理会社として責任を負うとしても、被告ファンドクリエーションはFCインベストメントを支配し、本件一連の違法行為を主導しているものであるから、いずれにしろ、共同不法行為責任を負う。

2 リスク説明の網羅性などについて

(1) 第4準備書面の第3の2(2)にリスク説明の網羅性などについて記載されているので、これについて述べる。

被告ファンドクリエーションは、リスク説明の網羅性に関して、極めて甘い見方をされていて、ある特定のリスク説明が欠落しても構わないなどと述べているようである。この点は、大きな問題であり、これは、レジットにおいてリスク説明の不足を招いた要因といえよう。

本件事件で原告が問題にしたいリスク説明は、いくつかあるが、最も重要なものは、レジットの直接還元法による評価額と不動産の売買市場における売却価格とが乖離した場合（売却価格の乖離問題）の取

り扱いであろう。これは、リーマンショックが発生しなくても問題になり得ることである。これに関するリスク説明は、交付目論見書（甲2の1）の「3 投資リスク」の①ファンドの商品性・関係者に関するリスクの（v）資産評価に関するリスク（32頁）に書かれているとおりであり、早期売却を前提とする評価額などを登場させる必要はない。

「売却価格の乖離問題」への対応法として、早期売却を前提とする評価方法が採用されるというリスクは、目論見書のどこにも説明されていない。早期売却を前提とする評価方法は、“変質後のレジット”に特有のものであり、変質前の正統なレジットにはその影も形もない。早期売却を前提とする評価方法は、異質かつ透明性の極めて低い方法である。

(2) 変質前の正統なレジットでは、売却価格の乖離問題に対しては、売却価格に基づく買戻代金という方法で対処することが目論見書に書かれている。したがって、これに則って対処すればよいのである。

ちなみに、もしも「売却価格の乖離問題」への対応を目論見書に書かれた方法（売却価格に基づく買戻代金という方法）ではなく、早期売却を前提とする評価額を用いる方法で被告らは対処したのであれば、目論見書にそう書いておけばよかったのである。原告は、早期売却を前提とする評価額の透明性などに関して必要なら質問をした上で判断して、透明性が低いと判断すればレジットを購入しないだけのことである。したがって、第4準備書面の第3の2（2）の記載された子供がダダをこねるような同被告の心配は不要なのである。しかも、実際には「売却価格の乖離問題」への対応方法は不十分ながらも目論見書に書いてあるのに、被告ファンドクリエーションは売却価格の乖離問題に対するリスク説明の何が書けないとダダをこねる

のであろうか。

- (3) 第4準備書面の第3の2(2)では、原告がJ-REITに目を背けているような誤った記述がある。準備書面(11)の第1および第2を読めば分かるように、原告はJ-REITにも十分に配慮して、レジット全体をトータルに見ている。もしも、上場REIT指数がレジットに与えた影響への原告の配慮が欠けているのであれば、その程度を含めて具体的に被告ファンドクリエーションが述べればよいことである。

3 分配金の減額について

第4準備書面の第3の2(3)8頁で被告ファンドクリエーションは、分配金の減額について述べている。

いみじくも、被告ファンドクリエーションの第4準備書面の第1の3(5頁)で「・・・分配原資及び収益源物件が約4分の1に減少しているが、発行済み口数は約3分の2に減少したにすぎないのであるから、一口当たりの分配金が減少するのは当然のことである。」と述べてくれた。

原告が問題に取り上げているのは、発行済み口数(総販売口数)は約3分の2に減少したにすぎないのにもかかわらず、被告ファンドクリエーションは必要以上に収益源物件を約4分の1にまで減少させて、その結果として分配金が減少したことを問題にしているのである。

被告ファンドクリエーションの主張はまさに原告の主張を裏付けるものである。

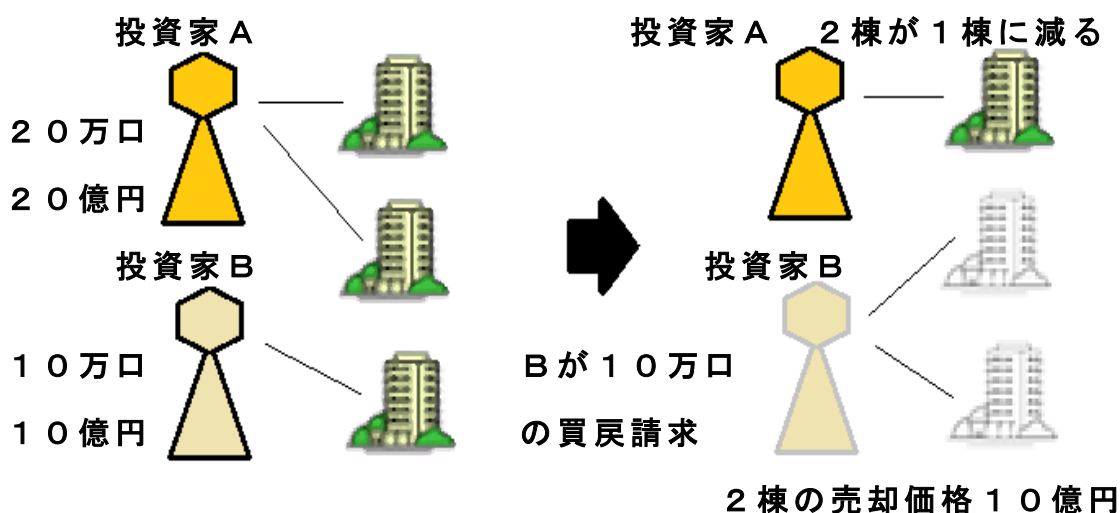
以上

別紙 1 : 「各投資家の投資口数と資産の持分」

複数の投資家が不動産などに投資をして、不動産資産を複数の所有者が共同所有するような場合、資産の持分を明確に意識しないと、公平性が担保できない。資産の持分は、当然のことながら投資口数や出資額に従って、比例配分すべきであるが、これを無視すると何が起きるのかを調べよう。

投資家 A は、20 万口（20 億円）投資し、投資家 B は10 万口（10 億円）投資し、この結果1 棟10 億円の収益源物件を3 棟購入したとする。

この場合、投資家 A の持分は2 棟、投資家 B の持分は1 棟というように、投資口数に比例した棟数を持分と捉えるべきである。



ここで、投資家 B が10 万口の買戻請求をした場合には、投資家 B の受け取る買戻代金は、1 棟分の売却価格にすべきである。このときに、もしも収益源物件の売買価格が仮に半額に下落していたら、すなわち1 棟が5 億円であれば、投資家 B の受け取る買戻代金は5 億円にするべきである。

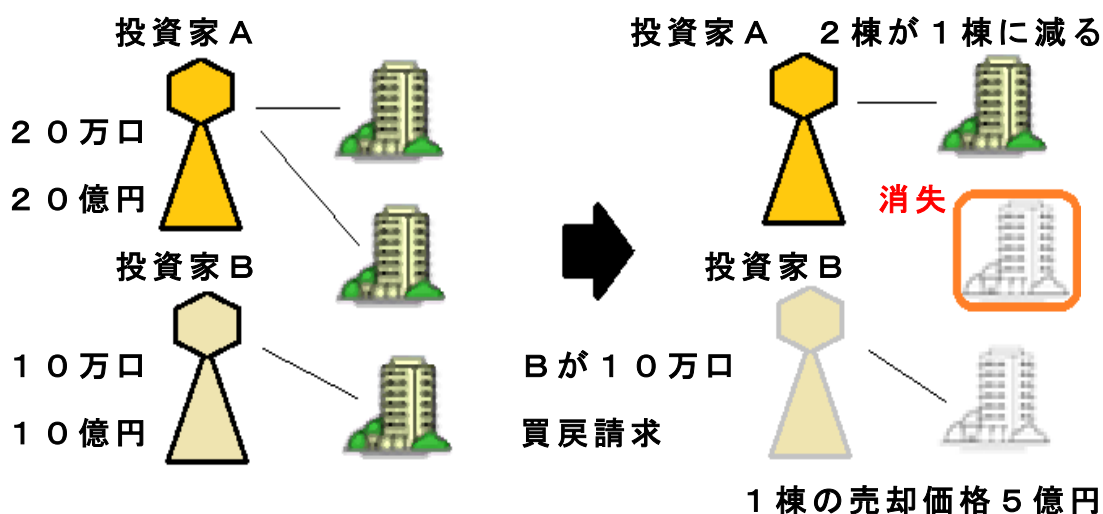
こうではなく、運用者側が必要以上に2 棟の収益源物件を売却して、投資家 B が投資した金額である10 億円を B に渡すと、投資家 A は割を食う。すなわち、投資家 A の持分が2 棟から1 棟に減ってしまう。

別紙 2 : 「悪徳運用者が資産を消失させる例」

運用者側の不手際によって、投資家間の公平性が担保できなくなる状況について、別紙 1 「各投資家の投資口数と資産の持分」で述べた。すなわち、運用者側は、各投資家の資産の持分を明確に意識して、必要以上の資産の売却を慎まないと、不公平が生じることになる。

ここでは、運用者側の不手際ではなく、運用者側の悪巧みによって、運用者側が資産を消失させる例を示す。

別紙 1 と同様に、投資家 A は、20 万口（20 億円）投資し、投資家 B は 10 万口（10 億円）投資し、この結果 1 棟 10 億円の収益源物件を 3 棟購入したとする。



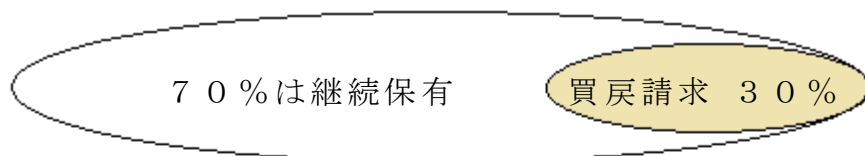
別紙 1 と同様に、収益源物件の売買価格が仮に半減したとする。ここで、投資家 B が 10 万口の買戻請求をした場合に、悪巧み実施の条件が整う。

すなわち、運用者は、必要以上に 2 棟の収益源物件を売却して、投資家 B には、B の持分の 1 棟分の売却価格である 5 億円を渡し、投資家 A の持分は残った 1 棟の収益源物件だとする。こうすると、悪徳運用者は、差額 5 億円、および A の持分でも B の持分でもない 1 棟の**消失物件**を得る。

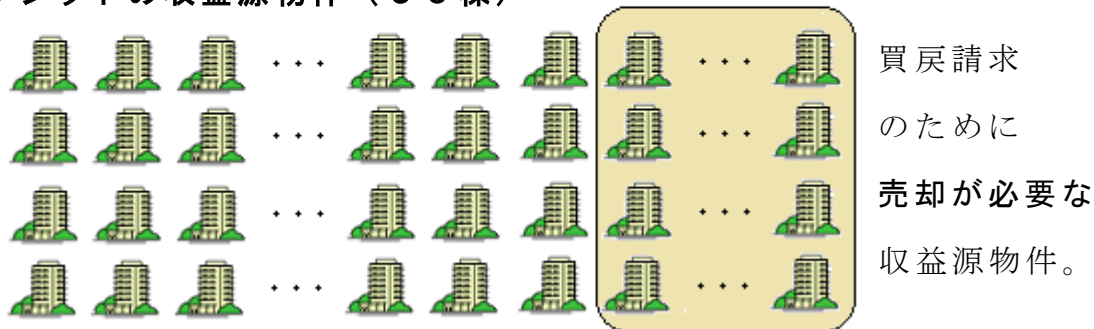
別紙 3 : 「販売口数と棟数から分かる収益源物件の消失」

事件発生直後には、50棟の収益源物件があった。その後4年間でレジットの総販売口数の約30%が買戻請求された。したがって、この買戻請求には、50棟の収益源物件の30%を売却するだけでまかなえる。

事件発生直後の総販売口数



レジットの収益源物件（50棟）



しかし、事件発生の4年後に残った収益源物件は、たったの12棟である（甲第10号証）。残りの38棟（76%）は、必要以上に売却されてしまった。この売却された38棟には、本来なら売却する必要のない収益源物件、すなわち原告が「消失した収益源物件」と呼ぶものが含まれる。

4年後のレジットの収益源物件（12棟）

