

# 表明保証保険とは

## ——最新の動向および 日本企業が留意すべき点——

マーシュ ジャパン株式会社

本稿では、昨今注目が高まっている表明保証保険に関し、基本的なポイントを押さえたうえで、日本企業が留意すべき点につき解説する。第1部では、想定事例をベースに各フェーズでのポイントを解説する。第2部では、Q&A形式で各質問に回答するかたちで説明を進める。各質問は、セミナー、説明会などで受ける質問のうち頻度の高いものを中心にピックアップした。なお、本保険には売主用と買主用の2種類があるが、昨今利用されている保険の大半（95%以上）が買主用であるため、本稿では買主用表明保証保険を前提として説明する。

### 【第1部 想定事例】

最初に本保険のイメージをつかむため、最近よく見かけられる日本企業による米国企業買収案件を題材とし、本保険の手配開始から将来の保険金請求に至るまでの一連の流れを以下の想定事例を用いて紹介する。なお、本事例は、あくまでも仮想の事例をベースとしたものであり実在の案件をベースとしたものではない。

#### 想定

買主	日本企業（米国SPCを通じ対象会社を買収）
売主	米国PE
対象会社	米国企業（売主が100%保有）
対象会社EV*	\$200M（2億ドル）
取引形態	競争入札

\*EV：対象会社の企業価値（Enterprise Value）

米国のPEファンド（売主）は、自己が保有する米国企業（対象会社）の売却を目論んでいた。この情報を入手した日本企業（買主）は、競争入札に参加し対象会社の買収に乗り出すこととした。なお、買主は、米子会社（SPC）を対象会社買収の受け皿として用いることとした。

本件入札では「買主が表明保証保険を付保すること」が条件とされていた。しかしながら、買主は、そもそもこの保険が何なのか、またどのように手配すべ

きかわからなかったため弁護士に相談した。弁護士より「保険アドバイザーX社に本保険の相談をするよう」アドバイスを受けたため、X社と打合せを行うこととした。【後述ポイント①②参照】

### 第1フェーズ：本保険の利用検討

買主と弁護士は、入札に向け「本保険のコスト感」、「保険の限度額をいくらに設定すべきか」、「本保険の手配の流れ」といった点を把握するため、X社と打ち合せを行った。X社は、まず買主から本件の背景などの説明を受け、そのうえで本保険の概要を説明し各事項につきアドバイスをを行った。これにより、買主は、本保険の手配の方向性が見えてきたため、\$20M（EVの10%）と\$40M（EVの20%）の2パターンの限度額を前提に保険会社から保険料の概算見積りをとり、コスト感を把握したうえで入札に臨むこととした。【ポイント③④参照】

### 第2フェーズ：保険料概算見積りの取得

X社は、保険会社5社に対し保険料の概算見積りを依頼した。5日後、各社から見積書が提出され、X社は、各社保険料の比較表とその他の要点をまとめたレポートを買主に提供した。買主は、本保険のコスト感や諸条件の概要が把握できたため、これらの内容を踏まえ入札を行った。なお、買主は、保険会社ABC社の見積書の内容が金額・補償範囲の両面から最良と判断し、入札に勝ち次のステップに進んだ場合には、ABC社の保険を使おうと考えていた。【ポイント⑤参照】

### 第3フェーズ：独占交渉期間、保険の引受審査（Underwriting）

入札の結果、買主が売主との独占交渉権を獲得し、株式譲渡契約（SPA）の交渉に入った。同時に買主は、ABC社に本保険の引受を依頼し、ABC社は、これに応じ引受審査を開始し、買主側の各アドバイザーのデュー・ディリジェンス（DD）レポートやデータ・

ルーム内の資料などのレビューに入った。引受審査開始から5日後、アンダーライティング・コール（保険会社と買主のディールチームおよびアドバイザーとの間での電話会議によるQ&Aセッション）が行われた。この間、X社は、同コールの日程調整をはじめ、アジェンダの確認、同コール後の追加質問のやりとりに至るまで、関係者間の連絡・調整に当たった。【ポイント⑥参照】

#### 第4フェーズ：SPAの締結、保険の適用開始

売主・買主間の交渉も順調に進み、SPA締結の見通しが立ってきた。保険に関しても引受審査の内容を踏まえ、アンダーライティング・コールの3日後にABC社からカバーの詳細を含む保険約款のドラフトが提示された。その後、弁護士とABC社との間で保険約款の条件、文言などにつき詰め交渉が行われ、SPA締結の前日に保険契約の内容も合意に至った。

独占交渉期間最終日にSPAが締結され、同時に保険契約も締結され本保険が適用開始となった。その1カ月後、クロージングを迎えた。

#### 第5フェーズ：表明保証違反の発覚、保険金請求

クロージングの8カ月後、対象会社が数年前より簿外債務を抱えていたことが発覚した。当該債務の処理のため買主に\$3Mの損害が発生した。売主がSPAで「対象会社の財務諸表は現地の会計基準に基き適正に作成されている」と表明保証していたため、買主は、売主の表明保証違反を理由にABC社に保険金を請求することとし、その進め方につき再度X社に相談した。X社は、保険金請求のプロセスや必要となる資料などを説明のうえ、請求がスムーズに進むよう買主をサポートした。その後、買主からの一連の資料の提出、ABC社側での損害査定のプロセスを経て、請求開始から6カ月後、本違反による\$3Mの損害が認定された。\$2Mが免責金額として控除されたが、買主は、\$1Mの保険金を受領することができた。【ポイント⑦参照】

#### 【ポイント①】－「PEが売主の場合」

本事例のようにPEが売主となるケースにおいては本保険が使われることが多い。PEの場合、クリーン・エグジット（後日賠償請求を受けるリスクを排除した上

での事業からの撤退）の実現や、エスクローの設定を回避するため、買主に本保険を付保させるのが常套手段となっている。この場合、買主としては選択の余地なく本保険をかけざるを得ない。

#### 【ポイント②】－「本保険活用による交渉のスピードアップ」

本保険利用のメリットは、売主・買主間での交渉が円滑に進む点であろう。SPAの表明保証条項の交渉は、当事者間での利害関係が対立するポイントであり、交渉に多くの時間、労力を要するだけでなく、ときに交渉決裂の一因ともなり得る。本保険の利用により、売主のリスクの大部分は保険会社に転嫁されるため、売主としては表明保証の提供や情報開示に応じやすくなり、その結果、交渉がスムーズに進み、買主・売主双方の時間、労力の節約につながる事となる。

#### 【ポイント③】－「限度額の設定、保険料の目安」

本保険の限度額は、対象会社の企業価値（EV）の10～25%で設定されることが多い。保険料の料率（限度額に対する%）は、アジア・オセアニア・欧州をターゲットとするディールで1～3%、北米をターゲットとするディールで2.5～4%が目安となる。北米では本保険の補償範囲が広く、保険金請求の頻度も高いため、他の地域に比べ料率が高い。また、通常、EVの1～1.5%が免責金額として設定される（図表1参照）。

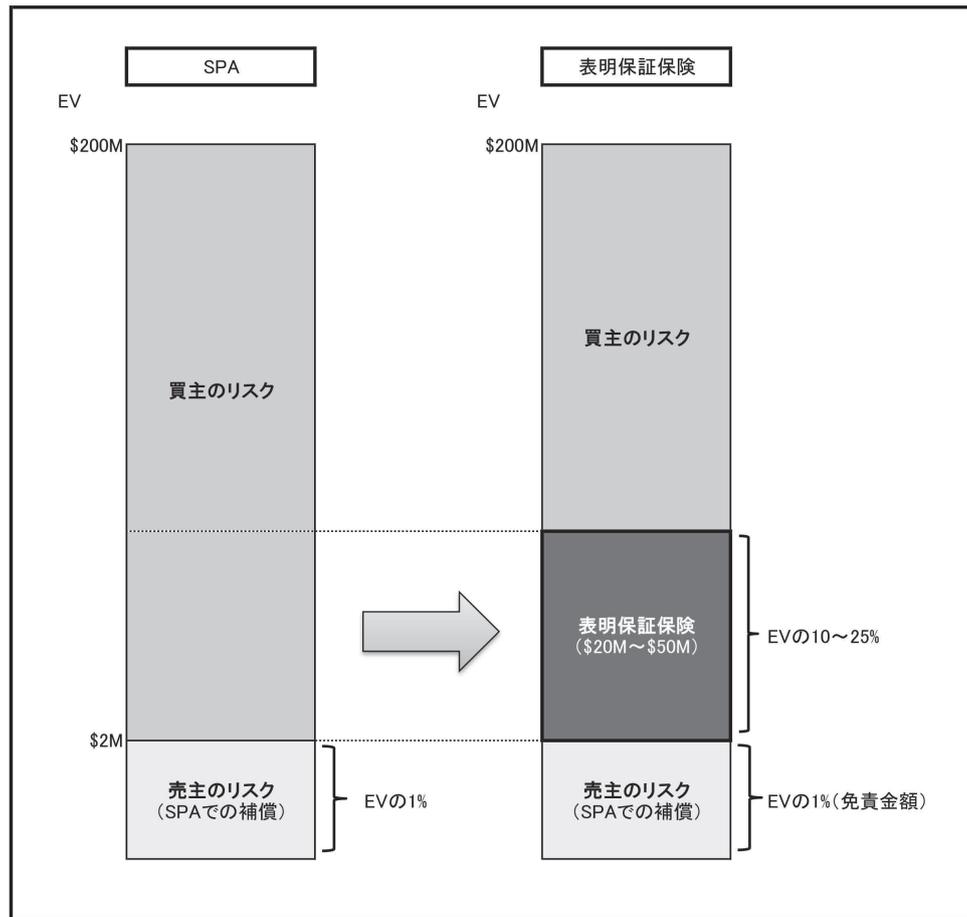
#### 【ポイント④】－「本保険の保険期間」

本保険の保険期間は、保険契約締結日から、「Fundamental Warranties/Tax Warranties（契約締結・履行権限、会社の設立・存続、株式、子会社などの基礎項目および税務に関する表明保証）」についてはクロージング後6～7年間、それ以外の「General Warranties（財務諸表、法令遵守、重要な契約などの財務や事業に関する表明保証）」についてはクロージング後2～3年間というのが一般的である。これらの期間は、SPA上の売主の補償の存続期間に関わらず設定することができる。つまり、SPAでは補償期間がクロージング後1年間というような場合であっても、本保険によって、より長い期間の補償を確保することができる。

#### 【ポイント⑤】－「NBI」

保険料概算見積書（Non-Binding Indication：NBI）には、「保険料の概算見積り」に加え、「保険会

図表1 限度額の設定、保険料の目安



出所：マーシュ ジャパン

社の免責事由」、「引受審査において保険会社が重点的に確認する事項 (Heightened Risk)」などが記載される。したがってNBIを見れば、どの保険会社がどのような条件でいくら保険料で引き受けるかの概要が把握できる。なお、保険会社からNBIをとるのにコストはかからない。したがって、本保険の利用を検討するのであれば、まずNBIを取得することをお勧めする。

### 【ポイント⑥】－「引受審査料 (Underwriting Fee)」

引受審査に入る段階で\$20000～\$50000の引受審査料が発生する。この引受審査料は、万が一ディーラーが途中で中止となり本保険が不要となった場合にも返金されない。つまり、NBI取得までは本保険手配に関してのコストは発生しないが、いったん引受審査に入るとコストが発生するので、買主としては、この点を認識しておく必要がある。なお、北米以外のディーラーでは保険購入に至った場合には、引受審査料は不要となるのが一般的である。(図表2参照)

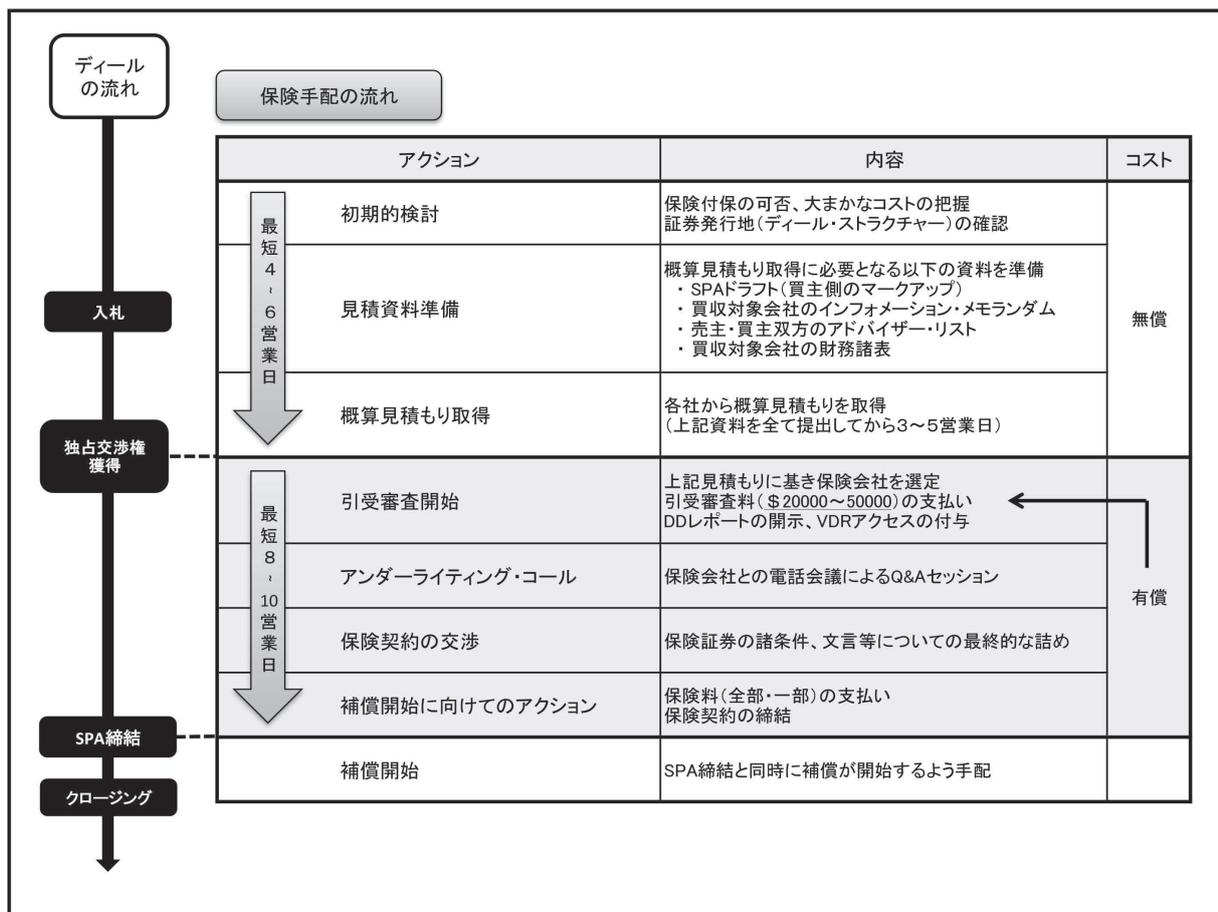
### 【ポイント⑦】－「補償請求の容易性」

本保険利用のメリットとして、保険会社への保険金請求が売主に対する補償請求に比べ容易である点がある。通常、売主に対し補償を請求し、これを回収するまでには数々のハードルがあり、かつ売主も抵抗することが想定されるため、回収に要する時間、労力は計り知れない。他方、保険会社は、保険金請求事案を中立的な立場から判断するため、買主が保険金を受領するまでの手続きに一定の手間を要することは確かであるが、売主に対する補償請求に比べ短い期間で円滑に補償を回収できるというメリットがある。

## 【第2部 本保険に関するQ&A】

本保険のイメージがつかめたところで、次に、本保険の概要、活用方法などにつき以下のQ&Aに沿って説明する。

図表2 保険手配のプロセス／タイムライン



出所：マーシュ ジャパン

### 1. 本保険を使うと、どのようなメリットがあるのか？

#### 買主にとってのメリット

##### (1) 交渉の円滑化

本保険の利用により、売主のリスクの大部分は保険会社に転嫁されるため、売主としては表明保証の提供や情報開示に応じやすくなり、その結果、交渉がスムーズに進み、時間、労力の節約につながる。【ポイント②参照】

##### (2) リスク・マネジメント

買主にとって、表明保証違反による損害発生リスクに対し一定の備えをしておくことはリスク・マネジメントの観点からも重要である。本保険の利用は、まさにリスク・ヘッジの一形態であり、後日問題が顕在化した場合にも保険により一定の損害がカバーされるので、買主の経営陣としてはステークホルダーへの説明責任も果たしやすくなる。

##### (3) 補償請求の容易性

保険会社への保険金請求は、売主に対する損害賠

償請求に比べ容易である。【ポイント⑦参照】

#### (4) 入札案件での優位性の確保

入札案件において買手候補が売主に対し本保険の利用を提案することにより、他の入札者との差別化を図ることができる。ただし、上記の想定事例のように買主が本保険をかけることが入札条件となっている場合は、全入札者が本保険を手配するため、差別化を生む要因とはなりにくい。

#### 売主にとってのメリット

##### (1) クリーン・エグジット

売主は、本保険の利用により、クロージング後の補償リスクを保険会社に転嫁できるので、クリーン・エグジットを実現することができる。【ポイント①参照】

##### (2) エスクローの設定回避

本保険は、エスクローの代替手段として活用されることが多いので、売主としては、エスクローの設定を回避でき、または回避できない場合であってもその金額を最小限にすることができるため、売却利益を早期に確定できる。【ポイント①参照】

## 買主・売主双方にとってのメリット

### (1) 売主の信用力の補完、請求の確実性

売主が個人でありその信用力が乏しい場合、また売主が多数の当事者に及ぶ場合には、賠償金の回収が現実的に困難であることが想定される。これらの場合、本保険を利用していけば、表明保証違反による損害発生の際、買主は、保険会社に保険金を請求すればよく、補償をより円滑かつ確実に得ることができる。

個人の売主にとっても、本保険が信用力を補完するものとなるため、より多くの買手候補を見つけられるというメリットがある。

### (2) 買主・売主間での良好な関係の維持

クローリング後も売主とのビジネス上の関係が継続する、または売主が対象会社の経営陣に残り引き続き経営に関与する場合のように、買主にとっては売主と良好な関係を維持することが必要な場合がある。このような場合、本保険を利用して、問題が発生した際も保険会社に対し補償を請求できるので、売主との関係悪化を回避することができる。

## 2. 本保険を使うとディールが遅れてしまうのか？

本保険の手配が適切なタイミングで開始され、その後も適切にアレンジがなされていけば、本保険の利用によりディールが遅れることはない。保険会社の引受審査担当者（underwriter）や保険アドバイザーの担当者も、M&A弁護士出身者であることが多くM&Aのプロセスに慣れているため、可能な限りディールのタイトなタイムラインを尊重し、遅れが生じぬよう迅速に対応してくれるといった背景もある。

なお、【ポイント②】に記載のとおり、本保険の利用により買主・売主間の交渉が円滑に進み、ディールの期間を短縮させられるというメリットもある。

ただし、以下の2点につきあらかじめ認識しておく必要がある。1点目としては、アジア・オセアニア・欧州の案件では、アンダーライティング・コールの前に保険会社から送付される質問書への書面による回答が必要となり、買主やアドバイザーがこの回答作成に一定の時間、労力を要することがある。また、2点目として、ディールの終盤に2～3時間のアンダーライティング・コールが設定される。これには、買主のディールチームやアドバイザーの参加が必要となるため、関係者の時間をあらかじめ押さえておく必要がある。

## 3. 本保険の手配に時間のかかるのはどのような案件か？

### ①複数の保険会社での引き受け

限度額が大きい場合、複数の保険会社で引き受けるケースがある。たとえば、限度額が\$100Mのケースでは、下から順に、最初の\$40MをA社、次の\$40MをB社、残りの\$20MをC社がそれぞれ引き受けることがある。1社での引き受けに比べ時間がかかることもあるが、基本的にプライマリー保険会社（前記の例でのA社）が代表して引受審査を行うので、大幅に所要日数が長びくことはない。なお、エクセス保険会社（前記の例でのB社・C社）には、プライマリー保険会社と同じ条件で引き受けをさせる必要がある。

### ②多国間にまたがる案件（Multinational Deal）

対象会社の事業拠点多くの国にまたがる場合、引受審査に時間がかかり、所要日数が長びくこともある。

## 4. 料率を左右する要素は？

料率を左右する要因としてあげられるのは以下のとおり。

①対象会社の所在地、SPAの準拠法といった地理的要因【ポイント③参照】。

②限度額や免責金額の大きさ。

③対象会社の業種。たとえば、対象会社の事業が金融業や製薬業である場合、他の一般的な製造業の案件に比べ、万が一の場合の損失額が巨大化する傾向があるため、料率が高くなる。

なお、料率に影響を与える要素ではないが、買主が起用しているアドバイザーの認知度は、保険会社の引受可否の判断に影響を与える要素となる。

## 5. 売主無補償（Nil Recourse）案件で本保険の利用は可能か？

対象会社に入札者が殺到するような売主が有利な案件では、SPA上の売主の補償をゼロとする条件（Nil Recourse）が売主側から提示されることもある。Nil Recourseの場合、本保険が買主の唯一の救済となり、極めて重要な役割を果たすこととなる。

従来、保険会社は、Nil Recourse案件での引き受けに慎重であった。最近ではNil Recourse案件の増加もあり、保険会社としても、売主が買主との間でアームスレングスでの交渉がなされ、売主からの情報開示も十分になされている前提であれば、料率を引き上げ

たうで引き受けるといったように、柔軟に対応する傾向がみられる。

## 6. 保険アドバイザーの起用は必要か？

本保険の手配に当たっては、保険アドバイザー（上記想定事例でのX社）の起用が欠かせない。各案件に最適な保険プログラムの設計、見積りの取得、引受審査への対応、カバー条件の交渉、最終的な保険契約の締結に至るまで、すべての局面において保険アドバイザーのサポートが必要となる。特に、クロス・ボーダーの案件では、各国の保険事情に通じた保険アドバイザーのサポートなしに本保険を調達することは極めて難しいといえよう。

## 7. 本保険を利用すれば保険会社がリスクを取ってくれるというならば、対象会社のDDを行う必要がなくなるのではないか？

どのようなディールであれ常に十分なDDが行われる必要がある。本保険は、買主側で通常のDDを行ったうでも判明しなかったリスクをカバーするものである。したがって、DDがなされていない事項については原則として本保険の対象外となる。

たとえば、想定事例と同様の事例で対象会社がカナダとメキシコに子会社を有していたとする。買主は、対象会社とカナダ子会社についてはDDを行ったものの、メキシコ子会社についてはDDを行わなかった。この場合、メキシコ子会社の関連事項は保険の対象外とされ、後日問題が判明した際にも保険金が支払われ

ないこととなる。

## 8. 概算見積保険料は、引受審査の結果次第で大きく変動するののか？

NBIで提示された保険料は、EVなどの前提条件に大きな変更がない限り、引受審査の過程で変わることはほとんどない。他方、引受審査の過程で一定の事項につきリスクが顕在化した場合またはDDや情報開示が限定的と判断された場合、当該事項については保険の対象外または制限付きカバーとなる。つまり、リスクが顕在化するにつれ保険料が上がるのではなく、保険料は一定ながら補償範囲が狭まることとなる。

## 終わりに

クロス・ボーダーM&A取引における表明保証条項の交渉は、当事者となる各企業の担当者やそのアドバイザーにとって多くの時間と労力を要するものである。そのようななか、本保険を戦略的に活用することにより、交渉の円滑化をはじめ、上記に掲げたような多くのメリットを享受できるケースもある。

したがって、M&Aに携わる各企業の担当者やアドバイザーにとって、本保険をM&A取引で活用可能な一つのツールとして常に認識しておくことが今後も重要となってこよう。

\*本稿は2017年11月30日開催のJOIセミナーを、一部加筆の上記事化したものです（共催：外国法共同事業法律事務所リンクレータース、マーシュ ジャパン株式会社、後援：JBIC）。



※会社紹介：マーシュ ジャパン株式会社　マーシュ ジャパン株式会社は、保険仲介およびリスクアドバイザーの世界的リーディングカンパニーであるMarsh LLC (Marsh) の100%出資の日本法人。表明保証保険に関するサービスはPrivate Equity and M&A Services (PEMA) チームが担当。PEMAチームは、25カ国のマーシュ・グローバルの160名のスペシャリスト（日本における3名のスタッフを含む）から構成され、M&Aリスクに特化したサービスを提供。特に表明保証保険プログラムの構築において、2017年の全世界ベースの実績は、証券数で735件、限度額合計で199億ドル。

Marshは、リスク、戦略、人的資本に関するアドバイザーサービスとソリューションを提供するグローバルプロフェッショナルサービスファームMarsh & McLennan Companies (MMC) の傘下にある企業。MMCは、ニューヨーク、シカゴ、ロンドン証券取引所に上場し、総勢約65,000名の従業員が世界130カ国以上の顧客にサービスを提供し、その年間総収入は140億ドル超。

※著者略歴：橋本 道雄

マーシュ ジャパン株式会社 シニアマネージャー

2017年に同社に入社。PEMAチームにて表明保証保険をはじめとするM&A案件におけるリスクアドバイザー業務を担当。前職は、大手日系メーカーの本社法務部およびシンガポール地域統括会社での法務に加え、グループ各社をカバーする保険プログラムの構築、運営などの保険関連業務も担当。米国ニューヨーク州弁護士。

