

国内・中小企業向けも登場 M&Aにおける表明保証保険 の利用上のポイント

この記事のエッセンス

- 表明保証保険は、伝統的に売り手と買い手の間で分担されてきたM&A取引における対象事業に関するリスク、すなわちM&A契約上の売り手の表明保証違反等により買い手に生じる損害等について、保険会社が填補する保険である。
- 最近になって国内の保険会社が相次いで国内のM&A取引向けの表明保証保険の販売を開始したことを受け、今後日本におけるM&A案件での表明保証保険の利用に対する関心・需要がさらに高まっていくことが予想される。
- 表明保証保険は、主にM&A取引の売り手が個人やファンドである場合やM&A取引の入札案件において利用することが考えられるが、表明保証保険を利用する際には、その免責事由や利用コスト等に留意が必要である。

アンダーソン・毛利・友常法律事務所
外国法共同事業
弁護士

江本 康能

マーシュ ジャパン(株)
ニューヨーク州弁護士

橋本 道雄

表明保証保険とは

M & A取引においては、売り手と買い手の間で、M & A取引の対象である事業（以下、「対象事業」という）に関するリスクの分担が行われる。すなわち、M & A取引の売り手と買い手の間には、基本的に対象事業に内在するリスクについて情報の非対称性が存在する。そこで、買い手は、M & A取引に係る最終契約（以下、「M & A契約」という）の締結前に、対象事業についてデューデリジェンス（以下、「DD」という）を実施し、対象事業に関するリスクの洗出しを行う。しかしながら、DDに係る時間的制約等から、買い手においてそのリスクを完全に洗い出したうえでM & A契約を締結し、M & A取引の実行に至ることは現実的に難しい。そのため、買い手としては、M & A契約の締結時点およびM & A取引の実行時点において、買い手が前提としていた事実（たとえば、対象事業に関する財務諸表の正確性、対象事業における法令違反の不存在、潜在的な訴訟リスクの不存在等）が真実または正確ではないことが判明した場合、それにより生じるリスクの

全部または一部を売り手に負担させるべく、M & A契約上、当該事実に関する売り手の表明保証を規定するよう、売り手に対して求めることになる。これが買い手としてM & A取引に内在するリスクを限定するため、の伝統的なアプローチである。他方、売り手としては、そのような形でリスクの負担はできるだけ小さいほうが望ましい。そのため、売り手と買い手の間で、M & A契約上の売り手の表明保証の範囲について交渉が生じることとなる。

M & A保険は、このような形で伝統的に売り手と買い手の間で分担されてきたM & A取引における対象事業に関するリスク、すなわちM & A契約上の売り手の表明保証違反⁽¹⁾により買い手に生じる損害等について、M & A契約の当事者（表明保証保険の保険契約者は、売り手と買い手の2パターンがあり得る）ではなく保険会社に対する一定の保険料の支払と引換えに、保険会社が填補する保険である。

たとえば、M & A契約上、売り手が対象事業における税務リスクの不存在を表明保証しているケースにおいて、M & A取引の実行後、対象事業について税金の納付漏れによる税

務当局からの追徴がなされた場合、それにより買い手が被った損害等について、前記の伝統的ナリスク分担の下では、買い手は、売り手に対して補償請求をすることになる。このケースにおいて、たとえば買い手がM&A保険に加入していると、その保険でカバーされるリスクについては売り手が負担することなく、買い手はそのM&A保険の引受保険会社に対して保険金の支払を請求していくことになる。

(1) 正確には、M&A取引の実行前の時点において存在する対象事業に関する税務リスクについての売り手の補償義務等、表明保証以外による売り手の補償義務も表明保証保険の対象となることがあるがここでは割愛する。

日本における表明保証保険の利用状況

表明保証保険は、このように売り手と買い手の伝統的ナリスク分担の下では最終的に売り手が負担することとなる補償責任を、M&A契約の当事者から保険会社に対する保険料の支払と引換えに、保険会社が売り手に代わって負担するものである。したがって、保険料を含む表明保証保険への加入コストの大きさと、実際に発生し得る売り手の表明保証違反により買い手に生じる損害等の期

待値の大きさを天秤にかけた場合において、仮に後者のほうが大きいと判断されるときには、M&A取引の当事者にとっては表明保証保険を利用するのが経済合理的ということになる。

(1) 従来型保険の利用状況

もつとも、欧米では従来からM&A取引において表明保証保険の利用が多くみられるのに対し、日本では、ごく一部の大型の買収案件を除いてあまり利用例はみられなかった。その要因としては、日本においては表明保証違反を理由とする買い手から売り手に対する補償請求が行われるケース自体が必ずしも多いとはいえず、M&A契約の締結時(またはM&A取引の実行時)において、M&A取引の当事者が将来そのような補償請求を実際に行うことをあまり想定していない(つまり、コストをかけて表明保証保険に加入する必要性をM&A取引の当事者があまり感じない)といった(ある意味文化的ともいえる)要因もあるのかもしれない。その一方で、日本においては、M&A取引の当事者による表明保証保険の利用には一定のハードルがあることも事実であろう。すなわち、従

来から日本において利用可能である表明保証保険(以下、「従来型保険」という)⁽²⁾は、保険会社の引受審査担当者(アンダーライター)がいずれも外国人であり、M&A取引の当事者において、引受審査に際してのアンダーライターとのやり取りや保険契約の締結等に当たっては、いずれも英語を使用する必要がある。

また、従来型保険は、最低保険料の金額が比較的高い⁽³⁾。そのため、前記の英語での対応にかかるコスト等を考慮すると、従来型保険は、表明保証違反に伴う損害等の金額が大きくなり得るような一部の大型の買収案件を除き、将来起こるかもわからない売り手の表明保証違反のリスクの大きさとの見合いで、表明保証保険の利用コストの割高感をM&A取引の当事者にもたらしていたというところもある。

(2) 従来型保険のアンダーライティングを行う保険会社として、AIG、Beazley、Berkshire Hathaway、Fusion、Liberty、Tokio Marine、HCC等が挙げられる。
(3) 海外の各保険会社の最低保険料はおおむね1,500万円〜2,000万円に設定されている。

(2) 国内M&A保険の登場

このような状況のなか、最近になって、国内の保険会社が相次いで国内のM&A取引向けの表明保証保険(以下、「国内M&A保険」という)の販売

を開始した⁽⁴⁾。それらは、保険会社の引受審査や保険契約の締結等はすべて日本語を使用して行われること、最低保険料が低額に設定されていること、比較的小規模のM&A案件における利用も想定した設計となつていて等から、前記に記載した従来型保険に存在する利用のハードルを下げる側面を有する。これらの国内M&A保険の登場により、今後日本におけるM&A案件での表明保証保険の利用に対する関心・需要がさらに高まっていくことが予想される。

(4) 具体的には、2020年1月に東京海上日動火災保険(株)が、2020年10月に損害保険ジャパン(株)が、2020年12月においニッセイ同和損害保険(株)および三井住友海上火災保険(株)が、それぞれ国内のM&A取引を対象とする表明保証保険の販売を開始した。

表明保証保険の主な利用場面

M&A取引において、表明保証保険は、主に次のような場面での利用が考えられる。

(1) 売り手の属性に着目した利用場面—売り手が個人またはファンドである場合

前記のとおり、表明保証保険は、M&A契約上の売り手の表明保証違

反により、買い手に生じる損害等を填補する保険である。そのため、M&A取引の実行後、仮に売り手の表明保証違反が発覚したとしても、買い手として売り手に対して補償請求をすることが現実的に難しいことが予想される場合には、表明保証保険が有用となる。

たとえば、売り手が個人である場合、仮に将来買い手が売り手に対して補償請求をしようとしても、その時点で売り手に十分な資力が残っていない可能性がある。売り手における相続の発生等により補償請求の相手方が複数の相続人に分散し、財産も分散している可能性も考えられる。また、たとえば売り手が対象事業の創業者やキーパーソンであり、M&A取引の実行後も買い手のビジネスパートナーとして対象事業の運営に携わるケース等においては、そのようなビジネスパートナーに買い手が補償請求をすることがそもそも現実的でないこともある。

また、売り手がファンドである場合には、ファンドの存続期間の満了により、M&A取引の実行後間もなくファンドが解散するケースもある。このような背景もあり、売り手がファンドである場合、M&A契約

において売り手が買い手に対して長期の補償義務を負うことができないケースや、M&A契約上の売り手の表明保証違反を理由とする補償義務自体を設けない（あるいは補償金額の上限を僅少とする）といったケースもみられる。

このように、売り手が個人やファンドである場合には、将来における買い手による売り手に対する補償請求に制約がかかることがある。そのような場合には、買い手として、表明保証保険を活用し、売り手に対する補償請求に代えて、保険会社による保険金請求を可能とすることにより、対象事業のリスクをカバーすることが考えられる。

(2) M&A取引の性質に着目した利用場面—入札案件での利用

表明保証保険は、売り手にとっては自らの買い手に対する補償責任を限定するものであるため、その保険料その他の利用コストを買い手が負担するのであれば、売り手にとって大きなメリットとなる。

そこで、買い手候補が複数存在するM&A取引の入札案件において売り手が、その交渉力を梃子に、買い

手による表明保証保険への加入を入札の条件とすることがある。また、入札の条件として表明保証保険への加入が求められていない場合でも、買い手候補が、表明保証保険への加入を前提にM&A契約上の売り手の補償責任を限定する提案をすれば、そのような提案をしていない他の買い手候補に差をつけ入札案件を有利に進めることができる可能性がある。

とりわけ、各保険会社が販売している表明保証保険においては、M&A契約上の売り手の補償義務の内容にかかわらず（売り手による補償がゼロまたは補償金額の上限が譲渡価格の1%等を極めて僅少な額であったとしても）、買い手が設定した保険証券上の証券限度額の範囲内で保険金の請求をすることが可能である。そのため、買い手として、保険料その他の表明保証保険の利用コストを入札案件における一種のエントリコストと捉え、M&A契約上の売り手の表明保証違反による補償責任を限定することで、売り手に対して魅力的な提案を行うことが可能となり、他の買い手候補との関係で入札案件を有利に進めることができる可能性があるというわけである。

表明保証保険の利用上の主な留意点

表明保証保険は以上のような場面で有用であるといえるが、その一方で、利用の際には、表明保証保険の補償範囲、利用コスト等に留意が必要である。

(1) 表明保証保険でカバーされる損害等の範囲（免責事由）

すなわち、表明保証保険には、一定の免責事由が定められており、M&A契約上の売り手の表明保証違反による損害等で保険の対象とならないものが存在する。たとえば、保険契約の締結時（なお、保険契約は、M&A契約の締結と同時にあるいはそれと近接した時点で締結されることが多い）において買い手がすでに認識している事実や、買い手が実施した対象事業のDDにおいて買い手に開示された事実、あるいはDDが十分に実施されていない事項等に関する損害等については、基本的に保険会社は免責されることとされている。また、環境汚染、製造物責任、贈収賄、反社会的勢力、刑事罰等の一定の重大事項に関する損害等につ

いても、保険会社は免責されることが多い。

COVID-19に起因する事業リスクについても、保険会社の引受審査においては重点的に調査がなされ、かつ、保険会社の免責事由として定められる傾向にある。このように、買い手が表明保証保険に加入したとしても、現実的なリスクあるいは買い手として飲み込むことにハードルのあるリスクについて、そもそも表明保証保険によるリスクのカーは限定的となる可能性がある点に留意する必要がある。この点も踏まえて⁵⁾、表明保証保険に加入するメリットがあるかについて、慎重な検討が必要であろう。

(5) この他に、保険証券上の免責金額、証券限度額の上限、保険期間等にも留意が必要である。

(2) 表明保証保険の利用コスト

また、実務的な観点として、表明保証保険を利用する際のコストの総額にも留意する必要がある。すなわち、かかるコストとしては、保険料および引受審査料に加え、保険会社の引受審査への対応費用(アドバイザーを起用する場合、その費用を含む)等が挙げられる。具体的には、保険会社の引受審査において、買い手は、対象事業に対して実施し

たDDの結果(DD報告書等)およびその前提となった対象会社からの開示資料や対象会社への質問とそれに対する回答の内容をすべて保険会社に提出する。保険会社はそれらを精査したうえで、買い手に対して、DDの実施範囲や検出結果の内容の確認(いわゆるアンダーライティング・コールおよびその前提となる書面の質問等)を行う。このため、買い手においては、表明保証保険を利用しない場合には生じないこれらの対応費用が生じることとなる。

加えて、前述のとおり、表明保証保険においては、DDが十分に実施されていない事項に関しては、保険会社においてリスクの評価ができず、保険会社は基本的に免責されることから、表明保証保険により相応のリスクをカバーしようとするれば、買い手として相応のDDの実施をすることが必要となる。また、従来型保険を利用する場合、使用言語が英語となることから、M&A契約や買い手が作成したDD報告書が和文である場合には、その英文の要約の提供が求められることもあり、その作成費用も生じることになる。表明保証保険の利用コストの総額を見積る際には、これらの追加費用を考慮に

入れておく必要がある。

なお、表明保証保険の保険料その他の利用コストの負担については、入札案件において買い手候補が入札プロセスを有利に進めるために表明保証保険を利用する場合を除き、必ずしも買い手が全額負担する必要があるわけではない。売り手と買い手の交渉力等によっては、M&A契約において、保険料その他の利用コストを売り手と買い手で分担する定めを置くことも考えられる。

表明保証保険商品の比較—国内M&A保険の登場

最後に、国内M&A保険の登場を踏まえ、今後日本においてM&A案件における表明保証保険の利用が検討される場面も増えることが予想されることから、従来型保険と国内M&A保険の比較の視点を整理する⁶⁾。従来型保険と国内M&A保険の比較の視点としては、①対象となる案件規模、②証券限度額、③保険料率、④引受審査料等の違い(詳細は図表を参照されたい)に加え、前述の使用言語の違いが大きなポイントとして挙げられる。これにより、国内M

&A保険については、前述のとおり最低保険料が低額に設定されていることと相俟って、利用コストの総額を抑えられることにより、比較的規模の小さいM&A取引における表明保証保険の利用可能性が出てくることになる。もつとも、国内M&A保険については、現時点ではその販売の開始から間もなく、利用実績が積みあがっていないことから、引受審査のプロセスや、保険で填補される損害等の範囲(免責事由等の範囲)、保険金請求に対する各保険会社の対応等の点については、必ずしも実務が確立していない点もあり、今後の利用実績とともに注視していく必要がある。

なお、国内M&A保険のなかには、証券限度額が3億円以下という小規模のM&A取引に焦点を当てたもの(以下、「国内M&A保険(小規模向け)」という)もある⁷⁾。これについては、保険会社の引受審査のプロセスが簡略化されており、保険の対象が、個別の案件のM&A契約上の(売り手と買い手の交渉の結果定められた)売り手の表明保証ではなく、保険会社側が指定する定型の表明保証とされている点に特徴がある。国内M&A保険(小規模向け)について

(図表) 従来型保険と国内M&A保険の比較表

項目	従来型保険	国内M&A保険	国内M&A保険 (小規模向け)
対象となる 案件	・クロス・ボーダー、国内案件 ・買い手用・売り手用の両方	・国内案件のみ ・買い手用のみ	・国内案件のみ ・買い手用のみ(あいおいニッセイ同和損害保険(株)と三井住友海上火災保険(株)は売り手用もあり)
案件規模	・100億円～300億円の案件が多い ・1,000億円以上の案件でも利用可能	・10億円～50億円が主なターゲット ・5億円～150億円のレンジを想定	・1億円～10億円
証券限度額	・ディールサイズの10～30% ・最低保険料の関係で10億円が最低ライン	・3億円～15億円	・3億円以下が主なターゲット
保険料率	・国内案件の場合：1.3～2.0% ・最低保険料：1,500万円～2,000万円	・2.5～3.0% ・最低保険料：300万円～1,000万円	・3%前後 ・最低保険料：300万円(損害保険ジャパン(株)は最低保険料の設定なし)
概算見積りに 必要な資料	・M&A契約のドラフト(和文の場合、英文の要約が必要) ・インフォメーション・メモランダムやマネジメント・プレゼンテーション資料等の対象会社の情報(和文の場合、英文の要約が必要) ・売り手・買い手双方のアドバイザーの情報	・M&A契約のドラフト(英訳不要) ・インフォメーション・メモランダムやマネジメント・プレゼンテーション資料等の対象会社の情報(英訳不要) ・売り手・買い手双方のアドバイザーの情報	・同左
引受審査料	・300万円～500万円(保険購入に至った場合には引受審査料は生じない場合あり) ・引受審査開始前に引受審査料の支払に係る契約(Expense Agreement)を締結	・60万円～200万円 ・案件規模が50億円以上の場合のみ必要	・不要
引受審査に 必要な 資料・情報	・M&A契約(別紙を含む)の全訳 ・DD報告書(英文の要約が必要) ・VDRのアクセス権	・更新版のM&A契約のドラフト ・DD報告書 ・VDRのアクセス権	・同左
質問書	・英文の質問書(回答も英文) ・一般の質問事項(30～50問) ・案件固有の質問事項(30～50問)	・和文の質問書 ・一般の質問事項(20～30問) ・案件固有の質問事項(20～30問)	・同左
電話会議(Call) での質疑応答	・英語での質疑応答(通訳の利用は可) ・通常1～2時間(長い場合3時間以上)	・日本語での質疑応答 ・30分～1時間	・なし
その他の注意点	・一定規模以上の案件でないと保険料が割高 ・M&A契約やDD報告書の英訳が必要 ・英語での質疑応答(質問書、アンダーライティング・コール)が必要	・小規模・中規模の案件にフォーカス ・日本語のみで手配を進めることが可能 ・従来型保険に比べ審査が簡潔	・小規模の案件にフォーカス ・保険会社の提示する定型の表明保証を保険の対象とする

(注1) 上記の比較表に記載の事項は2021年3月時点での各保険の概要をマージョジャパン(株)がまとめたもの。利用検討の際には、最新の情報の確認が必要となる。

(注2) 東京海上日動火災保険(株)は小規模M&A向け商品と小規模M&A向けに限定されない商品の両方のラインアップあり。損害保険ジャパン(株)は現時点では小規模M&A向け商品のみ扱い。あいおいニッセイ同和損害保険(株)と三井住友海上火災保険(株)に関しては、買い手用の証券は小規模M&A向けに限定されない商品、売り手用の証券は小規模M&A向け商品に近い内容となっている。

橋本 道雄(はしもと・みちお)
マージョジャパン(株)
プライベートエクイティ&M&Aサービス
バイスプレジデント
ニューヨーク州弁護士
2017年同社入社以来、国内外のM&A案件において表明保証保険をはじめとするリスクアドバイザー業務を担当。米国ニューヨーク州弁護士(2009年登録)。近時の論文として、「国内M&A向け表明保証保険の要点」(金融財政事情、2021年3月29日号)、「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」(JOI、2018年5月号)。

江本 康能(えもと・やすたか)
アンダーソン・毛利・友常法律事務所外
国法共同事業
パートナー弁護士
2008年弁護士登録。TOB / MBO、親子上場解消、敵対的買収防衛、経営統合、事業承継、PEファンド案件、トルコ・中東案件をはじめとして、国内外のM&A案件に多く携わっている。近時の論文として、「特別支配株主の株式等売渡請求の実務上の留意点」(共著：旬刊商事法務、2015年11月15日号)等。

は、その保険の対象とする範囲について保険会社との交渉の負担が軽減されるものの、買い手にとって十分なリスクがカバーされているかという点からの検証は不可欠といえよう。

(6) 各保険商品の比較をしたものとして、橋本道雄「認知高まる国内M&A向け表明保証保険活用の要点」金融財政事情2021年3月29日号30頁
(7) 東京海上日動火災保険(株)の「国内M&A保険(定型タイプ)」や損害保険ジャパン(株)の「シンブルプラン」特約付帯表明保証保険(シンブル表明保証保険)がこれに該当する。

おわりに

本稿では、今後日本国内のM&A取引において表明保証保険を利用す

る当事者の視点から、考えられる主な利用場面と利用上の留意点、それから最近の国内M&A保険の登場を踏まえた表明保証保険商品の比較について実務的な観点からの整理を試みた。今後M&A取引を検討する企業の担当者が、表明保証保険の利用を検討する際の一助となれば幸いである。