表明保証保険

マーシュは、M&A 取引関連リスク保険の手配実績において世界をリードしています。

表明保証保険は、マーシュのプライベート・エクィティ・アンド・M&A サービス（Private Equity and M&A Services/PEMA）部門が PE ファンドや事業法人のお客様の M&A 取引を成功裡に締結するために提案する保険ソリューションの一つです。

マーシュのグローバルプラクティスである PEMA は、M&A 取引に関する専門的なアドバイスとソリューションを世界のあらゆる国と地域で提供しています。

はじめに

表明保証条項に係る交渉は、M&A 取引交渉における最も重要なプロセスです。まず、買収対象事業に関する重要情報を売主が開示し、買主が買収案件の価値と関連する債務を適切に評価します。

買主は通常、売主が売却時に提供した表明保証と補償条項に関して契約上の責任を要求することによって、自身の立場を守ろうとします。

売買契約中に、買主が売主または保証者に対して表明保証違反に係る請求申し立て手続きが定められます。また、表明保証違反の際の売主または保証者の補償の上限についても同様です。

従って、表明保証違反が発生すれば、売主は買主に対して「補償責任」を負います。この補償責任は、売買契約において合意された補償期間に従い終了しますが、時効の長い租税債務に関する補償期間は 6 ～ 7 年に及ぶこともあります。場合によっては、買主は売主に、買収価格の一定割合を担保としてエスクロー口座に預託するように求めることがあります。これは売主の期待資本収益率に大きな影響を与えるため、特に撤退や別の新規事業の立ち上げを考えている売主にとって懸念となることが少なくありません。また、偶発債務を負うことなしに投資を回収し、投資家に資金を還元する「クリーンエクジット」を目論む金融投資家や PE ファンド等の投資家に深刻な問題をもたらすことにもなるでしょう。

買主の視点では、表明保証保険が付保されていない表明保証や補償条項は安心とは言い難く、違反が顕在化した際の損害てん補の保証はありません。そのため、買主は多くの場合、借入によって十分な資金を調達し、効率的に買収を組成できるよう適切な表明保証の組み合わせを必要とします。

こうした中、M&A 取引の買主と売主による表明保証保険（「レプワラ保険」とも呼ばれる）を利用するケースが増加傾向にあります。これにより、取引の当事者は、売買契約に含まれる表明保証や租税債務に係る補償債務に保険を付保することが可能になります。表明保証交渉に保険を活用することで、クロージング後も売主が引き続き負うべき補償責任に対する買主・売主間における認識の隔たりを埋めることができるのです。

一般的な利用状況

表明保証保険はどのような場合によく利用されるか？

- PE ファンドを売主とする取引で、売主ファンドが当該売り案件と別途買い案件を並行するような、売主が売却後引き続き補償責任を負う事が困難な場合
- 売主のバランスシートが脆弱である、あるいは脆弱とみなされている場合
- 買主が売主から十分な契約上の補償を得られない場合（例：銀行主導の経営破綻状態での売却等）
- 株主構造が複雑であり、表明保証提供者が一部の株主に限定される場合
- クロスボーダー取引の買収契約において、不慣れな準拠法リスクを買主が懸念する場合
- オークション時の戦略的な保険活用により、売主の表明保証に関する高水準の補償責任を軽減することで買主の落札の可能性を高める場合

詳しい仕組み

表明保証保険とはどのような保険か？

表明保証保険は、株式譲渡契約等の売買契約における売主の表明保証違反リスクを対象とします。その目的は、売買契約における表明保証リスクを保険に反映し、可能な限り売買契約の条件と同等にすることにあります。

補償の対象は？

表明保証保険は、これまで知られていなかった売主の表明保証違反に起因する損害をてん補し、売主と買主いずれかが被保険者になることができます。

この商品を購入できるのは？

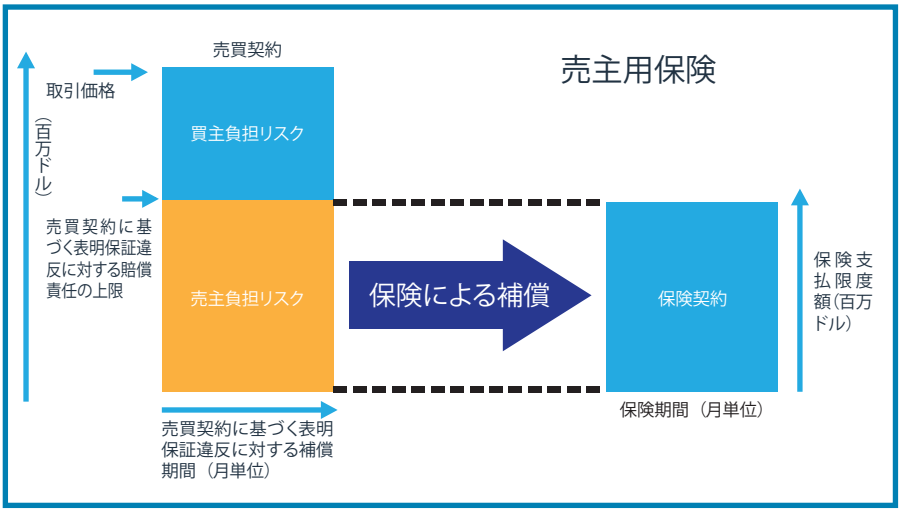
表明保証保険は、「売主用保険（seller's or vendor's policy）」と「買主用保険（buyer' of purchaser's policy）」に大別されます。

売主用保険

売主用保険は、売主のための賠償責任保険であり、売主の表明保証違反による損害を買主に請求された場合に補償を提供します。この保険は、売買契約中に規定された補償額を上限とする売主の損害をその争訟費用と共にてん補します。

売主用保険契約に基づいて損害賠償請求が生じた場合、保険会社は売主／表明保証者に対し、その請求防御への協力を要請します。なお、売主や表明保証者による悪意の表明保証違反は保険の対象となりません。

売主用保険は、売買契約中の売主の買主に対する賠償責任を補償する損害保険の一種であり、保険上免責となる表明保証違反については、買主に対するその賠償責任を売主は引き続き負うことになります。

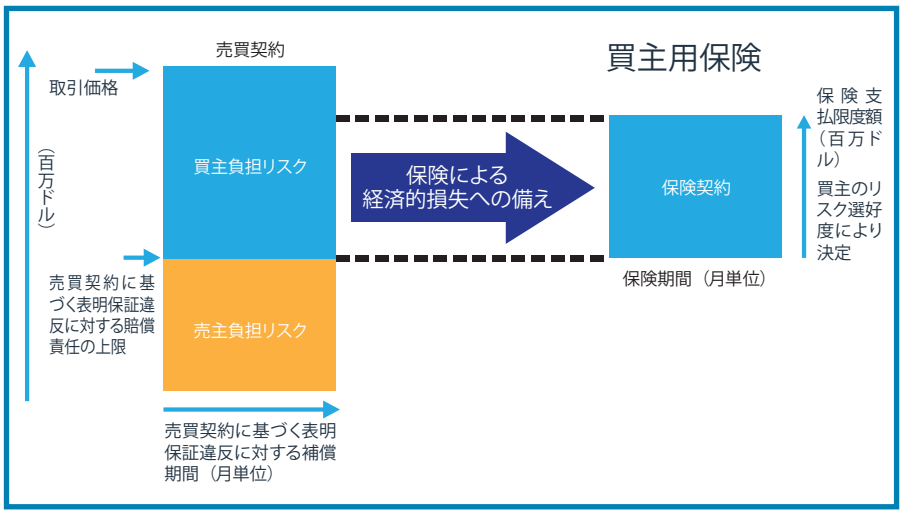


買主用保険

買主用保険は、売主の表明保証違反によって生じる経済的損失から買主や買収後の新設会社を保護するために活用されます。この保険は、売主から完全に独立しており、買主は被保険者として保険会社に対する直接保険金請求権を有します。従って、保険による補償は売買契約に規定された賠償責任限度を超えて設定することが可能です。買主用保険は、売主の悪意による表明保証違反にも補償範囲を拡大することが可能です。

保険会社は、売主・買主いずれもが保険による補償が本来の交渉プロセスに代用されないように注視しており、確実を期するために何らかの経済的動機（リスクシェア）が織り込まれます。最も一般的な方法は、売主によるリコースと買主による自己負担額の組み合わせです。

買主用保険は、買主が売主の賠償責任限度額と期間を超える補償を要求する場合に多く活用され、売手の補償額と補償期間超過部分に保険が対応します。さらに、この種の保険により、売主の売買契約に基づく賠償責任の軽減交渉に活用すること（保険の戦略的活用）が可能となります。



保険会社は、租税証書や税支払誓約の付保をどのように扱っているか？

保険会社は、潜在的租税債務に関する表明保証に加え、租税証書や税支払誓約に対する保険の提供を考慮します。後者については、保険会社が（保険証券上に）必要開示情報を定義し、保険契約者に対して損失軽減義務を課します。この種の（他の表明保証と）包括的に補償を提供する保険契約の下では、特定された租税債務に関する補償が除外されることがあり、その場合は、*特定租税債務のみに対応する保険が検討されます。（*注：日本国内では不可）

主要な引受保険会社は？

英国、シンガポール、香港、オーストラリア、米国、バミューダおよび日本の高格付け保険会社が表明保証保険を引き受けています。

主要な保険免責条項は？

適用免責条項は保険契約によって異なるものの、常に必要最小限の水準にとどめる交渉がされます。標準的な免責条項は、大まかに以下の通り分類されます。

- 将来事象や予想に関する表明保証
- 罰金／ペナルティに関する表明保証
- 既知の表明保証違反や保険金請求に至る蓋然性の高い*事実の認知（* 注：被保険者は、保険始期時の「保険事故未発生の表明（No Claims Declaration）」要差入）
- 価格調整条項（アーンアウト条項等）に関する表明保証
- 売主の不正行為／詐欺（買主用保険を除く）
- 海外腐敗行為防止法（FCPA）および贈収賄や汚職に関する表明保証
- 移転価格に関する表明保証
- 二次的な租税債務に関する表明保証
- 年金積立不足に関する表明保証
- （表明保証違反による）間接損害
- 既存の環境汚染に関する表明保証（ただし、環境汚染賠償責任保険契約により別途補償の可能性あり）

上記に加えて、不十分な買主デュー・ディリジェンスや売主ディスクロージャーを理由に免責条項が追加されることがあるものの、追加実施されるデュー・ディリジェンスにより、保険会社がこれらの取引特有のリスクを引き受けやすくなることも少なくありません。

補償期間は？

表明保証保険の補償期間は、売買契約の補償期間に合わせて設計することが可能です。通常、一般的な表明保証や事業に係る表明保証については 24 カ月～ 36 カ月で、本質的表明保証と潜在的租税債務に係る表明保証については 6 年～ 7 年がこの保険契約で設定可能な最大期間となります。

保険料の目安は？

（リスクが相対的に高い北米取引を除き）一般に、買主用・売主用いずれも保険料は、保険支払限度額（保険金額）の 1%から 3%の適用料率範囲で設定されます。

保険料は主に、個別取引に特有な要因によって決まります。そのため、この目安から外れることもありますが、適用保険料料率に影響する可能性が高い要因は、以下の通りです。

- 免責金額
- 対象会社の業種
- （買収契約書の）準拠法
- 入手可能な情報（デュー・ディリジェンス報告書を含む）の内容と質

免責金額の目安は？

大まかな目安として、保険会社は通常、何らかの保険による補償を検討する前に、企業価値の 1%から 2%に相当する累計額を自己負担額として要求しますが、これは取引によって異なります。場合によっては、売買契約に定める免責基準額を反映した補償の保険設計も可能です。

保険支払限度額は？

保険料同様、設計可能な保険支払限度額は主に、準拠法、業種、取引の構造によって決まります。*3 億米ドルまでの限度額であれば入手可能（*注：本邦発行保険証券の際は 1.5 億米ドル程度）ですが、それを超える引受も入手可能な場合があります。

保険設計と保険料概算見積りに必要な情報は？

取引進捗度合いにより開示可能な情報も異なりますが、情報が多いほどより確度の高い概算見積りが期待できます。保険購入動機と見積り依頼要件についての事前の協議も重要です。これにより、固有のリスク領域や具体的な保険購入目的に沿った概算見積りの算出が可能になります。有効な概算見積りの入手に際しては、表明保証条項と補償条項を含む最新の売買契約ドラフトと共に、最低以下の情報提供が必要となります。

- 取引のアドバイザー・リスト
- ディスクロージャー・レター（或いはデータルーム・インデックス）
- インフォメーション・メモランダム／マネジメント・プレゼンテーション資料 等

確定見積り入手までの所要時間は？

保険料の概算見積りから最終引受条件の確定見積りに移行するためには、引受保険会社によるデュー・ディリジェンスレポート等の重要文書を精査が必要です。さらに、被保険者とその専門アドバイザーとの電話会議等により、買収対象事業内容、ディスクロージャーとデュー・ディリジェンスのプロセス、および提供される表明保証や事業関連の問題点に関する両当事者間の交渉について協議する必要があります。

引受保険会社は取引の規模と複雑さを考慮し、リスク分析のために外部の法律事務所を起用します。このリーガルレビューは保険会社の引受審査の一環として行われ、その費用は顧客の負担になります。レビュー開始前に費用の見積りと費用の上限が顧客に提示され、保険契約に至った場合は多くの場合、これらの費用は保険料の一部として相殺されます。

このレビューの目的は、被保険者のリーガルアドバイザーが実施済みの詳細デュー・ディリジェンスを重複実施することではなく、取引の複雑さにもよりますが、数日から長くても 1 週間で完了します。

保険契約を発効させるために必要な期間は通常、全体で 3 週間から 4 週間程度が一定の目安です（次頁「スケジュールとプロセス」参照）。

スケジュールとプロセス

フェーズ1： 想定引受保険会社への 打診	フェーズ2： 詳細引受条件の交渉	フェーズ3： 保険契約の締結
（第1／2週）	（第2／3週）	（第3／4週）
• マーシュが必要情報一式を取りまとめ、依頼条件を顧客へアドバイスの上、対象リスクの引き受けに最も適した保険マーケットへ概算見積り依頼を行う。 • マーシュが保険料、引受条件、信用格付け、保険金支払い能力、補償範囲、（幹事としての）執行能力を含む保険会社の選択肢を織り込んだ概算見積りに従い、今後の進め方に関するアドバイスを提供する。 • マーシュと被保険者が、（幹事）保険会社の選定について合意に至る。 • （幹事）保険会社の選定後、マーシュは必要に応じ、幹事による一次保険を補完するエクセス保険の組成を並行して行う。	• 顧客が選定した保険会社が保険引受審査のリーガルレビューを実施する。 • 保険会社が (i) Q&A ログを含むデータルームへのアクセス、(ii) 買収契約書とディスクロージャーレター（用意がある場合）の全マークアップ、(iii) ターゲット作成の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等の買収対象企業概要、(iv) 買主のデュー・ディリジェンス報告書（非依拠ベース）、(v) 対象会社の最新監査済み決算書および直近の経営管理用財務諸表の内容を審査する。 • 保険会社は必要に応じ、外部顧問弁護士を起用する。保険の購入に至らなかった場合はその費用（予算は概算見積り時に提示）は顧客負担となるが、契約に至った場合は通常、保険料で吸収する事が多い。 • 保険会社とその外部顧問弁護士は、引受審査とリーガルレビューの過程で提供された情報に基づき、顧客向けの質問票を作成する。引受審査にあたって必須である電話会議に備え、顧客はこの質問票に対する詳細な書面による回答を事前に提供することを求められる。 • 上記と並行し、マーシュは被保険者に代わり、表明保証保険の最終条件を交渉する。	• 表明保証保険契約の交渉が完了すると、両当事者の選択した時期に保険が発効する（注：本邦発行保険証券の際は保険料の全額前払いが要件）。保険を開始するにあたり、取引チームのメンバーが被保険者を代表して、署名・日付入りの「保険金請求の不存在についての表明（NCD）」を保険始期日（通常買収契約締結日）およびクロージング時に提出する。

ケーススタディ

偶発債務を軽減するための売主用保険	エスクローの代替としての売主用保険の戦略的活用	競争入札における買主用保険の戦略的活用
取引概要	**取引概要**	**取引概要**
ASEAN に拠点を置く大手建設サービス会社の個人大株主による株式譲渡	インド IT 企業株主のプライベート・エクイティファンド（PEF）と創業家によるエグジット	PEF による、北アジアに拠点を有す設計・製造企業の株式買収
取引状況	**取引状況**	**取引状況**
買主は、大規模な多国籍コングロマリットで、M&A 取引の経験が豊富。一方、表明保証と補償を求められた個人売主はその概念自体に不慣れだった。	PEF（ターゲット企業の過半数持分を所有）は買主（別の PEF）の要求を満たす表明保証に応じる意図はなく、創業家が代わって表明保証と補償に応じることを求められた。	買主は、対象企業を買収するために複数の入札者が参加するオークションに応札した。
交渉上の課題	**交渉上の課題**	**交渉上の課題**
個人売主は、退職資金に充当する予定の取引による売却益を将来の偶発債務から隔離するリスク移転手段を求めていた。	創業家売主は、取引金額の 10%をエスクロー口座に預託するよう、買主に求められていた。	買主は、競争入札案件を落札するためにできる限り売主にとって魅力的な入札条件の提示を望んでいた。
保険ソリューション	**保険ソリューション**	**保険ソリューション**
個人売主は売主用保険の付保を決定し、マーシュは個人売主をリスクからより手厚く保護するために、取引固有の免責条項を最小限に抑えた 1,000 万米ドルの売主用表明保証保険を設計・組成した。	売主は買主にエスクロー預託金額を取引価格の 1%への減額を提案し、マーシュがその金額を超える 9% 相当額を補償する 4,300 万米ドルの売手用表明保証保険を手配することにより、売主にとって魅力的な取引とソリューションになった。	落札する可能性を最大限に高めるために、買主はマーシュに相談の上、必要とする保険支払限度額での買主用の保険契約を検討した。マーシュは保険会社 3 社の協調引受による、総額 1 億 5,000 万米ドル支払限度額の買主用保険を設計・組成した。

マーシュの M&A アドバイスについて

PEMA プラクティスには、M&A や事業売却の交渉と長期的な財務上の成功に影響を与えるリスクと保険関連事項を専門的に取り扱うスペシャリストが在籍しています。

25 を超える国と地域に 160 数名超の M&A 専門家で構成されるこのグローバル・プラクティスは、設立から 21 年余りで 1 万件以上の取引にアドバイスを提供しています。M&A、事業売却、インフラ投資、官民パートナーシップ（PPP）／プライベート・ファイナンス・イニシアチブ（PFI）、民営化、ストラクチャード・ファイナンス取引等に実績がございます。

グローバルな専門知識をローカルに提供

プライベート・エクイティと M&A を専門とする 160 数名を超えるスペシャリストの中から、実務に強く、各業界に精通したクロスボーダーチームを結成し、広範な地理的展開を必要とする取引に対応します。アジア太平洋地域では、銀行、金融、保険等の多様なバックグラウンドを持つ多言語対応のプロフェッショナルが、各国に在籍しています。

表明保証保険およびその他のソリューションに関するお問合せは以下までお願いいたします。

Marsh Private Equity and M&A Services
Tel +81 3 6775 6000 (代表)
jp.pema@marsh.com

マーシュ ジャパン株式会社
〒 107-6216 東京都港区赤坂9-7-1 ミッドタウン・タワー
www.marsh.com/jp

本書（当社が行った提言、分析または助言がある場合はこれらを含み、以下総称して、「当社の分析等」といいます)は、個別の状況に対する助言として理解されることを意図するものではなく、またそのように依拠されるべきものでもありません。本書に記載の情報は、当社が信頼に足ると考える情報源に基づくものでありますが、正確性について当社は何らの表明または保証をするものではありません。当社は、当社の分析等を最新のものに更新する義務を有せず、本書をお読みの方または他の第三者に対して、本書に記載のいかなる事項についても何らの責任も負いません。保険数理、税務、会計または法務に関する記載があっても、それらは当社の保険ブローカー/代理店およびリスクコンサルタントとしての経験のみに基づくものであり、保険数理、税務、会計または法務に関する助言として依拠されるべきものではありません。それらの問題については、本書をお読みの方が各自で専門家・アドバイザーに照会頂く必要があります。 当社の分析等における数理的モデル、分析または予測は、それぞれ固有の不確実性を有しており、基礎となる仮定、条件、情報または要因が不正確、不完全または不確定である場合、当社の分析等は相当の影響を受ける可能性があります。当社は、保険約款の適用または保険会社（再保険会社を含む）の財政状態もしくは支払余力について何らの表明や保証をするものでもなく、また特定の補償内容が入手可能かどうかもしくはそのコストまたは契約条件につき、何らの保証をするものでもありません。当社の助言または推奨の有無にかかわらず、保険による補償の金額、種類または条件についての意思決定は、最終的には保険契約者の責任においてなされるものであり、当該保険契約者が特定の状況および財政状態に適した補償内容を定める必要があります。

本書の全部または一部の無断開示・複写・複製・転載等を禁じます。

Copyright © 2021 Marsh LLC/Marsh Japan Inc./Marsh Broker Japan Inc. All rights reserved.