

認知高まる国内M&A向け 表明保証保険活用の要点

案件の規模に応じた 保険商品の選択肢が広がる

マーシージャパン
アシスタントバイ
スプレジデント

橋本 道雄



M&A時の株式譲渡契約書において、売主が表明保証した内容が不正確または事実と反していた場合、それにより買主が被った損害を補償する表明保証保険の認知が徐々に高まっている。日本企業の海外M&A案件での表明保証保険の利用実績の積み上げに伴い、最近では国内案件においてもその利用が見られる。こうしたなか、国内M&Aの規模にマッチするよう、昨年から国内の損害保険会社数社が国内案件用にカスタマイズした表明保証保険（以下、国内M&A保険）の販売を開始した。本稿では、海外案件を中心に利用されていた従来型の表明保証保険（以下、従来型保険）と国内M&A保険を比較し、両者を活用する上での要点を解説する。

大規模案件向きで英語 ベースの従来型保険

一般に、M&A取引において締結される株式譲渡契約書（S

PA）には、「表明保証条項」が盛り込まれている。これは、売主が買主に対し、売却対象会社の財務諸表が適正に作成されていることや簿外債務がないことなど、M&A取引実行の前提

となる企業や事業の状態を「表明」し、「保証」するものだ。これに反する事実が判明し、買主が損害を被った場合、その損害を補償する（注1）のが表明保証保険である。

従来型保険は、海外案件での利用が8割以上を占めるが、国内案件（In-In案件）でも利用可能である。ただし、保険証券が英語表記であることに加え、外国人のアンダーライターが引受審査を行うため、原則として保険会社とのやり取りはすべて英語となる。これは、In-In案件の場合でも同様であり、具体的には次の対応が必要となる。

■SPAやDDリポートの英語対応

SPAが和文の場合には、英

国内M&A向け表明保証保険の要点

文の全訳を用意しなくてはならない。また、デューデリジェンス(DD)レポートが和文の場合、法務・財務・税務のレポートに関しては英文サマリーを用意することが望ましい。そうしたことから、従来型保険の利用が見込まれる案件では、SPAやDDレポートの翻訳コストをあらかじめ織り込んでおくとい。また、翻訳作成に要する時間を確保するため、これらを踏まえたDDやSPA交渉のスケジュールリングも必要となる。

■引受審査における質問書への回答

引受審査の中でも、特に時間と労力を要するのが質問書への回答である。短期間で60〜100個の質問への回答書を英文で作成しなければならず、負担のかかる作業となる。また、回答書の提出後に行われる保険会社との電話会議によるQ&Aセッションや、最終的な証券ドラフトの交渉も英語で行われる。英語に不安のある企業の場合、このような局面を想定し、従来型保険に知見があり英語対応も可能なアドバイザーを起用すること

とが肝要だ。

また、従来型保険の引受審査は、保険会社にとってもコストのかかる作業である。保険会社のアンダーライターは多くは、高い専門性を持ち、高額な報酬を受け取る彼らが短くとも2〜3週間、週末や日夜を問わず当事者が行ったDDや外部専門家のDD資料などに基づき、表明保証違反リスクを審査することとなる。このような背景もあり、各保険会社は最低保険料を1500万〜2000万円に設定している。この最低保険料があるため、小規模M&Aではコストが合わなくなることが多い。

一つの目安ではあるが、保険証券上の支払限度額(証券限度額)で10億円を必要とする案件が従来型保険の利用に見合う最低サイズの案件となってくる。例えば、対象会社の企業価値(EV、注2)が20億円程度の案件で、EVの50%で証券限度額を設定した場合に保険料が1500万円前後となるため、最低保険料と同等の水準となる。従って、証券限度額をこれ以下

に引き下げても、最低保険料が適用されてしまうので割高となってしまう。なお、案件規模が小さくなると、表明保証保険の活用には慣れたアドバイザーが起用されない可能性もあり、希望どおりの補償範囲で保険が手配できない場合もある。

国内M&A保険の台頭

そうしたなか、Inn-Inn案件における従来型保険の難点を解消すべく新たに登場したのが国内M&A保険である。国内では、東京海上日動火災保険が2020年1月、損害保険ジャパンが同年11月、あいおいニッセイ同和損害保険および三井住友海上火災保険が同年12月に、それぞれ国内M&A保険の販売を開始した。

国内M&A保険では、証券が和文であることはもちろん、引受審査もすべて日本語で行われる。また、中小規模の案件に焦点を当てているため、最低保険料も低く設定されており、小型案件に対してもフィットするよう設計されている。これらの点

だけを見ると魅力的ではあるが、国内M&A保険には次の課題があり、これらを踏まえた検討を行うことが重要だ。

■割高な保険料率水準

現状では、保険料の料率が3%前後であり、従来型保険の倍の水準である。例えば、証券限度額が10億円の場合、従来型保険では保険料が1500万円程度であるが、国内M&A保険では3000万円となり、証券限度額が大きい場合は保険料が割高となる。これまで国内M&A保険の市場は東京海上日動火災保険の独壇場であったが、今後、他の保険会社が本格的に市場に参入してきたため、今後は競争が促進され料率が下がっていくことが期待される。

■保証範囲の予想が困難

国内M&A保険はまだ案件が少なく、アンダーライターの判断の傾向なども見えていないため、最終的な保証範囲を事前に予想することが難しい。ただし、この点は、案件数の増加に伴い解消されていくものと思われる。

■引受審査のプロセスが未確立

保険会社による引受審査の進

〔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（上位商品）	国内M & A保険（下位商品）
対象となる案件	- クロスボーダー、国内案件 - 買主用、売主用の両方	- 国内案件のみ - 買主用のみ	- 国内案件のみ - 買主用のみ（あいおいニッセイ同和損害保険と三井住友海上火災保険は売主用もあり）
案件規模	100億～300億円の案件が多い 1,000億円以上の案件でも利用可能	10億～50億円が主なターゲット 5億～150億円のレンジを想定	1億～10億円
証券限度額	- 売買価格の10～30% - 最低保険料の関係で10億円が最低ライン	3億～15億円まで	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：1,500万～2,000万円	2.5～3.0% - 最低保険料：300万～1,000万円（東京海上日動火災保険）	3%前後 - 最低保険料：300万円 - 損害保険ジャパンは設定なし
概算見積りに必要な資料	- S P A（和文では、英文サマリーが必要） - I M（企業概要書）、マネジメントプレゼンテーション等の対象会社の情報（和文の場合、英文のサマリーが必要） - 売主・買主双方のアドバイザーの情報	- S P A（英訳不要） - I M等の対象会社の情報（英訳不要） - 売主・買主双方のアドバイザーの情報	同左
引受審査料	300万～500万円	60万～200万円	不要
引受審査に必要な資料・情報	- S P A（別紙を含む）の全訳 - 各D D Rレポート（英文サマリーが必要） - V D R（M & A関連資料の電子化システム）のアクセス権	- アップデート版のS P A - 各D D Rレポート - V D R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（10～30問） - 案件固有の質問事項（10～30問）	同左
電話会議での質疑応答	- 英語（通訳の利用は可） 1～2時間（長い場合3時間以上）	- 日本語 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 - S P AやD D Rレポートの英訳が必要 - 英語での質疑応答（質問書、電話）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条項に基づくカバー

（注） 2021年3月時点の各保険の概要をまとめたもの。東京海上日動火災保険は上位商品と下位商品の両方のラインアップあり。損害保険ジャパンは現時点では下位商品（シンプル）のみの扱い。あいおいニッセイ同和損害保険と三井住友海上火災保険に関しては、買主用の証券は上位商品、売主用の証券は下位商品に近い内容となっている。

（出所） 各社資料をもとに筆者作成。

め方に手探りの点が多い。質問書や電話会議での質疑応答の内容をはじめ、どの作業にどの程度の時間・労力を要するか見通しが立たない点も多い。この点に關しても、案件を重ねることで徐々に実務が確立されていくものと思われる。

■保険金支払いの前例がない
登場から日が浅く、21年3月時点で保険会社による保険金支払いの前例がないので、保険金請求に対する各保険会社の対応がどのようになるかが現時点では見えていない。

■大型案件での利用に関する制約
今のところ、証券限度額の上限は、東京海上日動火災保険と三井住友海上火災保険が15億円、損害保険ジャパンとあいおいニッセイ同和損害保険が10億円なので、それ以上の証券限度額が必要な案件を個社で引き受けるのは難しい。すでに複数の保険会社によるレイヤーの形成や共同引き受けの動きも始めている。いずれは大型案件にも対応可能となっていくと考えられる。

なお、国内M & A保険では、

国内M&A向け表明保証保険の要点

対象会社のE Vが10億円以下で証券限度額が3億円以下といった小規模案件に焦点を当てた商品もリリースされている。東京海上日動火災保険の「国内M&A保険（定型タイプ）」や損害保険ジャパンの「シンプル表明保証保険（シンプル保険）」がこれに当たる。定型タイプでは最低保険料が300万円となっており、小規模案件を意識していることがうかがえる。

ただし、これらの商品は、引受審査のプロセス簡略化のため、各案件でのS P Aの表明保証条項に沿った保証範囲ではなく、保険会社側が指定する定型の表明保証条項に基づき保証範囲が提供されるといった特徴がある。この特徴を見る限り、従来型保険や国内M&A保険の上位商品とはまったく異なるコンセプトによるもので、利用検討の際には希望する補償が得られるかに注意を要する。

従来型保険と国内M&A保険の使い分け

図表のとおり、コスト面にお

いては、料率だけを見ると従来型保険の方が安い。ただし、こちらはS P AやD D Rレポートが和文のときには翻訳コストがかかるので、料率に翻訳コストも加味した上で比較すると良い。

大規模案件については、従来型保険であれば、複数の保険会社のレイヤーを積み重ねたタワ1（複数保険の組み合わせ）の手配も可能であり、実際に証券限度額が100億円以上となるような案件での利用実績もある。

一方、小規模の案件については、証券限度額の最低ラインは従来型保険では10億円、国内M&A保険では3億円が一つの目安となる。対象会社のE Vが30億円を下回るような案件では、国内M&A保険でなければコストが合わないだろう。さらに規模の小さい案件では、下位商品の東京海上日動火災保険定型タイプや損害保険ジャパンシンプル保険の出番となってくる。

保証範囲については、従来型保険の方が保険会社の数が多く競争も激しいため、複数の保険会社から相見積りを取り、その中で最良の条件を提示した保険

会社を選択することが可能だ。

また、従来型保険の方が過去の実績の積み重ねがあり、アンダーライターへの傾向もつかめているため、事前にどこまでの補償を得られるかを予想しやすい。

言語対応については、英語対応がネックになるといえるのであれば、国内M&A保険を選ぶのも一つの手だ。実際に、これが決め手となり国内M&A保険を選択する企業も多い。ただし、英語対応に不安を抱える企業であ

っても、従来型保険の利用実績があり英語に堪能なアドバイザーを起用することにより、スムーズに手配を進め結果的に良い保証範囲の従来型保険を調達できた例もある。

国内M&A保険は、販売開始からようやく1年が経過した発展途上の新商品であり、現時点では従来型保険に及ばない点も多い。加えて、昨年は新型コロナウイルスの影響でIn n In n案件自体が思ったように進まず、販売実績が伸び悩んだ。国内M&A保険が本格的に利用され、

真価を発揮するのはこれからだろう。今後、保険会社間の競争促進により料率の引き下げや保証範囲の拡大が進むことともに、利用件数の増加に伴い実務が確立され、より洗練され使い勝手の良いものとなることが期待される。

（注）1 売主が被保険者となる場合、買主からの補償請求などをカバーする。

2 E V（Enterprise Value）は企業価値を指す指標。株式時価総額とネット・デット（純有利子負債）の合計。

はしもと みちお

17年入社。P E M A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。前職で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、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を担当。米国ニューヨーク州弁護士。