



アジアにおける M&Aと表明保証保険 の役割

アジアではプライベート・エクイティ (PE) ファンドを中心とする売り手がリコース (買い手に対する補償) を限定した形で投資企業を売却したいというニーズがあり、そうした際に、表明保証 (Warranty & Indemnity / W&I) 保険を利用するケースが、従来と比べて一般的になってきています。この種の保険のカバーがどのようなものか、保険請求事案が発生した際にどのように機能するかについて理解を深めておくことが肝要です。

W&I 保険の仕組み

W&I 保険は通常、買い手が自らの投資に対するリスクを軽減したい場合、ならびに売り手が取引後に生じる法的責任 (補償義務) から自らを守りたい (法的責任を軽減したい) 場合に利用されます。特に PE ファンドが保有していた投資企業を売却するときに、取引に対してこの保険を付保するのが一般的です。

買収の対象会社に予期しなかった問題が見つかり、新しいオーナーとなる買い手に損害が生じる場合、買い手が損失リスクを負わないために従来利用されてきた補償条項に替わるものが、この W&I 保険です。

従来、買収先の対象会社に認識していない問題が発見され、株式譲渡契約書 (SPA) の表明保証条項の違反が発生するときに備えて、売り手は一定の金額を一定の期間にわたり、エスクロー口座等に預託するというのが一般的でした。



こうしてエスクローに預託された資金が、企業買収によって生じる損失を補てんするために使用されてきました。

ところが最近では、取引を開始する時点から、エスクローを完全にまたは部分的に代替するものとして、W&I 保険の利用を前提とする案件なども増えてきています。買い手の立場としては、W&I 保険を利用すれば、エスクローに預託された資金に頼らずに、売り手の表明保証違反に関わる補償上限を低く、補償の存続期間を短くするといった提案が可能です。従って、PE ファンドは対象会社を売却後、より早期にファンドをクローズし、利益を投資家に還元することができます。

このような最近の傾向は、"sell buy flip" と呼ばれます。売り手は売却プロセスの早い段階から、マーシュなどのリスクアドバイザーと連携します。まず売り手はリスクアドバイザーを通じて保険マーケットにアプローチし、保険の活用を検討します。それと並行して SPA では買い手に与えられる最初の補償請求手段は W&I 保険とする旨が規定され、W&I 保険加入を義務づけた要件が、初期のデューデリジェンス文書とともにデータルームに送られます。これにより、入札参加者は保険加入が必要であることを認識します。

買い手候補が独占権を獲得すると、リスクアドバイザーとの連携はその買い手候補に「フリップ (=ひっくり返る)」し、売買契約締結日までに保険付保が完了するという流れになります。



アジアの状況

以前から W&I 保険が活用されてきた他の地域と比べ、アジア市場における W&I 保険は比較的新しい財務的解決手法のひとつです。また、アジア域内においては各国の事情それぞれに特徴があるため、W&I 保険の利用手法にも違いが見られます。

重要なポイントとして、W&I 保険の内容は実施するデューディリジェンスによって大きく左右されます。デューディリジェンスを徹底して行えば行うほど、保険の免責事項が少なくなります。例えば、買い手は対象会社のうち規模が小さくかつノンコアの部門について完全なデューディリジェンスを実施しなくてもよいと判断する場合があります。しかし、この小規模のノンコアの部門を補償範囲に含めるためには、保険会社はデューディリジェンスの実施を要件とする場合があります。すなわち、デューディリジェンスが実施されていないければ、保険でカバーされないというリスクがあるのです。

従って、W&I 保険を買い手の期待に沿った防護策とするためには、買い手はデューディリジェンスの内容・範囲などを正確に把握しておく必要があります。

保険カバーについて

W&I 保険は、買収が完了した時点からその真価を発揮します。具体的には、買い手が買収の契約日または完了日より前に適切に開示されていなかった対象会社の問題点を発見し、それが SPA で規定された表明保証条項に違反していた場合です。このような状況が発生した際、これまでは買い手はこうした表明保証違反によって被った損害を、SPA で規定された補償条項に基づいて売り手に請求していました。

一方、W&I 保険は、表明保証違反時における代替的なりコースを買い手に提供します。買い手が付保する W&I 保険は、これまでの一般的なりコースの仕組みと異なり、補償を請求する際に売り手にその旨を通知する必要はありません。つまり、買い手は売り手の関与なしに直接保険会社に請求することができ、それによって売り手もいわゆる「クリーン・エクジット（＝売り手に対するリコースが限りなく小さい案件売却）」を達成することができます。

従って、W&I 保険を買い手の期待に沿った防護策とするためには、買い手はデューディリジェンスの内容・範囲などを正確に把握しておくことが必要です。

W&I 保険を最大限に活用するには

実効性のある保険とするために求められる最初のステップとして、買い手は保険会社を含む M&A 関係者・マーケットで必要とされる水準を満たすデューデリジェンスの実施が挙げられます。

円滑な保険手配を進めるにあたり、買い手は、保険会社に自社および対象会社の事業内容を適切に理解してもらうための働きかけが必要です。保険会社によってはアジアにおけるリスクを欧米に比べてより大きくみる傾向があり、特にこのプロセスは重要だと言えるでしょう。

多くの場合、保険会社がより W&I 保険を引受けやすくするため、案件の当事者である買い手・売り手それぞれが割合は小さいながらも一定のリスクを取ります。アジアにおいて保険設計上望ましいストラクチャーは、売り手が取引金額の 1% に相当するエクスポージャー（補償責任）を引き受けるというものであり、これは通常、保険契約上の免責金額（自己負担額）に相当します。売り手がより大きなエクスポージャー（例えば取引金額の 2% など）を引き受ける場合は、保険会社はより安心して保険引受けを行うことができます。これは保険料を抑える手法の 1 つでもあります。

保険料の負担については、買い手、売り手、もしくは両者など、ケースバイケースであり、これらは買収案件における他の交渉項目と合わせて決定されます。



W&I 保険契約に基づいて保険金請求に対処する場合には、全ての当事者が協力的であればあるほど良い結果が得られます。

保険金請求プロセス

保険金請求プロセスについて押さえておくべき最も重要な点は、保険金請求に発展する可能性が少しでもある事案は保険会社に逐一通知しておくことです。なぜなら、W&I 保険では保険会社に対する保険金請求（通知）を当該保険期間中に行わなければならない、（さらなる事実確認のために）通知するタイミングが遅れたり、通知を怠ったりすると手遅れになることがあります。

そのため、保険期間がまだ十分に残っているうちに、保険金請求の可能性のある事案を保険会社に通知しておく必要があり、これにより保険金請求額がまだ確定してなくても保険でカバーすることができます。このアプローチは、買収に W&I 保険を利用しない場合のアプローチと大きく異なります。後者の場合では、請求する側は訴訟準備の一環として、相手方とは情報を共有しないのが一般的です。

対照的に、W&I 保険契約に基づいて保険金請求に対処する場合には、全ての当事者が協力的であればあるほど良い結果が得られます。保険金請求事案が発生した際には、初期であっても保険契約者はできるだけ早い段階で保険会社に通知することが望ましく、保険会社は通常その時点から調

査を開始し、リスクアドバイザーと連携して保険金支払いを判断するのに必要な情報を収集します。

実際、W&I 保険を適切に設計・手配し、円滑な保険金請求を行うためには、リスクアドバイザーとの協力が重要な鍵となります。特に、各国によって事情が異なり、買い手の W&I 保険に対する経験値が他の地域と比べて高いとは言えないアジアにおいては、それがより顕著になります。

このような状況を踏まえ、保険契約者が望む結果が得られるように、保険マーケットおよび複雑な保険金請求プロセスの案内役として、リスクアドバイザーは活用の価値があると言えるでしょう。

マーシュ・エルエルシーについて

保険仲介とリスクマネジメントの世界的リーディングカンパニーであるマーシュ・エルエルシー（マーシュ）は、お客様と一体となり、革新的な各業界特有のソリューションを定義、設計、提供し、お客様の成功を支援しています。約 30,000 名の従業員が 130 ヶ国以上のお客様にサービスを提供しています。マーシュは、リスク、戦略そして人的資本の分野でお客様にアドバイ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カンパニーであるマーシュアンドマクレナンカンパニーズ（ニューヨーク証券取引所上場、取引銘柄は MMC）の 100% 出資子会社です。マーシュアンドマクレナンカンパニーズには全世界で 60,000 名の従業員が在籍し、その年間総収入は 130 億米ドル超、マーシュの他にリスクおよび再保険仲介のガイカーペンター、人事コンサルティングおよび関連サービスのマーサー、マネジメントコンサルティングのオリバーワイマンを傘下に置いています。マーシュはツイッター @MarshGlobal、LinkedIn、Facebook、そして YouTube でも情報を提供しています。

M&A におけるマーシュグローバルの役割

マーシュの PEMA（Private Equity and M&A）部門には、法律、投資銀行業務そして保険などの領域に専門性を発揮するトランザクションリスクのスペシャリストが在籍しています。保険会社と顧客企業の間に入ってアドバイザーとしてのチームワークを発揮することにより、売買交渉に影響を及ぼす幅広いリスクと保険に関する課題の克服と買収あるいは吸収による長期的な財務面での成功に向けて、表明保証保険などのオーダーメイド型の保険ソリューションを手配しています。

マーシュブローカー・ジャパンについて

マーシュブローカー・ジャパン株式会社はマーシュ・エルエルシー株式会社の関連会社として 1997 年の設立された保険仲立人です。指名を受けた顧客の業容に適した保険契約を媒介し、リスクマネジメントプログラムを構築しています。

お問合せ

マーシュブローカー・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
Jp.Info-MBJ@marsh.com
www.marsh-mbj.com

バイスプレジデント
羽田野 順
03-6775-6124（直通）
jun.hatano@marsh.com

当社は、ガイ・カーペンター、マーサーおよびオリバーワイマンを擁する Marsh & McLennan Companies の一員です。本書は、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、本書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。本書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、もっぱら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 ©2016 Marsh LLC. / Marsh Broker Japan, Inc. All rights reserved.