

表明保証保険の基礎と 実務上の留意点 ～架空事例を題材に～



大江橋法律事務所
弁護士
平岡 絢

▶ PROFILE

aya.hiraoka@ohebash.com

第1 はじめに

M&Aにおける契約交渉のポイントの一つに、売主の表明保証責任^{注)1}や補償責任^{注)2}をどこまで設定するかという問題があります。中でも交渉上重要となるのは、売主が負担する補償責任の範囲です。特に、売主が個人株主やファンドなどの場合、長期間の補償責任の設定に抵抗を示されることも多く、このような者を相手方とする案件においては、補償責任に関する交渉が難航することが予想されます。

こうした場合にしばしば活用されるのが表明保証保険です。表明保証保険は、クロスボーダーM&Aで多く活用されており、日本国内でのM&Aでも今後活用が期待されているところです。本誌では、そもそも表明保証保険とは何かという基礎的な内容をご紹介した上で、架空事例を題材に、実務上の留意点についてご紹介させていただきます。

注)1 表明保証責任とは、一般的に、契約の一方当事者が他方当事者に対して、特定の時点において、一定の事項が真実かつ正確であることを表明し、保証するものを言うこととされています。

注)2 補償責任とは、一般的に、売主に表明保証違反や誓約義務違反があった場合に、これによって買主が被った損害を填補する責任を言うこととされています。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

第2 表明保証保険とは

1 概要

表明保証保険とは、M&A取引において売主が行う表明保証に違反があった場合に、当該表明保証違反によって買主又は売主に生じた経済的損害を補償することを目的とする保険商品のことを言います。表明保証保険には、保険金の受取人を買主とするもの(買主用保険)と、保険金の受取人を売主とするもの(売主用保険)の2種類がありますが、実務では、補償範囲を柔軟に設定できる等の利便性の高さから、買主用保険が主流となっています。国内外における普及率としては、特にアメリカでは2016年以降に普及率が急速に伸びており、現在では50%程度の普及率と言われています。他方日本国内では、従来はクロスボーダーM&Aに特化した保険商品のみを取り扱っている保険会社が多い状況でしたが、2020年には国内企業同士のM&Aを対象とした保険の販売が開始され、国内の保険会社による日本語完結型の表明保証保険も販売されています。

2 表明保証保険のメリット

表明保証保険のメリットですが、まず買主にとっては、売主の財産的基盤が弱い場合に、損害の確実な回復をもたらすという点が挙げられます。これは、例えば売主が複数の個人株主で構成されている場合等には、個人株主に補償請求をしたとしても、資力が十分ではないことを理由に請求が空振りに終わってしまうリスク

がありますが、表明保証保険を活用する場合には、補償請求の相手方は保険会社となりますので、信用力のある保険会社を選定すれば、確実な金銭的回収が可能になるということです。

また、売主が複数にわたる場合や海外各所に散らばっている場合、それぞれに対して補償請求をしていくのは非常に煩雑ですが、表明保証保険を活用すれば、補償請求の相手方は保険会社のみとなりますので、手続上の煩雑さを回避することも可能となります。

更に、売主との補償責任に関する契約交渉が円滑に進むというのも大きなメリットの一つです。これは、特に売主がファンド等の場合には、企業を売却した後、速やかに買収代金を投資家に分配することを予定しているものが多く、こうしたファンドは、長期間の補償責任の設定に抵抗を示すことが通例です。他方で、当然ながら買主としては売主に十分な補償責任を負担してもらいたいと考えるのが通常ですので、この点をめぐって利害が真っ向から対立し、契約交渉が円滑に進まないという事態に発展することが多々あります。こうした場合に表明保証保険を活用することで、売主としては表明保証を提供しながらもクリーンエグジットを実現することができ、他方で買主としては保険会社から損失填補を受けることが可能となりますので、補償責任に関する契約交渉が円滑に進むようになります。

他方、売主にとってのメリットは、上述のとおりクリーンエグジットが可能になる点や、買収代金を早期に資金化できるといった点が挙げられます。

もっとも、表明保証保険と言っても万能ではなく、後述3のとおり、保険の対象外とされてしまう事項もありますし、また保険の恩恵を受けるためには当然保険料を支払うことが必要となりますので、当該案件で表明保証保険を活用するか否かは、様々な点を考慮した上での慎重な判断が必要となります。

3 表明保証保険の内容

表明保証保険の具体的な内容としては、下表のようなものが一例として挙げられます。

項目	内容
保険金の支払限度額	買収価格の10%～25%程度
保険料	米国型 : 支払限度額の2.5%～4% 非米国型: 支払限度額の1.5%～3% 国内 : 支払限度額の2%～3.5%
保険期間	基本的表明保証事項・ 税務事項 : 6～7年 上記以外の表明保証事項: 2～3年
免責金額・ 最低請求金額	免責金額 : 買収価格の 0.5%～2% 最低請求金額 : 買収価格の (デ・ミニミス) : 0.05%～0.1%
免責事由	<ul style="list-style-type: none"> ● 買主が認識していた又は認識し得た事項 ● デューデリジェンスの対象外とされた事項 ● 買収契約締結～クローリングまでの表明保証違反^{注3} ● 罰金・制裁金・課徴金等、保険で補償することが公序良俗に反するおそれのあるもの ● 反社会的勢力等との取引に関する事項 等

上記からもお分かりのとおり、表明保証保険といっても万能ではなく、保険期間や支払限度額の制限はもちろんのこと、保険の対象外とされる免責事由があります。免責事由は保険会社の引受審査を経て確定するものが多いですが、一般的には、デューデリジェンスの過程で判明した事項や、そもそもデューデリジェンスの

注3 「ニューブリーチ」と呼ばれる事象で、例えば買収契約締結～クローリングまでに新たに訴訟が発生したような場合を言います。この場合、仮に契約締結時点では当該事象を買主が認識していなかったとしても、クローリング前に買主が認識した事象として、保険の対象外とされることが通常です。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

対象外とされた事項、法令違反等がこれに当たることが多いようです。免責事由とされた事項については、当該事項のみ売主に直接責任を負担してもらう、又は、リスクが顕在化した場合の影響額等を算出して買収価格に反映する、といった対応策が考えられます(詳細は後述第4の2もご参照ください)。

4 買収契約との関係

表明保証保険を活用する際、しばしば問題となるのが株式譲渡契約等の買収契約との関係性です。ここでは、実務上よくご質問を受けることの多い、①買収契約上の表明保証条項との関係、②買収契約上の補償責任との関係についてご説明します。

上記①については、例えば「買収契約上、売主が表明保証責任を負わないとされている事項についても、保険でカバーすることができるのか」といった点が問題となりますが、表明保証保険は基本的に売主が表明保証した事項について、その違反に係る責任をカバーするものですので、表明保証保険で損失填補を受けるためには、前提として売主の表明保証責任が買収契約の中で明記されていることが必要となります。そのため、表明保証保険を活用する場合でも、買収契約上、売主の表明保証事項が網羅的に規定されているかを確認し、必要に応じてその範囲につき売主と交渉することが必要です。

また上記②については、例えば「買収契約上で規定された売主の補償責任を超えて保険を設定できるのか」といった点が問題となりますが、こちらは売主の補償責任を超えた保険設定も可能と解されています。実務上は、買収契約の中で売主が一切補償責任を負わないとすることも可能とされておりますが(このような形態を「ノンリコース型」と呼びます)、この場合は保険会社が補償責任を一手に引き受けることとなりますので、保険会社の厳格な引受審査が入り、保険料も割高に設定されることが多いようです。

以上のとおり、表明保証保険と買収契約は密接に関連しておりますので、実際に案件を進める際には、両者の関係性に十分

配慮した上で、売主や保険会社との交渉を進めることが重要となります(詳細は後述第4の2もご参照ください)。

5 海外直接付保規制との関係

ここで、クロスボーダーM&Aで表明保証保険を活用する際にご留意いただきたい日本法上の規制をご紹介します。これは「海外直接付保規制」と言い、日本に支店を設けない外国保険業者は、原則として日本に所在する財産や人に係る保険契約を締結してはならない、という規制です(保険業法186条1項本文)。その趣旨は、保険業法による規制の潜脱を防止する点にあるとされており、具体的には、金融庁の監督規制が及ばない外国の保険業者による保険契約を禁止することで、日本国内の保険契約者等の保護を図る点にあるとされています。

日本企業が外国の企業を買収するようなクロスボーダーM&Aにおいては、売主より、現地の外国保険業者が提供する表明保証保険への加入を提案されることも多々あるかと思えます。しかし、外国保険業者が日本企業の損失填補のために表明保証保険を提供すると、上記海外直接付保規制に抵触する恐れがありますので、留意が必要です。この場合に日本企業がとり得る選択肢としては、日本の保険会社から表明保証保険を購入するか、又は、金融庁の許可(同法186条1項ただし書、同条2項)を得て、例外的に外国保険業者から表明保証保険を購入するといった対応が考えられます。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスは想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

第3 表明保証保険の購入プロセス

表明保証保険をいざ購入しようとする際、まずは保険ブローカーや保険代理店へのアプローチが出発点となります。具体的な購入プロセスは以下のとおりで、①まずは保険ブローカー等を通じて買主が希望する支払限度額や免責金額等を保険会社へ伝えるとともに、仮見積もりを取得するための初期資料(例えば、インフォメーションメモランダムや最新版の買収契約のドラフト等)を

提出します。②仮見積もりを取得した後は、確定見積もりを取得するための資料(デューデリジェンスレポート等)を提出し、確定見積もりの申込を行います。③その後、保険会社にて引受審査の実施及び保険内容の概要が提示され、④当該保険内容の概要を受けて、具体的な保険契約の交渉が進み、買収契約の締結と同時に又は締結の前に保険契約が最終合意に至る、というのが一般的なプロセスです注)4。

所要日数目安	表明保証保険購入のプロセス	M&Aのプロセス
1日	保険ブローカー、保険会社代理店への連絡	
2～5営業日	仮見積もりの申込、初期資料の提出	デューデリジェンスの開始、 買収契約の初期的交渉開始
	保険会社による仮見積もりの提示	
7～10営業日	保険会社による確定見積もりの提示	入札通過、独占交渉権獲得
	引受審査 ● デューデリジェンスレポートの精査 ● 質問票のやりとり ● アンダーライティング 等	
数週間～1ヶ月半	保険契約の交渉	買収契約の本格的な交渉
	保険契約の締結、保険料の支払い	買収契約の締結
	保険期間開始	クロージング

第4 実際の活用事例

ここまで表明保証保険の概要についてお伝えしましたが、より具体的なイメージを持っていただくため、以下では架空の事例を元に活用事例をお伝えします。案件の概要として、以下を仮定するものとします。

買主	日本の事業会社
売主	プライベートエクイティファンド (以下「PEファンド」) 及び個人株主複数名
対象会社	外国の機械製造会社
取引形態	株式譲渡形式による100%買収
買収価格	1000億円

左記のとおり、本事例では売主がPEファンドと個人株主複数名となっており、買主として真っ先に懸念するのは、どのようにしてこれらの株主に対する信用補完策を確保すべきか、という点かと思えます。実際の事例では、プロセスレーターの中で表明保証保険への加入が必須とされるものもあるかと思いますが、ここでは特にプロセスレーター中の指定はないものと仮定します。

注)4 稲田行祐=高賢「表明保証保険の実務—M&Aにおける新しいリスクマネジメント手法」111頁(一般社団法人 金融財政事情研究会、2020)

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

1 信用補完策の選択肢

上述のとおり、買主としては、PEファンドや個人株主に表明保証違反があった場合、どのようにしてその損失填補を受けられるかが重要な関心事となります。この場合、選択肢としては、①PEファンドや個人株主に直接補償責任を負担してもらう方法、②エスクロー口座を設定し、仮に表明保証違反があった場合には当該エスクロー口座から損失補填を受ける方法^{注)5}、③表明保証保険に加入する方法、④③と他の選択肢の組み合わせ、などが考えられるところです。

もっとも、①は売主がPEファンド及び個人株主であることからして、交渉のハードルは非常に高くなるでしょうし、買主としても、複数の個人株主に直接補償請求していくことは現実的ではないため、①は本件のような案件では早々に選択肢から外れることが多いかと思います。また②については、買収代金を投資家へ早期に分配したいと考えているPEファンドにとっては、買収代金を一定期間エスクロー口座に留め置かなければならない点でハードルが高く、交渉が難航する可能性が大いにあろうかと思えます。また、エスクロー口座を活用する場合には、買主、売主、エスクロー・エージェントの三者間でエスクロー契約を締結しなければならず、またエスクロー・エージェントへの手数料の支払いも発生しますので、買主にとっても手放しで喜べない手法でもあります。そこで、実務上は③又は④に落ち着くことが多いのではないかと思います。

本件でも、売主との交渉の結果、上記③又は④の選択肢、すなわち表明保証保険を活用する選択肢が採用されたものと仮定します。

注)5 買主が売主に対して支払う買収代金の一部を、後の補償請求に備えてエスクロー・エージェント(エスクローサービスを提供している金融機関等)に預託しておく制度を言います。エスクロー・エージェントは、売主と買主が合意した一定期間、預託された金銭を預かり、表明保証違反等が発生した場合には、エスクロー契約に定められた条件に従い、当該預託された金銭を買主に支払うことになります。

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみならず、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。

2 株式譲渡契約及び保険契約の交渉

さて、表明保証保険を活用するとなった場合には、株式譲渡契約の交渉と並行して保険会社との交渉も必要になりますので、株式譲渡契約締結までのタイムラインを気にしつつ、早々に保険会社や保険ブローカーへのアプローチが必要になります。本件では、想定買収価格を1000億円と設定しておりますが、一般的な保険金の支払限度額の最低水準(10%)に当てはめた場合、買主としては、最低100億円程度はカバーしてくれる表明保証保険の購入を希望するでしょう。もっとも、100億円となると、一社のみで引き受けてくれる保険会社はほぼ現れないと思いますので、複数の保険会社による共同引受というスキームも視野に入れることが必要です。保険ブローカーが間に入る場合には、保険ブローカーを通じて複数の保険会社にアプローチしてもらったり、共同引受のコンソーシアムを組成してもらったりすることもありますので、信頼のおける保険ブローカーを選択するというのも重要なポイントとなります。

その後、見積もりのやりとりを通じてある程度引受保険会社が決定したら、以後は引受審査、保険契約の交渉フェーズに移ります。この際、上述第2の4のとおり、保険契約と株式譲渡契約の関係性は留意すべきポイントの一つとなりますので、両者の関係性を意識しつつ、売主、保険会社双方と交渉を進めていくことが重要です。

例えば本件では、対象会社について以下のような問題点が発覚したものと仮定します。

- ① 対象会社が保有する機械の製造工場において、環境汚染が発生している可能性があること
- ② デューデリジェンスの過程で、過去の株式譲渡の手續に瑕疵があることが発覚したこと

- ③ 株式譲渡契約の締結～クローリングまでの期間が長く、
その間に表明保証違反が発生するおそれがあること

上記について、保険会社の引受審査では、①～③いずれも免責事由となり、保険の対象外とされてしまうことが懸念されます。この場合のリスクヘッジ策としては様々あり得るところですが、一例としては、①については環境汚染賠償責任保険等の別の保険に加入する、②については、保有株式の有効性が100%買収において極めて重要であることを説明し、売主に直接補償責任を負担してもらうよう交渉する、③については、この間に発生した表明保証違反についてのみ、エスクロー口座を活用する、といった対応が考えられます。いずれにせよ、保険の免責事由とされたものについては、株式譲渡契約での手当等が必要になりますので、両者の関係性を常に意識しつつ、交渉を進めることが重要です。

第5 終わりに

ここまでご説明してきたとおり、表明保証保険には様々なメリットがある反面、買収契約との調整が必要となり、また交渉相手に保険会社が加わることで案件の利害関係者も増えることとなりますので、企業で活用される際には、これらの手続的負荷や追加コスト等も踏まえ、購入をご検討いただく必要があろうかと思えます。また近時では、表明保証保険のほかにも税務債務保険や偶発債務保険等、M&Aにおけるリスクをカバーする様々な保険が販売されていますので、これらとの併用も検討しつつ、当該案件における最善の信用補完策を選択することが重要です。

以上

本ニュースレターの発行元は弁護士法人大江橋法律事務所です。弁護士法人大江橋法律事務所は、1981年に設立された日本の総合法律事務所です。東京、大阪、名古屋、海外は上海にオフィスを構えており、主に企業法務を中心とした法的サービスを提供しております。本ニュースレターの内容は、一般的な情報提供に止まるものであり、個別具体的なケースに関する法的アドバイスを想定したものではありません。本ニュースレターの内容につきましては、一切の責任を負わないものとさせていただきます。法律・裁判例に関する情報及びその対応等については本ニュースレターのみには依拠されるべきでなく、必要に応じて別途弁護士のアドバイスをお受け頂ければと存じます。