



M&A 保険はニューノーマルか？

AIGが本年実施した表明保証保険 (W&I: Warranty and Indemnity insurance)¹⁾ 関係の保険金請求に係る分析結果によれば、かかる保険金請求は、少額のものであれ高額のものであれ、M&A取引における新常态として定着していくことが強く示唆されます。今年で3年目となる今回のレポートから得られた知見は、AIGによる表明保証保険の引受件数・金額の拡大が続き、データの蓄積が進む中で、M&Aプロフェッショナルに対しての説明力の向上に帰結しています。今回の調査対象となった保険金請求・支払事案は、総額で7,000億米ドルを超えるM&A取引を補償するAIG引受の表明保証保険証券に対して提起されたものです。

保険金請求が5件に1件の頻度(19.4%)で発生していることを勘案すると、徹底したデューディリジェンスを行った場合であっても、紛争や訴訟につながる契機を見逃す可能性があることは明らかです。M&A取引を促進するために保険商品が利用されることが多くなり、案件から生じる幅広い問題に対して保険の活用がいかに役立つかについても、関係者の理解が広まっています。更に、今年のレポートでは、新たに表明保証違反のタイプを業種別に示し、業種毎のリスクの傾向や相違について明らかにしています。

「AIGが目指しているところは、今後も請求データの蓄積と精度の向上を進め、そのデータを活用することで、顧客やその法務担当者が取引交渉を有利に進められるよう支援することです。案件の中で問題が生じやすい分野について理解が向上すれば、デューディリジェンスの進め方の改善を図ることもできるでしょう。」

(M&A保険グローバル責任者 メアリー・ダフィー)

¹⁾ 米国での通常の呼称は、「R&W 保険」(Representations and Warranties Insurance)です。

ポイント

- 保険金請求通知を受けたAIGの表明保証保険の割合は約5件に1件と、昨年実績を若干上回っています。
- 案件規模別に見ると、規模の最も大きい案件が、最大の平均保険金請求頻度(24%)、最大の平均保険金支払額(1,900万米ドル)となっています。小規模案件では、保険金支払額が高額化しています。
- 表明保証違反のタイプはM&A案件の業種別の違いが大きく、法令遵守が最も多くなっている業種は「ヘルスケア・医薬品」(31%)、財務諸表については「金融サービス」(25%)と「製造業」(17%)、租税については「テクノロジー」企業(25%)となっています。



M&A 保険市場動向

2017年の世界のM&A取引総額は前年をやや下回りましたが、それでも4年連続で3兆米ドルを上回りました。市場参加者は、2018年に取引が更に活発化すると予想しており、これを裏付けるように、2018年第1四半期の世界の案件額は9,000億米ドル(前年同期比18%増)に迫っています。これは、投資家からの圧力とイノベーションへの渴望から、企業をM&Aに駆り立てているためです。²⁾

買主側には徹底したデューディリジェンスを実施する動機があるものの、買収対象企業をめぐる競争の激化に加え、資本の活用を求める投資家の圧力があるために、取引の時間軸は一層切迫しています。複数の国・地域にまたがるクロスボーダー案件では、特に発展途上国の案件において、複雑度が増します。クロスボーダー案件の多い欧州・中東・アフリカ(EMEA)地域やアジア・太平洋(APAC)地域では、このことが表明保証違反の増加要因の1つと推測されます。

売主主導の市場環境が長く続き、取引を迅速に進めなければならないというプレッシャーが内在しています。そうした中、表明保証保険は、特に入札の際や協議が暗礁に乗り上げた際に、交渉の円滑な進展を促す潤滑油と考えられる局面が増えています。「取引成立を求める圧力が強い場合、案件のクロージング後に初めて問題が明らかになる場合もあります。」

(M&A 保険北ヨーロッパ地域責任者デニス・フロネベルグ)

M&Aプロフェッショナルによる表明保証保険の利用度が高まるにつれ、保険商品の持続可能性や、保険金処理手続の一貫性と予測可能性が、一層重視されるようになってきています。そのため、各保険会社の経験や財務の健全性、グローバル・ネットワークを考慮することが、これまで以上に重要になります。

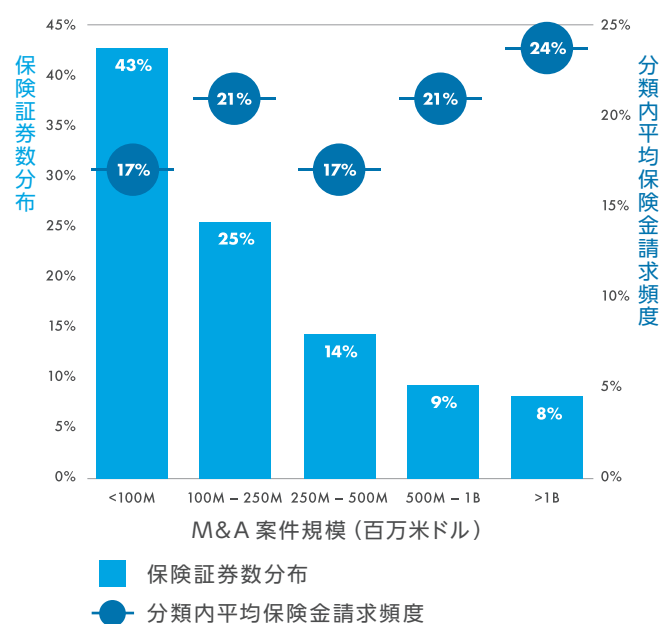
M&A 保険のような特殊保険分野でも、新規参入の影響で保険料率が低下し、補償範囲が拡大しています。それゆえ、保険市場の長期的な持続可能性を確保するべく、各保険会社はこうした市場動態に丁寧に対応していく必要があります。

²⁾ 'Mergermarket Releases 2017 Full Year Global M&A Trend Report.' Mergermarket, 3 Jan 2018
<https://www.mergermarket.com/info/mergermarket-releases-2017-full-year-global-ma-trend-report>;
'Mergermarket Releases Q1 2018 Global M&A Report.' Mergermarket, 4 Apr 2018
<https://www.mergermarket.com/info/mergermarket-releases-q1-2018-global-ma-report>

表明保証保険の現状

表明保証保険では、引き続き保険金の請求額と請求頻度の両方について注目すべきです。保険金請求通知のあった保険契約は5件に1件の頻度(19.4%)に上ります。案件規模別に見ると、中規模および最大規模の案件のゾーンで、請求頻度が前年度を上回っています。ダフィー氏によれば、「請求頻度の全般的な上昇が見て取れるとともに、請求時期が以前より早くなっています。」

(図1)
M&A 案件規模毎の表明保証保険の保険金請求頻度

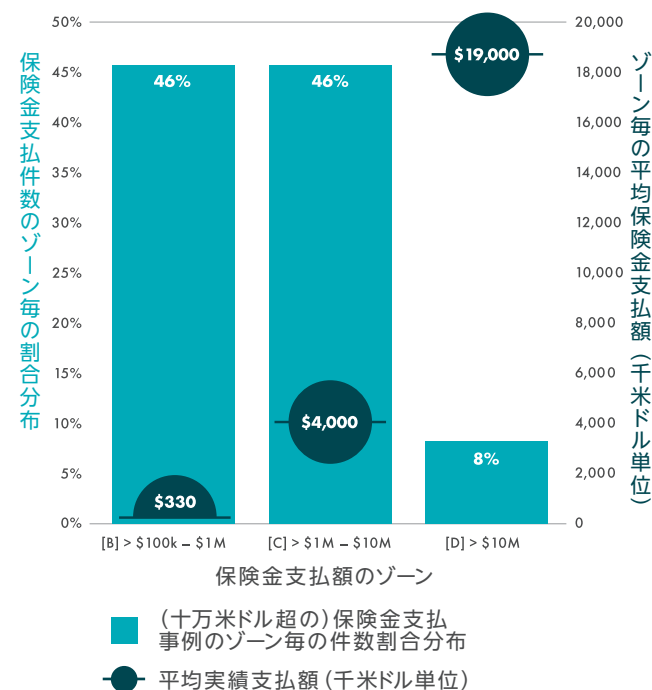


2011年から2016年までに引き受けられた保険証券に係わる保険金請求統計によれば、保険金請求頻度が最大なのは、案件規模が10億米ドルを超えるゾーンであり、引受保険証券数の24%に達しています(前年の23%から増加)。案件規模が2番目に大きいゾーン(5億~10億米ドル)でも、保険金請求頻度が18%から21%に増加しています。

この結果は、AIGの引受案件のポートフォリオと、大型M&A案件に内在する複雑性の双方を反映しています。M&A保険UK責任者のアンガス・マーシャルによれば、5億米ドルを超えるような案件の場合、総てをくまなく調べることはほとんど不可能です。

[AIGの引受保険証券群のポートフォリオの多くは、大規模案件が占めています。我々の経験によれば、こうした大規模案件はデューディリジェンスがはるかに複雑で、費用もかかり、M&Aプロフェッショナルにとっては扱いが難しくなります。まさにこうした実務的な問題が、案件を進めていく上でのリスクに重大な影響を及ぼします。したがって、今回の調査で明らかになった大規模案件の方が表明保証違反が多いという傾向は、今後も続く予想されます。](前述マーシャル氏)

(図2)
表明保証保険からの保険金支払額(十米ドル超)
- ゾーン毎の件数割合分布と平均保険金支払額



規模が最も大きいゾーンの案件は、請求頻度が最も高いのに加え、保険金支払額も最も大きくなっています。1,000万米ドルを超える保険金支払のゾーンの場合、平均支払額は1,900万米ドルと、前年の2,200万米ドルからやや低下していますが、最も大きいゾーンの支払額が巨額であることには変わりありません。こうした大型案件で問題が発生した場合、表明保証違反に起因する損失は莫大なものになる可能性があります。

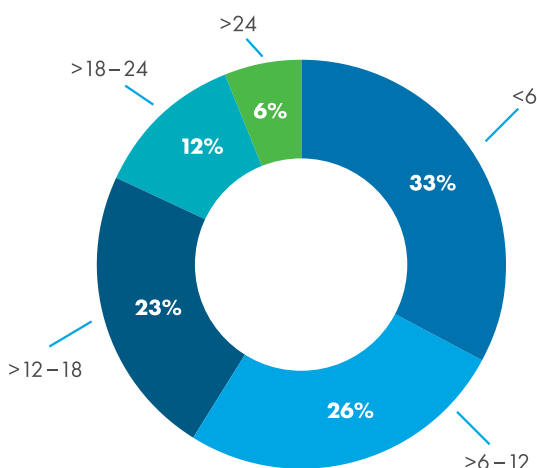
支払保険金が1,000万米ドルを超えるゾーンの支払件数は、AIGとして重要事案(10万米ドル超)に分類され

る表明保証保険金支払件数全体の8%を占めています(前年の7%から増加)。しかしマーシャル氏によれば、このゾーンの保険金支払がこれだけの割合を占めているという事実は、大型案件における表明保証保険の価値を証明するものです。「大型案件で表明保証違反があれば、多くの場合、事業価値に累積的な影響を及ぼすこととなります。こうした場合に備えて保険をかけることで、M&Aプロフェッショナルにとっては、何か問題が発生した場合でも、投資価値を保護する有効な補償手段が存在しているという大きな安心感が生まれます。」(マーシャル氏)

AIGが2011年から2016年までに受けた重要事案に分類される保険金支払件数のほぼ半数(46%)は、中規模ゾーン(支払額100万米ドルから1,000万米ドル)のもので、平均支払額は400万米ドルと、前年の350万米ドルから増加しています。小規模ゾーンの支払件数も同じく46%で、平均支払額は前年の30万米ドルから33万米ドルに増加しています。

また、保険金請求通知は、一層タイムリーに行われるようになってきています。保険始期日から6か月以内に保険金請求通知が行われている事例が全体の33%を占め、前年の27%から増加しています。これは、当該保険の補償範囲と仕組みに対する理解が深まっていることの反映と考えられます。

(図3)
表明保証保険始期日から保険金請求が提起されるまでのリードタイム(月数)に係わる分布



ダフィー氏によれば、「AIGに対する保険金請求通知は、全体的により適切に行われるようになってきています。保険金請求を行うお客様やそのアドバイザーの間で、保険の補償範囲や、保険会社による査定作業が効果的に実施されるために必要な資料に係わる認識が向上していることは明らかです。そのため、こうした被保険者自身の損失に係わる保険金請求手続きが、より速やかに処理されるようになってきています。」

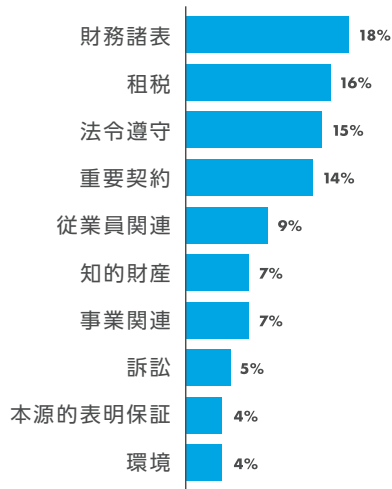
M&A保険米州地域責任者のマイケル・ターンブルによれば、今日のような競争的な環境の中で、案件を迅速に進めるよう求める圧力が強くても、お客様は表明保証保険がデューディリジェンスを代替するものではないことを理解しています。「デューディリジェンスに係わる傾向に大きな変化があったかどうかは不明ですが、保険金請求頻度の上昇は、表明保証保険契約の扱われ方に変化が有ることの反映であると思います。」(ターンブル氏)

米州地域における保険金請求事例のうちの45%は、エスクロー資金の大半が解放されるタイミングである12か月目以降に通知されています。それでも、米州地域においては、保険金請求通知が過去よりも早く行われるようになってきている傾向もみてとれます。「これはかなり大きな変化であり、おそらく関係者が当該保険の仕組みを習熟し、実際に保険金が支払われることへの理解が進んだ結果であると思われる。」(ターンブル氏)

表明保証違反に係わる詳細分析

(図4)

表明保証違反の分類毎の保険金請求割合
- 全世界合計



フロネベルグ氏によると、世界全体では、表明保証違反が最も多いカテゴリーは財務諸表ですが、EMEAでは、特にドイツを中心に租税の報告件数が依然として最も多く(24%)なっています。同氏によれば、「EMEAで租税関連の保険金請求が大きな割合を占めることについては、統一的な租税制度のない欧州地域において、対象事業が関係する税務管轄の全てで実効的なデューディリジェンスを実施することの難しさを考えれば、驚くことではありません。」「ドイツを筆頭に、税務当局が企業の税務調査を頻繁に実施している国があるので、該当国での税務に関連して、AIGが少なくとも一回は保険金請求を受ける確率が極めて高くなっています。」(フロネベルグ氏)

M&A保険南ヨーロッパ地域責任者のマリア・ホセ・クルーズによれば、収入保険料規模が相対的に小さい南欧地域で表明保証保険の利用が拡大しているのは、不動産案件で保険を活用する事例が増えているためです。表明保証保険に対する需要は堅調に拡大しており、M&Aプロフェッショナルの間で、表明保証保険の役割についての理解が深まってきていると、同氏は指摘しています。

一方、アジア・太平洋地域では、財務諸表と重要契約の2つのカテゴリーのものが、全保険金請求通知件数のほぼ半数を占めています。M&A保険アジア・太平洋地域責任者のダレン・サベジュによれば、「アジア・太平洋地域では、案件の大半が複数の国・地域にまたがるため、対象会社の取引契約形態が複雑化する傾向があります。これが、重要契約に関する保険金請求が多い理由と言えるでしょう。」

米州における保険金請求のカテゴリーの主なものは、依然として法令遵守(18%)、財務諸表(17%)、重要契約(14%)となっています。また、財務諸表と重要契約関連の表明保証違反に起因する保険金請求通知が同時になされることが多いと、ターンブル氏は述べています。



業種別分析

AIG では、今回初めて業種別の表明保証違反カテゴリ別の統計を公表し、どの業種にとってどのリスクがより高いと考えられるかを明らかにしました。「AIG は、お客様にとってどこにリスクが潜んでいるかを理解していただけるよう努めております。」(ターンブル氏)

データを見ていくと、製造業では様々なタイプの表明保証違反があるものの、最も多いのは財務諸表と重要契約に関するものであり、これは驚くにあたらないとターンブル氏は考えています。「製造業の場合、主要な顧客やサプライヤーへの依存度が高く、そのため重要契約がその事業にとっての鍵になります。」(ターンブル氏)

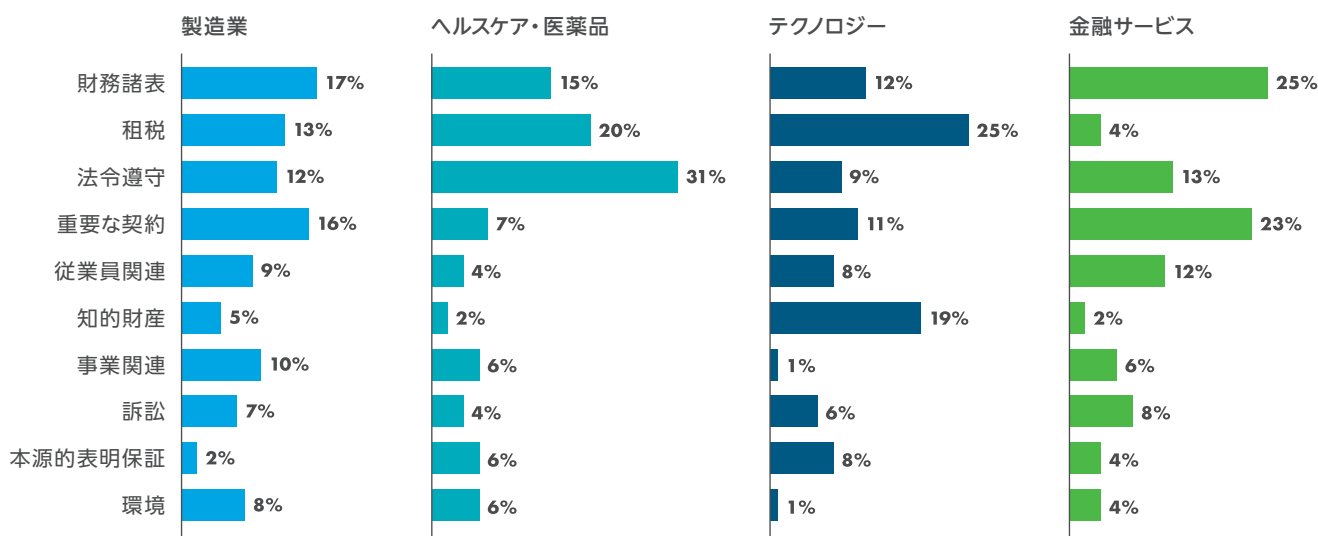
ヘルスケア・医薬品業界の場合は法令遵守に関する表明保証違反が 31%、テクノロジー業界の場合は知的財産に関する表明保証違反が 19% であることも、驚きではないでしょう。しかしながら、テクノロジー業界の租税関連の違反が 25% あるという事実は、やや意外かもしれません。

この原因はおそらく、テクノロジー企業の多くは世界各地で事業を営むために税務管轄の数が急激に増加し、したがって税務リスクが生じる可能性も高まっているからと思われます。

金融サービス業界の場合、保険金請求の対象となった表明保証違反のほぼ半数は、財務諸表または重要契約に関するものです。法令遵守違反は 13% と相対的に少なく、規制の厳しい同業界にしては驚きの結果かもしれませぬ。

「このような業種別データが加わることで、M&A 保険を机上の話からより具体的な文脈で理解できるようになります。」(ダフィー氏)。「データから分かることは、事業の中心にあるテーマの多く、例えば財務諸表、法令遵守、租税などが、M&A 取引に極めて重大な影響を与えているということです。また、M&A 保険が有意義な補償を提供していることも分かります。それは、こうした主要なリスクに関する表明保証違反が、補償の対象になっているからです。」(ダフィー氏)

(図5) 表明保証違反の分類タイプ毎・業種毎の保険金請求割合



保険金支払に係わる ケーススタディー

租税（アジア・太平洋）

オーストラリア企業を買収した際に表明保証保険に加入している買主企業は、買収後に、対象会社において過去の物品サービス税（GST）の支払不足を認識しました。この問題は買収契約締結前に開示されておらず、結果的に対象会社の価値が過大評価されていました。（表明保証保険の被保険者である）買収企業は、クローリング・財務諸表の中で過去の債務を精算することも可能でした。しかし税金未納分の会計処理方法が原因で、EBITDAも過大になり、そのまま買収価格の決定に織り込まれていました。

買主企業は、様々な表明保証違反に対する保険金請求を実施しました。AIGは請求内容を調査し、買主企業の主張する表明保証違反を検証することができました。AIGは、対象会社の水増しされた利益水準により、買収金額が過大になったことによって買主企業が被った損失を補償しました。

法令遵守（米国）

買主企業は、製造業を営む会社を買収する際に、表明保証保険に加入しました。買収完了後に、対象会社の工場が法令違反を理由に、連邦捜査官から3日間の営業停止処分を受けました。買主企業側は、生産の外注と工場の再構築が必要になりました。買主企業側は、製造会社が以前から法令上の要件を遵守しておらず、今般の立ち入り調査検査は以前から継続していた規制調査の結果行われたものであり、そうした問題の開示を怠ったことは買収契約における法令遵守に係わる表明保証に違反していると考えました。買主企業は、外注費や工場改修費などの直接的な損失に加え、法令上の指針を遵守するための営業経費の増大について、保険契約にもとづく請求を行いました。

損失額の計算には、対象会社を評価する際に用いたEBITDA倍率を使用しました。

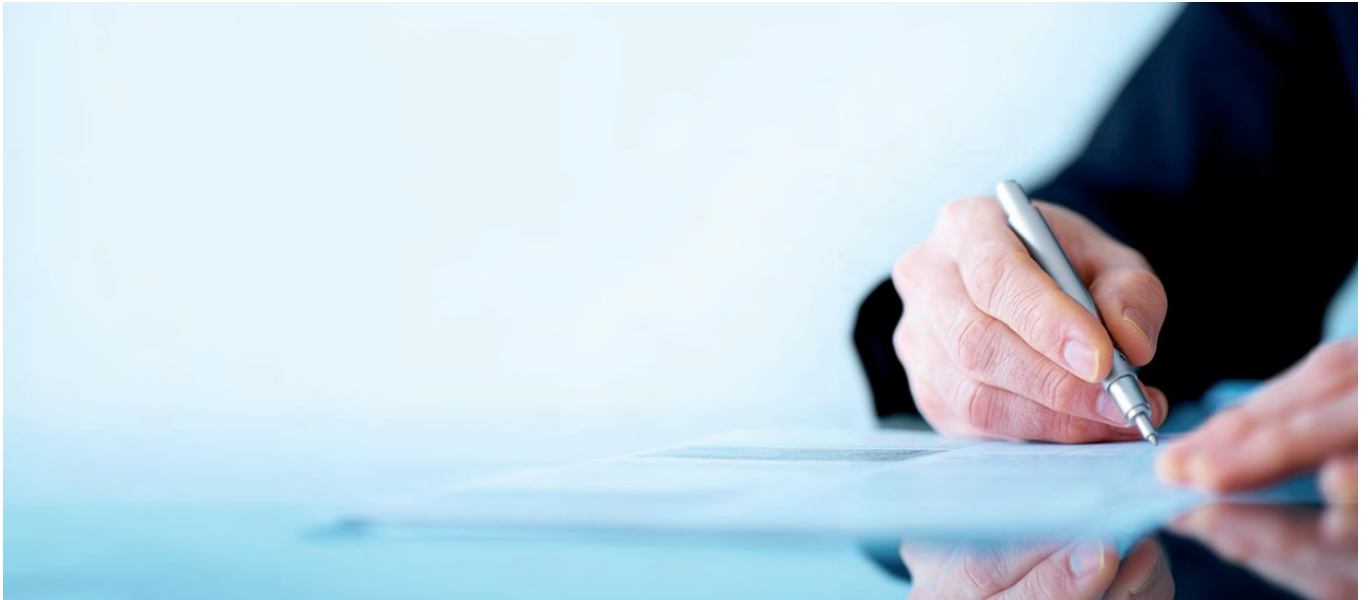
AIGは表明保証違反が生じた問題を理解するため、買主企業の経営陣に案件交渉時に協力した財務アドバイザーと規制コンサルタントを採用しました。AIGは法令遵守表明保証違反があったこと、更にEBITDA倍率に基く買主企業の直接損失額が、損害額を正確に計算していることを確認しました。これにより買主企業側が保険金請求した損失額全額に関して、多額の保険金が支払われました。



複合的な表明保証違反（EMEA）

ある製薬会社を買収してから2年後の税務調査において、主要生産部門に適用される税目で請求していた還付金について、対象会社はこれに該当しないことが判明しました。税務当局からは、当該税目に関して延滞税と合わせて納税するよう求められました。

買主企業側は、保険契約者である売主企業側とAIGに対して、こうした事情は買収前のデューデリジェンスの過程で開示されておらず、租税と法令・ライセンス・同意に係わる表明保証の両方に違反していると通知しました。AIGは売主企業側のアドバイザーと協力してかかる請求を評価した結果、未払税金が補償対象であることを確認し、更に税務当局の決定に対する異議申立て提案に係わる争訟費用を補償することに同意しました。



本調査の方法論

調査期間中の保険金請求件数は 400 件（金額ベースで 7,000 億米ドルを超える M&A 案件を対象とした約 2,000 件の保険契約中）を上回りました。ただし、重要事案に分類される保険金請求事例だけを挙げれば、その件数はもっと少なくなります。調査期間中に引き受けた保険契約につきましては、今後新たな保険金請求を受ける可能性があります。

今回のレポートの対象となった期間、即ち 2011 年から 2016 年までの間に AIG が引受を行った表明保証保険契約のポートフォリオは、2011 年以前に引受が行われたものより遥かに大きなものであり、これは過去 5 年の間に表明保証保険の活用頻度が増えたことを反映しています。このレポート中に展開されている様々な結果については、表明保証保険が利用される M&A 案件の全体に対する比率が依然相対的に小さいことを鑑み、広くプライベートな M&A 案件一般に対して説明力を持っていると考えるべきではありません。にもかかわらず、このレポート中で示されている表明保証保険のクレームに係わる定点観測は、M&A 取引の買主、売主そしてアドバイザー各位に興味深い示唆を与えるものと思われます。

AIG の M&A 保険チーム

AIG は、1990 年代後半より全世界で 3,000 を超える M&A 案件における買主もしくは売主の為に、表明保証保険を提供してきました。過去から多数の表明保証保険の引受案件数、並びに地域的・業種的に幅広い引受案件のポートフォリオを持つ AIG は、表明保証保険からの保険金請求事例に係わる分析を通じて M&A 業界に独自の視座を提供する唯一無二の存在です。

表明保証保険のクレーム（保険金請求）手続きは、付保対象となる表明保証条項の範囲の拡大と相まって、往々にして複雑で困難なものになりえます。お客様が M&A 案件に起因する潜在的に大きな損失可能性に対処しなければならない場合、保険会社の査定部門の担当者が M&A 案件について基礎から学び始めている状況を見たくはないでしょう。AIG は、グローバル・ベースで社内のクレーム専門家のネットワークを構築し、M&A 案件特有のクレームの迅速な解決を図っております。北米、欧州並びにアジア・太平洋地域の主要拠点に経験豊富な M&A 保険のクレーム専門家を配置し、保険引受チームとも緊密に連携しています。AIG のクレーム専門家は、被保険者の利益に叶うよう、複雑な表明保証保険のクレームについて深い理解を持ちつつ、主要な論点に集中的に取り組み、できるだけ迅速にクレーム処理を完了させています。

保険金対応を最優先

洞察とリスク予防

www.aig.com

Mary Duffy

Global Head
Mergers & Acquisitions
Tel: +44 (0)20 7954 8104
mary.duffy@aig.com

Darren Savage

APAC Manager
Mergers & Acquisitions
Tel: +61 3 9522 4975
darren.savage@aig.com

María José Cruz

South Europe Manager
Mergers & Acquisitions
Tel: +34 915677 452
mariajose.cruz@aig.com

Michael Turnbull

Americas Manager
Mergers & Acquisitions
Tel: +1 212 458 6203
michael.turnbull@aig.com

Dr. Dennis Froneberg

North Europe Manager
Mergers & Acquisitions
Tel: +49 (0) 69 97113-330
dennis.froneberg@aig.com

Angus Marshall

UK Manager
Mergers & Acquisitions
Tel: +44 (0)20 3217 1614
angus.marshall@aig.com

AIG 損保

ここに提示したシナリオは例を示したものに過ぎません。補償範囲は各事案の事実、ならびに個々の保険契約の条件および例外規定によって決まります。上記商品に関心のある方は保険証書の写しを御請求の上、補償の範囲と制限を御確認ください。

AIG グループは、世界の保険業界のリーダーであり、80 以上の国や地域で顧客にサービスを提供しています。1919 年に創業し、現在では損害保険、生命保険、リタイアメント商品およびその他の金融サービスを幅広く提供しています。AIG グループの商品・サービスを通じた多岐にわたるサポートは、法人および個人のお客様の資産を守り、リスクマネジメントおよび確かなリタイアメント・セキュリティをお届けします。持株会社 AIG, Inc. はニューヨークおよび東京の各証券取引所に上場しています。詳細は、以下をご覧ください。

www.aig.com and www.aig.com/strategyupdate | [YouTube: www.youtube.com/aig](https://www.youtube.com/aig) | [Twitter: @AIGinsurance](https://twitter.com/AIGinsurance)
| [LinkedIn: www.linkedin.com/company/aig](https://www.linkedin.com/company/aig).

AIG は、物損人身保険、生命・年金保険、損害保険事業における American International Group, Inc. の世界的なマーケティング・ネームです。詳細は、ウェブサイト www.aig.com をご覧ください。商品およびサービスの引受けまたは提供は全て、American International Group の子会社または関連会社が行います。商品またはサービスは全ての国で提供されるものではなく、補償内容は実際の保険契約に従います。保険以外の商品およびサービスは、独立した第三者が提供する場合があります。

AIG Europe Limited の登記地はイングランドです (会社番号 1486260)。登記所在地: The AIG Building, 58 Fenchurch Street, London EC3M 4AB。AIG Europe Limited は英国健全性監督機構 (PRA) の承認を受け、金融行動監視機構 (FCA) および PRA の監督を受けます (FRN 番号 202628)。この情報は FS Register (www.fca.org.uk/register) で確認することができます。

©2018 American International Group, Inc. All rights reserved

