

PEファンドの皆様

寒い中にも春の足音が聞こえてくる今日この頃ですが、皆様にはお健やかに過ごしの  
こととお慶び申し上げます。平素は格別のご厚情を賜り誠にありがとうございます。

さて、マーシュ・マクレンアン・グループでは、保険仲介とリスクマネジメントのマーシュ、組  
織・人事コンサルティング会社のマーサーを中心に、M&Aに関するサービスを提供して  
います。この度、PEファンドの皆様に向け、貴社・ポートフォリオカンパニーにお役立てい  
ただける情報の提供と弊社グループのサービス紹介を目的に、ニュースレターを定期的  
に発行する運びとなりました。ご一読いただければ幸いです。

本号のテーマ  
表明保証保険の手配におけるSell-Buy Flipについて

表明保証保険をはじめとしたM&A保険の手配・保険DD・ポストクロージングの保険プロ  
グラムの手配等のサービスに特化したマーシュジャパンPEMAチームより、Sell-Buy  
Flipについて解説します。これは、表明保証保険の手配において、オークション等で最近  
よく活用されている手法です。

ニュースレターの末尾にマーシュジャパンとマーサージャパンが提供するM&A関連サー  
ビスの一覧もございますので、お気軽にお問い合わせください。

マーシュジャパン PEMAチーム     マーサージャパンM&Aチーム

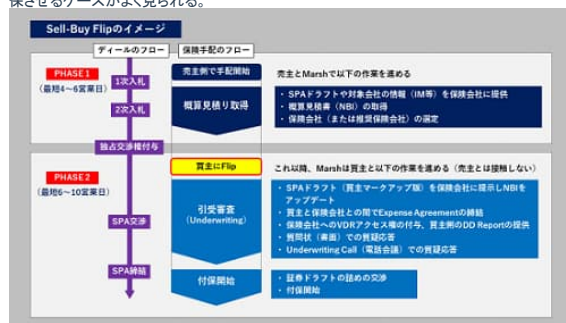
表明保証保険の手配におけるSell-Buy Flipについて

表明保証保険のマーケット状況

海外においては、PEファンドがポートフォリオカンパニーをエグジットする際に、かなり高い頻度でセ  
ラーの主導により表明保証保険が手配されていたが、日本では残念ながらそのような状況になっ  
ていなかった。その理由として、第一には我々の営業活動の不足により、日本のFAの皆様方に表明保  
証保険の使い勝手の良さを、十分に認知して頂いていなかった点が挙げられる。また第二には、従  
来の外資系保険会社が証券を発行する表明保証保険では、SPAの英訳が必要・DDレポートの英文  
でのサマリーが必要など、ある程度の英語対応も必要であった。そのような中、最近では日本国内のFAの間でも、表明保証保険の使い勝手の良さが浸透し  
つづり、最近ではPEファンドがポートフォリオカンパニーをエグジットする際に、表明保証保険の活用  
を前提としてオークションも数多く見受けられるようになった。また、2020年からは国内の大手損害  
保険会社4社から、SPA・DDレポート・保険会社との質疑応答などが全て日本語で完結できる、国内  
M&A保険が相次いで発売され、IN-IN案件において当該保険を活用して頂く機会が格段に増えてき  
ている。

Sell-Buy Flipとは

Sell-Buy Flip (以下「SBF」)とは、売主が買主用表明保証保険の手配を途中まで進め、その後、手  
配の主体を買主に移行(flip)させ、買主側で付完了に向けての残りの作業を進めるという方法で  
ある。日本ではまだ馴染みがないかもしれないが、本保険の先進国である欧州ではよく使われる手  
法である。売主側で既に一定のプロセス(概算見積りの取得、保険会社の選定など)が完了している  
ため、買主側での保険手配のプロセスを短縮し、且つスムーズに進めることができる。  
SBFの流れに関しては以下イメージのとおりとなる(入札案件で2次入札後に特定の買主候補に独  
占交渉権が付与されるケースを想定)。  
PEファンドが売主の入札案件では、クリーン・エグジット実現のため、SBFにより買主に本保険を付  
保させるケースがよく見られる。



PHASE 1

Marshは、売主から提供された資料に基づき各保険会社から概算見積り(Non-binding Indication:  
以下「NBI」)を取り、その内容をまとめた  
NBILレポートを売主に提供する。その後、売主の依頼に基づき、買主候補向けのプロセス・レター(概  
算保険料、保険手配のプロセス等を記載)を作成し  
各買主候補に提供する。その後、Marshと買主候補(案件によっては複数の匿名の買主候補)との  
間でのテレコンを設定しプロセス・レターに関する説明や質疑応答を行うこともある。

PHASE 2

Marshは、売主から独占交渉権が与えられた買主候補(以下「買主」)を紹介され、買主とのコンタ  
クトを開始する。一旦買主側にflipすると、Marshは、売主とのコンタクトを止め、買主との間で引受審  
査や付保開始に向けてのプロセスを進めることとなる。

Sell-Buy Flipのメリット

売主は、クリーン・エグジット実現のためにも買主に本保険を確実に手配してもらわなくてはなら  
ない。SBFによりSPA交渉や保険手配をスムーズに進め、  
ディール全体を上手くリードするのが売主の狙いである。具体的にはSBFのメリットは以下のとおりで  
ある。

- 引受可能な保険会社の確保  
引受可能な保険会社を見つけるのが難航しそうな案件(再生案件、対象会社が上場会社、発展途  
上の案件等)では、PHASE 1(上記イメージ参照)に時間を要することがある。このような場合であ  
ってもSBFにより予め売主側で保険会社を見つけておくことで、PHASE 2にスムーズに移行できる。

- 保険の内容を踏まえたSPAドラフト  
売主側でNBIを取ることにより比較的早い段階で保険会社が提供可能な限度額・免責金額や案件固  
有の免責事由などを把握できる。これにより、買主側のマーク・アップを待たずに、売主側でSPAドラ  
フトに諸条件を反映させることができるので、売主主導での交渉が可能となる。

- ディール・スケジュールのコントロール  
買主側での引受審査、保険開始のタイミングにある程度が目途が立つため、独占交渉期間の設定  
やSPA締結のタイミングを売主側で設定しやすくなる。

なお、SBFには、売主だけでなく保険会社にとっても以下のメリットがある。

- 早い段階でのディールへの関与  
ディール・プロセスの早い段階でSPADラフトや対象会社の情報に触れることができるため、各情報の精査、内容の理解、論点の整理などにかかる時間を確保ができる。
- 窓口の一本化  
入札案件で多くの買主候補がいるような場合、SBFの方が保険会社にとっては望ましい。売主が各買主候補を代表してNBIを取りに来てくれるので、窓口が一本化され対応が容易となる。逆に各買主候補から個別にアプローチを受けた場合、保険会社は、同じ案件で複数の見積依頼に対応せざるを得なくなり、手間がかかる。
- 独占交渉権を得た買主との間の引受審査  
サービスを提供した買主候補が入札で負けてしまうと、結果的に多大な労力をかけたにも関わらず、保険料を受領できなくなるため、保険会社にとって痛手となる。SBFの場合、独占交渉権を得た買主候補のために引受審査が行われるので、保険契約成約につながる可能性が高まり、保険会社にとって望ましい状況となる。

### Sell-Buy Flipの活用例

以下、実際にどのような場合にSBFが活用されているかを見てみよう。

#### 買主が本保険に不慣れな場合

買主が本保険に不慣れな場合、売主がSBFにより一定の道筋を立てた上で買主にFlipすることがある。本保険の手配が初めての買主であっても、売主のサポートによりスムーズに保険手配に臨むことができる。国内案件で本保険を使い慣れているPEファンドの売主が、本保険の利用経験がない買主候補を相手にする場合は典型例である。

#### 業績不振の対象会社の売却案件（再生案件など）

業績不振が続いている会社の案件では、引受可能な保険会社がなかなか見つからず、NBIの取得に時間を要することもある。このような場合、SBFで予め引受可能な保険会社を見つけておくと、スムーズにPHASE2に入ることができる。

#### 大型案件（証券限度額が100億円を超える場合など）

大型案件ではエクセス・タワー（複数の保険会社のレイヤーを組み合わせたプログラム）を組成する場合がある。その際、各保険会社からのキャパシティ確保に時間を要することもある。売主側がSBFにより予めエクセス・タワーを立ち上げておくと、スムーズにPHASE2に入ることができる。

#### その他

上記のような特徴がない案件でもSBFが用いられるケースがある。これは、SBFにより本保険の手配が全体的にスムーズに進むというメリットが期待できるためである。欧州ではSBFの使用頻度が高く、特に北欧では本保険が利用される案件のうち、約2/3の案件でSBFが用いられているといった実情もある。

上記活用例のように、SBFのメリットが享受できる案件では活用を検討してみるとよいだろう。Marshでは国内外のSBF案件の取扱実績があるので、個別の案件にフィットするかも含め、アドバイスを提供している。SBF活用をご検討の際には是非お声がけいただきたい。

### マーシュジャパン、マーサージャパンが提供するM&A関連サービス

|   | サービス内容               | エグゼクティブ PRE-ACQUISITION COMPLETION                       | ポスト・クロージング                         | イグジット  |  |
|---|----------------------|--|------------------------------------|--|--|
| （マ）<br>（保）<br>（シ）<br>（ス）<br>（フ）<br>（ア）<br>（ド）<br>（ハ）<br>（イ）<br>（サ）        | リスク & 保険 DD          | 対象会社を取り巻く各種リスク、それに対して付保している保険契約の十分性・有効性に関するDD            |                                    | Vendor 保険 DD (Exit 戦略の一環)  |  |
|   | M&A リスクに係る保険手配       | 表明保証保険<br>不動産取引保険<br>現期汚染賠償責任保険<br>租税債務保険<br>偶発債務保険、等の手配 |                                    | Sell-Buy Flipによる表明保証保険等の手配                                       |  |
|   | リスクマネジメントの高度化・効率化    | 妥当なリスク・コスト配分に関する提案                                       | クロージング時の保険プログラムの管理                 | 保険料削減による投資収益率の向上とイグジットへ向けた不確実性の低減                                |  |
|   | インバース 保険代理店の買取       | ノウハウの切り離しによる部分的なIRRの確定<br>代理店売却による人員削減によるコスト削減           |                                    |  |  |
|   | ファンドポートフォリオにおける保険の集約 |  |                                    | ファンドのポートフォリオに対する保険の集約によるリスク低減/コスト削減の実現                           |  |
| （マ）<br>（人）<br>（サ）<br>（コ）<br>（ン）<br>（サ）<br>（ル）<br>（テ）<br>（ィ）<br>（ン）<br>（グ） | 組織構造・一般従業員           |  |                                    |  |  |
|   | 一般人事制度・従業員関連債務       | HRDD   | スタンダード・オン・デマンド対応：雇用、人事制度、人事機能、インフラ | パフォーマンス向上施策<br>バリュアップ施策<br>Seller's DD、売却アプローチ検討<br>IM作成、HRDD 支援 |  |
|   | 年金制度・年金債務            | 価値調整・DA・TSAの交渉支援   |                                    |  |  |
|   | 人事機能・人事インフラ          |  |                                    |  |  |
|   | 人材と組織運営              | 人材・カルチャーのデスクトップレビュー                                      | 従業員コミュニケーション支援                     | 人材とカルチャーによるバリュアップ  |  |
| 経営者・重要従業員   | 純資産、報酬ベンチマーク、インタビュー  | リテンションプラン、オファーマーケティング支援                                  | オンボーディング、ガバナンス                     | セラーが譲渡するリテンション   |  |

### 本ニュースレターに関するお問合せ

#### 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  
03 6775 6000(代表)

<https://www.marsh.com/jp/ja/home.html>

■ 馬場 直子 (Naoko Baba)

090 9014 3426

[Naoko.Baba@marsh.com](mailto:Naoko.Baba@marsh.com)

#### マーサ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  
03 6775 6500(代表)

<https://www.mercer.co.jp/what-we-do/mergers-and-acquisitions.html>

■ 竹田 年朗 (Toshiro Takeda)

090 4094 1811

[toshiro.takeda@mercer.com](mailto:toshiro.takeda@mercer.com)

マーシュ・マレナン(ニューヨーク証券取引所上場/銘柄コードはMMC)はリスク、戦略および人的資本の分野における世界的リーディングカンパニーです。総勢8,000名のスタッフが世界130か国以上の顧客にサービスを提供しています。年間総収入は190億ドルです。マーシュ・マレナンは、市場をリードする4つのビジネスを通じて、劇的かつ複雑に変化する事業環境において、顧客の成功をサポートしています。

マーシュは、企業の規模を問わず、顧客に保険仲介および革新的なリスクマネジメントの解決手法を提供しています。ガイカーベントナーは、再保険手配に関する仲介、及び各種コンサルティング業務により、顧客の利益ある成長と新たな機会の追求を支援します。マーサーは、仕事そのものを再定義し必要な改革に導き、退職制度や年金の投資効果を再構築します。そして、真の健康とウェルビーイングへと導くビジョンを掲げ、クライアント企業のために最適なソリューションを総合的に提供しています。オーバー・ワイニング・グループは、民間企業や政府機関の顧客に対して、戦略、経済、ブランドに関するアドバイザリーとしての役割を果たしています。