

# 新冠肺炎疫情将如何影响 并购保险市场？

新冠肺炎疫情的全球爆发已经导致资本市场出现类似于金融危机的震荡，银行债务市场枯竭，同时并购交易量也出现了大幅的减少。尽管如此，市场上仍然有一些并购交易正在进行，考虑到私募基金惊人的现金持有量，预计他们将会积极收购被低估或陷入困境的目标业务。许多并购交易都会涉及到并购保险，但保险公司是否会继续有兴趣以目前的低保费水平提供并购责任险保单，仍有待观察。本文旨在探讨新冠肺炎疫情对市场动态、保单条款和索赔所产生的影响。

## 提要：

- 并购保险市场会继续承保新的并购交易；
- 鉴于市场上交易数量的减少，保险公司之间保费竞争会变得相对激烈；
- 保险公司期望对新冠疫情的影响进行彻底的尽调(due diligence)，特别是针对标的公司商业合同、供应链和雇佣劳动方面风险的影响；
- 预计在疫情影响下，投保人将会积极寻求弥补损失，相应的并购保险索赔会大幅上升；
- 破产/不良交易(distressed transactions)预计将在未来的6-18个月内成为常态，保险公司愿意为此类交易提供拟制担保 (synthetic warranties)；
- 一些保险公司会愿意为私有化交易提供拟制担保；
- 考虑到保险公司会将激增的索赔列入保费的考量中，预计中长期内保费水平会相应的提高；以及
- 投保人寻求降低交易风险，会更倾向于购买更高的保单限额。

## 新冠疫情对市场的影响

### 业务开放和保费上涨

在过去的数周内，金融市场经历了自金融大危机结束以来未曾见过的停滞和衰退。仅以我司正在进行的项目而言，在疫情爆发前的一周里，我们正在为183个并购项目安排承保，但疫情爆发后截止3月底，这一数目已降至60个，并且在未来几周内还可能会出现进一步的下降。尽管如此，一些接近签署的交易仍在继续进行，而一些处于受疫情正面影响的行业（如物流以及医疗资产）的交易仍在继续。除此之外，我们也接收到了第一批关于不良资产交易保险的问询，我们预计这将成为趋势。不过，与银行债务市场形成鲜明对比的是，并购保险市场仍在继续运营，并且考虑到交易数量的较少，众保险公司之间的保费竞争会变得相对激烈。

### 保险公司保守策略以及保费上涨趋势

从中期来看，我们预计保险公司会在保单限额，承保区域以及对承保的标的公司所在行业等各方面采取更为保守的姿态。尽管这不影响大部分的并购交易，但巨额并购交易或标的公司处于非核心司法管辖区/行业部门的交易有可能会受到相应的影响。

我们注意到，在出现当前的金融市场波动之前，投保人对并购保单的索赔就一直呈稳步增加趋势，保费也随之出现上涨趋势，考虑到在未来几个月里将大量出现的并购索赔，以及其他领域上可能出现索赔（特别是在旅行和活动取消领域），大型保险公司/再保险公司将会遭受重大损失，保费上涨的趋势在这一背景下可能会更加明显。保险公司可能直接提出上涨保费的要求，而保险代理在续签他们的管理协议（binder）（大部分是在2020年12月），会发现自己很难获得同样的承保额度。在这种情形下，几乎可以肯定的到2021年初并购保险的保费将全面上涨。

## 不良资产交易和拟制担保

随着目前市场上出现越来越多不良资产标的的并购交易，保险公司已经逐步将业务重点从盈利/快速增长的标的交易上转移到承保此类不良资产并购交易。虽然此类交易相关风险较高，且交易方较少能提供完整的尽调，但就我们最近的观察而言，在保费和（或）免赔额提升的前提下，不少保险公司仍对承保此类交易有兴趣。此外，如能满足以下条件：（i）详细的尽职调查；（ii）Q&A可以被视为近乎披露；（iii）保证条款平衡买卖双方利益；以及（iv）目标所在行业和司法管辖区非高风险行业和辖区，保险公司可以考虑提供拟制担保。

## 新冠肺炎疫情对保单条款的影响

### 新冠肺炎疫情相关损失的除外责任

疫情对并购责任险保单最为明显的影响是许多保险公司在保单内新加入了对新冠肺炎疫情相关损失的除外责任。基于保证责任条款是对签约前事项的所做出的陈述，而且绝大部分的保单是承保签约时的保证条款，作为保险经纪，我们将代表被保险人要求保险公司移除该除外责任。然而，随着时间的推移，该除外责任纳入保单将成为常态，对被保险人至关重要，该除外责任的范围应界定的尽可能狭窄，以避免保险公司将其用作绕过索赔的“后门”。

### 尽职调查和疫情相关保证

保险公司要求完整全面尽调新冠肺炎疫情的影响，尽调的重点在财务预测、估值、供应链管理、潜在合同纠纷和劳动雇佣等方面。在疫情爆发前，保险公司对保证条款的核保相对灵活，举例而言，只要标的公司在健康和安全方面合规，且自结算日以来没有重大变化，会较为容易的获得保单在这方面的覆盖；疫情爆发到现在，保险公司的核保流程变得更加严格，保险公司要么试图缩小保证的范围，要么在尽职调查没有达到让保险公司满意的程度时，将这些条款列入免责条款之中。就目前而言，尽职调查范围是确保并购责任保险保单覆盖范围的关键。

除此之外，越来越多的买家更倾向于对标的公司本身的保险安排以及关键业务风险是否得到足够担保进行更为严格的审查。在交易中安排对标的公司本身的保险安排是否充分变得至关重要，对此常常需要进行专项保险尽职调查，但目前只有大约50%的私募基金买家做到了这一点。

## 并购买方市场出现？

我们的初步观点是，至少在短期内，新冠肺炎疫情会导致并购市场由卖方市场向买方市场转变，买方在交易过程中将获得更大程度的控制权。不同于过去的5年，卖方责任限额一般在交易文件中规定为1欧或者1磅，此次疫情后，买家可能会开始向具有偿付能力的卖方/管理层施加压力，要求在交易文件中要求卖方/管理层承担全部或者大部分的责任，这可能会导致买方保单中免赔额度上升，甚至会造成市场上卖方保单需求的增加。此外，我们预计，买方可能不太愿意承担对已知风险，尤其是税务风险的责任，买方向特种风险保险市场寻求解决方案的意愿会降低（尤其是当卖方无法保证财务稳定的情况下，或卖方愿意支付保单费用而不愿保留长尾保险责任的情况下）。尽管如此，鉴于前述私募基金现金流水平，中长期内，我们预计并购市场仍然会回归卖方市场。

就交易文件本身而言，重大事项变更条款（MAC）无疑将会更多的出现在交易文件中。从保单的角度而言，应当确保保单在交易双方同意出现重大变更事项后放弃交割时仍然有效（与触发MAC事项相关的任何损失将不会被保单覆盖）。

除此之外，我们预计未来在并购交易中将出现更多的递延对价（earn-out）交易结构。从保单角度来看，在确定适当的保单限额时，应考虑最终的潜在对价，而不应仅仅以初始交易价格为参照，以避免出现索赔时出现赔付不足的情况。除此之外，随着买方市场趋势的增强和金融市场动荡的持续，我们预计重复性商业性担保条款将会更常见地出现在交易文件之中。保险公司会对重复性商业担保条例提供担保的重要的前提之一是交易文件中需要纳入更新披露机制（bring-down mechanism），其次需要证明卖家已经对披露进行了彻底的更新。最后，在当前的经济环境下，很少有保险公司会同意将签约与交割之间的违约（new breach）纳入承保范围。



## 新冠肺炎疫情对并购责任险保单索赔的影响

### 索赔增加

总体而言，经济形势的低迷会导致保险索赔量的增加。我们预计，同样的趋势也将会出现在并购保险领域。近年来，我们观察到被保险人对索赔流程越来越熟悉，并更愿意向保险人而非向管理层/卖家提出索赔，并购保单下的索赔和赔付频率正逐渐上升。

我们预计，将出现的新增索赔中会有相当数量的索赔会与合同纠纷相关。尽管疫情爆发是在在大多数并购交易签约之后，买家、他们的投资组合公司，甚至他们的客户都会仔细审查重要合同以评估它们是否得到适当履行。在审查中出现的发现的问题将有可能构成违反保证条款，被保险人将基于并购保险保单要求保险公司进行理赔。根据我们的经验，对合同遵守情况进行如此细致的审查在疫情爆发前的并购交易中是极少见到的。

基于目前的形势，雇佣合同对雇员权益保证的重要性变得更加突出，合同工 (contractor) 和其他“非雇员”员工可能会更进一步的关注他们是否有资格被认定为雇员，以期利用这一地位得到的更多保护。同时我们预计雇员们也将更关注假期工资和国家最低工资方面的合规事项，我们预计当雇员被解雇后，此类索赔将会增加。我们预计未来几个月，与就业相关的索赔数量 (通常情形下约占总索赔数的10%) 很可能会增加，尽管西方各国政府计划中的紧急财政方案可能会在一定程度上缓解这一风险。

### 适用企业倍数计算损失额

当索赔发生时，证明违反担保的事项出现通常相对简单，而证明损失 (基于并购时企业倍数或其他) 通常较为困难。随着保险公司面临更多索赔，他们将会更谨慎的要求提供企业估值方面的证据。例如，如果税息折旧及摊销前利润 (EBITDA) 倍数是基于当时市场上可比的同类交易者公司，而市场已经迅速变化，那么被保险人应保留当时 EBITDA 倍数纳入估值模型的相关证据来支持自己的索赔。

### 保单限额和保险公司信用评级

在新冠肺炎疫情爆发之前，已经有一些获得赔付的投保人发现他们所得到的保额并没有完全覆盖他们的损失，这反映了一种趋势，即越来越多的买家倾向于选择企业估值的15-25%作为保单限额 (而历史上的标准是10%)。随着更多的问题交易寻求并购保险作为解决方案，以及私募基金更愿意在标的公司中持有更大比例的股权，我们预计在2020年该趋势将会继续持续。

随着保单限额的提高，以及更多破产案例的出现，我们预计信用评级将在选择保险公司方面发挥更大的作用。虽然并购保险市场上所有的保险公司都被评为A-级或更高评级，但未来客户可能会更倾向于选择AA级或评级更高的保险公司。当然，这需要与这类保险公司提供的覆盖程度和其核保流程的灵活性来进行平衡。

### 结论

综上所述，疫情爆发已经并将持续对并购以及保险市场产生巨大的影响。为确保在交易中正确使用并购保险，发挥其继续为买家和卖家提供风险转移的功能，我们需要重视上述影响。Howden团队将随时为相关问题提供服务。如有任何问题，请随时与我们联系。

李欣是Howden 并购保险中国业务负责人，在加入Howden之前，李欣先后在一家国际律所以及中国上市公司负责并购业务，至今拥有七年工作经验并持有中国律师执照，通晓中文，英语以及德语。



Xin Li 李欣

Senior Associate

Tel: +44 (0) 20 7808 5978

Mobile: +44 (0) 7762 893 748

Xin.li@howdengroup.com

Priscilla Yeung 杨碧时是Howden税务业务负责人。从伦敦政经书院毕业后，杨碧时加入伦敦普华永道及安永会计师事务所负责并购交易的税务咨询服务，至今拥有七年的持牌会计师专业资格和工作经验。杨碧时通晓普通话、广东话及英语。



Priscilla Yeung 杨碧时

Senior Associate

Tel: +44 (0)20 3758 3231

Mobile: +44 (0)77 0137 3875

priscilla.yeung@howdengroup.com