



日印クロスボーダーM&A取引 契約書作成と交渉の主要な検討事項

INDO-JAPANESE TRANSACTIONS PRINCIPAL DRAFTING AND NEGOTIATION CONSIDERATIONS





エグゼクティブ
ブサマリー
Executive
summary
→

過去数年にわたり、インドは、日本の事業会社および金融スポンサーがクロスボーダーM&Aを推進するにあたり、信頼性と魅力を兼ね備えた投資先法域として確固たる地位を築いてきました。三井物産によるBharat Insecticidesへの投資や、林テレンプ株式会社とNDR Auto Componentsとの合併事業の設立といった近時の大型案件は、その動向を裏付けるものといえます。この潮流を支えている要因として、主に以下の二点が挙げられます：

- 地政学および社会経済的観点から、インドが米国や欧州を超えて優先的な投資先法域として位置付けられていること。
- 外国直接投資（FDI）規制の明確化および自由化が進展し、承認手続の合理化が図られるとともに、日本からインバウンド投資を後押しする制度環境が整備されていること。

他方、日本の視点からみても、日本が関与するクロスボーダーM&Aは着実に拡大しています。今後、インド経済の成長が継続することを踏まえると、インドから日本への投資も一層活発化することが見込まれます。その背景には、以下の追い風が存在します：

- 円安基調の継続により、日本の資産が海外投資家およびスポンサーにとって相対的に魅力的な価格水準となっていること。
- オルタナティブ投資資本が日本市場へ流入するという世界的な潮流。
- 資産運用規制の緩和が進められていることに加え、外国直接投資審査制度が概ね予見可能であり、過度に厳格ではない環境にあること。

もっとも、両国の取引エコシステムを支える法規制の枠組みは、重要な点において一定の整合性を有しているものの、実務運用や契約実務のあり方には相当の実務的・文化的差異が存在します。例えば、インドにおける取引ストラクチャーの設計においては、外国投資規制、為替管理制度、会社法および証券法上の要件との整合性を慎重に確保する必要があります。一方で、日本の外国投資および為替管理制度は比較的安定しており、特段厳格というわけでもありません。取引実務の観点からは、特に以下の事項が当事者間で重要な交渉事項となるのが通常です：

- アーンアウト条項およびホールドバック条項の設計
- プレスノート3（国境を接する国の投資家による投資規制）への対応
- 表明保証および補償条項の内容
- 法務デュー・ディリジェンスの範囲および深度
- クロージング前提条件（Conditions Precedent）の設定

本稿では、インドおよび日本双方の視点から、インド・日本間のM&Aにおける取引リスクを適切に管理し、特に取引スケジュール、バリュエーションおよびリスク配分に重大な影響を及ぼし得る論点について、実務上有益な示唆を提供することを目的とします。

Over the last several years, India has emerged as a credible and attractive jurisdiction for Japanese corporate and financial sponsors pursuing cross-border M&A opportunities, as evidenced by recent marquee transactions such as Mitsui's investment in Bharat Insecticides and Hayashi Telempu Corporation's joint venture with NDR Auto Components. This trend is underpinned by two critical factors:

- Geostrategic and socio-economic considerations that have elevated India as a priority investment jurisdiction beyond the United States and Europe.
- Regulatory clarity and liberalisation of the Foreign Direct Investment (FDI) regime, which have streamlined approval processes and created an enabling environment for inbound deals from Japan.

From the Japanese perspective, cross-border M&A involving Japan has also been steadily expanding. Looking ahead, as India's economy continues to grow, we expect India-to-Japan investment to become increasingly active, in light of several tailwinds that are at work:

- A sustained Yen-weakness that has made Japanese assets comparatively attractive to overseas buyers and sponsors.
- A broader global trend of alternative investment capital flowing into Japan.
- Ongoing relaxation of asset-management rules alongside a generally predictable and not overly onerous FDI screening environment.

Even though the legal and regulatory framework underpinning the two countries' transaction ecosystems is aligned on several vital aspects, there are significant practical and cultural differences in deal and contract practice between the two jurisdictions. As an example, while deal structuring in India requires careful alignment with the country's foreign investment regime, exchange control framework, and corporate and securities law requirements, Japan's foreign investment and exchange-control regimes are comparatively stable and not unexpectedly stringent.

From a transaction lawyer's perspective, the following aspects typically require significant negotiations between parties:

- Earnout and holdback structures
- Press Note 3: Investment by border-sharing country entities
- Representations, warranties, and indemnities
- Legal due diligence
- Conditions precedent

This note offers practical insights – from both an Indian and a Japanese POV – for effectively managing deal risks and helping counterparties navigate matters that most often affect timelines, valuation, and risk allocation in Indo-Japanese M&A.



目次

Table of contents

アーンアウトとホールドバック構造	
Earnout and holdback structures	1
プレスノート3: 国境を接する国の主体による投資	
Press Note 3: Investment by border-sharing country entities	4
表明、保証、および補償	
Representations, warranties, and indemnities	7
法務デュー・ディリジェンス	
Legal due diligence	10
前提条件	
Conditions precedent	12
結論	
Conclusion	15
中央総合について	
About Chuo Sogo	16
F&Mについて	
About F&M	17
用語集	
Glossary	18
寄稿者	
Contributors	19

1

アーンアウトとホールドバック構造

Earnout and holdback structures



視点 | インド
Viewpoint | India

段階的支払い：アーンアウト¹やホールドバック²は、バリュエーションギャップの解消、売り手のインセンティブ付与、買い手の取引完了後のリスク回避を目的に、クロスボーダーM&Aで一般的に用いられます。これらの構造は、インド-日本間のクロスボーダーM&A取引において頻繁に見られますが、取引文書で分割払いや後払いの対価支払いが想定されている場合、インドの「外国為替管理法（Foreign Exchange Management Act, 1999、略称**FEMA**）」に基づく外為管理規制の適用を受けることに留意することが重要です。

主な交渉上のポイントは以下のとおりです：

- **段階的支払：**取引関連書類において対価の分割払いが予定されている場合、FEMAでは、居住者と非居住者の間で行われる株式の価格設定は事前に確定している必要があり、支払いも定められた期間内に完了しなければならないとされています。インドの金融セクター規制当局であるインド準備銀行（**RBI**）は、証券売買契約（**SPA**）の発効日から18か月以内に、総購入価格の最大25%までの繰延対価の支払いを認めています。

Earnouts³ and holdbacks⁴ are common mechanisms in cross-border M&A transactions to bridge valuation gaps, incentivise sellers, and protect buyers from post-completion risks. While we have seen these frequently in India-Japan cross-border M&A transactions, it is vital to note that these structures are subject to exchange control regulations in India, under the Foreign Exchange Management Act, 1999 (**FEMA**).

Key negotiating points are as follows:

- **Staggered payments:** When staggered consideration payments are envisaged under the transaction documents, FEMA requires that the pricing of shares between a resident and a non-resident is to be determined upfront, with payments made within a stipulated period of time. The Reserve Bank of India (**RBI**), the Indian financial sector regulator, allows deferred consideration of up to 25% of the total purchase price, payable within a period of 18 months from the effective date of the Securities Purchase Agreement (**SPA**).

¹ アーンアウトとは、対象会社が将来においてあらかじめ合意された業績指標（例えば、売上高やEBITDA等の財務指標）を達成した場合に、追加対価を支払う仕組みをいいます。

² ホールドバックとは、クロージング後に顕在化し得る債務や契約違反等の責任に備えるため、買収対価の一部をエスクロー口座等に留保しておく仕組みをいいます。

³ An earnout is a contingent, future payment based on the business hitting specific performance metrics (e.g., revenue or EBITDA targets).

⁴ A holdback is a portion of the purchase price withheld in escrow to cover potential post-closing liabilities or breaches of contract.

- **価格ガイドライン:**⁵ インド法上、買収対価は公正市場価値基準に従う必要があり、通常は独立当事者間取引（アームズ・レングス）に基づく国際的に認められた評価手法によって算定されます。重要な点として、アーンアウトに連動した価格調整によって、インバウンド取引では下限価格を下回ったり、アウトバウンド取引では上限価格を超えたりしてはならないことが明記されています。
- **エスクロー口座:** 最も交渉の焦点となる事項の一つは、エスクローの仕組みに関するものです。一般的に、アーンアウトやホールドバックは、規制遵守、商業上の柔軟性、リスク配分のバランスを取る仕組みとして設計されます。アーンアウトは通常、クロージング後の設備稼働率などの目標達成を基準に設定され、支払いはインド準備銀行（RBI）承認のエスクロー口座を通じて行われます。また、投資家が訴訟リスクの補填やストックオプションの調整などのために支払いの一部を留保するケースもあります。
- 日本の投資家の間では、売主がエスクロー契約を求めることに対して強い抵抗が見られることがあります。これは主に、手続きが煩雑で時間を要し、認可銀行との間で多くの書類作成や交渉が必要となるためです。ただし、エスクロー契約は、規制当局の承認が得られるまで購入代金を留保する場合や、買主が表明保証が正確であることを確認するために購入価格の一部を留保したい場合などに利用されることもあります。

実務上の取引ストラクチャーを設計する際には、次の点を確実に考慮する必要があります:

- 上方または下方いずれの価格調整も、FEMA（外国為替管理法）上の価格上限を超えないよう注意すること、および支払いが規制で定められた期間内に厳格に行われることが極めて重要です。フィンテック業界で広く報道されたある取引では、KYC（本人確認）規制に対する重大な不遵守が発覚し、企業価値の約10%に相当する価格の引き下げが行われました。また、上場ノンバンク金融会社（NBFC）が関与した別の案件では、未開示の税務負債が問題となり、2年間のエスクロー契約によってリスクを隔離し、購入対価の15%の支払いが解決まで留保されました。
- 当事者は、エスクロー・エージェントの選定および、売主または買主のいずれに対して資金を解放するかを決定するエスクロー契約上の条項の文言に重点を置くべきです。
- エスクロー手数料の負担者を事前に明確化する必要があります

- **Pricing guidelines:** Per Indian law, the purchase consideration must comply with fair market value norms, typically determined by internationally accepted pricing methodology on an arm's-length basis. It is pertinent to note that earnout-linked adjustments cannot result in a price falling below the floor price (for inbound deals) or above the cap price (for outbound deals).
- **Escrow accounts:** One of the most negotiated aspects in this context pertains to the escrow mechanism. Typically, earnout and holdback structures are a balancing act between regulatory compliance, commercial flexibility, and risk allocation – while earnouts are structured based on post-closing capacity utilisation targets, with payments routed through an RBI-approved escrow account, investors often hold back consideration to cover litigation exposure, stock option regularisation, etc.
- We have seen significant pushback from Japanese investors on sellers negotiating for an escrow arrangement, primarily stemming from this being a time-consuming process that often requires significant documentation and negotiation with the authorised dealer banks. However, escrow arrangements are sometimes used to park consideration until regulatory approval is received, or buyers wanting to hold back a portion of the purchase price to make sure all of the representations and warranties are true and correct.

Practical deal structuring must ensure the following:

- It is vital to ensure that any upward or downward adjustments do not breach FEMA pricing caps and that payments are released strictly within the regulatory time frame. In a well-publicised deal in the fintech sector, significant non-compliance with KYC norms led to a downward price adjustment of nearly 10% of enterprise value. In another case involving a listed Non-Banking Financial Company (NBFC), undisclosed tax liabilities were ring-fenced with a two-year escrow arrangement, delaying 15% of the purchase consideration until resolution.
- The parties should focus on the identity of the escrow agent and the language in the escrow agreement that triggers release of the funds, either of the seller or the buyer.
- The parties need to be clear on who is paying the escrow agent fee.

⁵ インドでは、居住者と非居住者の間のインドの会社の株式の引受けまたは譲渡の価格に関しては、価格ガイドライン（Pricing Guidelines）という規制が存在し、契約当事者が価格を完全に自由に合意することはできません。インド居住者からインド非居住者への譲渡または株式発行の場合は基準価格以上で、インド非居住者からインド居住者への譲渡の場合は基準価格以下で譲渡されなければならないとされています。

- **段階的支払:** 日本では、M&Aにおけるアーンアウト条項は、インドなどと比較するとまだ一般的ではありません。クロスボーダー案件で用いられることがありますが、多くの取引では、買収価格の全額がクロージング時に一括で支払われるのが通例です。日本においてアーンアウトが積極的に利用されていない理由として、当事者間で選択肢として広く認識されていないことや、欧米と比べて複雑な契約交渉が敬遠される傾向が指摘されています。しかし近年は、スタートアップ企業や成長期待の高い業種では、将来の業績や事業計画の達成度に応じて追加支払いを行うアーンアウト条項を導入するケースが増加しているようです。ホールドバックについても一般的とはいえません。売主の信用リスクを軽減するためにエスクローや第三者による債務保証等の補完措置とあわせて交渉が行われることがあります。
- **取引価格:** 日本では、インドのように外為規制による価格ガイドラインは存在せず、基本的に当事者間の合意に委ねられます。なお、上場会社の株式は、原則として市場価格（株価）が基準となります。非上場株式の場合はDCF法、配当還元方式、類似企業比率方式、収益還元方式などが企業価値の算定に用いられます。
- **エスクロー口座:** 日本においてエスクローは、M&A取引で利用されることがありますが、欧米と比較するとその利用頻度は高くはありません。インバウンド案件や投資ファンドが売主となる場合など、買主がクロージング後の信用リスクに備える必要がある場面でエスクローの活用が検討される傾向があります。日本では、出資法、銀行法、資金決済法等の法規制に基づき、エスクロー・エージェントは信託業法や金融機関の信託業務の兼営等に関する法律に基づく登録・認可を受けた信託会社、信託銀行、銀行などに限定されるのが一般的です。
- **Staggered payment:** In Japan, earnout clauses in M&A transactions are still less common compared to countries such as India. While they are sometimes used in cross-border deals, it is still customary in many transactions for the entire purchase price to be paid in a lump sum at closing. The limited use of earnout arrangements in Japan is often attributed to the fact that they are not widely recognised as an available option among parties, and to a general aversion to complex contractual negotiations compared with Western practices. However, in recent years, cases have been increasing, particularly involving startups and industries with high growth potential, where earnout clauses are introduced to provide additional payments based on the company's future performance or the achievement of business plans. Holdbacks are also not very common. To mitigate the seller's credit risk, negotiations may include supplementary arrangements such as escrow or third-party guarantees.
- **Pricing:** In Japan, unlike in India, there are no foreign exchange control regulations providing pricing guidelines; the transaction price is generally determined by mutual agreement between the parties. For listed company shares, the market price (i.e., stock price) is typically used as the benchmark. For unlisted shares, valuation methods such as the Discounted Cash Flow (DCF) method, dividend discount model, comparable company analysis, and earnings capitalisation method are commonly used to determine corporate value.
- **Escrow account:** In Japan, escrow arrangements are sometimes used in M&A transactions, but their frequency of use remains relatively low compared to Western countries. They tend to be considered in situations such as inbound transactions or when the seller is an investment fund, where the buyer needs to safeguard against post-closing credit risk. Under Japanese law, including the Money Lending Business Act, the Banking Act, and the Payment Services Act, escrow agents are generally limited to trust companies, trust banks, or banks that are registered or licensed under the Trust Business Act or laws governing the concurrent operation of trust business by financial institutions.



2

プレスノート3: 国境を接する 国の主体による投資

Press Note 3: Investment by border-sharing country entities

視点 | インド
Viewpoint | India

産業・内部貿易振興局（Department for Promotion of Industry and Internal Trade: **DPIIT**）により発出されたPress Note 3（2020年シリーズ）は、インドと国境を接する国の法人または個人による投資、または当該国の法人等が実質的所有者となる投資については、政府承認ルート（Government approval route）の下でのみ実施可能と定めています。本規制は、外国為替管理法（FEMA）を通じて実施されています。

Press Note 3 は、特に投資家が制限対象法域（restricted jurisdictions）に直接的または間接的な関係を有している場合において、クロスボーダー取引の構成方法に大きな影響を与えてきました。日本は法域として Press Note 3の直接的な適用対象ではありませんが、間接的な影響が生じる場合があります。すなわち、株主または最終の実質所有者（**UBO**）が、中国、香港、台湾といった制限対象地域に所在する場合があります。このため、これらの制限対象地域からの直接投資ではない投資家であっても、当該制限対象国の法人等による間接的な実質的所有が存在する場合には、当局による審査の対象となる可能性があります。

Press Note 3 (2020 Series), issued by India's Department for Promotion of Industry and Internal Trade (**DPIIT**) requires that any investment by entities from countries sharing a land border with India, or where beneficial ownership of the investment lies in such entities, can only be made under the Government approval route. This is implemented through FEMA.

Press Note 3 has had a profound impact on how cross-border deals are structured, particularly where investors may have direct or indirect links to restricted jurisdictions. While Japan as a jurisdiction is not directly impacted under Press Note 3, there can be issues around an indirect impact, where a shareholder or the Ultimate Beneficial Owner (**UBO**) can be from a restricted territory, which includes China, Hong Kong, and Taiwan. Therefore, even investors (not directly from such restricted territories) may be subject to scrutiny if there is indirect beneficial ownership by restricted-country entities, triggering a complex chain-of-ownership review.

その結果、複雑な所有構造に関する調査が必要となり、以下のような影響が生じる可能性があります：

- **実質的所有者に関するデュー・ディリジェンスの強化：**クロスボーダー取引では、株主の最終的実質所有者を多層的な法人構造に遡って調査する必要があります。オフショアファンドの場合、リミテッドパートナーの構成や経営権に関する表明を求めることもあります。
- **クロージング前提条件とタイミング：**株式譲渡契約（SPA）には、クロージング前に政府承認を得ることを条件とする条項が盛り込まれるのが一般的です。最終期限は、承認取得に要する期間（通常8～12週間、セクターによってはそれ以上）を考慮して延長されます。
- **中間期間の義務：**承認待ちの間、買い手は事業価値を維持するために厳格な事業運営上の義務を求めます。例えば、新規借入、主要人材の採用、資本構成の変更などを制限する条項が設けられます。
- **リスク配分：**規制承認リスクは「hell-or-high-water」条項（当事者が承認取得に全力を尽くす義務を課すもの）や、承認が得られなかった場合に買い手が支払うリバース・ブレイクフィー（日本語版注釈：買主が原因で取引が成立しなかった場合に、売主へ補償金を支払うもの）などで調整されます。
- **対価のストラクチャリング：**場合によっては、取引を複数のフェーズに分け、最初の少数株取得を自動承認ルートで行い、その後の追加取得を政府承認取得後に実行する方式が採られることもあります。
- **表明保証および交渉：**取引文書には、当該取引が Press Note 3 に違反していないこと、または必要な承認がすでに取得されていることを確認する売主による表明保証が盛り込まれることが一般的です。交渉の観点から見ると、売主は通常、この表明保証を「自らの知る限り」に限定し、自己の管理可能な事項に範囲を絞ることを求めます。これは、最終的実質所有者の特定が複雑であり、売主の直接的な把握範囲を超える場合があるという理由によります。一方で、買主は限定のない厳格な表明保証を要求することが多く、場合によっては、必要に応じて売主が承認を取得することを義務づける前提条件を組み合わせることもあります。実務上は、多くのケースで、「知識限定付き表明保証」に双方が合意し、株主構成や実質的所有関係の詳細を開示したうえで、クロージング後も存続する違反補償を付与する形で取り決められることが一般的です。

最近の報道によると、インド政府はプレスノート3に定められた規制の一部を緩和することを検討しているようです。これらの緩和措置が実施されれば、投資承認プロセスが円滑化され、インドにおける取引の構築および締結において、日本の取引当事者を含む外国投資家にとってより安心感を与えることが期待されます。

This can result in the following potential impacts:

- **Enhanced beneficial ownership diligence:** In cross-border transactions, we have seen parties tracing the UBO of shareholders, including multi-layered corporate structures. This often involves representations from offshore funds confirming their limited partner base and management control.
- **Conditions precedent and timing:** SPAs typically include a detailed condition precedent requiring receipt of Government approval before closing. Long-stop dates are extended to account for approval timelines, which can range from 8 to 12 weeks or longer, depending on sectoral sensitivities.
- **Interim covenants:** Buyers seek strict conduct-of-business covenants during the interim period to preserve value awaiting for approvals, including restrictions on new indebtedness, key hires, or changes to share capital.
- **Risk allocation:** Dealmakers allocate regulatory approval risk through mechanisms such as ‘hell-or-high-water’ covenants (requiring parties to pursue approval diligently), or reverse break fee payable by the buyer if approval is not obtained.
- **Consideration structuring:** In certain cases, transactions are split into tranches, where an initial minority stake is acquired under an automatic route (if permissible), with subsequent tranches contingent on Government approval.
- **Warranties and negotiation:** Transaction documents frequently include a seller warranty confirming that the transaction does not breach Press Note 3 or that required approvals have been secured. From a negotiation standpoint, we have seen that sellers typically seek to qualify the warranty to their knowledge and limit it to matters within their control, arguing that ultimate beneficial ownership determinations may be complex and outside their immediate purview. Buyers often demand a strict, unqualified warranty, sometimes coupled with a condition precedent requiring the seller to procure approval, if needed. In practice, parties frequently agree to a knowledge-qualified warranty, backed by disclosure of the shareholding pattern and beneficial ownership details, with indemnities for breach that survive closing.

Recent news reports suggest that the Indian Government is considering easing certain restrictions prescribed under Press Note 3. If implemented, such relaxations could streamline the investment approval process and provide additional comfort to foreign investors, including Japanese counterparties, in structuring and closing transactions in India.

- **外資規制:** 日本においても、外国投資家による対内直接投資は外国為替及び外国貿易法（**外為法**）に基づき規制されています。インドの Press Note 3 のように「特定国との国境」要件は存在しません。外国投資家が日本の上場会社の議決権の 1% 以上を取得する場合は、「対内直接投資」に該当し、非上場会社の株式を取得する場合は、その比率にかかわらず全て「対内直接投資」に該当します。外国投資家が日本企業の株式取得等の「対内直接投資等」を行う場合、原則として事後報告制ですが、指定業種（安全保障や重要インフラ等）に該当する場合や特定の国（例：北朝鮮、イエメン、ソマリア、イラク）の投資家による場合は、事前届出が必要となります。事前届出の審査には原則として 30 日間が必要であり、事案に応じて届出前に財務省及び事業所管省庁との事前相談を実施することが望ましく、余裕をもった準備期間を確保すべきです。事前届出がなされなかった場合や虚偽の届出があった場合は、株式売却等の措置命令が可能となっています。
- **デュー・ディリジェンス:** クロージングまでのスケジュールを定めるにあたって、事前届出を要するかは大きな影響を与える事項であるため、日本においても、外国投資家及び指定業種の該当性については重要なポイントとなり、デュー・ディリジェンスの実施が必要となる。外国投資家の該当性にあたっては実質的所有者まで遡らなければならない。
- **クロージング条件:** 株式譲渡契約や投資契約には、「外為法に基づく届出が必要な場合は承認取得を条件とする」条項がクロージングの前提条件として盛り込まれるのが一般的である。
- **スケジュール:** 事前届出の審査には通常 30 日間（最長 5 ヶ月延長される場合あり）が必要なため、クロージングまでのスケジュールに反映させる必要がある。
- **Foreign investment regulations:** In Japan, inward direct investments by foreign investors are regulated under the Foreign Exchange and Foreign Trade Act (**FEFTA**). Unlike India's Press Note 3, there is no 'shared border' requirement with specific countries. When a foreign investor acquires 1% or more of the voting rights in a listed Japanese company, it is considered an inward direct investment. In the case of unlisted companies, any share acquisition, regardless of the ratio, constitutes an inward direct investment. In principle, inward direct investments by foreign investors are subject to post-investment reporting. However, prior notification is required when the investment concerns designated business sectors (such as national security or critical infrastructure) or when the investor is from certain specified countries (e.g., North Korea, Yemen, Somalia, or Iraq). The review period for prior notification is generally 30 days, and it is advisable to engage in pre-filing consultations with the Ministry of Finance and relevant competent ministries, depending on the nature of the transaction. Accordingly, investors should ensure sufficient lead time in their preparation. If prior notification is not submitted, or if false information is provided, the authorities may issue corrective orders, including the disposal of acquired shares or other remedial measures.
- **Due diligence:** When determining the schedule up to closing, whether a prior notification is required significantly impacts the timeline. Therefore, in Japan as well, it is essential to examine whether the investment falls under a designated industry and whether the investor qualifies as a foreign investor. Conducting due diligence on these points is crucial. Determining whether an investor qualifies as a foreign investor requires tracing the ultimate beneficial owner.
- **Closing conditions:** It is common for share transfer agreements and investment agreements to include, as a closing condition, a clause stating that 'if prior notification under the FEFTA is required, obtaining such approval shall be a condition precedent'.
- **Schedule:** The review period for prior notifications usually takes 30 days, but may be extended up to five months. Therefore, this review period must be factored into the closing schedule.

3

表明、保証、および補償

Representations, warranties, and indemnities



視点 | インド
Viewpoint | India

クロスボーダー取引においては、デュー・ディリジェンスで特定されたリスクを踏まえ、株式譲渡契約書（SPA）上の特定の保証条項を調整することが一般的です。売主は、補償責任を自身の株式持分比率に応じた按分責任とするよう求めることが多い一方、買主は、少なくとも基本的事項については連帯責任とすることを希望し、執行確実性および回収確実性を重視します。

最近のある取引では、売主が「経営上の保証事項」についてのみ連帯責任を認め、基本的事項（例：株式の所有権、権限、資本構成等）については連帯責任の対象外とする提案を行いました。その理由として、一部の株主がプロモーターファミリーに属していないことを挙げています。しかし、買主側は、これら基本的事項への保証の重要性を踏まえ、通常、こうした除外を設けることに強く反対します。また、税務関連の補償範囲も争点となることが多く、売主は責任上限のない補償に抵抗し、合意済みのバスケット条項やデミニミス基準との整合を求めます。これに対し、買主は税務リスクの長期性を理由に、独立した補償条項の設定を主張する傾向があります。

In cross-border transactions, specific warranties under the SPA are often tailored to address risks identified in diligence. Sellers frequently seek to qualify indemnity obligations by proposing that liability be severable and proportionate to their respective shareholding percentages. Purchasers, however, typically prefer joint and several liability, at least for fundamental matters, to ensure enforceability and recovery certainty.

In one recent transaction, the seller proposed joint and several liability only for operational warranties, while excluding fundamental matters (e.g., title, authority, capitalisation) on the basis that not all shareholders were part of the promoter family. Purchasers often push back on such carve-outs, given the centrality of fundamental warranties to the deal. A related point of contention concerns indemnity scope for tax claims. Sellers often resist uncapped liability and seek alignment with agreed basket and *de minimis* thresholds. Buyers, however, frequently argue for standalone indemnity protection for tax matters given the long-tail risk involved.

インド-日本間の取引における表明保証・補償条項のドラフトに際しては、特に以下の点が重要な交渉事項となります。

- **潜在債務の不存在:** この表明は、潜在債務のリスクを最も把握しうる売主に対して、当該リスクを転嫁するという趣旨を有します。買主は一般にこの条項を強く求めますが、売主の立場としては無限定の責任を生じさせる広範な文言を回避すべく交渉します。
- **表明保証の正確性:** 買主は、署名日およびクロージング日時点で「すべての点において真実かつ正確である」ことを求めます。一方、売主は、表明保証の対象となる事実に関する認識や、その重要性にかんする限定を設け、特に業務上・運営上の事項について責任範囲を狭めるよう交渉します。

組織、権限、資本構成、権限の瑕疵の不存在、税務、従業員義務、環境問題等の基本的表明保証事項については、通常、無限定かつ絶対的な正確性が求められます。他の保証事項については、認識または重要性に基づく限定が認められる場合があります。

インド-日本間の取引では、買主側（特に日本企業）は、よりリスク回避的な傾向が強く、全売主に対して持分割合にかかわらず連帯責任を要求することが多く見られます。これは、持分に応じた補償よりも、契約執行および予見可能性の確保を重視する姿勢によるものです。

インドの売主は、責任範囲を持分比率に合わせようと交渉することが多く、最終的に以下のような妥協案に落ち着くケースが一般的です。

- 基本的保証事項：連帯責任。
- 経営上の保証事項：持分割合に応じた個別責任。
- 税務補償：独立条項または特定の上限・エスクローによる裏付け。

米欧の実務では、バスケット条項およびデミニミス構造が広く利用されていますが、日本の買主は、これらの限定を最小限に抑え、より強固な補償措置を求める傾向があります。これは、潜在リスクに対する保守的な姿勢の表れです。

視点 | 日本 Viewpoint | Japan

日本企業を対象とするインバウンドM&A取引においても、表明・保証条項の目的は、基本的には上記と同様の議論が妥当します。

While drafting representations, warranties, and indemnities in India-Japan transactions, we have noted that the following areas are particularly sensitive:

- **Undisclosed liabilities:** This representation shifts the risk of hidden liabilities to the seller, who is best placed to know the business. While buyers will generally insist on it, the seller's perspective is usually to resist broad formulations that create open-ended liability.
- **Accuracy of representations:** The typical buyer position is usually that representations should be 'true and correct in all respects' as of signing and closing. The seller negotiates to narrow the scope using knowledge and materiality qualifiers, especially for business/operational matters.

Fundamental representations and warranties (e.g., organisation, authority, capitalisation, transfer of title free of encumbrances, taxes, employee obligations, environmental matters) are typically required to be absolutely accurate. Other representations and warranties are subject to materiality or knowledge qualifiers. In Indo-Japanese deals, we see a more risk-averse buyer approach, with Japanese acquirers often insisting on joint and several liability for warranties across all sellers, regardless of shareholding percentages. This stems from a preference for enforceability and predictability rather than reliance on proportional recovery.

Sellers in India frequently negotiate to align liability with shareholding percentages, and a compromise often emerges where:

- Fundamental warranties are joint and several.
- Operational warranties are several and proportionate.
- Tax indemnities are either standalone or backed by specific caps/escrow.

Compared with US/European practice, where basket and *de minimis* structures are heavily relied upon, Japanese buyers tend to seek stronger indemnity backstops and fewer knowledge/materiality qualifiers, reflecting a conservative stance towards undisclosed risks.

In inbound M&A transactions involving Japanese target companies, the purpose of the representations and warranties provisions is essentially the same as discussed above.

主要な交渉事項は以下の通りです:

- **主要な交渉事項:** 表明保証の範囲: 表明保証の範囲が当事者の主観的な認識に基づくものである場合、その範囲が重要な交渉事項となることが多くあります。具体的には、表明保証の対象事実を、無条件で保証する場合、売主の「知りうる限り」で表明保証する場合、及び売主の「知る限り」で表明保証する場合などを巡って交渉が行われます。また、売主の表明保証の範囲に含まれる主体について交渉する場合があります。たとえば、株主本人の認識に限定するのか、あるいは対象会社の取締役や役員の認識も含めるのかといった点がしばしば交渉されます。
- **補償条項:** 補償責任の上限の設定、当事者が複数の場合の連帯責任の有無、バスケット条項またはデミニミス基準の設定などを巡り協議されます。これに加えて、日本の取引では「サンドバッグ条項」の導入をめぐる交渉がしばしば発生します。この点、日本の裁判例では、当事者間において別途の合意がない場合、アンチ・サンドバッグ条項が規定されている場合と同様の解釈がなされる（すなわち、買主が契約締結前に表明保証違反を認識している場合には、補償請求できない）事例が見られます。そのため、実務上は売主側からプロ・サンドバッグ条項を合意することに抵抗を示される場合が多いです。
- **特別補償条項:** また、デュー・ディリジェンスの過程で特定された問題については、特別補償条項において交渉されるのが一般的であり、その補償の内容、金額の上限、補償期間などを当事者間で調整することが必要となります。例えば、デュー・ディリジェンスにおいて対象会社の株式の帰属や、潜在債務の存在の可能性が顕出された場合、たとえ売主が表明保証においてそれらのリスクが存在しないと述べたとしても、アンチ・サンドバッグの考えにより、補償請求をなし得ない可能性があります。また、一般的に表明保証条項の期間は短期間に設定されるため、十分な補償とならない可能性があります。これらに対応するため、表明保証の例外として、具体的な個別の事実につき、表明保証とは別途の期間の補償を求めるため、特別補償条項として合意することが必要となります。

Key negotiation points typically are:

- **Scope of representations and warranties:** There are significant negotiation concerns where such scope depends on the subjective knowledge of the parties. Specifically, negotiations are often held over whether the seller's representations and warranties should be unconditional, limited to matters 'to the extent known' by the seller, or limited to matters 'to the best of the seller's knowledge'. In addition, the parties often negotiate the scope of persons whose knowledge is deemed to be covered by the seller's representations and warranties — for instance, whether such knowledge should be limited to the shareholders themselves, or should also include the directors and officers of the target company.
- **Indemnity provisions:** The parties typically negotiate issues such as liability caps, the existence or absence of joint and several liability where there are multiple sellers, and the introduction of basket or de minimis thresholds. In addition, Japanese transactions often involve discussions over the inclusion of a sandbagging clause. Under Japanese court precedents, if there is no explicit agreement between the parties, the contract is generally interpreted as if an anti-sandbagging clause were in effect — that is, the buyer cannot claim indemnification for a breach of representation and warranty if the buyer was aware of the breach prior to signing. Consequently, in practice, sellers often resist agreeing to a pro-sandbagging clause.
- **Specific indemnities:** Issues identified during the due diligence process are generally addressed through specific indemnity provisions, with the parties negotiating and agreeing upon the content, monetary caps, and duration of such indemnities. For example, if due diligence reveals uncertainties concerning share ownership of the target company or potential contingent liabilities, even if the seller represents that such risks do not exist, the buyer may be unable to bring an indemnity claim due to the principle of anti-sandbagging. Moreover, since the survival period of representations and warranties is often relatively short, the buyer may not obtain sufficient protection through general warranties alone. Accordingly, to address such concerns, the parties typically agree to include specific indemnity clauses as exceptions to the general representations and warranties, providing separate coverage for specific identified risks and allowing for longer indemnity periods.

4

法務デュー・ディリ ジェンス

Legal due diligence

視点 | インド
Viewpoint | India

法務デュー・ディリジェンスは、クロスボーダーM&Aにおいて極めて重要なプロセスです。この手続は、対象会社に関する法律上、規制上又は契約上の潜在的リスクを特定することを目的として実施されます。買主が対象会社の法的な立場を明確に把握し、潜在的な債務やコンプライアンス違反を明らかにしたうえで、クロージング前提条件、表明保証、および補償条項を適切に設計することが目的となります。

適切に実施された法務デュー・ディリジェンスは、法的リスクを軽減し、その過程において得られた情報に基づく合理的な意思決定を可能にし、また株価の算定や取引条件に関する交渉を有利に進めるうえで重要な役割を果たします。実務上、法務デュー・ディリジェンスは一般的に包括的かつ精緻に行われます。特に、取引契約の署名からクロージングまでに一定の期間が空く場合には、「確認的デュー・ディリジェンス」が追加で実施されることも多く、このような場合には前提条件、表明保証、補償条項の役割が一層重要になります。

Legal due diligence is a critical component in cross-border M&A deals – such diligence is usually undertaken to identify potential legal, regulatory, and contractual risks associated with the target company. The objective is to provide the acquirer with a clear understanding of the target company's legal standing, uncover any liabilities or non-compliances, and assess the conditions precedent, representations, warranties, and indemnities to be incorporated into the transaction documents.

A well-conducted due diligence exercise mitigates legal risks, facilitates informed decision-making, and strengthens negotiation on valuation and deal terms. The legal diligence exercise undertaken is usually robust and often involves a confirmatory legal due diligence, in cases where there is a significant time lag between execution and closing of the transaction documents. Therefore, the role of condition precedents, warranties and indemnities becomes critical.



我々の経験上、日本の投資家は他の外国投資家と比べて、法務デュー・ディリジェンスに対してより厳密な姿勢を取る傾向があります。日本の投資家は法務デュー・ディリジェンスを特に重視しており、規制遵守、資産権原の有無、訴訟リスク、契約上の義務などの項目について、より詳細かつ確実な確認を求めることが一般的です。この厳格な姿勢は、リスク回避を重視する保守的な投資哲学と、リスクの最小化に対する高い意識を反映しています。実際、最近のある取引では、関係当事者が標準的な範囲を超えて、クローリング前に全面的な確認的法務デュー・ディリジェンスを実施しました。このことは、日本の投資家が法的リスクの把握および検証に対して、非常に慎重かつ徹底したアプローチを取っていることを示しています。

視点 | 日本 Viewpoint | Japan

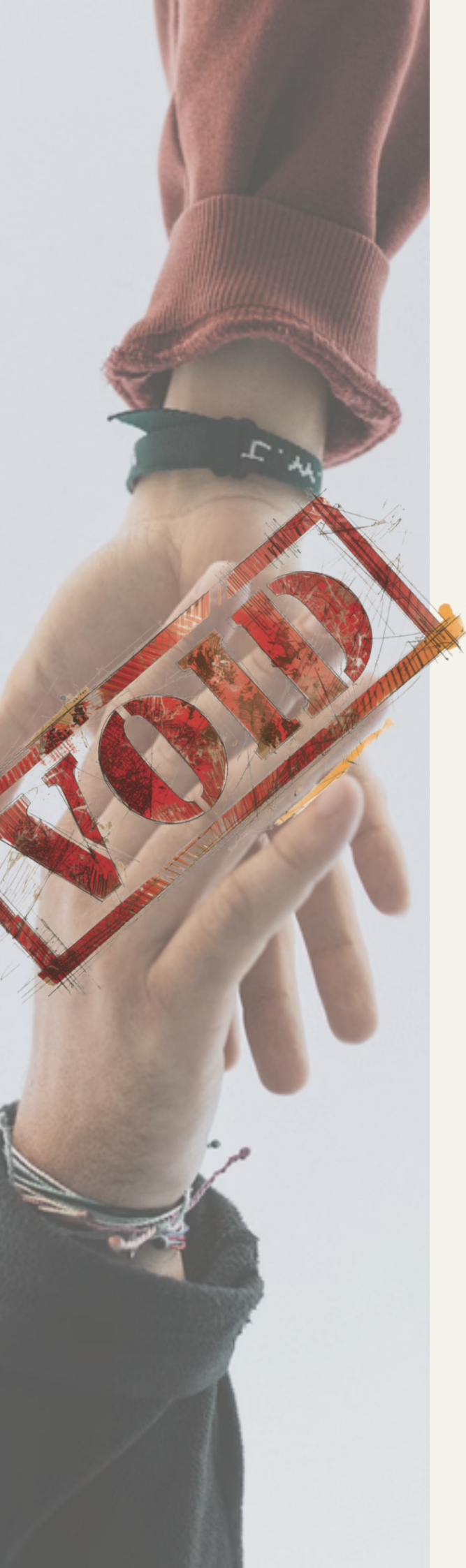
日本企業を対象会社とするM&Aにおいても、法務デュー・ディリジェンスの目的、重要性は上記と同様の議論が妥当します。

一般的に日本企業が実施する法務デュー・ディリジェンスはスコープが広く、内容も詳細な報告を求めるフルスコープの場合が多いのに対し、インドを含む海外企業は、スコープを事前に限定し、かつ報告の方法についても、取引を成立させるうえで致命的な障害となる要因や、取引価格に影響を与える事実のみを報告する、レッドフラグ方式を採用するケースが多いと感じます。過去に、海外のクライアントから、日本企業の法務デュー・ディリジェンスを依頼された際には、クライアント指定の書式によるレッドフラグ方式での報告が求められることもありました。法務デュー・ディリジェンスは、M&A取引実行のために行われるものですので、当該取引に影響のある点のみを確認するというレッドフラグ方式は合理性があります。他方で、レッドフラグ方式ではクライアントが重視する事項について報告がなされない可能性が比較的高まるとの懸念もあり、日本企業から法務デュー・ディリジェンスを依頼される場合、引き続きフルスコープでの対応が求められる可能性もあると考えます。

In our experience, Japanese investors tend to be more exacting in their approach to legal due diligence compared to other foreign investors, particularly when evaluating Indian target companies. They place a heightened emphasis on the legal due diligence exercise, often seeking granular clarity on regulatory compliance, title to assets, litigation exposure, and contractual commitments. This rigorous stance is reflective of their conservative investment philosophy and the importance they attach to risk mitigation. In fact, in one of our recent transactions, the parties went beyond the standard diligence process and undertook a full-fledged confirmatory legal due diligence before closing, underscoring the weight placed by Japanese investors on thorough verification.

In M&A transactions involving Japanese target companies, the purpose and importance of conducting due diligence are essentially the same as discussed above.

In general, Japanese companies tend to conduct full-scope due diligence, covering a broad range of areas and requiring detailed reporting. In contrast, foreign acquirers, including Indian companies, often prefer a limited-scope, 'red-flag' approach, in which the scope of the review is predefined and only issues that could constitute material obstacles to the completion of the transaction or have a significant impact on valuation are reported. In our experience, when we were engaged by foreign clients to conduct legal due diligence on Japanese companies, we were sometimes instructed to prepare our reports in a prescribed red-flag format designated by the client. Since due diligence is conducted for the purpose of facilitating the execution of an M&A transaction, the red-flag approach - focusing only on matters material to the deal - is a rational and efficient method. However, because the red-flag approach may result in the omission of issues that are important from the client's own perspective, there remains a concern that certain matters of significance may not be reported. For this reason, when Japanese companies engage counsel to perform legal due diligence, they often continue to request a full-scope review to ensure that all potentially relevant risks are identified and assessed.



5

前提条件 Conditions precedent

視点 | インド
Viewpoint | India

デュー・ディリジェンスにおいて特定された課題は、通常、クロージング前提条件として設定され、その是正が求められます。日本の投資家が関与する取引において、買主が自己の裁量により、前提条件の全部または一部の充足を一方的に放棄できる権利を保持するケースが見受けられます。この場合、買主は売主および対象会社に通知することにより、前提条件の履行義務を全部または一部免除することが可能とされています。これに対し、売主は、前提条件の放棄を相互の権利とすることを求める傾向があります。その理由は、買主が一方的に前提条件の履行を放棄した場合、売主が法令上または契約上履行すべき義務を、自己の同意なしに免除された形となり、法令違反や契約違反のリスクにさらされる可能性があるためです。

もう一つの典型的な交渉論点として、前提条件となる項目が過度に広範又は主観的に定められる事例が挙げられます。例えば、ある株式譲渡契約書においては、「買主が、対象会社の資産が十分であり、かつ事業運営に必要な有資格従業員が確保されていると満足すること」という前提条件が設けられていました。しかし、このような条件は本質的に主観的であり、履行可否の判断に不確実性をもたらします。

Issues identified during legal due diligence are typically addressed and rectified as closing conditions (also referred to as Conditions Precedent or **CP**). In transactions involving Japanese investors, we have observed that the acquirer often retains the right to waive, in whole or in part, the fulfilment of any CPs at its sole discretion by delivering notice to the seller and the target company. Sellers, however, generally seek to make the waiver of CPs a mutual right, to avoid a scenario where the purchaser unilaterally waives a seller obligation that would otherwise be required under applicable law or contract. The seller's argument is that such unilateral waivers could expose them to compliance or contractual breaches without their consent.

Another common area of negotiation concerns overbroad and subjective CP items. For instance, in one SPA, a CP required that 'the purchaser be satisfied that the assets of the target are sufficient, and that the target has adequate qualified employees to run the business.' Such conditions are inherently subjective and can create uncertainty.

一般的な原則として、前提条件は署名からクロージングまでの期間内に実現可能な、具体的・客観的かつ実行可能な事項に限定すべきとされています。

買主の根本的な懸念は、デュー・ディリジェンスからクロージングまでの期間において、対象会社の資産基盤や人的リソースが実質的に変動していないことを確保する点にあります。他方で、売主はこのような主観的前提条件を嫌い、これらの事項は対象会社の資産や事業に関する適切に調整された保証条項によって担保することで対応することを提案します。

このような代替案は一般的に受け入れられやすいものの、買主は、保証条項に過度な限定（例：認識による限定や、重要性による限定等）が付されることに抵抗を示します。買主は、クロージング時点における事業の基本的健全性について、経済的・実務的な納得感を得ることを重視しているためです。一方で、売主は、自己の管理・支配の範囲内で履行可能な前提条件についてはその履行コストを負担することをいとわないものの、無限定または主観的な前提条件については抵抗を示すことが一般的です。

日印間のクロスボーダーM&Aにおいては、米国や欧州の実務と比較して、前提条件設定に関してより保守的なアプローチが採られる傾向があります。特に日本の買主は、保証や補償にのみ依拠するのではなく、デュー・ディリジェンスで特定されたすべての問題をクロージング前に正式に是正することを重視します。これは、確実性およびリスク最小化を重んじる文化的・商慣習的傾向を反映するものです。

視点 | 日本 Viewpoint | Japan

前提条件を設定する目的や必要性についても、日本企業を対象会社とするM&A取引でも、上記と同様の議論が妥当します。もっとも、インドのプラクティスにおいては、売主は法令違反を回避するため、買主による一方的な前提条件の放棄を認めない方向にあるとの指摘がありますが、日本のプラクティスにおいては、買主による前提条件の放棄は一般的に受け入れられることが多いです。売主の最大の関心は、多くの場合代金支払いであるため、多くの事例で共通する内容となることが多いと感じます。

As a general principle, CPs should be limited to specific, objective, and actionable items that can be satisfied within the interim period between signing and closing.

The purchaser's underlying concern is that, given the time gap between due diligence and completion, the target's asset base and employee strength should not materially change before closing. Sellers, however, resist subjective CPs and usually agree that such assurances can instead be provided in the form of appropriately tailored warranties relating to the company's assets and business.

While this compromise is generally acceptable, purchasers often resist warranties being overly qualified by knowledge, materiality, or other limiting criteria, since they require commercial comfort that the business fundamentals remain intact at closing. Sellers, on the other hand, are typically willing to bear the cost of satisfying CPs to the extent they relate to actions within their control, while pushing back on open-ended or subjective CP formulations.

In Indo-Japanese cross-border M&A transactions, we often see a more conservative approach to CPs compared to US or European practice. Japanese acquirers tend to place a higher emphasis on ensuring that all identified diligence issues are formally cured before completion, rather than relying solely on warranties and indemnities. This reflects a cultural and commercial preference for certainty and risk minimisation.

In M&A transactions involving Japanese target companies, the purpose and necessity of setting CPs are essentially the same as discussed above. However, while in Indian practice sellers often resist allowing unilateral waivers of CP by purchasers - primarily for compliance reasons or to avoid potential contractual breaches - under Japanese practice, it is generally more common for purchasers to retain the right to unilaterally waive CP. In many cases, the seller's primary concern is the receipt of the purchase price, and therefore, the scope and content of CP tend to be relatively standardised across transactions.

• **主要な交渉事項:** 日本の取引で交渉場面となる事項には:

- 表明保証の正確性（基準となる時間は「契約締結日及びクロージング日」の双方において正確であることを内容とすることが比較的多く）。
- 内容は「重要な点において真実であること」とすることが比較的多いと感じます）。
- クロージング前の義務の遵守、許認可の取得。
- 契約締結後からクロージングまでに重大な悪影響を及ぼす事由（**MAC**）の存在しないこと。
- M&A取引の場合に当事者の同意を求める条項（**CoC**条項）付き契約書について相手方当事者からの同意書の取得。
- 関連契約の締結（例えば、株主間契約、知的財産のライセンス契約、システム利用に関する契約、重要な人材に関する派遣契約）。
- 雇用の維持などが挙げられます。

• **CoC条項:** CoC条項付き契約の第三者からの同意については、買主としては全ての契約について同意を得ることを求めることを前提条件とすることを希望する傾向にあります。しかし、売主としては、第三者が同意をするか否かは自身の影響外の事由であるため、努力義務にとどめることなどを希望することが多いです。この点、実務上は、対象会社の運営継続にとって特に重要な契約に限り第三者の同意を取得することが前提条件とされ、その他の契約に関しては努力義務に留めるなど、当事者の利害や対象会社の状況を踏まえた交渉が行われると考えます。

• **関連契約の締結:** 関連契約の締結は、株式譲渡そのものではありませんが、それら契約がなければ株式譲渡の目的を達成できない場合もあるため、買主としては、可能な限り、クロージングまでに関連契約の内容を定め、これらが締結されることを希望する傾向にあります。過去に担当した取引では、対象会社において使用する契約管理システムとして、対象会社の親会社の提供するシステムを利用しており、システムの利用を継続することができないという事例がありました。当該案件では、新たなシステムを導入するまでの期間中、親会社との間でシステム利用に関する契約を締結する必要があったため、クロージング前に、契約期間、費用、利用可能なシステムの特典など詳細な事項について協議を必要としました。

• **Key negotiation points:** In Japanese transactions, the main issues subject to negotiation typically include:

- Accuracy of representations and warranties — It is common for these to be required to be true both as of the signing date and the closing date, and for the qualification to be limited to ‘true and correct in all material respects’.
- Compliance with pre-closing obligations.
- Obtaining necessary permits and approvals.
- Absence of any material adverse change (**MAC**) between signing and closing.
- Third-party consents under contracts containing Change-of-Control (**CoC**) clauses.
- Execution of related agreements, such as shareholders’ agreements, intellectual property license agreements, system usage agreements, or key personnel secondment agreements.
- Maintenance of employment relationships.

• **CoC clauses:** With respect to obtaining third-party consents under contracts that contain CoC clauses, purchasers generally seek to make the obtaining of all such consents a condition precedent to closing. Sellers, however, often argue that whether a third party grants such consent is outside their control, and thus prefer that their obligation be limited to a best efforts standard. In practice, a balanced approach is often adopted: the parties agree that consent will be required only for those contracts that are particularly material to the target’s business operations, while for other contracts, the seller’s obligation is limited to using best efforts. Such negotiations are typically conducted with careful consideration of the target company’s operational circumstances and the commercial interests of both sides.

• **Execution of related agreements:** Although related agreements are not themselves part of the share transfer, they are sometimes essential to achieving the overall objectives of the transaction. Accordingly, purchasers generally prefer that the terms of such agreements be finalised and executed as early as possible, ideally before closing. In one transaction we handled, the target company used a contract management system provided by its parent company. Because the target would no longer have access to that system after the share transfer, it was necessary to execute a system usage agreement with the parent company to allow continued use until a new system was implemented. This required detailed negotiations prior to closing regarding the contract term, fee, and specifications of the system to be used.

結論

Conclusion

インドと日本のクロスボーダーM&Aが勢いを増す中、商業的利害と規制枠組みの相互作用が、今後も取引遂行の中心的要素であり続けるでしょう。日本の投資家は、確実性とリスク最小化を重視する文化的傾向に基づき、補償条項（インデムニティ）、前提条件（CPs）、コンプライアンスチェックなどにおいて、より保守的な姿勢を取る傾向があります。一方で、インドの売り手は、責任の比例配分、保証範囲の限定、主観的なCPへの抵抗などを通じて柔軟性を求める傾向があります。これら相反するアプローチを橋渡しするには、慎重なスキーム設計、個別に対応した契約書の作成、そしてリスクの実務的な分配が求められます。

今後は、製造業、クリーンエネルギー、デジタルインフラ、モビリティといった分野が、インドの市場規模と、日本が従来の地理的枠を超えて多様化を志向する動きに支えられ、インド・日本間のM&Aの中心を担っていくと予想されます。一方で、FEMA（外国為替管理法）、プレスノート3、インドの会社法および証券法に基づく規制の影響は、今後も交渉に大きな影響を与え続けるでしょう。こうした摩擦点を事前に予測し、バランスの取れた解決策を構築できるディールメイカーが、最大の価値を引き出すポジションに立つことになります。

日本の視点から見ると、インド企業が日本のターゲット企業を買収する際の規制上のハードルは、一般的にそれほど高くありません。制裁関連および経済安全保障に関する審査を除けば、日本のインバウンド投資制度において、近い将来に実質的な規制強化が行われるとの見込みは現時点ではありません。

最終的に、インド・日本間のM&Aの成功は、日本が重視する強制力と予測可能性を、インドの進化する規制環境および商業的現実とどう融合させるかにかかっています。このバランスを巧みに操ることができる企業こそが、円滑なクロージングを実現するだけでなく、インドと日本の企業・投資家との間に、持続可能で長期的なパートナーシップを築くことになるでしょう。

As Indo-Japanese cross-border M&A continues to gain momentum, the interplay of commercial interests and regulatory frameworks will remain central to deal execution. Japanese investors, guided by their cultural preference for certainty and risk minimisation, often adopt a more conservative stance on issues such as indemnities, CPs, and compliance checks. Indian sellers, by contrast, typically seek flexibility through proportional liability, narrowed warranties, and resistance to subjective CPs. Bridging these divergent approaches requires careful structuring, bespoke drafting, and a pragmatic allocation of risk.

Going forward, sectors such as manufacturing, clean energy, digital infrastructure, and mobility are expected to anchor Indo-Japanese deal flow, driven by India's market scale and Japan's appetite for diversification beyond traditional geographies. While regulatory considerations under FEMA, Press Note 3, and India's corporate and securities laws will continue to shape negotiations, dealmakers who can anticipate these friction points and craft balanced solutions will be best positioned to unlock value.

From a Japanese perspective, when Indian companies acquire Japanese targets, the regulatory hurdles are generally modest; save for sanctions-related and economic-security screening, there is no near-term expectation of material tightening in Japan's inbound investment regime.

Ultimately, the success of Indo-Japanese transactions will hinge on combining Japan's emphasis on enforceability and predictability with India's evolving regulatory and commercial realities. Those who navigate this balance effectively will not only ensure smoother closings but also lay the foundation for durable, long-term partnerships between Indian and Japanese businesses and investors.



中央総合に ついて About Chuo Sogo



CHUO SOGO LPC

中央総合法律事務所は1968年に開設され、大阪に本社を構え、東京および京都にもオフィスを有する、日本有数の中規模法律事務所の一つです。国内外のクライアントに対し、総合的なリーガルサービスを提供しています。同事務所には80名を超える弁護士に加え、外国法事務弁護士が2名、外国弁護士が1名在籍しています。英語に堪能な弁護士が在籍しているため、海外クライアントの案件にも効果的に対応する体制が整っています。50年以上にわたる経験を有し、深い法的専門知識、迅速な対応、そしてグローバルな対応力において高い評価を得ています。

Founded in 1968, Chuo Sogo LPC is one of Japan's leading mid-sized law firms, headquartered in Osaka with offices in Tokyo and Kyoto, providing comprehensive legal services to both domestic and international clients. The firm has over 80 attorneys, in addition to two foreign-registered lawyers and one foreign attorney. With lawyers fluent in English, the firm is well equipped to effectively handle matters for overseas clients. With more than half a century of experience, the firm has earned a reputation for deep legal expertise, responsive service, and global reach.

フォックス & マンダル について About Fox & Mandal



Fox & Mandal (F&M) は、1896年に設立されたインド最古のフルサービス法律事務所の一つです。125年以上にわたる歴史を背景に、進化・適応・変化への揺るぎない注力は、クライアントとの関係構築およびサービス理念の中核を成しています。

当事務所は20名のパートナーと120名以上のプロフェッショナルを擁し、フルサービス機能を効果的に活用して法的課題に対応してきた実績があります。専門チームは、分野別、業界別、法域別の知見を組み合わせ、実務的かつ商業的に実現可能で法的にも執行可能なソリューションを提供し、ビジネスライフサイクル全体にわたる重要課題に対応しています。

当事務所の取扱分野には、銀行・金融、コーポレートおよび商取引、資本市場・証券法、紛争解決・ADR（代替的紛争解決）、雇用・労働、倒産・再編、政府・規制対応、経営・コンサルティング、プライベートクライアント業務、プロジェクト・エネルギー・インフラ、不動産などが含まれます。

Founded in 1896, Fox & Mandal (**F&M**) is one of India's oldest full-service law firms. Against the backdrop of our 125+ years heritage, an unyielding and constant focus on evolution, adaptability and change have been the hallmark of our client engagement and service ethos.

With 20 partners, 120+ professionals and a proven track record of effectively leveraging our full-service capabilities to address attendant legal challenges, our specialist teams combine relevant subject-matter, sectoral and jurisdictional knowledge to craft pragmatic, commercially viable and legally enforceable solutions for addressing critical issues along the entire business life cycle.

Our practice areas include Banking & Finance, Corporate & Commercial, Capital Markets & Securities Law, Dispute Resolution & ADR, Employment & Labour, Insolvency & Restructuring, Government & Regulatory, Management & Consultancy, Private Client Practice, Projects, Energy & Infrastructure, and Real Estate.

用語集

Glossary

FDI	外国直接投資	Foreign Direct Investment
EBITDA	利払前、税引前、償却前利益	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortisation
FEMA	1999年外国為替管理法	Foreign Exchange Management Act, 1999
RBI	インド準備銀行	Reserve Bank of India
SPA	証券売買契約	Securities Purchase Agreement
NBFC	非銀行金融会社	Non-Banking Financial Company
DCF	割引キャッシュフロー	Discounted Cash Flow
DPIIT	産業・内部貿易振興局	Department for Promotion of Industry and Internal Trade
UBO	最終的実質所有者	Ultimate Beneficial Owner
FEFTA	外国為替及び外国貿易法	Foreign Exchange and Foreign Trade Act
CP	前提条件	Conditions Precedent
MAC	重大な悪影響	Material Adverse Change
CoC	支配権の変更	Change of Control

寄稿者 Contributors

Chuo Sogo



Katsuya Hongyo

Partner

hongyo_k@clo.gr.jp



Takashi Oguchi

Partner

oguchi_t@clo.gr.jp



Daigo Kawano

Associate

kawano_d@clo.gr.jp

Fox & Mandal



Ashutosh Gupta

Partner

ashutosh.gupta@foxandmandal.co.in



Saurav Bhaumik

Associate Partner

saurav.bhaumik@foxandmandal.co.in



Abhinav Jain

Assistant Manager

abhinav.jain@foxandmandal.co.in



www.clo.jp

Osaka

Dojimahama Tower, 15th floor
1-1-27 Dojimahama, Kita-ku
Osaka 530-0004

Tokyo

Hibiya Kokusai Building, 18th floor
2-2-3 Uchisaiwaicho
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0011

Kyoto

Kyoto Mitsui Building, 3rd floor
8 Naginataboko-cho
Karasuma-Higashi-iru
Shijo-dori, Shimogyo-ku
Kyoto-city, Kyoto 600-8008



www.foxandmandal.co.in

Bengaluru

G 102, Embassy One Pinnacle
8 Bellary Road
Bengaluru 560 032

Kolkata HO

12, Old Post Office Street
Kolkata 700 001

Kolkata

7th floor, 206 AJC Bose Road
Kolkata 700 017

Mumbai

105, Arcadia Building
195 NCPA Marg, Nariman Point
Mumbai 400 021

New Delhi

Fox & Mandal House
D 394, Defence Colony
New Delhi 110 024