

FOX & MANDAL | HIBIYA-NAKATA

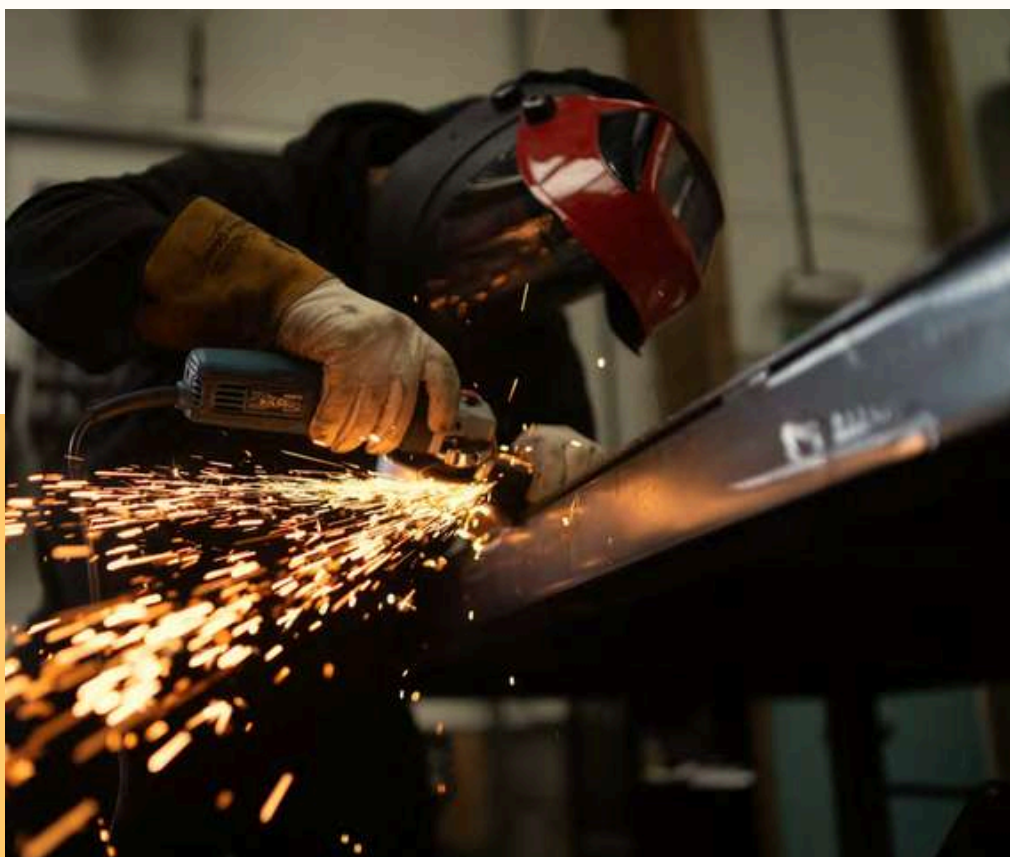
質疑応答集  
Q&A COMPENDIUM

日印間のM&A取引  
製造業における価値創造  
のための主要ポイント

.....  
INDO-JAPANESE M&A TRANSACTIONS

KEY LEVERS FOR VALUE  
CREATION IN THE  
MANUFACTURING SECTOR

エグゼクティブサマリー  
Executive summary



インドの製造業は、政策改革、堅調な内需、およびグローバル・バリューチェーンにおける役割拡大に支えられ、急速に成長している。日本企業は、自動車、エレクトロニクス、化学、精密工学などの分野において、当該成長を牽引する重要な役割を果たしてきた。

日本企業の経営者は、インドの成長可能性に強い期待を寄せている。この点は、国際協力銀行（**JBIC**）による調査（注1）において、インドが中期的な有望事業展開先国として4年連続首位を獲得した事実からも明らかである。また、日本貿易振興機構（**JETRO**）の調査（注2）によれば、製造業者の80%以上がインドにおける事業拡大を追求しており、日本企業にとってインドが戦略的に重要な市場であることが示されている。

日本企業によるインド企業への出資は幅広い業種に及ぶが、とりわけ製造業は一貫して高い割合を占める。日本のOEMメーカーや部品メーカー等をはじめとする製造業者は、買収、合併事業等を通じて、インドでの存在感を示してきた。近年では、日本農業によるHyderabad Chemical Limitedの株式取得、大気社によるNicomac Clean Rooms Far East LLPの株式取得、アイカ工業によるStylam Industries Limitedの株式取得といった案件が発表され、今後もさらに増加することが予測される。

India's manufacturing sector is expanding rapidly, supported by policy reforms, strong domestic demand, and its growing role in global value chains. Japanese companies have played a significant role in this growth story, especially in sectors such as automobiles, electronics, chemicals, and precision engineering.

Japanese executives maintain a strong conviction in India's growth potential. This is underscored by the fact that India has secured the top position for four consecutive years in the Japan Bank for International Cooperation (**JBIC**) survey of promising mid-to-long-term business destinations. This optimistic outlook is further substantiated by the strategic moves of Japanese companies already operating in India. The latest findings from Japan External Trade Organisation (**JETRO**) reveal that over 80% of manufacturers are pursuing further operational expansion, reflecting an 'India-shift' in corporate strategy.

While Japanese investment in India spans a wide range of industries, manufacturing-led transactions account for a consistently high proportion of the overall deal flow. Over the past 5 years, the manufacturing sector has emerged as the most significant and enduring pillar of Indo-Japanese M&A activity. The period has seen Japanese OEMs and component manufacturers reinforce their India presence through acquisitions, joint ventures, brownfield capacity expansion, and minority strategic investments. Japanese investors are increasingly attracted by India's market potential, Government-led manufacturing incentives, supply-chain realignment away from China, and the technological complementarity between the two countries. This reflects a deeper strategic partnership rooted in long-term industrial cooperation, technology transfer, and shared priorities around supply-chain stability, quality enhancement, and market expansion. Given this momentum, we anticipate a further increase in outbound M&A in India by Japanese companies, especially those in the manufacturing sector.

There has been a growing trend of Japanese investors acquiring controlling stakes in Indian companies, reflecting both strategic growth ambitions and evolving corporate governance expectations. Transactions such as Nihon Nohyaku's acquisition of 74% of Hyderabad Chemical Ltd and Taikisha's acquisition of 74% of Nicomac Clean Rooms Far East LLP illustrate the deliberate exit of promoter groups and the transfer of operational control to Japanese investors, often accompanied by restructuring or consolidation to align governance with global standards.

もっとも、日本企業によるインド企業のM&A取引にあたっては、規制枠組みに沿ったリスク配分、法令遵守、およびPMIプロセスの明確化が重要となる。これらを実現するためには、実務的な取引経験に基づく、バランスの取れたアプローチが不可欠である。日印間には、取引の進め方やデューデリジェンスの方法、ガバナンス等に関する認識や実務慣習において一定の違いが存在する。もっとも、これらは必ずしも取引の障害になるものではなく、バリュエーションやスケジュールに影響を与える事項としてあらかじめ正しく認識し、交渉を通じて調整していくことが重要である。

本稿は、日印間の製造業におけるM&A取引を念頭に、両当事者のシナジー創出において重要となるポイントを、実務的観点から考察するものである。具体的には、日印の実務家同士の対話を通じ、インドの規制動向、デューデリジェンスや交渉の実務慣行、PMIにおける留意事項を整理し、実務における対応の方向性を提示することを目的とする。

Other recent transactions, including Mizuho's proposed acquisition of over 60% of Avendus Capital Pvt Ltd and Aica Kogyo's 40% controlling stake in Stylam Industries Ltd, demonstrate continued interest in both private and listed entities, leveraging promoter share exits to secure strategic influence. Even minority but strategically significant stakes, such as Nikkei's investment in NewsRise Financial Research and Information Services, highlight a pattern of incremental influence and governance participation.

These trends are reinforced by India's regulatory framework, including the (Indian) Companies Act (**Companies Act**), SEBI's disclosure requirements, and takeover regulations, which collectively shape the mechanics of promoter exits, foreign control, and minority shareholder protections in cross-border M&A, and underscore the strong industrial complementarity between the two countries. This rising activity is propelled by India's growing role in global manufacturing realignment and a more facilitative regulatory environment that offers clearer pathways for inbound investment from partners like Japan. As more Japanese companies pursue acquisitions and joint ventures in India, clarity on risk allocation, compliance, and integration is the key, specifically in line with the evolving Indian regulatory framework. Successful value creation requires a balanced, risk-sensitive approach rooted in practical deal experience. Although opportunities abound, Indian and Japanese investors remain aware of differences in deal-making styles, diligence, governance, labour norms, and risk allocation. These are not obstacles but factors that must be recognised early and aligned through clear negotiation, as they influence valuation, timelines, integration, and post-closing operations. This is particularly important in manufacturing transactions involving significant assets and regulatory processes.

This whitepaper highlights the key value drivers in Indo-Japanese manufacturing M&A, offering a practitioner-focused view of the regulatory, commercial, and cultural elements that shape successful cross-border outcomes. With the aim of equipping stakeholders with a practical, balanced framework for structuring and executing durable, value-creating transactions, the paper analyses the Indo-Japanese manufacturing-focused M&A transactions through a practical, deal-tested lens and identifies the key levers that influence outcomes in such transactions, spanning regulatory developments, due diligence priorities, negotiation hotspots, post-merger integration challenges, and emerging sectoral trends.

By distilling strategic insights from recent transactions and cross-jurisdictional experience, the paper, structured in the Q&A format for optimal clarity, asks pertinent questions from the perspective of Japanese investors and aims to provide stakeholders with a clear, actionable framework for structuring, negotiating, and executing successful Indo-Japanese manufacturing deals that deliver enduring industrial and commercial value.

# 目次

## Table of contents

01  
専門家による解説 -  
効果的な価値創造と  
保全のための主要リ  
スクに関するQ&A  
Expert speak -  
Q&A on key risks  
to navigate for  
effective value  
creation and  
preservation

33  
結論  
Conclusion

35  
企業について  
About the firms

37  
執筆者一覧  
Contributors

39  
用語集  
Glossary

外資規制   Foreign investment regulations	2
株式譲渡   Secondary share sale	3
事前承認の対象業種   Sensitive sectors needing prior approval	4
業種別上限   Sectoral caps	4
外国投資家への株式発行   Primary issuance	5
報告義務   Reporting obligations	6
価格設定に関する考慮事項   Pricing considerations and deferred payments	7
価格の減額調整   Downward price adjustments	8
アーンアウト   Earn-out arrangements	9
エスクロー   Escrow arrangements	13
表明保証および補償   Representations, warranties, and indemnities	14
前提条件   Conditions precedent	19
MAC   MAC structuring	20
ノミニー取締役   Nominee directors	21
エスクロー   Escrow accounts	22
プレスノート3 (2020)   Press Note 3 (2020 Series)	23
企業結合規制   Merger control regime	25
デューデリジェンス   Due diligence	26
プロモーター   Treatment of promoters	28
労働法規制と労働者の統合   Labour law regulations and workforce integration	30
生産連動型インセンティブ (PLI) スキーム   Production-Linked Incentive scheme	32

## 日印実務家間の対話 – 取引成功のための 重要事項に関するQ&A

Expert speak - Q&A on key risks to  
navigate for effective value creation  
and preservation



## 外資規制 Foreign investment regulations

### 1. インドへの対内投資は、どのようなルートで行われるのでしょうか？

#### What are the routes for foreign investment into India?

インドにおける対内投資は、1999年外国為替管理法（**FEMA**）および関連規則による規制を受け、インド準備銀行（**RBI**）の監督下に置かれる。FEMAはインドの為替管理に関する基本法であり、外国為替取引を規制し、インド外国為替市場の秩序ある発展を促進することを目的とする。FEMAと併せて運用される外国直接投資政策（FDIポリシー）は、バリュエーション、価格設定、および決済方法に関する遵守事項を定めている。

インドへの対内投資において利用される主なルートは、以下のとおりである：

- 外国直接投資（**FDI**）ルート。
- インド証券取引委員会（**SEBI**）に登録した外国ベンチャーキャピタル投資家（**FVCI**）向けの外国ベンチャーキャピタル投資ルート。
- SEBIに登録した外国ポートフォリオ投資家（**FPI**）による外国ポートフォリオ投資ルート。
- 不動産投資信託（**REIT**）、インフラ投資信託（**InvIT**）、代替投資ファンド（**AIF**）などの投資ビークルが発行する持分への投資。
- インド企業によるインドルピー建てまたは外貨建て借入への投資。

Foreign investments in India are primarily regulated by the Reserve Bank of India (**RBI**), and are governed by the Foreign Exchange Management Act, 1999 (**FEMA**), read with the rules and regulations made thereunder. The FEMA is an Indian exchange control law that regulates foreign exchange transactions and promotes the orderly development of India's foreign exchange market. The FEMA, along with the consolidated Foreign Direct Investment policy (**FDI Policy**), impose mandatory compliance on valuation, pricing, and settlement mechanics. In manufacturing sector deals, these rules take on heightened importance because transactions typically involve complex consideration structures, multi-tranche payments linked to operational milestones, and transfers of equity by both resident and non-resident shareholders.

The principal and most common routes for foreign investment into India included under the FDI Policy:

- The FDI route.
- The foreign venture capital investment route for the Securities and Exchange Board of India (**SEBI**)-registered foreign venture capital investors.
- The foreign portfolio investment route for SEBI-registered foreign portfolio investors.
- Investment in units issued by investment vehicles such as REITs, InvITs, and AIFs.
- Investments in Indian Rupee-denominated or foreign currency-denominated borrowings availed by Indian companies through the external commercial borrowings route under the Foreign Exchange Management (Borrowing and Lending) Regulations, 2018, the Foreign Exchange Management (Guarantees) Regulations, 2018 and the RBI Master Direction - External Commercial Borrowings, Trade Credits and Structured Obligations.

## 株式譲渡

### Secondary share sale

外国投資家による発行済株式の売却に関して、規制上の要件を以下のとおり理解しています: (i) すべての売却において、事後報告または事前承認のいずれかが義務付けられている。(ii) 「オートマチック・ルート（認可不要制度）」に該当する売却については、事後報告で十分である。(iii) 当該ルートに該当しない売却については、インド政府またはRBIからの事前承認が必要となる。この理解で正しいでしょうか？

Regarding secondary share sales by foreign investors, the regulatory requirements are as follows: (i) either a *post-facto* filing or prior approval is mandatory in all sales; (ii) a post filing is sufficient for sales falling under the ‘automatic route’; and (iii) those not falling under such route require prior approval from the Government of India or the RBI. Is this understanding correct?

外国投資家による株式の取得は、前記したインドの外資規制の対象となる。具体的には、株式譲渡は外国直接投資政策によって定められる業種別上限の範囲で行う必要があり、かつ所定の参入ルート（自動承認ルートまたは政府承認ルート）によって実施する必要がある。

上記参入ルートのうち、自動承認ルートまたは政府承認ルートいずれによるべきかは、事業分野、適用される外国からの投資上限、参入条件などの要素によって定められる。自動承認ルートの適用条件を満たす場合は、インド政府またはRBIからの事前の個別承認は不要である。政府承認ルートによる必要があるのは、当該インド企業が機微業種など一定の業種に属する場合、または提案された譲渡が自動承認ルートの適用条件を満たさない場合である。

これらに加え、すべての株式譲渡は事後報告義務の対象となり、取引後所定の期限内（通常は完了後または対価受領後60日以内）にRBIへ報告する必要がある。

A secondary share transfer occurs when existing shareholders of a company sell their shares to another party, rather than the company issuing new shares. When a foreign investor acquires shares from an Indian resident shareholder of an Indian company, the transaction is governed by India’s foreign exchange regulations. The transfer must fall within the permitted sectoral caps and entry routes (automatic or Government approval) under the FDI Policy. Sensitive sectors may require prior approval. The resident seller or the company must report the transaction to the RBI within the prescribed timeline of 60 days from the date of closing of the transaction.

In India, secondary transfers of shares involving foreign investors do not require mandatory prior Government approval in all cases. Such transfers may be carried out either under the automatic route or the Government approval route, depending on factors such as the sector in which the Indian company operates, applicable foreign investment caps, entry conditions, and compliance with pricing and other foreign investment-linked requirements.

Secondary share transfers that qualify under the automatic route do not require prior approval from either the Government or the RBI. Such transactions may be completed without regulatory pre-clearance, provided they comply with applicable foreign investment conditions. However, all permitted transfers are subject to mandatory post-closing reporting. The transaction must be reported to the RBI within the prescribed timeline, within 60 days of completion of the transaction. In addition, the transfer must comply with applicable pricing norms.

Prior Government approval is required only where the investee company operates in a sector subject to approval requirements or where the proposed transfer does not meet the conditions applicable under the automatic route. A *post-facto* filing is sufficient for the sale of shares to a foreign investor by a resident seller where the transaction is undertaken under the automatic route.



## 事前承認の対象業種 Sensitive sectors needing prior approval

政府承認ルートが必要となる機微セクターとは、例えばどのような業種なのでしょう？

Could you provide examples of 'sensitive sectors' that necessitate such prior approval?

FDIポリシーおよび2019年外国為替管理（非債務証券）規則（FEM NDI規則）の別表Iによって、一定の業種が政府承認の対象業種として分類されている。具体的には、防衛製造（所定の外国投資上限を超える場合）、既存製薬事業（所定の外国投資上限を超える場合）、多ブランド小売業、印刷・放送メディア、衛星・宇宙関連活動、特定の金融サービス等が含まれる。

In India, certain sectors are classified as 'sensitive sectors' under the FDI Policy, read with Schedule I of the Foreign Exchange Management (Non-Debt Instruments) Rules, 2019 (**FEM NDI Rules**), where foreign investment is permitted only with prior approval of the Government of India due to policy, security, or strategic considerations. These typically include defence manufacturing (beyond prescribed automatic caps), brownfield pharmaceuticals (above specified thresholds), multi-brand retail trading, print and broadcast media, satellite and space-related activities, and select financial services. In addition, irrespective of sector, any foreign investment involving an investor or beneficial owner from a country sharing a land border with India requires prior Government approval, subject to certain conditions prescribed by the Government.

## 業種別上限 Sectoral caps

事後報告や事前承認の要件に加え、外国投資家は株式取得がセクター別外資上限の範囲内に留まることを必要があります。これらのセクター別外資上限について、いくつか具体的な例を挙げていただけますでしょうか？

In addition to the post-filing or prior approval requirements, it appears that foreign investors must ensure that share acquisitions remain within 'sectoral caps'. Could you provide some specific examples of these sectoral caps?

外国投資家による株式取得は、プライマリー・セカンダリーいずれを問わず、所定の業種別の上限持分割内で行う必要がある。FEM NDI規則の別表Iは具体的な上限持分割合を定めており、前記の承認ルート別に上限割合を定めているものもある。具体例としては、以下が挙げられる。

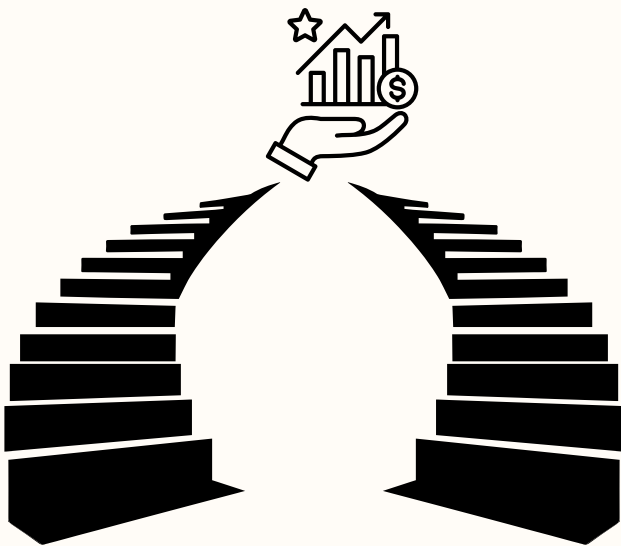
- **民間銀行業**：74%（49%超は政府承認ルート）
- **防衛製造**：100%（自動承認ルートの上限は74%）
- **通信サービス**：100%
- **公営企業による石油精製および電力取引所**：49%
- **資産再建会社**：100%
- **印刷ニュースメディア**：26%（政府承認ルート）

Foreign investors must ensure that any share acquisition, whether primary or secondary, remains within the applicable sectoral caps prescribed under the FEM NDI Rules and the relevant RBI Master Directions. Schedule I of the NDI Rules provides that total foreign investment in a sector cannot exceed the specified sectoral or statutory cap and is subject to applicable laws, security conditions, and entry-route requirements. In sectors not specifically listed or prohibited, foreign investment is generally permitted up to 100% under the automatic route, except for certain financial services that require prior Government approval. These restrictions apply irrespective of whether a transaction is undertaken under the automatic or Government route, and any transfer resulting in a breach of the applicable cap would be impermissible without approval. By way of illustration, sectoral caps include 74% in private sector banking (with Government approval beyond 49% and up to 74%), up to 100% in defence manufacturing (automatic up to 74%), 100% in telecom services, 49% in petroleum refining by PSUs and power exchanges, 100% in asset reconstruction companies, and 26% in print news media (Government route).

## 外国投資家への株式発行 Primary issuance

新株の発行の場合、外国投資家が意図した持分比率を確保するためには、発行と併せて、既存株主がその新株予約権を放棄することを確認する必要があります。このプロセスを確実なものにするために、外国投資家は誰と合意を締結すべきであり、また、どのような具体的な条項を盛り込むべきでしょうか？

In the case of a primary issuance, it appears necessary to ensure, together with the issuance, that existing shareholders waive their pre-emptive rights in order for a foreign investor to secure its intended shareholding ratio. To secure this process, with whom should the foreign investor enter into an agreement, and what specific provisions should be included?



インドにおける外国投資家への株式発行は、主に私募によって行われる。当該外国投資家が既存株主である場合は、新株予約権の発行による方法も採られる。

いずれの場合においても、既存株主（居住者・非居住者を問わず）は原則として、現在の持株比率に応じた優先引受権を有する。このため、特定の持株比率の確保を求める外国投資家は、既存株主が優先引受権を放棄することを確認する必要がある。実務上、対象会社および既存株主（特にプロモーターや主要な利害関係者）との間で、株主間契約や株式引受契約を締結することが広く行われる。これらの契約には、一般的に以下の条項が含まれる：

- 株主が外国投資家のために権利を放棄する義務
- 発行条件の明示
- 合意された持株比率の維持

A primary issue is one of the modes of issuing equity instruments to foreign investors. In a rights issue, a company offers additional shares to its existing shareholders (which can be both resident and non-resident shareholders) in proportion to their current shareholding. Therefore, if an existing shareholder of the Indian company intends to infuse further capital, this can be done through a rights issue process. Existing shareholders may also renounce their entitlement in favour of another person. Any rights issue must comply with the requirements under the Companies Act and the applicable Indian foreign exchange regulations. If the additional capital is to be infused by foreign investors who are not existing shareholders of the Indian target company, the Indian target company may issue equity instruments through a private placement process. Such issuance must comply with the relevant provisions of the Companies Act and the mechanics prescribed therein.

In the context of a primary issuance of shares under Indian law, a foreign investor seeking a specific post-issuance shareholding must ensure that existing shareholders waive or renounce their pre-emptive rights. This is typically achieved by entering into a shareholders' agreement and/or subscription agreement with the company and its existing shareholders, particularly promoters and significant stakeholders. Such agreements usually include provisions obliging shareholders to renounce their rights in favour of the foreign investor, setting out the issuance terms, maintaining the agreed shareholding percentage, and including condition precedent for compliance with the Companies Act, applicable foreign exchange regulations, sectoral caps, and pricing guidelines. These contractual safeguards are essential to prevent dilution and ensure that the foreign investor attains the intended ownership in the Indian company.

## 報告義務 Reporting obligations

前述のとおり事後報告が標準的であると思われませんが、第三者割当の途中でなど、株式の取得に先立って報告または通知が必要となるシナリオはありますか？

While post reporting appears to be the standard, are there any scenarios – such as during private placement procedures – where reporting or notification is required prior to the acquisition of shares?

インド会社法では、私募等特定の条件下で、株式発行前に届出や通知が必要となる場合がある。具体的には、会社法第42条（私募による証券発行）を遵守しなければならず、これにはPAS-4（私募募集要項）の取締役会への提出および取締役会の承認取得が含まれる。その後、株式の割当ては、会社登記官に提出するPAS-3（割当報告書）を通じて記録されなければならない。これらの手続は、2で紹介したRBIへの報告義務と並行して機能し、法定の業種別上限および後述する価格規制の遵守を担保している。

外国からの投資を直接・間接を問わず受けたことのあるすべてのインド企業は、既存のすべての外国投資についてRBIへ一度限りの報告を行うことが義務付けられており、株式発行後30日以内に、RBIへ報告を行うことが求められる。上記の報告には、送金者の本人確認書類（**KYC**）、外国送金証明書（**FIRC**）、インド外国為替規制に基づく申告書などの書類の提出が必要である。

All Indian entities which have at any time received direct or indirect foreign investment are required to make a one-time reporting of all existing foreign investments to the RBI. The Indian entity will be required to report the issue of the equity instruments to the RBI in Form FC-GPR within a period of 30 days of the issue. There are certain documents required to be submitted along with the above reporting, such as KYC reports of the remitter, foreign inward remittance certificate, closing resolutions, declarations under the Indian foreign exchange regulations, etc.

In certain scenarios, such as private placements under the Companies Act, additional filings and notifications are required prior to the issuance of shares. Specifically, the company must comply with Section 42 (issuance of securities on a private placement basis), including filing PAS-4 (private placement offer letter) with the board of directors and obtaining board approval. Subsequently, the allotment of shares must be recorded through PAS-3 (return of allotment) filed with the Registrar of Companies.

These filings operate alongside RBI reporting obligations (which are critical in IPO bound companies requiring detailed compliance scrutiny) and ensure compliance with statutory limits, sectoral caps, and pricing regulations. Delay and failure to complete post-issuance FC-GPR reporting attract late fee, while non-compliance with PAS filings may render the private placement invalid. Therefore, while RBI reporting is typically post-transaction, private placement procedures under the Companies Act require certain filings and approvals prior to share issuance, ensuring regulatory and procedural compliance before the foreign investor acquires shares.

## 価格設定に関する考慮事項

### Pricing considerations and deferred payments



繰延対価とは一部譲渡代金の後払いという意味だと思いますが、正しいでしょうか。売主がこうした支払方法を望むのは、税負担をできるだけ平準化してキャッシュフローの変動を抑えたいことが理由でしょうか。または、買主と買収価額の目線が合わないため、アーンアウトのメカニズムを作りたいからでしょうか。ほかにも理由があれば説明していただけますか？

Regarding 'deferred payment,' we understand this refers to the post-closing payment of a portion of the consideration. Is this correct? Is the primary motivation for a seller to prefer this method to smoothen tax liabilities and stabilise cash flow, or is it to implement an earn-out mechanism when there is a valuation gap between the buyer and seller? Are there any other common reasons?

M&A取引において、繰延対価（Deferred Consideration）とは、一般に、買収対価の一部を全額前払いではなく、クロージング後に支払うことを指す。主な経済的理由は、バリュエーションのギャップを埋めることにあり、典型的にはクロージング後の業績マイルストーンに連動する場合等が該当する。繰延対価により、買主は先行リスクを抑えつつ、不確実な将来価値に関するインセンティブを調整することができる。繰延対価は、一般にはキャッシュフローの管理や税務上の利点といった副次的なメリットをもたらす場合もあるものの、インド国内およびクロスボーダー取引においては、その役割は限定的である。その他には、買主の資金負担の軽減、事業の継続と円滑な移行のための売主とのリスク共有、およびFEMA関連の制約への対応などが挙げられる。

In M&A transactions, 'deferred payment' typically refers to a portion of the purchase consideration being paid post-closing rather than fully upfront. The primary commercial rationale is to bridge valuation gaps through earn-out structures, where additional consideration is contingent on post-closing performance milestones. This allows buyers to limit upfront exposure while aligning incentives around uncertain future value. While deferred payments may offer secondary benefits, such as cash flow management or limited tax-timing advantages, their role in Indian and cross-border transactions is constrained, as capital gains are generally taxed in the year of transfer irrespective of payment timing. Other common drivers include buyer financing relief in cash-constrained deals, retaining seller 'skin in the game' to support transition and continuity, and practical structuring solutions in cross-border transactions to navigate FEMA-related remittance and approval constraints.

## 価格の減額調整 Downward price adjustments

インド企業のクロスボーダー買収において、コンプリーション・アカウント方式を通じた買収価格の調整をすることは可能でしょうか？

Is a purchase price adjustment scenario through a completion accounts mechanism workable in cross-border acquisitions of Indian companies?

インド企業のクロスボーダー買収において、コンプリーション・アカウント方式（クロージング後に純有利子負債等による買収価格の調整を行う方法）による買収価格の調整を行うことは理論上可能である。

但し、インドの公認ディーラー銀行（AD Bank）は、認証済みの取引価格を変更する国外送金に対して慎重な姿勢を示すことが多く、送金前のバリュエーション報告書や完了後のFC-TRS報告（外貨取引報告）によって、手続はさらに複雑化する。これに対処するため、取引においては以下の手法が検討される。

- 対価が明示的に暫定的なものであるとし、事前に合意された調整計算式に従う。
- 対価の一部をFEMAの要件に基づき、国内のエスクローに留保する。

もっとも、FEMAの下では、特にインドから外国投資家へ資金を送金する場合、直接的な価格の下方調整を行うことは一般的に困難である。このような場合に、投資家はクロージング前に特定された問題を解決し対価の減額を回避するか、または売主の補償条項、表明保証保険、およびエスクロー契約によって、価格調整と同等の経済的効果を確保している。

A purchase price adjustment scenario through a completion accounts mechanism is workable in cross-border acquisitions of Indian companies. Having said that, downward adjustments to the initial consideration can be sensitive under FEMA and RBI pricing guidelines. Indian AD banks are often cautious about outward remittances that alter the certified transaction value, complicated further by pre-remittance valuation reports and post-completion FC-TRS reporting. To address this, transactions are typically structured so that (i) the consideration is explicitly provisional and subject to a pre-agreed adjustment formula, and (ii) part of the consideration is retained in an onshore escrow under FEMA requirements. This allows adjustments to be settled domestically, avoiding cross-border refund issues, though it requires careful coordination with AD Banks.

However, under FEMA, it is generally difficult to implement direct downward price adjustments in cross-border share acquisitions, particularly where funds are being remitted from India to a foreign investor. To achieve the same economic effect, investors typically either resolve identified issues prior to closing to avoid any reduction in consideration or rely on seller indemnities, W&I insurance, and escrow arrangements to recover amounts corresponding to risks or breaches that would otherwise have triggered a price adjustment. This approach allows buyers to protect their economic interests while ensuring compliance with Indian foreign exchange regulations and is a standard practice in cross-border M&A transactions.

## アーンアウト Earn-out arrangements

日本では、アーンアウトのベンチマークとしてEBITDAを使用することがあります。インドで一般的に使用されている、EBITDAに代わるアーンアウトのベンチマークはありますか？

Japanese investors often use EBITDA as the benchmark for earn-out structures, even in the manufacturing sector. Is there any alternative earn-out metric that is commonly used in India?

インドのM&A、特にクロスボーダーM&Aの実務では、EBITDAベースのアーンアウトが一般的である。もっとも、製造業などの分野では、EBITDAは実際の業績を反映しない場合がある。製造業におけるアーンアウトは、設備稼働率、生産量、効率比率、OEM顧客の獲得成功、およびサプライチェーン統合のマイルストーンといった物理的パラメータに依存することが多いが、これらは本質的に設備投資サイクル、需要変動、規制当局の承認、およびベンダーエコシステムの成熟度に左右され、運用上の確実性が低いためである。

代替のベンチマークとして頻繁に用いられるのは、税引後利益や売上高であり、特別損益、関連当事者取引、会計方針の変更などに対する調整が加えられることが一般的である。これらの指標が好まれるのは、インドの会計基準またはIFRS下で監査が容易であること、会社法に基づく法定提出書類と整合性があること、およびクロー징後の紛争を減少させることができるためである。こうした運営上または法定の業績指標をベースとしてアーンアウトを設計することで、国際的な慣例のみに依存するのではなく、対象事業の経済的要因をより適切に捉えることが可能となる。

Earn-out structures are frequently discussed in the context of manufacturing sector M&A, but their practical implementation demands careful navigation of both legal constraints and operational realities. Unlike digital or service businesses where performance metrics can be tied directly to revenue, user counts, or EBITDA, manufacturing earn-outs often hinge on physical parameters such as plant utilisation, output volumes, efficiency ratios, successful onboarding of OEM customers, and supply-chain consolidation milestones. These metrics inherently depend on capex cycles, demand variability, regulatory approvals, and vendor ecosystem maturity. As a consequence, earn-outs in this sector carry higher operational uncertainty, and their measurement mechanisms must be drafted with precision to avoid disputes.

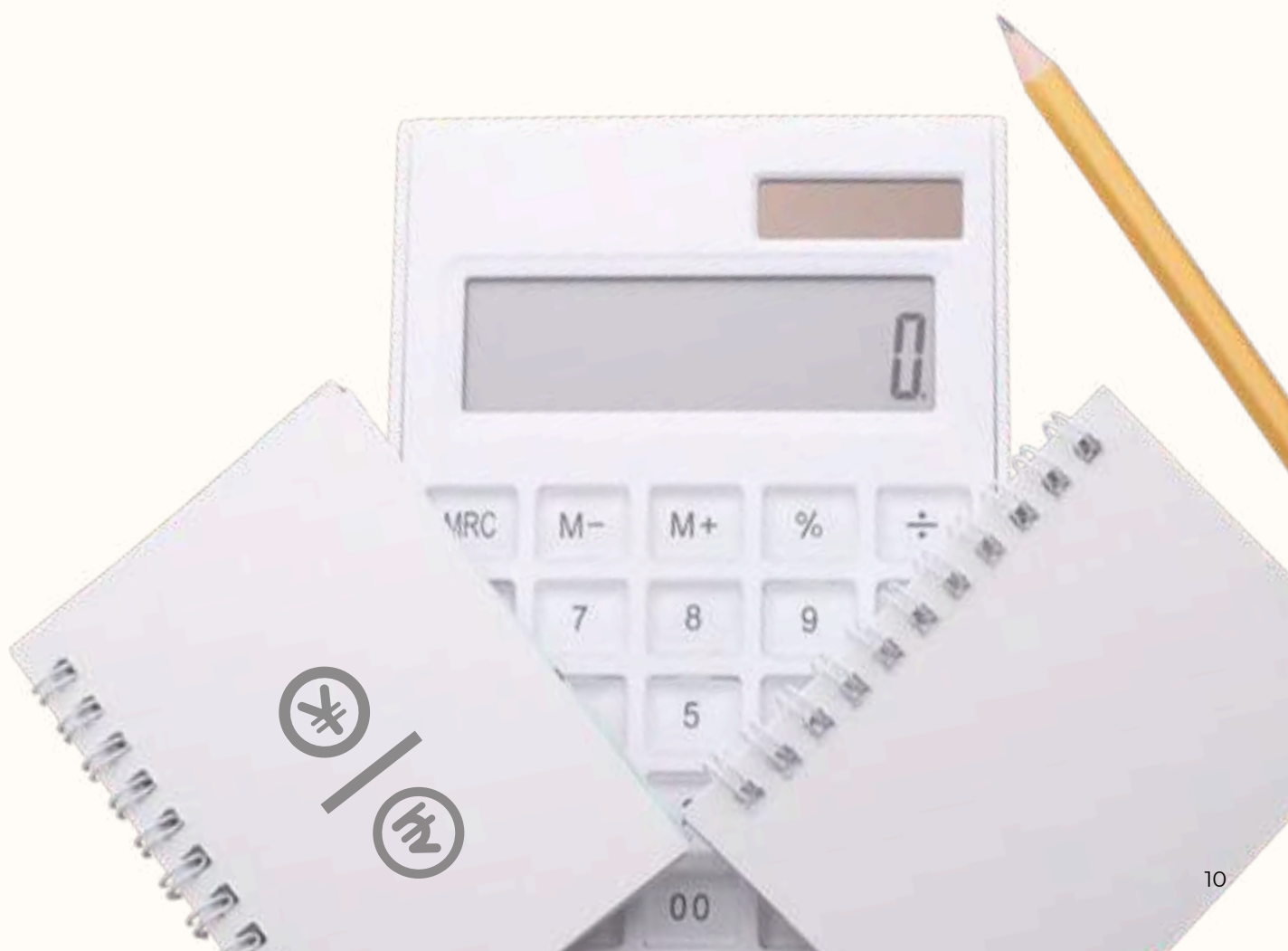
In Indian M&A practice, while EBITDA-based earn-outs are common, particularly for foreign investors, they may not always reflect true business performance in sectors like manufacturing. Alternative metrics frequently used include net profit after tax or revenue-based earn-outs, often adjusted for extraordinary items, related-party transactions, or accounting changes. These metrics are preferred because they are easier to audit under Indian GAAP/IFRS, align with statutory filings under the Companies Act, and reduce post-closing disputes. Structuring earn-outs around such operational or statutory performance measures allows Indian deals to better capture the economic drivers of the target business rather than relying solely on international conventions.

なお、インドのFEMAは分割支払いに制限を設けており、買収価格の25%までしか繰延対価を認めず、さらに18か月以内の決済が義務付けられる。このため、複数年にわたるアーンアウトは、日本の投資家にとって現実的な手法ではない。加えて、自動車、化学、重機械、電子機器、資本財などの製造業における業績サイクルはしばしば数年単位で推移するため、短期のアーンアウトでは真の事業実績を反映することが難しい。このため、アーンアウトに代わる方策として、クロージング前の価格調整、マイルストーンに基づく前提条件成就、またはプロモーターからの長期的な契約上の支援義務等がしばしば検討される。

日本の投資家は、買収後の業務環境の予測の難しさや紛争発生の可能性から、一般的にアーンアウトへの過度の依存を好まない傾向がある。アーンアウトが組み込まれるケースは、プロモーターが関与し続ける合併事業や過半数取得に限られることが多く、その場合は長期的な収益や利益率のしきい値ではなく、客観的に測定可能な技術的・規制上の明確なマイルストーンに紐付けられることが多い。製造業におけるアーンアウトには、工場レベルの運営変動性を前提とした条件設定、明確な会計方針、強固なガバナンス体制、および紛争解決メカニズムが必要となる。

From a regulatory standpoint, India's FEMA regime places limits on staggered payments, allowing deferred consideration only up to 25% of the purchase price and requiring settlement within 18 months. This narrow window makes traditional multi-year earn-outs impractical in their conventional form for Japanese acquirers. Furthermore, manufacturing performance cycles, particularly in automotive, chemicals, heavy engineering, electronics, and capital goods, often span several years, rendering any short-duration earn-out unrepresentative of true business performance. Lawyers must therefore explore alternative frameworks such as pre-closing price adjustments, milestone-based CP satisfaction, or long-term contractual support obligations from promoters, rather than conventional earn-outs.

Japanese investors generally prefer not to rely heavily on earn-outs due to the operational unpredictability of post-acquisition environments and the potential for disputes in interpretation. Where earn-outs are ultimately incorporated, often in joint ventures or majority acquisitions where promoters remain involved, they tend to be tied to discrete, objectively measurable technical or regulatory milestones rather than long-term revenue or profitability thresholds. Consequently, manufacturing earn-outs require tailored drafting, clear accounting policies, robust governance frameworks, and dispute-resolution mechanisms that anticipate plant-level operational variability.



繰延対価や買収価格の減額調整はFEMAの規制に服するため、当該規制内では対応できない場合には、FEMAの規制対象である価格調整としてではなく、買収契約上の売主の補償と当該補償を担保するエスクローを組み合わせて対応するものと理解しました。こうした理解で正しいでしょうか？

Since deferred payments or downward price adjustments are subject to FEMA regulations, we understand that, where a structure cannot be accommodated within those regulations, the parties often address price adjustments not as a price adjustment regulated under FEMA, but by combining indemnity provisions in the transaction agreement with an escrow arrangement to secure such indemnities. Is this understanding accurate?

クロスボーダー取引において、繰延対価や買収価格の減額調整は、FEM NDI規則およびRBIの対内投資に関する基本通達によって厳格に規制されている。これらの規制は、特定の期間やしきい値を超える場合に事前の承認や当局による精査を義務付けており、また、アンダーインボイス（請求書の金額を、実際の取引額よりも安く記載すること）や資本勘定を用いた脱税を防止するため、アームズ・レンジス原則に基づく公正市場価格（**FMV**）の価格設定ガイドラインの遵守を求めている。

これらの規制により繰延対価等の構成を用いることが難しい場合、実務上潜在的な価格調整やアーンアウトを、補償として構成することが検討される。当該アプローチは、FEM NDI規則で規定されているものであり、エスクローに契約上の義務（誓約、表明保証等）の担保として金銭を預託し、エスクローからの支払いを送金としてではなく補償として整理することで、利害関係を柔軟に調整しつつ、FEMAの繰延対価規制に抵触しないよう手当するものである。

FEM NDI規則は、居住者と非居住者間の株式売買取引において、買収対価の最大25%まで、クローキング日から最長18か月という範囲内に限り、繰延対価、エスクローでの留保、補償や補償エスクロースキームとしてストラクチャリングすることを許容している。

In cross-border transactions governed by FEMA, deferred payments or downward price adjustments are strictly regulated under the FEM NDI Rules and the RBI's Master Direction on Foreign Investment, requiring prior approval and, at times, regulatory scrutiny if they exceed specified timelines or thresholds, and must adhere to arm's-length fair market value pricing guidelines to prevent under-invoicing or capital account evasion.

When such structures are impractical due to regulatory hurdles, parties commonly recharacterise potential price adjustment mechanisms or earnouts, and at times, through indemnity claims under the relevant transaction documents. Such indemnity claims are usually secured via an escrow holdback of upfront consideration rather than a direct deferred payout. This has been appropriately envisaged under the NDI Rules discussed below. The approach of an indemnity escrow sidesteps FEMA's deferred payment rules by treating the escrowed amount as security for contractual obligations (e.g., breaches, warranties), with the release governed by indemnity mechanics instead of outbound remittance pricing norms.

In cross-border transactions, the transacting parties usually defer part of the purchase price, linking it to future milestones or holding it in escrow. These mechanisms provide flexibility, align incentives, and reduce valuation risks. In terms of the NDI Rules, up to 25% of the total purchase consideration in a resident and non-resident share purchase transaction can be deferred, escrowed, or structured as an indemnity with upfront payment, with an external timeframe of 18 months from the date of completion. The precise working mechanism of indemnity escrows has been discussed in detail in the next question.



売主の補償条項の対象には、どのようなものが想定されますか。表明保証違反に基づく補償でしょうか？

**What specific types of indemnities are typically contemplated in the approach as described in the previous question? Are they primarily indemnities arising from breaches of representations and warranties?**

M&A取引契約における補償条項、特に前記Q10で述べたエスクロースキームで担保される補償条項は、主に表明保証違反を対象とする。これらは、対象企業の財務、事業運営、資産、負債、コンプライアンス、および訴訟に関する売主の開示内容の不正確さを対象としており、基本的補償（例：株式の所有権、権限、破産状態の非存在）、クロー징前および未査定の税務リスクに対する税務補償（Tax Indemnity）が含まれるのが通常である。

一般的な表明保証違反に対する補償金は、エスクロー保留金（対価の5～15%を12～24か月間保留する。）の大部分を占める。もっとも特別補償の対象となる事項には、市場慣行上、別途の上限額、免責額および存続期間が設定されることが多い。

As discussed in the previous question, the construct around indemnity escrows is specifically recognised under the FEM NDI Rules. Indemnities in M&A transaction agreements, particularly those secured through escrow structures, primarily cover breaches of representations and warranties. These address inaccuracies in the seller's disclosures relating to the target's financials, operations, assets, liabilities, compliance, and litigation. Transactions also commonly include fundamental indemnities (e.g., title to shares, authority, absence of insolvency), tax indemnities for pre-closing and unassessed tax exposures, and indemnities for breaches of pre-closing covenants. While R&W breaches typically dominate escrow holdbacks (generally 5-15% of consideration for 12-24 months), special indemnities often have separate caps, baskets, or survival periods, consistent with Indian M&A practice under the Companies Act and FEMA.

## エスクロー Escrow arrangements

前記のエスクローはインド国内で組成するものと理解していますが、国内で組成する、という意味はエスクロー・エージェントをインド居住者にするというのでしょうか。日本国内ではエスクローはほとんど用いられないため、インドでの運用について説明していただけますか。日本では信託銀行がエスクロー・エージェントになることもありますが、インドではどのような者がエスクロー・エージェントとなるのでしょうか。また、エージェントフィーはどのくらいの水準でしょうか？

Regarding escrow arrangements, we understand that escrow must be established within India. Does 'domestic' imply that the escrow agent must be an Indian resident? Since escrow is rarely used in Japan, could you elaborate on its practical application in India? Specifically, which entities typically serve as escrow agents (e.g., in Japan, they are often trust banks), and what is the standard range for agent fee?

インドにおける国内エスクロー契約とは、エスクロー・エージェントがインド国内の銀行または金融機関である場合をいう。エスクローは補償、繰延支払い、および保留金の担保として一般的に利用されており、エージェントへの指示書によって管理される。典型的なエスクロー・エージェントは、専門の信託銀行ではなく指定商業銀行であり、手数料は取引規模や複雑さによるものの、通常、エスクロー金額の年率0.1%から0.5%の範囲である。

加えて、取引完了後の価格の下方調整は、FEMAの規制下では一般的に困難である。この点は、事業運営上のパフォーマンスリスクが重要である製造業において、取引を一層複雑にしている。日本企業は、クロー징後の価格調整によるダウンサイドリスクへの手当てを求めることがあるが、上記の理由から、表明保証、補償上限、保険、またはクロー징の前提条件と連動した是正措置などを通じ、代替的なリスク軽減策を検討する必要がある。また、すべての表明および保証が真実かつ正確であることを担保するため、買主は売買代金の一部を一定期間エスクローに留保することを求めることが多い。

エスクロー・エージェントの選定、および売主または買主による預託金の解放条件に関するエスクロー契約の文言は重要であり、留意が必要である。また、エスクロー・エージェントの手数料の負担についても、明確にしておく必要がある。

In India, domestic escrow arrangements require the account and agent to be with an Indian resident bank or financial institution. Escrows are commonly used to secure indemnities, deferred payments, or holdbacks and are governed by detailed agent instructions. Typical escrow agents are scheduled commercial banks rather than specialised trust banks, with fee usually ranging from 0.1% to 0.5% of the escrowed amount per year, depending on transaction size and complexity.

Additionally, any downward adjustment in price after completion is generally complex under FEMA, which complicates manufacturing transactions where operational performance risk is material. Because many Japanese buyers prefer downside protection through post-closing price adjustments, lawyers must build alternative risk mitigation through warranties, indemnity caps, insurance solutions, or Conditions Precedent (CP)-linked remediation. Buyers often want to hold back a portion of the purchase price in escrow for a period of time to make sure all of the representations and warranties are true and correct.

The parties will want to 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 also need to be clear on who is paying the escrow agent fee.



## 表明保証および補償 Representations, warranties, and indemnities

インドの製造業における表明保証に関して、概要やよく論点となる事項を説明していただけますか。また、日本ではサイニングとクロージングの2時点で表明保証を受けるのが通常ですが、インドでは、例えば英国のようにサイニング時点でのみ表明保証を受けるのが通常でしょうか？

**In Japan, it is standard practice for representations and warranties to be made at two points in time: signing and closing (repetition). Is it customary in India, as it is traditionally similar to the UK, for representations to be made only at the time of signing?**

インドのM&A実務においては、一般的に株式の所有権、売却権限、支払能力の存在および破産状態の非存在は基本表明事項として扱われる。物理的資産の所有権、工場・機械設備の状態、環境規制遵守、および産業ライセンスの有効性に関する表明は、交渉によって、一般的な表明保証事項として含まれる場合がある。主な論点としては、未開示債務、表明内容の正確性、および税務保証の取扱いなどが挙げられる。

表明保証の時点に関しては、インドでも日本と同様に契約締結時とクロージング時の両方で表明保証を反復（反復表明）することが慣例である。従来のインドのM&A契約は英国慣行の影響を強く受け、契約締結時のみの表明保証が一般的であったが、現代の取引、特に外国投資家が関与するクロスボーダー案件では、クロージング時の反復条項が常態化している。クロージング時の反復表明により、対象会社が開示した状況の正確性を担保し、契約締結時から完了までの間に生じた重要な変更から買主を保護している。なおクロージング時の再表明は、重大な違反の不存在、規制当局の承認、および契約上の遵守事項といった標準的な前提条件と併せて規定されることが多い。

In manufacturing deals, representations and warranties serve as critical tools for risk allocation given the sector's inherent operational and regulatory complexity. These clauses are negotiated in far greater detail than in service-sector transactions. Indian sellers typically seek to limit duration and quantum of liability, often arguing that operational risks are already reflected in pricing.

Common points of contention include undisclosed liabilities, accuracy of representations, and the treatment of tax warranties. Japanese buyers tend to insist on a materiality-free standard for key warranties and expect warranties to be repeated at closing. Indian sellers prefer the inclusion of knowledge and materiality qualifiers. Tax covenants and warranties are intended for purposes distinct from the seller's general representations and warranties, including business warranties, concerning the target company and the sellers, and are typically set out separately within the transaction documents, such as in the SPA or in the investment agreement. Insurance-based warranty protection, though still developing in India, is gaining traction, particularly in larger inbound deals. W&I insurance is now being used selectively to bridge negotiation impasses on liability caps, allowing sellers an earlier exit while giving Japanese investors the comfort of recourse.

In India, it is customary for representations and warranties to be repeated at both signing and closing, similar to the practice in Japan and aligning increasingly with international standards. While traditional Indian M&A agreements were influenced by UK practice and often contained representations only at signing, modern transactions, particularly cross-border deals involving foreign investors, routinely include repetition clauses at closing. This ensures that the target company's disclosed position remains accurate and that the buyer is protected against any material changes between signing and completion. Repetition at closing is often coupled with standard CPs, such as the absence of material breaches, regulatory approvals, and compliance with contractual covenants.

英国の影響を受けているとのことですが、英国と同様にロックドボックスが用いられること？

Following the previous point, if Indian practice is similar to that of the UK, is the 'Locked Box' mechanism frequently utilised in India?

ロックドボックス方式は、インドのM&A取引、特にクロスボーダー案件やプライベートエクイティ投資において用いられるケースが増えている。当該方式では、買収価格は基準日時点の過去の貸借対照表に基づき事前に固定され、買収側は当該日からクロージングまでの対象会社の事業運営に伴う経済的リスクや利益をすべて負うことになる。このため大規模でストラクチャリングされた取引や、明確かつ予測可能な価格設定を当事者が望む場合には多く用いられているが、他方、小規模な国内取引ではあまり使われず、従来型のクロージングで調整を行うことが標準的である。

The 'Locked Box' mechanism is increasingly utilised in Indian M&A transactions, particularly in cross-border deals and private equity investments. Under this structure, the purchase price is fixed upfront based on a historical balance sheet date, and the buyer assumes no economic risk or benefit from the target's operations between that date and closing. This approach minimises post-closing adjustments, simplifies the transaction, and provides pricing certainty for both parties. While more common in larger, structured deals or where the parties prefer clean and predictable pricing, the Locked Box mechanism is less frequently used in smaller domestic transactions, where traditional completion accounts or post-closing adjustments remain standard. It is, however, gaining traction as international practices increasingly influence Indian M&A structures.

日本にはTax Deed（税務保証書）という概念は存在しませんが、Tax Deedは、タックスコベナンツ条項を規定するものでしょうか？

The concept of a 'Tax Deed' does not exist in Japan. Does a Tax Deed refer to a contract stipulating 'tax covenants' along the following lines?

タックスコベナンツは、取引時点において、対象会社の税務負債を買主と売主の間で配分するために設計されたメカニズムである。したがって、これらは価格調整または分配のメカニズムとして機能することが多い一方で、特定の税務リスクが特定されている場合には、売主による（特定の）補償に相当する規定が含まれることもある。タックスコベナンツは、対象会社に関する売主の一般的な表明（表明保証）とは異なる目的で規定されるものであり、それらの表明とは別に提供されるものである。

Tax covenants are a mechanism designed to allocate the target company's tax liabilities between the buyer and the seller at the time of the transaction. Accordingly, while they often function as a price adjustment/distribution mechanism, they may also include provisions equivalent to a (specific) indemnity from the seller if certain tax risks have been identified. Tax covenants are stipulated for a purpose distinct from the seller's general representations regarding the target company and are provided separately from such representations.

インドにおいても、M&A取引において独立したTax Deedという概念は一般的には使用されていない。その代わりに、税務関連の保護条項は、通常、株式譲渡契約や株主間契約中に、税務に係る表明保証や補償の形式で直接組み込まれる。

In India, the concept of a standalone 'Tax Deed' is not commonly used in M&A transactions. Instead, tax-related protections are typically included directly within the share purchase agreement or shareholders' agreement in the form of specific tax warranties and indemnities. These provisions require the seller to represent that the target company has complied with applicable tax laws, accurately filed returns, and disclosed ongoing disputes, while indemnifying the buyer for pre-closing tax liabilities, unassessed taxes, or identified tax risks. In some cases, such tax indemnities may be linked to price adjustment mechanisms, but they are generally not documented separately. This approach achieves the same objective as a Tax Deed, allocating tax risk between buyer and seller, while remaining fully integrated into the main transaction documentation in line with Indian corporate and tax law.

これらの規定により、売主は対象会社が適用される税法を遵守し、正確に申告を行い、係争中の紛争をすべて開示していることを表明するとともに、クロージング前の税務負債、未確定の税金、または特定された税務リスクについて買主を補償することが求められる。場合によっては、こうした税務補償が価格調整メカニズムと連動することもあるが、一般的には別個の書面として作成されることはない。この手法は、インドの企業法および税法に準拠しつつ、取引の主要な書類に完全に統合される形で、Tax Deedと同様の目的（売主と買主の間での税務リスクの配分）を達成している。

「重要性 (Materiality)」や「知る限り (Knowledge)」といった限定語は、日本においても標準的です。日本の投資家は、一般的に重要な表明事項についてはこうした限定語を付すことを避ける傾向にあります。最終的には交渉可能です。インドにおいて、これらの限定語を排除するための交渉は、どの程度可能でしょうか？

Qualifiers such as 'materiality' and 'knowledge' are standard in Japan. While Japanese investors generally prefer to avoid such qualifiers for significant representations, they are ultimately negotiable. To what extent is it possible to negotiate the exclusion of these qualifiers in India?

インドのM&A実務では、売主の責任を制限するため、表明保証に「重要性」や「認識」といった限定条件が頻繁に用いられる。ただし、株式の所有権、売却権限、破産状態といった根本的な基本的表明保証については、買主が無条件の保証を求めるのが通例であり、こうした限定条件の除外は概ね交渉可能である。一般的な業務上の表明保証については、これらの限定条項の有無は依然として交渉の余地があり、当事者の交渉力や認識されるリスクに依存することが多い。インドの株式売買契約では、重要な保証は無条件とし、重要性の低い表明保証には重要性や認識の限定条項を適用する段階的アプローチが頻繁に採用され、買主の保護と売主の商業的利便性のバランスが図られている。

また、インドの売主は、株式保有比率と責任負担の整合性を求め交渉する傾向がある。その結果、基本的表明保証は連帯責任、事業に関する表明保証は個別責任かつ株式保有比率に応じた比例分担、税務に関する補償は単独責任または上限額・エスクロー付きという形が定着している。

In Indian M&A practice, qualifiers such as 'materiality' and 'knowledge' are commonly used in representations and warranties to limit the seller's liability. However, for fundamental representations, such as title to shares, authority to sell, or insolvency, buyers typically seek to negotiate for unqualified warranties, and it is generally possible to negotiate the exclusion of these qualifiers.

Buyers typically want all representations and warranties to be completely accurate, while sellers try to limit this standard by adding knowledge or materiality qualifiers. In practice, fundamental representations, such as authority, title, taxes, employee obligations, and environmental matters, are usually required to be fully accurate and knowledge qualifiers are uncommon. Other business or operational representations are often allowed to be qualified by materiality or the seller's knowledge to balance liability and practical limits on what a seller can reasonably confirm.

For general or operational representations, the inclusion of such qualifiers remains negotiable and often depends on the bargaining power of the parties and perceived risk. Indian SPAs frequently adopt a tiered approach, with critical warranties unqualified and less significant representations subject to materiality or knowledge limitations, balancing buyer protection with commercial comfort for the seller.

From a liability structuring standpoint, it has been observed that sellers in India frequently negotiate alignment between shareholding percentage and liability exposure. As a result, a market-standard compromise often emerges where fundamental warranties are joint and several, operational warranties are several and proportionate, and tax indemnities are either standalone or backed by specific caps or escrows. This balance is increasingly viewed as a commercially pragmatic model that reflects both jurisdictions' deal sensibilities, i.e., Japan's emphasis on assurance and India's preference for proportional risk allocation.



BEWARE

日本では、補償期間について、監査が1回できる期間を確保しつつ、最長3年程度を念頭に交渉することが一般的です。なお、税務に関する表明保証への補償は、6～7年を目指すこともあります。インドではどの程度の期間で設定されるのが一般的でしょうか？

In Japan, the indemnity period is often negotiated to cover at least one full audit cycle, typically lasting up to 3 years. For tax-related matters, we often aim for 6-7 years. What are the customary indemnity periods in the Indian market?

インドのM&A取引においては、補償期間は相当程度標準化されており、以下のとおりに段階的に設定される：

- **一般的な表明保証事項：**通常、クロージング後12～24か月（概ね1～2監査サイクル）である。
- **税務補償：**通常、法定時効期間に準じ、一般的に6～7年である。
- **基本的表明保証（権利、権限、存在）：**一般保証よりも長期にわたり存続することが多く、場合によっては法定時効期間まで、あるいは事実上無期限となることもある

売主の交渉力が強い場合、特に競争入札のケースでは、これらの期間が短縮されることがある。一般的な表明保証事項は12か月以下に短縮され、税務補償は、特にFEMA規制に制約されるクロスボーダー取引において、より短縮される傾向にある。

In the Indian M&A market, indemnity periods are fairly standardised and tiered:

- **General business/R&W indemnities:** It is usually 12-24 months post-closing (roughly one to two audit cycles).
- **Tax indemnities:** Usually aligned with statutory limitation periods, commonly 6-7 years.
- **Fundamental indemnities (title, authority, existence):** Often survive longer than general R&W, and in some cases up to the statutory limitation period or effectively indefinitely.

Where the seller has stronger bargaining power, especially in competitive auctions, these periods may be compressed, with general R&W reduced to 12 months or less, and tax indemnities shortened, particularly in cross-border deals constrained by FEMA norms.

日本の買主は、一般的に、重大な違反に対してより長い補償期間を好む傾向にありますが、最終的には6～18か月の範囲内で妥結することを想定しているようにも思います。インドにおける交渉の典型的な範囲はどのようなものでしょうか？

While Japanese investors generally prefer the longer indemnity period for significant breaches, they are ultimately prepared for the period to eventually settle within the 6 to 18-month range. What is the typical range for negotiations in India?

日印間のM&A取引において、買主が表明保証違反から生じる損害をどの程度回収できるかは、補償の設計に大きく左右される。インドのM&A実務では、補償期間は通常、表明保証の性質に基づいて交渉される。一般的な表明保証は、通常、12～24か月程度である。基本的表明保証は、株式の所有権、売却権限、倒産関連事項等であり、これらは一般的表明保証より長く存続し、その存続期間は、法定時効期間まで、あるいは事実上無期限となることも多い。税務補償は、関連する税務上の法定査定期間に合わせて設定されるのが一般的であり、通常は6～7年である。実務上、日本企業を含む外国投資家が関与するクロスボーダー取引では、一般保証の交渉期間は12～18か月に収まることが多い。これは、買主のリスク保護と売主のクリーンイグジットの要請のバランスを反映したものであり、両当事者の典型的な期待値とも合致している。

In Indo-Japan M&A transactions, the buyer's ability to recover losses arising from breaches of representations and warranties is shaped heavily by the indemnification regime. In Indian M&A practice, indemnity periods are typically negotiated based on the nature of the warranties. For general representations and warranties, the customary range is 12-24 months, while fundamental warranties, such as title to shares, authority to sell, or insolvency-related matters, often survive longer, sometimes up to the statutory limitation period or effectively indefinitely. Tax indemnities are usually aligned with the relevant statutory assessment period, commonly 6-7 years. In practice, for cross-border transactions involving foreign investors, including Japanese buyers, the negotiated period for general warranties often falls within 12-18 months, reflecting a balance between risk protection for the buyer and commercial comfort for the seller, which aligns with their typical expectations.

補償期間について交渉が難しい場合、買主が表明保証保険を購入することもしばしば選択肢になります。日本では、表明保証保険の保険期間は、通常、基本的表明保証事項および税務に係る表明保証事項について6~7年間、その他の表明保証事項について3年間とされます。日本の投資家が注意すべきインドの表明保証保険の特徴があれば説明していただけますか？

When negotiating an indemnity period is difficult, buyers sometimes opt for Warranty and Indemnity (W&I) insurance. Typically, in Japan, W&I insurance covers fundamental warranties and tax matters for 6-7 years, and general warranties for 3 years. Are there any specific characteristics or limitations of Indian W&I insurance that Japanese investors should be aware of?

インドでは、特に補償期間の延長交渉が困難な場合、表明保証保険はクローリング後のリスク管理における重要な手段となっている。インドの表明保証保険契約では、基本的表明保証事項および税務に係る表明保証事項は通常6~7年間、一般的な表明保証保険は3年間をカバーしている。日本の投資家は、インド特有の以下の特徴に留意する必要がある。

1. 表明保証保険市場が比較的限定されているため、保険会社が少なく保険料が高額である。
2. 保険契約では、労働、環境、FEMA遵守問題等の特定の法定リスクや規制リスクが免責とされる場合がある。
3. 保険請求は、一般的にインド法に準拠し、インド国内で紛争解決が行われる。
4. 免責額、自己負担額、および上限額が国際基準と異なる場合が多く、(ノンリコースではなく) 売主に対し(保険請求できなかった分の) 残余補償を請求できる建付けが求められる場合が多い。

以上のとおり、表明保証保険は、最終契約の補償義務期間の調整としての役割を果たすものの、インドのM&A取引において、売主補償を効果的に補完または代替するためには、補償範囲、現地特有の免責事項、および手続きに細心の注意を払うことが不可欠である。

In India, W&I insurance has become an important tool for managing post-closing risk, particularly where negotiating extended indemnity periods is challenging. Typically, Indian W&I policies cover fundamental warranties and tax-related matters for 6-7 years from the date of completion, and general warranties for 3 years from the date of completion.

Japanese investors should note several India-specific characteristics:

1. The market is relatively limited, leading to fewer insurers and higher premiums.
2. Policies may exclude certain statutory or regulatory risks such as labour, environmental, or FEMA compliance issues.
3. Claims are generally submitted in India, governed by Indian law, and are subject to deductibles and retentions.
4. Caps may differ from international norms, often requiring residual indemnity from the seller.

Consequently, while W&I insurance can mitigate extended indemnity obligations, careful attention to coverage scope, local exclusions, and procedural requirements is essential to ensure it effectively complements or substitutes for negotiated seller indemnities in Indian M&A transactions.



## 前提条件 Conditions precedent

日本側の当事者は、ライセンスや許認可などの重要な事項を、クロージングまでに完了すべき前提条件として解決することを強く好む傾向があります。インドの実務において、このような重要な前提条件がクロージング後に対応するように延期されることはありますか。もしそうであるなら、そのようなクロージング後のコベナント（遵守事項）は通常どのように扱われるのでしょうか？

Japanese parties tend to have a strong preference for resolving critical matters, such as licenses and permits, as CPs to be completed by closing. In Indian practice, are such significant CPs ever deferred to be handled post-closing? If so, how are such post-closing covenants typically addressed?

インドのM&A実務では、重要な規制当局の承認・ライセンス・許可は、理想的にはクロージングの前提条件として組み込まれるが、特定の承認や手続が延期され、クロージング後の契約条項として扱われることは珍しくない。この場合、株式売買契約は通常、売主に対して定められた期限内に承認を取得または是正する義務を課し、遅延や不履行から買主を保護するための補償条項やエスクローの設定を伴う場合がある。加えて、クロージング後の誓約事項として、売主の報告義務や協力義務を定めることも多い。この手法は、行政上の承認を待たずにクロージングを進め、かつリスクを軽減するために採られるもので、特に電気通信、電力、製造業など規制の厳しい分野において一般的である。

製造業の取引において、前提条件は広範かつ事業運営上極めて重要となる。標準的な機関決定に加え、工場ライセンスの更新、環境法令上の認可、株式の電子化、土地権利書類の是正、主要顧客やベンダーからの同意取得などが前提条件に含まれるのが一般的である。これらに加え、多くの場合、電気・水道等の接続、公害防止協定上の許可、安全性のコンプライアンスに関連する政府承認も前提条件として列挙されることがある。

一般的な傾向として、日本の投資家は、これらの事項を補償条項でカバーするよりも、クロージング前に完全に履行することを好む。これに対しインドのプロモーターは、こうした前提条件のリストを過度に網羅的、または充足に時間を要すると考える場合がある。もっとも、クロージング前に重要事項に対処しない場合、特に政府当局が後日コンプライアンス上の不備を指摘した場合は、買収後重大な摩擦を招く可能性がある。網羅的かつ現実的な取引条件の設定は契約交渉の中核であり、入念に交渉すべきである。

In Indian M&A practice, while critical regulatory approvals, licenses, and permits are ideally included as CPs to closing, it is not uncommon for certain approvals or formalities to be deferred and addressed as post-closing covenants. In such cases, the SPA typically obliges the seller to procure or regularise approvals within defined timelines, and may include indemnities or escrow arrangements to protect the buyer against delays or non-compliance. Post-closing covenants often also set out reporting and cooperation obligations for the seller to facilitate compliance. This approach allows closing to proceed without waiting for administrative approvals while mitigating risk, and is particularly common in heavily regulated sectors such as telecommunications, power, and manufacturing.

In manufacturing transactions, CPs are often extensive and operationally critical. Beyond standard corporate authorisations, CPs commonly include renewal of factory licences, environmental clearances, dematerialisation of shares, rectification of land title documentation, and third-party consents from key customers or vendors. In many cases, Government approvals related to utility connections, pollution-control consents, or industrial safety compliance are also listed as CPs. Japanese acquirers generally prefer these matters to be fully satisfied before closing rather than waived or covered by indemnities, reflecting their cultural aversion to uncertainty and preference for clean closings.

Indian promoters sometimes view these CP lists as overly exhaustive or time-intensive; however, failure to address such items pre-closing can lead to significant post-acquisition friction, especially when Government authorities later raise compliance queries. The perspective here is clear, thorough and realistic: CP planning is central to transaction discipline and should be viewed not as a delay but as a safeguard for value preservation.

なお、株式譲渡によるM&A取引の場合、インドにおいては、事業に関する取引契約、賃貸借契約、融資契約等は、原則として引き続き当該会社名義で存続するが、一部対象会社の支配権変更および経営陣・取締役が交代する場合は、契約内容により相手方からの事前同意や承認が不要となる場合がある。また、ライセンス、承認、登録も継続するが、クロージング後に名義取締役の選任や支配権の変更などを理由として、届出や通知が必要となる場合がある。

The business contracts, lease arrangements, financing arrangements, etc., of the Indian target company will continue in its own name. Prior consents/approvals may not be required from the counterparties, depending on the nature of restrictions contained in the relevant agreements, as there is change in control of the Indian target company, as well as a change in management/directors. The Indian target company's licenses/approvals/registrations will continue. Post-closing notifications/intimations may be required to be made by the Indian target company in relation to such licenses/approvals/registrations (due to appointment of nominee director or change in control, etc., if applicable).

## MAC MAC structuring

**日本では、前提条件として重大な表明保証や義務違反が生じていないことが規定されるのが一般的です。インドではそうした前提条件は置かれませんか？**

**In Japanese practice, it is customary to include a CP stating that no material breaches of representations, warranties, or covenants have occurred. Is this common in India?**

インドにおいて、投資家は最終契約に以下の標準的なクロージング条件を盛り込むことを要求することが一般的である。

- 完了前に重大な悪影響が生じていないこと、および継続していないことを規定する条項。
- インドの買収対象会社およびプロモーターが、取引完了日までに最終契約上のすべての義務および契約条項を遵守している旨の規定。
- 取引の完了を妨げる差止命令、その他の法的・規制上の制約や禁止事項が効力を有していない旨の規定。

前提条件として、クロージング前に売主による表明保証・契約条項の重大な違反がないことを求めることが一般的である。これらの前提条件は、サインングからクロージングまでの間に対象会社の状況が実質的に変化しないことを確保し、通常は買主のクロージング義務と連動している。インドのM&A取引における最終契約では、規制当局の承認、第三者の同意、FEMAに基づくセクター別上限の遵守といった他の前提条件と併せて規定されることが多く、国内取引とクロスボーダー取引双方において標準的な特徴となっている。

In India, investors typically seek to include the following standard conditions in the transaction documents: (i) a stipulation to the effect that no Material Adverse Effect shall have occurred or be continuing prior to completion; (ii) a stipulation to the effect that the Indian target company and the promoters have complied with all the obligations and covenants under the transaction documents on or before completion; and (iii) a stipulation to the effect that no injunction, or any other legal/regulatory restraint or prohibition being in effect which prevents the occurrence of completion.

It is common in M&A practice to include CPs requiring that there have been no material breaches of representations, warranties, or covenants by the seller prior to closing. These CPs act as a contractual safeguard to ensure that the target company's disclosed position remains materially unchanged between signing and completion, and are typically linked to the buyer's obligation to consummate the transaction. Indian share purchase agreements routinely incorporate this practice, often alongside other CPs such as regulatory approvals, third-party consents, and compliance with sectoral caps under the FEMA, making it a standard feature in both domestic and cross-border transactions.



## ノミニー取締役 Nominee directors

ノミニー取締役について説明していただけますか。ノミニーを認めない国も増えてきましたが、インドではノミニーは置いておく必要があるのでしょうか。M&Aの文脈において、どのような形で関わってくるのでしょうか？

Could you provide an overview of the 'nominee director' framework? While an increasing number of jurisdictions no longer recognise nominee directors, is it still a prerequisite to appoint one in India? In the context of an M&A, how are nominee directors typically involved?

インドではノミニー取締役の概念が確立されており、非公開企業のM&Aやクロスボーダーの取引においては、今日でも一般的に使用されている。ノミニー取締役は、株主（多くの場合、外国投資家や機関投資家）によって任命され、取締役会においてその株主の利益を代表する。インド会社法上、ノミニー取締役の任命は義務ではないが、外国投資家が取締役会での代表権を確保し、事業実績を監視し、株主の権利や契約条項の遵守を確保して投資を保護するために極めて重要である。ノミニー取締役は他の取締役と同様に法定の義務と責任を負っており、その任命は会社登記官に届け出なければならない。M&Aにおいては、ノミニー取締役は通常、取締役会の意思決定に参加し、株主間契約などで交渉された権利（主要な企業行動に対する拒否権など）を行使し、ガバナンスの監視を担う。これにより、外国投資家がインド企業における業務の透明性と影響力を維持するための重要な仕組みとなっている。

In India, the concept of a nominee director is well-established and remains a common feature in private M&A and foreign investment transactions. A nominee director is appointed by a shareholder, often a foreign or institutional investor to represent their interests on the company's board. While Indian law under the Companies Act does not make such an appointment mandatory, it is highly important for foreign investors to secure board representation to monitor business performance, ensure compliance with shareholder rights and covenants, and safeguard their investment. Nominee directors have the same statutory duties and liabilities as other directors, and their appointment must be filed with the Registrar of Companies. In M&A contexts, they typically participate in board decisions, exercise protective rights negotiated in the shareholders' agreement (such as vetoes on major corporate actions), and facilitate governance oversight, making them a critical mechanism for foreign investors to maintain operational visibility and influence in Indian companies.

## エスクロー Escrow accounts

インドでは、預託金の払出条件はどのように設定するのが通常でしょうか。ほかに 이슈になるエスクローの契約条件があれば説明していただけますか？

What are the customary conditions for the release of funds from escrow in India? Are there any other recurring issues or specific clauses in escrow agreements that we should be cognisant of?

インドにおいて、エスクローは後払対価、補償保護、およびクロージング後の価格調整のためのツールとして極めて重要な役割を果たしている。インドの外国為替管理制度上、エスクロー契約は規制上の要件を遵守する必要がある。通常、留保額は対価の25%以内、期間は18か月以内に制限されている。しかし、製造業の取引では、特に環境や税務上の負債など、より長期的なリスクを伴うことが少なくない。その結果、日本企業が、FEMAの制限内でのエスクローに加え、規制の上限を超えた十分な保護を確保するため、インド側の相手方が管理する国内エスクローや銀行保証を組み合わせたスキームを採用することがしばしばある。

インドのM&A実務において、エスクロー契約は一般的に、補償、延べ払い、またはクロージング後の調整を担保するために使用される。預託金の払出条件は通常、補償期間やホールドバック期間の満了、請求の不存在または解決、クロージング後の義務の履行、および当事者からの共同指示または選任された専門家による決定等として設定される。

他に頻繁に発生する主な課題は、海外投資家に対するFEMAの遵守の確保、紛争解決メカニズムの明確な定義、エスクロー資金に対する利息の明記、正当な請求や法定控除に対する相殺または調整の規定、およびエスクロー・エージェント（受託者）の責任制限などが挙げられる。適切に起草されたエスクロー契約は、インドの会社法、契約法、および規制上の要件に適合させつつ、買主と売主双方の利益のバランスを図るものとなる。

エスクロー管理はますます交渉の重要な争点となっており、売主が期限の定めに関連した解除トリガーを求める一方で、買主は詳細な請求手続を要求している。日本企業は、その保守的なコンプライアンス文化を反映し、エスクローの解除は単なる期間満了ではなく、未解決の請求がないことの書面による確認を条件とすることを好む傾向にある。こうした期待の相違があるため、将来の紛争を防ぐには、慎重かつバランスの取れた起案が不可欠である。

Escrows play a critical role in Indo-Japanese manufacturing M&A, serving as tools for deferred consideration, indemnity protection, and post-closing adjustments. Under India's foreign exchange regime, escrow arrangements must comply with RBI guidelines, typically capping retention at 25% of the consideration for up to 18 months. However, manufacturing transactions often involve longer-tail risks, particularly environmental and tax liabilities. As a result, Japanese investors frequently adopt dual-layer structures, one escrow within FEMA limits, supplemented by a domestic escrow or bank guarantee managed by the Indian counterparty to ensure adequate protection beyond the regulatory cap.

In Indian M&A practice, escrow arrangements are commonly used to secure indemnities, deferred payments, or post-closing adjustments, with funds typically released upon expiry of the indemnity or holdback period, absence or resolution of claims, satisfaction of post-closing obligations, and receipt of joint instructions from the parties or a determination by an appointed expert. Key recurring issues include ensuring compliance with FEMA for foreign investors, clearly defining dispute resolution mechanisms, specifying interest on escrowed funds, providing for set-offs or adjustments for legitimate claims or statutory deductions, and limiting the escrow agent's liability. Well-drafted escrow agreements thus balance buyer and seller interests while aligning with Indian corporate, contractual, and regulatory requirements.

Escrow management has increasingly become a key negotiation point, with sellers seeking time-bound release triggers and buyers demanding detailed claim procedures. Japanese corporates, consistent with their conservative compliance culture, typically prefer that escrow release occur only upon written confirmation of no pending claims rather than automatic expiry. These divergent expectations make careful, balanced drafting essential to prevent future disputes.

## プレスノート3 (2020) Press Note 3 (2020 Series)

実質的支配者（UBO）に関し、最終親会社の株主に一人でも中国人・企業が存在したら、事前承認が必要となってしまうのでしょうか。中国子会社があることは関係ないでしょうか。買主が上場会社の場合はどこまで確認するのでしょうか？

Regarding Ultimate Beneficial Ownership (UBO), would the presence of even a single individual or entity of the specified countries among the ultimate parent company's shareholding trigger the PN3 restrictions? Does it matter if there is a subsidiary in one of the specified countries? For a listed buyer, to what extent is the verification of shareholders required?

インド政府は、2020年4月、プレスノート3（PN3）を導入し、インドと陸地で国境を接する国々からの投資について、事前の政府承認を義務付けた。日本は規制対象国ではないものの、買収者またはそのグループの中に、中国、香港、その他のPN3指定国と関連するUBOを有する実体が含まれる場合は、PN3による影響を受け得る。

PN3の下では、中国や香港などインドと国境を接する国々のUBOが一人でも存在する場合、そのUBOが直接的・間接的を問わず持分を有しているかにかかわらず、事前の政府承認が必要となる可能性があった。

これに対し、2026年3月15日、インド政府はプレスノート2号（2026年）を發出し、現行のFDIポリシーを改正した。これにより、投資主体レベルにおける非支配的なLand Bordering Countries（インドと陸上で国境を接する国々、LBC）の実質的所有について、10%のしきい値が正式に規定され、このしきい値未満の投資については、事前の政府承認を要せず、自動承認ルートで実行可能とされた。また、本改正では、「実質的所有者」の定義が、2005年マネーロンダリング防止（記録保持）規則に整合する形で修正されている。ただし、本改正は、関連するFEMAのNDI規則に反映されておらず、いまだ実務上運用開始されていない点に留意が必要である。

実務上、事前承認の要否は子会社の所在地にのみによって判断されるのではなく、資本チェーンにおける最終親会社や投資家の国籍、または支配関係が重要視される。上場企業による買収の場合、原則としてPN3に基づくUBOに該当する可能性のある主要株主や支配主体を特定する範囲での検証が求められるが、すべての個人株主に対する網羅的な検証までは義務付けられていない。実際には、複雑なグループ構造を有する日本の投資家は、コンプライアンスの確保と政府承認の要否を判断するため、UBOの確認を慎重に行うことが多い。

The Government of India, in April 2020, introduced Press Note 3 (PN3), which required prior Government approval for any investment originating from countries sharing a land border with India. While Japan is not a restricted jurisdiction, PN3 becomes relevant in Indo-Japanese M&A when the acquirer or its broader group structure includes entities with UBO linked to China, Hong Kong, or other PN3 notified countries. This was particularly important for Japanese conglomerates with diversified global operations, multi-layered corporate structures, private equity involvement, or substantial Chinese shareholder participation in their international subsidiaries.

Under PN3, the presence of even a single ultimate beneficial owner from a country sharing a land border with India, such as China or Hong Kong, could trigger the requirement for prior Government approval, regardless of whether the UBO holds a direct or indirect interest. However, on 15 March 2026, the Government of India issued Press Note 2 of 2026, amending the extant FDI Policy, and formally codifying a 10% threshold for non-controlling LBC beneficial ownership at the investor entity level, below which investments may proceed under the automatic route without prior Government approval. This has been carefully crafted by the department by aligning the definition of 'beneficial owner' with the Prevention of Money-laundering (Maintenance of Records) Rules, 2005. Notably, this amendment is yet to be operationalised through relevant amendments to the FEMA NDI Rules. Approval does not depend solely on the location of subsidiaries; what matters is the nationality or control of the ultimate parent or investors in the corporate chain. For listed buyers, verification is generally required only to the extent of identifying substantial shareholders or controlling entities that could qualify as UBOs under PN3; exhaustive verification of all retail shareholders is not mandated. In practice, Japanese investors with complex, multi-layered structures often conduct UBO mapping and disclosure exercises to ensure compliance and determine whether Government approval is required before proceeding with the transaction.

インド政府は、PN3に基づく審査において、UBOのみならず、事業内容、国家安全保障への潜在的な影響、および対象企業が重要インフラ分野で事業を行っているかどうかとも審査する。その結果、純粋な日本企業による買収案件であっても、間接的な中国資本（少数株主レベルであっても）が存在しないかを確認するため、早期の段階でPN3に関するリスク評価を実施する必要がある。PN3にかかるインド政府の承認が必要な場合、取引スケジュールは大幅に延長される可能性がある。承認プロセスには複数の政府機関が関与し、数週間から数か月を要する場合があるためである。これは取引の確実性に影響を与え、最終期限、前提条件の充足、資金調達のタイミング、および誓約条項に波及し得る。製造業、特に電子機器、防衛関連、重要部品の取引において、PN3評価は最初に確認すべき事項として扱われる。

PN2は、陸上国境を接する国々からの投資に対する制限を維持しつつ、主要な定義の明確化と遵守措置を導入しており、予防的アプローチから、より体系的な規制枠組みへの転換を示している。同枠組みは、「実質的受益権（ベネフィシャル・オーナーシップ）」の定義をインドのアンチマネーロンダリング法と整合させており、より明確なしきい値を提示することで曖昧さを排除している。現在、この枠組みでは「支配」や「最終的な実効的支配」といった概念によって、特に複雑な投資構造において、単なる株式保有だけでなく、実質的な影響力を確実に捕捉するようになっている。

改正後の枠組みの下では、国境を接する国の市民または事業体が、投資家に対する支配を可能にする権利、あるいはインドの被投資企業に対する最終的な実効的支配を可能にする権利を有している場合、実質的受益権が当該国に紐付くとみなされ得る。これは、ガバナンス権が中心となるベンチャーキャピタルやプライベートエクイティの取引において特に重要であり、単なる議決権比率ではなく、実質的な影響力を捕捉しようとする意図を反映している。

また、新制度は、直接的、間接的、および合算された所有権を認識するルックスルーアプローチを採用しており、中間介在組織を利用した規制回避を防止している。さらに、事前の政府承認が不要な場合であっても、陸上国境を接する国々が関与する特定の投資については、義務的な報告要件の対象となる。改正後の枠組みの下では、投資案件が政府承認を必要としないものであっても、投資主体が陸上国境を接する国からの直接的または間接的な所有権をわずかでも有している場合には、規定の報告要件に従わなければならない。

Government reviewers examine not only UBO structures but also the nature of the business, the potential national-security implications, and whether the target company operates in a critical infrastructure segment. As a result, even in deals involving purely Japanese acquirers, advisors must conduct an early-stage PN3 assessment to ensure that no indirect Chinese ownership (even at minority levels) exists within the investment chain. Where a PN3 approval used to be required, transaction timelines can extend significantly. The approval process involves multiple Governmental stakeholders and may take several weeks or months, which can affect deal certainty and influence long-stop dates, CP satisfaction, financing arrangements, and interim covenants. Japanese investors place a high value on predictability and, therefore, require clear visibility on approval timelines, potential grounds for rejection, and any sector-specific restrictions that may be imposed. In manufacturing deals, especially in electronics, defence-adjacent verticals, or critical components, PN3 assessments were treated as fundamental gating items. Deal counsel typically integrated PN3 analysis into the earliest phases of structuring, ensuring that no hidden ownership or historical investments trigger unintended approval requirements. While Press Note 2 retains the core restrictions on investments from land-bordering countries, it introduces key clarifications and compliance measures, marking a shift from a precautionary approach to a more structured regulatory framework. The framework now explicitly considers 'control' and 'ultimate effective control,' ensuring that influence and not just shareholding is captured, especially in complex investment structures. Under the revised framework, beneficial ownership can be linked to a bordering jurisdiction where its citizens or entities hold rights enabling control over the investor or ultimate effective control over the Indian investee. This is particularly significant for venture capital and private equity transactions, where governance rights are central, and reflects an intent to capture substantive influence rather than mere shareholding.

The new regime also adopts a 'look-through' approach by recognising direct, indirect, and aggregated ownership, preventing the use of intermediary entities to bypass rules. Additionally, even where prior approval is not required, certain investments involving land-bordering countries will now be subject to mandatory reporting requirements. Under the revised framework, even where an investment does not require Government approval, it will still be subject to prescribed reporting requirements if the investor entity has any direct or indirect ownership from a land-bordering country.

## 企業結合規制 Merger control regime

インドでは、売上高や資産要件にヒットしなくても取引価値基準額（TVT）にヒットすると事前届出が必要になるのでしょうか。また、TVTで問題となる実質的な事業活動の例を説明していただけますか？

It appears that prior notification is required if the Transaction-Value Threshold (TVT) is met, even if the turnover or asset-based thresholds are not. Could you provide illustrative examples of what constitutes 'substantial business operations' in this context?

インドの企業結合規制は、取引価値基準額（TVT）の導入と審査期間の見直しにより、大きな転換期を迎えた。現在、取引価値が200億ルピーを超え、かつ対象企業がインドで実質的な事業活動を有する場合は、対象企業の売上高や資産価値が比較的低い場合でも、インド競争委員会（CCI）への事前届出が義務付けられる。この変更は、特に製造業において、届出の要否に多く影響した。対象企業の物理的資産や収益だけでは、その戦略的重要性や技術力、サプライチェーンにおける役割を十分に反映できない場合があるためである。

上記の実質的な事業活動とは、対象企業の売上高や資産が従来の基準値を下回っていても、インド国内において意味のある事業上の存在感を有している状態を指す。具体例としては以下のとおりである：

- インド国内の製造工場、研究開発（R&D）センター、倉庫
- インド国内における重要な労働力（従業員数）
- インドから実施される戦略的なサプライチェーン活動や主要な技術機能

CCIは、対象企業のインド事業がその企業全体の事業にとって重要か、あるいは買収企業にとって戦略的に重要かを評価する。これによって、インド関連の資産、能力、または戦略的事業を含む取引が、取引金額基準の下で確実に捕捉されるように考慮されている。

その結果、従来は届出が不要とされた特殊材料、産業用自動化技術、新興のグリーンテック製造プラットフォームへの投資など、多くの取引が取引価値のみに基づきCCIの承認を必要とするようになった。この変化により、事前届出の件数が顕著に増加している。特に戦略的価値の高い資本集約型セクターにおいて、その傾向は顕著である。

India's merger control regime underwent a significant shift through the introduction of a TVT and revised review timelines. The TVT now requires a pre-merger notification where the value of the transaction exceeds INR 2,000 crore and the target has 'substantial business operations' in India, even if the target's turnover or asset value is relatively low. This change has materially altered the filing landscape, particularly in the manufacturing sector, where the target's physical assets and revenue may not adequately reflect its strategic importance, technological capabilities, or role in broader supply chains.

Under India's merger control regime, 'substantial business operations' refers to a meaningful operational presence in India, even if the target's turnover or assets are below traditional thresholds. This may include manufacturing plants, R&D centres, warehouses, or a significant workforce in India, as well as strategic supply chain activities or key technology functions carried out from India. The Competition Commission of India assesses whether the target's Indian operations are material to its overall business or strategically important to the acquirer, ensuring that transactions involving India-relevant assets, capabilities, or strategic operations are captured under the transaction-value threshold.

As a result, several transactions that would traditionally fall outside the thresholds, such as investments in specialty materials, industrial automation technology, or emerging green-tech manufacturing platforms, now require CCI approval solely based on deal value. This shift has led to a marked increase in pre-merger filings, as reflected in post-amendment trends indicating a noticeable rise in notifications, especially in capital-intensive sectors with strong strategic value.

## デューデリジェンス Due diligence

### 製造業セクターの取引における一般的なデューデリジェンスの課題はどのようなものでしょうか？

#### What are the typical due diligence-related challenges in manufacturing sector deals?

製造業分野のデューデリジェンスは、他業種に比べて常に複雑で、細分化され、時間を要する点が特徴である。インドの製造業は、膨大な物理的資産、複数拠点の施設、規制への高い依存度、および環境問題といった特徴を持っており、深度ある、かつ多角的な調査アプローチが必要である。

製造事業の買収において、土地や施設の所有権は重要度の高い要素であるが、インドでは最も複雑な課題の1つである。施設は数十年前、州ごとに異なる制度下で取得された区画に立地していることが多く、売買証書、権利移転記録、土地利用許可、および実際の占有状況の間に不整合が生じているケースが散見される。また、付属施設が賃貸地や未登記の区画に存在する場合もあり、権利分析をさらに困難にする。日本の投資家にとって、こうした不備は重大な法的リスクとなる。これを軽減するには、土地デューデリジェンスを早期に開始し、重大な欠陥については対象を絞った補償条項やエスクローで対処することが考えられる。さらに、権利の連鎖の修正や土地登記の変更完了といった是正措置をクロージング条件として設定し、完了前に所有権の完全性を確保することも考えられる。

同様に、製造業のM&Aにおいては、インドの厳格な規制枠組みや承継責任のリスクを背景に、環境コンプライアンスが大きな焦点となっている。大気汚染防止法、水質汚濁防止法、および有害廃棄物管理規則の適用を受ける施設は、州汚染管理委員会（SPCB）から有効な同意書を取得し、定期的に更新し続けなければならない。しかし、デューデリジェンスでは、承認の失効、不適切な有害廃棄物の取扱い、あるいは認可された生産能力と実際の生産能力との乖離が露呈することが少なくない。厳格なグローバル環境基準を遵守する日本企業は、通常、広範な検証を求め、取引を進める前に第三者による環境監査を委託する場合がある。

Due diligence in the manufacturing sector M&A is invariably more complex, granular, and time-consuming than in asset-light industries. The manufacturing ecosystem in India, characterised by extensive physical assets, multi-location facilities, regulatory dependencies, and environmental sensitivities, demands a deep and multidisciplinary diligence approach. Japanese acquirers, known for their emphasis on process discipline and operational transparency, typically expect a level of detail and documentary precision that goes well beyond standard commercial reviews. Indian sellers, in turn, must balance disclosure obligations with practical constraints, particularly when historical documentation or state-level approvals are incomplete.

Land and facility ownership is central to manufacturing acquisitions, yet land title verification remains one of the most complex diligence challenges in India. Facilities are often situated on parcels acquired decades ago under varying state-specific regimes, leading to inconsistencies across sale deeds, mutation entries, land-use permissions, and actual possession. Ancillary units may sit on leased or unregistered plots, further complicating title analysis. For Japanese investors, who expect clear, indefeasible ownership, these gaps create significant legal risk, especially since sellers often underestimate the time needed to update land records or secure land-use clearances. To mitigate this, land diligence should begin early, with material defects addressed through targeted indemnities or escrow-backed remedies, and key curative steps, such as rectifying title chains or completing mutations, elevated to CPs to ensure ownership integrity before closing of the transaction.

Similarly, environmental compliance has become a major point of focus in manufacturing M&A, given India's strict regulatory framework and the risk of successor liability. Facilities governed by the Air Act, Water Act, and Hazardous Waste Management Rules must maintain valid, regularly renewed SPCB consents, yet diligence often uncovers lapsed approvals, improper hazardous-waste handling, or gaps between licensed and actual production capacities. Japanese investors, who follow stringent global environmental standards, typically seek extensive verification and may commission third-party environmental audits before moving forward.

インド側の売主は、契約締結前の是正措置には柔軟な姿勢を見せつつあるものの、関連する補償額に上限を設けたり、過去の不備に対する責任期間を限定したりしようとするのが一般的である。化学、塗料、自動車部品などの環境負荷が高いセクターでは、エスクローの設定や保険裏付けのある補償によって、環境リスクを隔離することが現在の市場慣行となっている。対して日本側の買収者は、長期の環境表明保証を好み、各製造拠点におけるコンプライアンス履歴に関する詳細な開示を要求する場合がある。

Indian sellers are increasingly open to pre-signing remediation but usually try to cap related indemnities or limit the duration of liability for legacy non-compliance. In high impact sectors such as chemicals, paints, and automotive components, market practice now includes ring-fencing environmental exposures through escrow arrangements or insurance-backed indemnities. Japanese acquirers, in turn, prefer long-tail environmental warranty coverage and require detailed disclosure schedules for each manufacturing unit's compliance history.

### 日印製造業セクターの取引に関連する、税務デューデリジェンスにおいて、主要な問題点は何でしょうか？

#### What are the key aspects pertaining to tax diligence that are pertinent to Indo-Japanese manufacturing sector transactions?

製造業の取引における税務デューデリジェンスは、当該セクターの長いコンプライアンスの歴史、複数の州にわたる事業運営、およびインセンティブ制度の頻繁な利用により、特有の複雑さを伴う。インドの税務当局は歴史的に、間接税問題、特に分類を巡る紛争、仕入税額控除の請求、および従来の物品税やサービス税のポジションに関して攻撃的な姿勢を採ってきた。さらに、インドが物品サービス税（GST）制度へ移行したことに伴い、移行期税額控除の請求や照合は、依然として繰り返し発生するリスク領域となっている。

Tax diligence in manufacturing transactions presents unique complications due to the sector's long compliance history, multiple state-level operations, and frequent engagement with incentive regimes. Indian tax authorities have historically adopted an aggressive stance on indirect tax matters, particularly in relation to classification disputes, input credit claims, and legacy excise or service tax positions. Moreover, with India's transition to the GST regime, transitional credit claims and reconciliations remain a recurring area of exposure.

また、日本の買主は、係争中の賦課決定だけでなく、時効期間内における再調査の可能性もカバーするために、明確なTax Deedや独立した税務補償（Tax Indemnity）を求ることがある。このためインドの売主は、バリュエーション調整を避けるため、偶発負債を主体的に評価し、軽微な紛争については契約締結前の和解を検討する等の対応が求められる。

Japanese acquirers often seek explicit Tax Deeds or standalone indemnities to cover not only pending assessments but also potential re-openings under extended limitation periods. Indian sellers must proactively assess contingent liabilities and consider pre-signing settlements for minor disputes to avoid valuation adjustments.

さらに、製造業セクターで一般的な州レベルのインセンティブや補助金に関わる案件では、買主は通常、当局からの確認書や、クローバックに備えたエスクローへの留保を要求する。税務補償が特定のエスクローキャップや個別の担保メカニズムによって裏付けられるケースが増えている。これは一般的な表明保証によるカバーよりも、範囲が限定され定量化されたリスク露出を好む日本の投資家の傾向を反映している。

In deals involving state level incentives or subsidies common in the manufacturing sector, acquirers typically request confirmations from authorities or escrow retentions to safeguard against clawbacks. It is increasingly common to see the tax indemnity backed by a specific escrow cap or separate security mechanism, reflecting the Japanese investor's preference for ring-fenced, quantified exposure rather than general warranty coverage.

## プロモーター Treatment of promoters

プロモーターとはどのような概念ですか。売主が企業である場合も、プロモーターは関連するのでしょうか？

Could you explain what 'promoters' are? Furthermore, is this concept irrelevant in cases where the seller is a corporate entity?

日本の投資家は、インドの製造業セクターの案件において、厳格なコンプライアンス・デューデリジェンスの必要性、明確な移行計画を通じたプロモーター主導型企業

(Promoter-led business) の管理、そして生産品質や安全に対する文化的期待の乖離という3つの課題に直面することがよくある。一方で、インド側のプロモーターは、バリュエーションの透明性、取引の確実性、およびバランスの取れたガバナンスを優先し、広範な補償条項やクロージング後の義務に対しては抵抗を示す場合がある。

プロモーター主導型企業という概念は、インド独自の企業・規制枠組みに特有かつ極めて関連性の高いものである。これは、インドにおいて家族経営や閉鎖的な企業が歴史的に普及しており、そこからプロモーターという法的・規制上の概念が進化してきたことに起因する。インドの会社法および証券規制は、2013年会社法およびSEBI（資本発行および開示要件）規則（2018年）に基づき、プロモーターの役割を明示的に認識し定義している。それらによれば、プロモーターとは、会社に対して支配権を行使する者、会社の設立に関与した者、または経営や政策決定に決定的な影響力を持つ相当数の株式を保有する者と特定されている。所有と経営が通常分離しており、設立後のプロモーター（発起人）に法的責任を帰属させることがほとんどない多くの欧米諸国とは異なり、インド法では引き続きプロモーターに対して責任、開示義務、および説明責任を帰属させている。その結果、プロモーター主導のインド企業においては、ガバナンスと責任の両面から、プロモーターおよびその代理人の行為や振る舞いが会社そのものと密接に関連付けられることになる。

売主が法人である場合も、当該事業にプロモーターが関与している場合は、支配構造やガバナンスを評価する上でプロモーターの重要性は高い。実務上、表明保証は通常、法人である売手により提供されるが、プロモーターが個人として経営に深く関与する場合は、プロモーター個人に対し、より広範な保証を求められることがあり得る。その場合、特に権限、行為、非開示事項、およびプロモーターの直接的な知識や管理下にある事項に関して、プロモーターへの責任が生じる可能性がある。

Japanese investors often encounter three issues in Indian manufacturing sector deals: The need for rigorous compliance diligence, managing 'promoter-led businesses' through clear transition plans, and aligning cultural expectations around production quality and safety. Indian promoters, meanwhile, prioritise valuation clarity, deal certainty, and balanced governance, and may resist extensive indemnities or post-closing obligations.

The concept of a 'promoter-led business' is specific and particularly relevant to the Indian corporate and regulatory framework, owing to the historical prevalence of family-run and closely held businesses in India, from which the legal and regulatory concept of the 'promoter' has evolved. Indian company law and securities regulations expressly recognise and define the role of a promoter under the Companies Act and the SEBI (Issue of Capital and Disclosure Requirements) Regulations, 2018 identifying promoters as persons who exercise control over the company, have been instrumental in its formation, or hold substantial shareholding with decisive influence over management and policy decisions. Unlike many western jurisdictions, where ownership and management are typically separated and the term 'promoter' has limited legal relevance post-incorporation, Indian law continues to attribute responsibility, disclosure obligations, and accountability to promoters. Consequently, in promoter-led Indian companies, the actions and conduct of promoters and their representatives are closely linked to the company itself, both from a governance and liability perspective.

Even where the seller is a corporate entity, the promoter-led nature of a business remains relevant in assessing control and governance, notwithstanding the company's separate legal personality. In transaction practice, warranties and representations are typically provided by the corporate seller; however, where a promoter participates in an individual capacity, such promoter warranties may be broader in scope and may attract personal liability, particularly in relation to authority, conduct, non-disclosure, and matters within the promoter's direct knowledge or control.

**プロモーターとは経営委任契約のようなものを締結するのですか。日本の投資家としては、円滑な業務運営や引継ぎを見据えて、その契約で、どのような事項を合意しておくといでしょうか？**

**Is it common practice to enter into an employment or management delegation agreement with promoters? From the perspective of a Japanese investor seeking a seamless transition and operational continuity, what key matters should be addressed in such an agreement?**

インド製造業のプロモーターは、多くの場合、深い業務関与と組織的記憶を有している。日本の投資家は通常、事業の安定性を確保するため、一定の移行期間中、プロモーターを留任させることを求める。これは、コンサルティング契約、取締役への就任、業績目標連動型のアーンアウト構造などを通じて行われることが多い。ただし、文化やガバナンスの違いには慎重に対処する必要がある。日本企業は、体系的なレポートング、厳格なコンプライアンス基準、合意形成型の意味決定を重視する一方、インドのプロモーターはトップダウンで柔軟性を重視し運営することが多いためである。

インドのM&A実務では、円滑な移行と事業継続を確保するため、プロモーターとの間で雇用契約や業務委託契約を締結するのが一般的である。こうした契約では通常、プロモーターの任期と責任範囲、役割と報告ライン、業績義務とKPI、報酬とインセンティブ、競業禁止義務および顧客の引抜禁止義務、退任・解約条項、機密保持および知的財産保護などが規定される。インド会社法上、これらの契約は取締役や主要管理職の報酬制限を含む法定規則に準拠し、さらにFEMAや該当する業種別の上限規制に基づく認可要件と整合させる必要がある。適切に構築された契約は、PMI期間における経営の安定性と、専門的な知見の継続性を確保する一助となる。

統合時の摩擦を防止するため、意思決定、権限委譲、将来の退出時期に関する明確な合意形成が推奨される。創業者が長期にわたり会社に残留する場合は、株主間契約において、業績連動型の経営陣インセンティブの維持や調整について規定することが通常である。

Promoters in Indian manufacturing companies often have deep operational involvement and institutional memory. Japanese investors typically seek to retain them for a defined transition period to ensure business stability, often through consultancy agreements, board positions, or earn-out structures linked to performance milestones. However, cultural and governance differences must be managed sensitively. Japanese corporations prioritise structured reporting, strict compliance norms, and consensus-driven decision-making, whereas Indian promoters often operate with entrepreneurial agility.

In Indian M&A practice, it is common to enter into employment or engagement agreements with promoters to ensure a smooth transition and operational continuity. For a Japanese investor, such agreements typically address the promoter's term and scope of responsibilities, roles and reporting lines, performance obligations and KPIs, remuneration and incentives, non-compete and non-solicitation obligations, exit or termination provisions, and confidentiality and IP protection. From a corporate law perspective, these agreements must comply with the Companies Act, including limits on director or key managerial personnel remuneration, and align with any regulatory approvals under FEMA or applicable sectoral caps. Well-structured agreements help secure operational stability and continuity of management expertise during the post-acquisition integration period.

Establishing clear boundaries around decision-making, delegation of authority, and future exit timelines to prevent friction during integration is advised through this paper. Where promoters remain with the company long term, shareholders' agreements usually codify performance-linked retention and alignment of management incentives.



## 労働法規制と労働者の統合

### Labour law regulations and workforce integration

労働規制および労働者の統合において重要な点を説明していただけますか？

Please describe labour regulations and workforce integration.

労働問題は製造業の買収において核心的な課題であり、特に従業員の再編を検討する場合に極めて重要となる。インドの労働規制は、4つの包括的な労働法典の制定により、近年の変革期を迎えている。

2020年労働関係法の下では、有期労働者とは一定期間従事する者をいい、その期間は1年間である必要はない。一時解雇および人員削減における政府の事前承認の義務化基準を引き上げ、中規模の事業所に雇用の柔軟性を付与した。他方で、一定の規模基準を超える事業所は、再編の実施前に政府の承認を取得することが引き続き義務付けられている。特に重要であるのは、同法が雇用主に対し、削減された従業員1人当たり15日分の賃金に相当する労働者再訓練基金への拠出を義務付けている点である。これはクロージング後の再編計画における、重要なコスト要素となる。また、有期雇用の労働者については、契約満了時の解雇補償金を発生させることなく、雇用することが可能となった。一方で、有期雇用労働者は、正社員と同等の比例配分による福利厚生を受ける権利が認められている。さらに、ストライキおよびロックアウトについては、所定の期間の事前通知が義務付けられたほか、調停のための期間が延長された。これにより、買収後のPMI段階において、労使関係の安定を従来よりも図りやすくなっている。

2020年労働関係法において、有期雇用従業員は契約期間が定められており、1年間の継続勤務という条件は不要である。正社員と同等の比例配分による福利厚生には、積立基金（PF）、休暇の買い取り、退職金などの法定給付が含まれ、実際の雇用期間に基づき比例配分で支給される。退職金については、勤続1年ごとに15日分の賃金を基準とするが、有期雇用の場合は実際の勤務月数に応じて按分される。これにより、契約満了時の解雇責任を回避しつつ、公平な給付が確保される仕組みとなっている。

2020年社会保障法（Code on Social Security）は、有期雇用従業員に対し、1年以上の勤務後に比例配分方式による退職金受給資格を認めた。また、事業譲渡前に発生した社会保障関連の未払金について、譲渡人と譲受人に連帯責任を課している。そのため、従業員積立基金（EPF）、従業員州保険（ESI）、退職金に関するコンプライアンス状況の徹底的な確認が不可欠となる。

Labour considerations are central in manufacturing acquisitions, particularly where workforce restructuring is contemplated. India's regulatory framework has undergone a recent transformative change with the implementation of four comprehensive Labour Codes, consolidating the erstwhile central labour legislations and introducing significant procedural and substantive changes material to Indo-Japanese manufacturing M&A transactions.

Under the Industrial Relations Code, 2020, fixed-term employees are engaged for a specified contract duration and do not need 1 year of continuous service. This Code raises the threshold for mandatory prior Governmental approval for lay-off and retrenchment, affording greater flexibility for mid-sized units, though establishments exceeding this threshold must obtain approval before initiating restructuring. Significantly, the Code mandates employer contributions to a Worker Reskilling Fund equivalent to fifteen days' wages per retrenched employee, a material cost component in post-closing restructuring projections. Fixed-term employment provisions enable employers to engage workers without triggering retrenchment compensation upon contract expiry, with fixed-term employees receiving proportionate benefits at parity with permanent staff. Strike and lockout actions now require sixty days' prior notice, providing extended windows for conciliation and supporting labour harmony during integration phases.

The Code on Social Security, 2020, extends gratuity eligibility to fixed-term employees after 1 year of service on a pro-rata basis and imposes joint and several liability on the transferor and transferee for outstanding social security amounts accrued prior to establishment transfer, necessitating comprehensive diligence on Employees' Provident Fund (EPF), Employees' State Insurance (ESI), and gratuity compliance.

## EPF、ESI、および退職金に関するコンプライアンスについて説明していただけませんか？

### Could you please elaborate on the compliance requirements regarding the EPF, ESI, and gratuity?

2020年社会保障法に基づき、雇用主はEPF、ESI、退職金制度の遵守を確実に行わなければならない。EPFとESIの拠出金は期限どおりに納付される必要があり、事業移転前の未払債務については、移転元と移転先の双方が連帯して責任を負う。退職金は、有期契約社員を含む従業員に対し、1年以上の勤務を経て比例配分方式で支払われる。M&Aにおいては、これらの義務に関する徹底的なデューデリジェンスを行い、偶発債務を正確に評価することが極めて重要である。

2020年労働安全衛生および労働条件法は、従業員20名以上の製造施設に強化された安全義務を課し、従業員300名を超える事業所向けに標準的な就業規則を導入することで、雇用条件と懲戒手続を標準化した。

従来別個に存在した登録、免許、申告手続が単一の枠組みに統合されたことで、インドの各州にまたがる複数拠点での事業運営が簡素化された。従業員の福祉と長期的なステークホルダー関係を重視する日本の投資家は、労働者の分類、組合の構成、社会保障の未払金、継続中の紛争などを網羅する包括的な労務デューデリジェンスを実施することが望ましい。そしてこれらの事項をクロージング前評価の項目に組み込み、労働債務に対する補償をエスクロー等の担保とともに確保することが望ましい。

Under the Code on Social Security, 2020, employers must ensure compliance with EPF, ESI, and gratuity. EPF and ESI contributions must be timely remitted, with both transferor and transferee jointly liable for any pre-transfer dues. Gratuity is payable to employees (including fixed-term staff) after 1 year of service on a pro-rata basis, with accrued liabilities before a transfer shared by both parties. Thorough due diligence on these obligations is essential in M&A to assess contingent liabilities.

The Occupational Safety, Health and Working Conditions Code, 2020 applies heightened safety duties to manufacturing units with 20 or more workers and introduces Model Standing Orders for establishments exceeding 300 workers, standardising employment conditions and disciplinary procedures.

The consolidation of erstwhile separate registrations, licences, and returns into a single unified compliance framework simplifies multi-location operations across Indian states. Japanese acquirers, sensitive to employee welfare and long-term stakeholder relationships, should incorporate comprehensive Labour Code due diligence covering worker classification, union composition, social security arrears, and pending disputes, into pre-closing assessments, structure robust warranties and indemnities for pre-closing labour liabilities with escrow mechanisms, and adopt conservative integration timelines with consensual restructuring measures aligned with both regulatory expectations and Japanese corporate values, thereby creating sustainable, compliant, and value-accretive partnerships within India's evolving labour regulatory landscape.



## クロージング前評価の手續および対象について教えてください？

### Could you specify the concrete steps and objectives involved in 'pre-closing assessments'?

インドにおけるM&Aのクロージング前評価では、労働関連リスクを包括的に検証し、取引構造や統合計画へ反映させる。主な手順は以下のとおりである。

- 労働者の区分（正社員、有期契約、契約社員）の確認
- 労働組合の構成と団体協約の分析
- EPF、ESI、退職金制度などの社会保障コンプライアンス監査
- 係争中の労働紛争や訴訟の検討
- 解雇や退職を含む過去の人事慣行の検証

この評価の目的は、潜在的な負債を特定・定量化し、最終契約に必要な表明保証、補償にかかる条項およびエスクロー契約を確保することにある。同時に、クロージング後のPMIと、持続可能な労務管理を支援することを目指している。

'Pre-closing assessments' in Indian M&A include a comprehensive review of labour-related risks to inform deal structuring and integration planning. Key steps include verifying worker classifications (permanent, fixed-term, contractual), analysing union composition and collective agreements, auditing social security compliance such as EPF, ESI, and gratuity, and reviewing pending disputes or litigation. Historical HR practices, including layoffs and terminations, are also examined for regulatory compliance. The objective is to identify and quantify potential liabilities, enabling the transaction to include robust warranties, indemnities, and escrow arrangements, while supporting compliant, phased integration and sustainable workforce management post-closing.

## 生産連動型インセンティブ (PLI) スキーム Production-Linked Incentive scheme

### PLIスキームとは具体的にどのような政策ですか？

#### Could you provide a detailed explanation of the Production-Linked Incentive (PLI) scheme and its strategic objectives?

PLIスキームは、インドが国内製造業の活性化、外国投資の誘致、および戦略的分野における国際競争力の強化を図るための主要な国家戦略である。この制度は、単なる投資額ではなく、実際の製造実績に対しインセンティブを与えるものであり、複数年にわたって、増分販売量や増分生産量に連動した財政的なインセンティブを提供する。当該制度の戦略的な目標は、電子機器、EVバッテリー、医薬品、先端材料などの重点分野における大規模製造の促進、外国投資の呼び込み、技術移転と技能開発の推進、そして国内企業をグローバル・バリューチェーンに統合することによる輸出潜在力の強化である。PLIは、日印間のM&A取引、特にEVや半導体など、日本の専門知識がインドの成長する製造エコシステムを補完する分野での取引において、投資の実行、生産体制の構築、技術の整合を図るためのプラットフォームを提供すると考えられる。

The PLI scheme is a cornerstone of India's strategy to boost domestic manufacturing, attract foreign investment, and enhance global competitiveness in strategic sectors. It provides financial incentives tied to incremental sales or production over a multi-year period, rewarding actual manufacturing output rather than mere investment. The scheme aims to encourage large-scale manufacturing in priority areas such as electronics, EV batteries, pharmaceuticals, and advanced materials, attract foreign investment, promote technology transfer and skill development, and strengthen export potential by integrating domestic players into global value chains.

For Indo-Japanese M&A, the PLI framework offers a structured mechanism to align investments, production, and technology, particularly in sectors like EVs and semiconductors, where Japanese expertise complements India's growing manufacturing ecosystem.

結語

Conclusion



製造業セクターにおける日印間のM&Aは、相互の戦略的利益、構造的な補完関係、そしてグローバル・バリューチェーンの多様化に向けた加速的な動きを原動力として、持続的な拡大が見込まれている。しかし、製造業の取引は本質的に複雑であり、厳格なデューデリジェンス、慎重にバランスの取れた契約上の保護、きめ細かな前提条件の構築、そしてストラクチャリングされたPMIが求められる。適切に実行された取引は、新たな市場へのアクセス、技術の向上、業務効率の改善、そして長期的・安定的なパートナーシップをもたらさう。両国が産業の近代化と経済協力を推進するなか、十分な準備、文化的理解、そして中長期的な視点を持って取引に臨む関係者が、有意義で持続的な価値を創出する上で有意なポジションを確保することができるだろう。

製造業セクターにおける日印間のM&A取引は、技術融合、サステナビリティ、そして政策連携の深化によってさらに推進されると予測される。両国は、インドの生産連動型インセンティブ（**PLI**）制度や日本のグリーン・トランスフォーメーション（**GX**）イニシアチブによって、将来を見据えた分野（**EV**、半導体、再生可能エネルギー、先端材料）を推進している。こうした戦略は、国境を越えたM&A、合併事業、技術移転パートナーシップを加速させると考えられる。特にEV分野は、日本のバッテリー・駆動系技術と、インドで急成長するEVエコシステムが融合する主要な協力領域であり続けるだろう。

製造業における日印間のM&A取引は、相互の戦略的利益、構造的な補完性、そして多様化するグローバル・バリューチェーンへの加速的な移行を背景に、持続的な拡大が見込まれる。もっとも、当該取引における論点は多岐にわたり、本稿で紹介したものを中心に、多数の乗り越えるべきハードルが存在する。本稿が、両国企業が有意義かつ持続的な価値を創造する一助となれば幸いである。

Indo-Japanese M&A in the manufacturing sector is poised for sustained expansion, driven by mutual strategic interests, structural complementarities, and an accelerating shift towards diversified global value chains. However, manufacturing deals are inherently complex; demanding rigorous diligence, carefully balanced contractual protections, thoughtful CP structuring, and structured post-merger integration. When executed thoughtfully, Indo-Japanese manufacturing transactions offer transformative value, access to new markets, technology upgrades, operational excellence, and long-term partnership stability. As both countries embrace industrial modernisation and economic collaboration, stakeholders who approach transactions with preparation, cultural sensitivity, and a forward-looking vision will be best positioned to create meaningful and lasting value.

The next phase of Indo-Japanese M&A in manufacturing will be driven by technology convergence, sustainability priorities, and closer policy alignment. Both countries are pushing future-ready sectors, EVs, semiconductors, renewables, and advanced materials, supported by India's PLI schemes and Japan's green-transformation initiatives. These complementary strategies are expected to spur cross-border M&A, joint ventures, and technology-transfer partnerships. EVs remain a major collaboration area, combining Japan's strengths in battery and drivetrain technologies with India's fast-growing EV ecosystem.

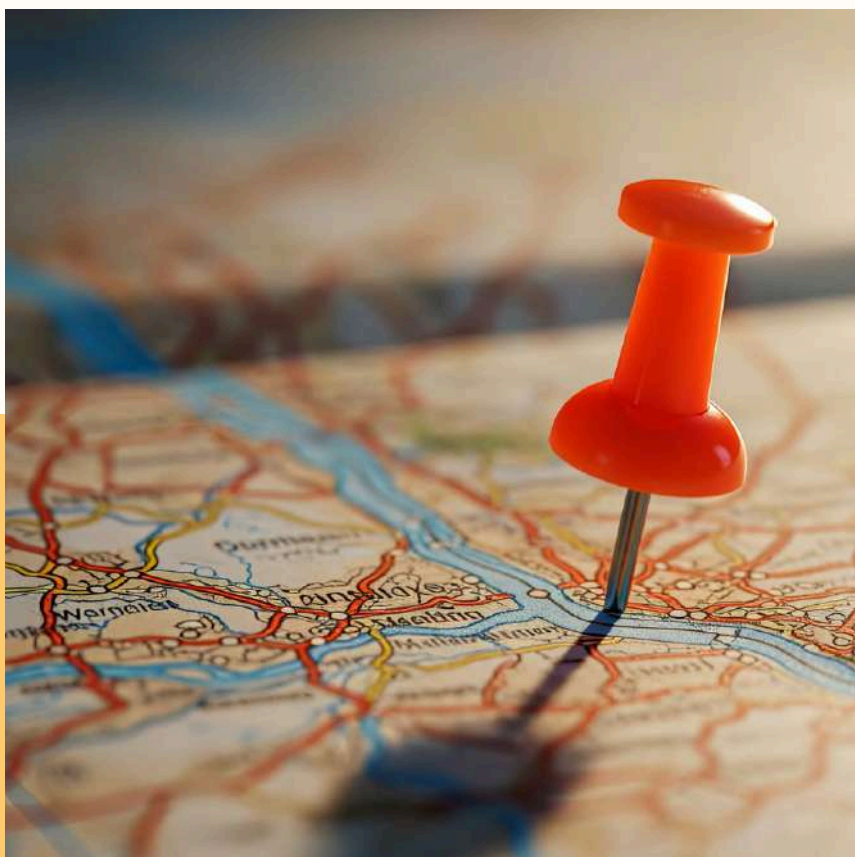
Similar opportunities exist in semiconductors and electronics, where Japan's expertise in equipment and materials aligns with India's push to build fabrication and ATMP clusters. Green-energy technologies such as hydrogen, fuel cells, and renewables integration offer further avenues for joint investment policy developments, which are set to smoothen deal flows.

India continues to streamline approvals and compliance, while Japan encourages strategic overseas investment through institutions like JBIC and JICA. Bilateral platforms such as the Japan-India Industrial Competitiveness Partnership are creating structured channels for capital and technology collaboration. As deals grow more sophisticated, transaction hygiene will matter more, covering financial strength, ESG compliance, operational resilience, and cybersecurity. Japanese buyers increasingly use sustainability metrics and vendor audits, while Indian companies are enhancing documentation and governance to improve deal readiness.

Effective post-deal integration across finance, supply chain, HR, quality, and technology will be crucial, as will cultural alignment. Harmonising Japan's process-driven approach with India's agility and entrepreneurship can significantly enhance synergy. Overall, the future of Indo-Japanese manufacturing M&A will depend less on transaction volume and more on the depth of collaboration, integration maturity, and the ability to combine innovation with disciplined execution, anchoring a long-term, trust-based industrial partnership.

企業概要

About the firms



## フォックス・アンド・マンダル Fox & Mandal



インドで最も古く、最も信頼される法律事務所の一つ。インバウンド・アウトバウンドM&A、製造業取引、規制コンプライアンス、土地・環境問題、越境取引の実行に関する助言を提供している。

One of India's oldest and most respected law firms, advising on inbound and outbound M&A, manufacturing sector transactions, regulatory compliance, land and environmental matters, and cross-jurisdictional deal execution.

## 日比谷中田法律事務所 Hibiya-Nakata

*Hibiya-Nakata* |||

クロスボーダーM&A、対外・対内投資、規制コンプライアンス、M&A紛争、製造業・産業クライアント向け戦略的アドバイザリーサービスにおいて深い専門知識を持つ、日本の著名な法律事務所。

A distinguished Japanese law firm with deep expertise in cross-border M&A, outbound and inbound investments, regulatory compliance, M&A disputes, and strategic advisory services for manufacturing and industrial clients.

執筆者一覽

Contributors



## フォックス&マンダル について Fox & Mandal



アシュトシュ・グプタ  
パートナー  
戦略立案  
データおよびプロジェクト  
管理

**Ashutosh Gupta**  
Partner  
[ashutosh.gupta@foxandmandal.co.in](mailto:ashutosh.gupta@foxandmandal.co.in)  
Strategic Planning  
Data & Project Management



ソーラブ・バウミック  
アソシエイト・パートナー  
企業法務・商事法  
資本市場・証券法

**Saurav Bhaumik**  
Associate Partner  
[saurav.bhaumik@foxandmandal.co.in](mailto:saurav.bhaumik@foxandmandal.co.in)  
Corporate & Commercial  
Capital Markets & Securities Law



アユシ・シンハ  
アソシエイト  
企業法務・商事法  
資本市場・証券法

**Ayushi Sinha**  
Associate  
[ayushi.sinha@foxandmandal.co.in](mailto:ayushi.sinha@foxandmandal.co.in)  
Corporate & Commercial  
Capital Markets & Securities Law

## 日比谷中田法律事務所 Hibiya-Nakata



関口 尊成  
パートナー  
合併・買収  
コーポレートベンチャー  
ーキャピタル

**Takanari Sekiguchi**  
Partner  
[takanari.sekiguchi@hibiya-nakata.com](mailto:takanari.sekiguchi@hibiya-nakata.com)  
M&A  
Corporate Venture Capital



木下 美希  
パートナー  
合併・買収  
金融規制

**Miki Kinoshita**  
External Counsel  
[miki.kinoshita@hibiya-nakata.com](mailto:miki.kinoshita@hibiya-nakata.com)  
M&A  
Financial Regulation

# 用語集

## Glossary

AD	認可ディーラ	Authorised Dealer
AIFs	代替投資ファンド	Alternative Investment Funds
ATMP	組み立て、テスト、マーキング、および梱包	Assembly, Testing, Marking, and Packaging
CP	前提条件	Conditions Precedent
EBITDA	金利・税金・減価償却費・償却費控除前利益	Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortisation
EPF	従業員積立基金	Employees' Provident Fund
ESG	環境、社会、ガバナンス	Environmental, Social, and Governance
ESI	従業員州保険	Employees' State Insurance
FC-GPR	外貨建て暫定総収入	Foreign Currency-Gross Provisional Return
FC-TRS	外貨 - 株式譲渡	Foreign Currency - Transfer of Shares
FDI	外国直接投資	Foreign Direct Investment
FEM NDI Rules	外国為替管理（非債務証券）規則、2019年	Foreign Exchange Management (Non-Debt Instruments) Rules, 2019
FEMA	1999年外国為替管理法	(Indian) Foreign Exchange Management Act, 1999
FIRC	外国送金証明書	Foreign Inward Remittance Certificate
FPI	外国ポートフォリオ投資家	Foreign Portfolio Investors
FVCI	外国ポートフォリオ投資家	Foreign Venture Capital Investor
GAAP	一般に認められた会計原則	Generally Accepted Accounting Principles
GST	物品サービス税	Goods and Services Tax
GX	グリーン・トランスフォーメーション	Green Transformation
IFRS	国際財務報告基準	International Financial Reporting Standards
InvIT	インフラ投資信託	Infrastructure Investment Trust
IPO	新規株式公開	Initial Public Offering
JBIC	国際協力銀行	Japan Bank for International Cooperation
JETRO	日本貿易振興機構	Japan External Trade Organisation
JICA	国際協力機構	Japan International Cooperation Agency
KPI	主要業績評価指標	Key Performance Indicators
KYC	顧客を知る	Know Your Customer
LBC	陸路で国境を接する国々	Land Bordering Countries
MAC	重大な悪影響	Material Adverse Change
OEMs	OEMメーカー	Original Equipment Manufacturer
PAS	証券の目論見書および割当	Prospectus and Allotment of Securities
PF	積立基金	Provident Fund
PLI	生産連動型インセンティブ	Production-Linked Incentive
PMI	合併後の統合	Post-merger integration
PN3	プレスノート3	Press Note 3
R&W	表明および保証	Representations and Warranties
RBI	インド準備銀行	Reserve Bank of India
REITs	不動産投資信託	Real Estate Investment Trusts
SEBI	インド証券取引委員会	Securities and Exchange Board of India
SPA	株式売買契約書	Share Purchase Agreement
SPCB	州汚染管理委員会	State Pollution Control Board
TVT	取引価額基準	Transaction Value Threshold
UBO	最終的な受益所有権	Ultimate Beneficial Ownership
W&I	保証および補償	Warranty & Indemnity



[www.foxandmandal.co.in](http://www.foxandmandal.co.in)

**Bengaluru**

2<sup>nd</sup> floor, Nish Manor, 25/2  
Norris Road, Richmond Town  
Bengaluru 560 025

**Kolkata HO**

12, Old Post Office Street  
Kolkata 700 001

**Kolkata**

7<sup>th</sup> 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

*Hibiya-Nakata* |||

[www.hibiya-nakata.com](http://www.hibiya-nakata.com)

**Tokyo**

Fukoku Seimei Bldg. 22F  
2-2-2 Uchisaiwaicho  
Chiyoda-ku, Tokyo 100-0011

