

重要な注意事項（免責事項）：本資料は、一般的な情報提供および教育目的のみに供されるものです。本資料は法律助言または投資助言を提供するものではなく、そのようなものとして依拠してはなりません。本資料における特定の企業・創業者・個人に関する記述は、すべて公開されている情報のみに基づいており、報道記事、規制当局への提出書類、裁判資料などの公的情報源を含み、また本資料内に記載の出典に基づいています。本資料で述べられている事案には、現在進行中または未解決の手続が含まれています。本資料に記載されているいかなる個人または企業についても、いずれの裁判所においても法的責任、不正行為または有罪の認定はなされていません。また、本資料のいかなる記載も、そのような認定が存在することを断定または示唆するものとして解釈されるべきではありません。Acuity Law および執筆者は、本資料を利用または信頼したことにより生じるいかなる損害についても一切の責任を負いません。

セカンダリー取引&継続ファンド

1. インドのプライベート・エクイティ（“PE”）市場における流動性の問題

プライベート・エクイティ・ファンドは、通常 10 年から 12 年の存続期間を有する集合投資ビークルとして運営されます。リミテッド・パートナー（Limited Partner “LP”）は、ゼネラル・パートナー（General Partner “GP”）による投資運用のために、あらかじめ資本をコミットします。GP は投資期間中に資本を運用し、その後の価値創造フェーズにおいてポートフォリオ企業を積極的に管理し、イグジットを通じて収益化を図ります。この仕組みにより、LP がファンドの予定満期前に途中で引き上げる場合は、投資元本やリターンの一部を犠牲にせざるを得ません。

さらに、インドの PE セクターは流動性危機の深刻化に直面しており、イグジット件数の急減や投資保有期間の長期化がその顕著な例として挙げられます。2025 年には、イグジット件数が 2024 年比で約 19%、イグジット金額も約 18%それぞれ減少しました。¹

新規株式公開（IPO）や合併・買収（M&A）といった主要なイグジット手段の減少により、成熟期にあるファンドでは資本が固定化される傾向が一層強まっています。この状況を受け、GPs は、LP への分配要求に応えつつ優良資産を維持するため、LP 主導のセカンダリー売却や GP 主導のコンティニュエーション・ビークル（Continuation Vehicles “CV”）など、セカンダリー市場を活用した流動性確保策を採らざるを得なくなっています。²

2. セカンダリー取引の概要

2.1. LP 主導のセカンダリー取引

LP 主導のセカンダリー取引とは、LP が保有するひとつまたは複数のプライベート・エクイティ・ファンドへの投資持分を、当該ファンドの予定満期前に他の投資家に売却する取引です。これらの取引は相対取引であり、事前に GP の承認を得る必要があります。買主は、売却する LP の未履行のキャピタル・コール義務を含む、すべての権利および義務を引き継ぎます。

図解 1：LP 主導のセカンダリー取引

設定:

ファンド：ABC Growth Fund II は、2017 年に設立されたカテゴリーII 型 AIF で、期間は 10 年。

LP：国内の保険会社が ABC Growth Fund II に 2 億ルピーを出資。

【状況（SITUATION）】

当該 LP は規制上の自己資本比率維持の圧力に直面しており、流動性の低いプライベート・エクイティへの投資を削減する必要性がありました。そのため、セカンダリー・ファンドに対して Fund II の持分全体を売却する相談を行いました。

¹ Venture Intelligence Data on PE-VC Exits

² <https://unlistedintel.com/blogs/secondaries-redefine-exits-in-indias-private-markets/>

【取引 (TRANSACTION)】

セカンダリー買主の TRC が、ABC Growth Fund II の LP 持分の購入に合意。

【結果 (OUTCOME)】

LP：売却代金を受領し、ファンドから退出。

TRC：売却代金を支払い、新たな LP として参加。以後のキャピタル・コールに応じ、Fund II の投資回収に伴う将来の分配をすべて受領。

GP：ファンドには変更なし。単に LP が入れ替わるだけ。

2.2. GP 主導のセカンダリー取引とコンティニューエーション・ビークル

GP 主導のセカンダリー取引では、GP が積極的に取引を組成します。通常、既存ファンド（単一スキームの場合はファンド全体、複数スキームの場合は該当するスキーム、以下「売却ファンド」）からひとつまたは複数のポートフォリオ資産を、同じ GP が管理する新たなビークル（CV など）に移転する形で行われます。この新規ビークルへの資産売却は、CV の投資家によるキャピタル・コミットメントによって資金調達されます。投資家には、新規のセカンダリー買主のほか、売却ファンドから新 CV へ持分を「ロールオーバー」することを選択した既存 LP も含まれる場合があります。売却代金は、ファンド文書に定められたウォーターフォール条項の規定に従って分配されます。まず未払いのファンド費用や負債の弁済に充てられ、その後、売却ファンドから退出を希望した LP に分配されます。

CV は一般に、単一資産型（ChrysCapital の NSE 案件など）と複数資産型のポートフォリオの 2 つの形態があります。後者の例として、Multiples Alternate Asset Management が Vastu Housing Finance、APAC Financial Services、および Quantiphi をひとつの CV にまとめています。³

図表:

単一資産型コンティニューエーション・ビークル (Single-Asset CV)	複数資産型コンティニューエーション・ビークル (Multi-Asset CV)
設定 (SETUP)	
<p>ファンド：XYZ Capital Fund III（カテゴリーII型 AIF、2015 年ヴィンテージ、現在 10 年目）</p> <p>資産：大手フィンテック企業 ZZZPay の 22% の持分（Fund III 帳簿価額：18 億ルピー）</p> <p>状況：ZZZPay の IPO は 18~24 か月以内が見込まれるが、Fund III は満期到来に伴い、IPO 前に解散する必要がある。</p>	<p>ファンド：Alpha Growth Partners Fund II（カテゴリーII型 AIF、2016 年ヴィンテージ、現在 10 年目）</p> <p>資産：高パフォーマンスの 3 つのトロフィー資産</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. LogiLink：テクノロジー活用型物流会社（持分 15%、評価額 7 億ルピー） 2. HealthSphere：デジタルクリニックチェーン（持分 20%、評価額 9 億ルピー） 3. EcoWatt：再生可能エネルギー・プラットフォーム（持分 12%、評価額 6 億ルピー） <p>総ポートフォリオ価値：22 億ルピー</p>

³ https://www.business-standard.com/companies/news/multiples-closes-430-million-continuation-fund-india-secondary-deal-125052700743_1.html

単一資産型コンティニューエーション・ピークル (Single-Asset CV)	複数資産型コンティニューエーション・ ピークル (Multi-Asset CV)
	<p>状況：各資産は高成長フェーズに入っているが、Fund II は 10 年の法定存続期間の満了を迎えている。GP は、プレミアム価格でのエグジットを実現するためには、更に3~4年が必要であると判断している。</p>
問題点	
<p>プレミアムの逸失：GPが現時点で ZZZPay を売却した場合、価値は回収できるものの、IPO プレミアムを享受する機会を失うことになる</p> <p>LP 間の利害相違：既存 LP はロックインされており、早期の流動性を求めている。</p>	<p>強制的な資産売却：ファンド解散のために現時点でポートフォリオを売却した場合、二束三文での売却や競合他社への売却を余儀なくされ、将来的な複利効果を大幅に失うことになる。</p> <p>LP 間の利害相違：一部の LP はステークホルダーへの資本還元を迫られている一方、他の LP は引き続きこれらの有望な投資案件に投資したいと考えている。</p>
解決策：コンティニューエーション・ピークル	
<p>ステップ 1：GP は、当該資産を保有するための新たな AIF として、XYZ Capital CV-I を設立する。</p> <p>ステップ 2：CV-I が Fund III から ZZZPay の持分を 18 億ルピーで取得する。</p> <p>ステップ 3：既存の Fund III LP に対して以下の選択肢が提供される。</p> <p>a) キャッシュアウト：CV-I による取得対価から按分した金額を受領 または b) ロールオーバー：同一評価額で Fund III から CV-I に持分を移転</p> <p>ステップ 4：新規のセカンダリー投資家 (Hamilton Lane、HarbourVest 等) が CV-I に投資し、取得資金の提供および新規資本を投入する。</p>	<p>ステップ 1：GP は、これら 3 つの資産を保有するための新たなピークルとして、Alpha Continuation Fund I (ACF-I) を設立する。</p> <p>ステップ 2：ACF-I が Fund II から LogiLink、HealthSphere、EcoWatt の持分を総額 22 億ルピーで取得する。</p> <p>ステップ 3：既存の Fund II LP に対して「ステータス・クォー (現状維持)」の選択肢が提供される。</p> <p>a) キャッシュアウト：総額 22 億ルピーから自分の按分分を即時受領 または b) ロールオーバー：持分を ACF-I に移転し、3 つの資産へのエクスポージャーを維持したままタイムラインをリセット</p> <p>ステップ 4：新規セカンダリー投資家がピークルの支柱となり、キャッシュアウトを希望する LP への支払い資金および新規フォローオン資本を提供する。</p>
結果	
<p>キャッシュアウトを選択した LP：10 年の保有期間を経て流動性を獲得。</p> <p>ロールオーバーを選択した LP：IPO まで引き続き保有を継続。</p> <p>新規セカンダリー投資家：合意された評価額で、既知かつリスクが低減された資産への投資機会を獲得。</p>	<p>キャッシュアウトを選択した LP：10 年の保有期間を経て、クリーンな出口と即時の流動性を獲得。</p> <p>ロールオーバーを選択した LP：すでに知っていて信頼してる資産の上昇を引き続き享受。</p> <p>新規セカンダリー投資家：ブラインド・プールではなく、すでに評価が確定しリスクが低減された多様化ポートフォリオに即時アクセス。</p>

単一資産型コンティニューエーション・ビークル (Single-Asset CV)	複数資産型コンティニューエーション・ ビークル (Multi-Asset CV)
GP : 最優秀パフォーマンスの企業の運用を継続し、長期的なLPとの利益一致を図るとともに、将来の資産価値上昇に対するキャリアを獲得。	GP : 最優秀パフォーマンスの企業の運用を継続し、長期的なLPとの利益一致を図るとともに、将来の資産価値上昇に対するキャリアを獲得

3. インドのセカンダリー市場の現状:

インドの PE セカンダリー市場は、現在急速に拡大しています。この加速的な成長は、主に 3 つの構造的要因によって支えられています。

第一に、記録的な資本投下が続いた時期に蓄積された、成熟化しつつある未実現の PE およびベンチャーキャピタル投資の大規模な未解消残高（オーバーハング）が存在します。この国内の積み残しは、2025年のグローバル・セカンダリー市場の取引総額が2,400億米ドルという過去最高水準に達し（前年比48%増）、世界的なマクロ経済的トレンドと軌を一にしています。⁴ 第二に、インドにおける極めて堅調な株式市場の環境が、明確な評価指標の基準を確立しています。

第三に、セカンダリー取引はもはや「苦境に立たされた際のバルブ」として捉えられるものではありません。インドのファンド・マネージャーは、優良資産の価値を維持し、複利的に成長させることを目的として、積極的に複雑な CV を組成しています。現在、インドは GP 主導の取引においてエマージング・マーケットで第2位にランクされており、2020年から2025年上半期までに完了した CV の件数の21%を占めています。⁵

インドにおける主要なセカンダリー・ファンドおよびコンティニューエーション・ビークル:

Sr. No.	セカンダリー・ファンドおよびコンティニューエーション・ビークル
1.	Eastgate Secondaries Fund
2.	Ambit Arcadia Secondaries Fund
3.	Neo Secondaries Fund
4.	360 One Secondaries Fund
5.	White Whale Secondaries Fund
6.	PixelSky Capital Secondaries Fund
8.	Sauce Continuity Fund I
9.	Kedaara Continuation Fund
10.	Multiples PE Continuation Fund
11.	ChrysCapital Continuation Fund
12.	Samara Continuation Fund

⁴ <https://www.jefferies.com/insights/the-big-picture/2025-global-secondary-market-review-another-record-breaking-year/>

⁵ <https://www.secondariesinvestor.com/india-gp-led-growth-buoyed-by-strong-public-markets-foreign-interest/>

4. インドにおける GP 主導のセカンダリー取引の先例 — ChrysCapital Continuation Fund

ファンド名	ChrysCapital Continuation Fund
取引形態	単一資産型 GP 主導コンティニューエーション・ビークル
クロージング日	2024 年 4 月 30 日
規模	7 億米ドル（超過申込）
GP・運用会社	ChrysCapital（インド最大の国内系 PE ファーム）
資産	インド国立証券取引所（NSE）株式の約 3.93%の持分
売却ファンド	ChrysCapital Fund VI（関連会社 Veracity Investments Limited を通じて運用。NSE への当初投資は 2016 年 7 月）
リミテッド・パートナー	HarbourVest Partners、LGT Capital Partners、Pantheon Ventures（その他を含む）
重要性	インド最大の単一資産型 CV；アジア太平洋地域においても最大規模の部類

2024 年 4 月、ChrysCapital は 7 億米ドルを調達し、2016 年 7 月に投資を行った ChrysCapital Fund VI から、インド国立証券取引所（National Stock Exchange “NSE”）の約 3.93%持分を取得する、インド最大の単一資産型コンティニューエーション・ビークルを設立しました。⁶本取引には、HarbourVest Partners、LGT Capital Partners、Pantheon Ventures が主要投資家として参加し、Fund VI の LP は 6 倍のマルチプルを獲得しつつ、ChrysCapital は NSE への長期的なエクスポージャーを維持することに成功しました。⁷さらに、2025 年 9 月時点で CV 保有持分の評価額は約 20 億米ドルに上昇し、18 か月で約 3 倍の未実現リターンを達成するなど、顕著な成果を上げています。⁸

この歴史的な取引の成功は、いくつかの構造的および資産固有の価値創出要因によって支えられました。取引の中心は基礎となる資産そのものでした。すなわち、NSE はほぼ独占的な取引所として運営されており、高い参入障壁、堅固な財務基盤、そしてほぼ確実な IPO ストーリーを備えていました。この卓越した資産品質と IPO のオプション性が旺盛な投資家需要を喚起し、セカンダリー買主は最小限のディスカウントまたはディスカウントなしで、純資産価値（Net Asset Value “NAV”）水準もしくはそれに近い価格で引き受けることができました。さらに、ChrysCapital が投資の運用管理権を維持したことにより、強固な GP アラインメントが保たれ、価値創造戦略の継続性が確保されました。CV は LP にとって重要かつクリーンなイグジットの選択肢を提供し、LP の分配報告および将来の資金調達活動を円滑に進めることを可能にしました。こうした好循環が結実し、本取引は最終的に超過申込（オーバーサブスクライブ）となり、高品質なインド資産に対するセカンダリー市場の深い需要を示す明確な指標となりました。

ChrysCapital 案件がインド PE に与える示唆：

- 取引モデルの実証：**インドのセカンダリー市場が、大規模かつ機関投資家主導の CV 取引を支えることが可能であることが実証されました。
- CV の標準化：**本取引により、他のインド GP が CV を組成する際の心理的障壁が取り除かれ、現在複数の CV がパイプラインに存在しています。

⁶ <https://www.vccircle.com/chryscapitalraises-700-mn-to-keep-nse-stake-return-capital-to-sixth-fund-s-lps>

⁷ [India's landmark GP-led marks a 3x return within 18 months](#)

⁸ Id.

- c. **資産品質プレミアム**：高品質かつ IPO 直前の資産は、不良資産売却とは異なり、インドのセカンダリー市場においてパー近傍（またはディスカウントなし）の価格で取引されることが確認されました。
- d. **LP の洗練度**：インドの LP がロールオーバーとキャッシュアウトの選択を評価・判断できる能力と意欲を持つことが示され、市場の成熟度を裏付けています。

5. 適用法令および規制の概要

5.1. インド証券取引委員会（SEBI）規制:

インド証券取引委員会（Securities and Exchange Board of India "SEBI"）は、インドにおけるオルタナティブ投資ファンド（Alternative Investment Funds "AIFs"）の運営を規制・監督しています。AIF は、2012 年の SEBI (AIF) 規則 [SEBI (AIF) Regulations, 2012 "AIF Regulations"] に従い、インド国内で登録することが義務付けられています。AIF は、カテゴリーI、カテゴリーII またはカテゴリーIII のいずれかに登録されます。

インドにおけるセカンダリー取引は、ほぼ例外なくカテゴリーII 型 AIF（プライベート・エクイティ／ベンチャーキャピタル・ファンド）が関与し、より限定的にカテゴリーI 型 AIF（インフラ／社会的ベンチャー・ファンド）が関与します。セカンダリー取引を規律する主要な規制条項は、以下のとおりです。

- a. 登録要件：インドには CV に関する特定の AIF 規制の枠組みが存在しないため、CV を通じて実施される GP 主導のセカンダリー取引では、当該ビークルを新規ファンドとして設立し、新たに AIF 登録を取得するか、あるいは新規スキームを設立することが求められる。
- b. 分散投資基準：規則第 15 条第 1 項(c)では、カテゴリーI および II の AIF が、直接投資または他の AIF のユニットを通じて、投資可能資金の 25%を超えて単一の投資先企業に投資することを禁止する。なお、ラージ・バリュアー・ファンドには緩和措置が設けられており、投資可能資金の最大 50%まで単一の投資先企業に投資することが可能である。
- c. 資産の移転：CV（新規ファンド、または同一ファンドの新規スキームとして登録）は、通常、売却ファンドと同じマネージャー・スポンサー、もしくはその系列会社によって運用・スポンサードされる。この場合、売却ファンドの関連会社である CV への資産移転には、投資額に応じた少なくとも 75%の投資家の承認が必要となる。したがって、規則第 15 条第 1 項(ea)は、共通管理下のファンドやスキーム間での資産移転における重要な規制上のハードルとなる。さらに、売却ファンドのコーパスの 50%以上を保有し、かつ CV の買主でもある投資家は議決権行使から除外される。この措置は、GP 主導のセカンダリー取引における利益相反を防ぐ重要な保護手段として機能する。
- d. 新規スキームとしてのコンティニューエーション・ビークル：CV が新規ファンドではなく、既存 AIF の傘下に新規スキームとして組成される場合、当該スキームは独自の最低コーパスを有し、独自の PPM（私募目論見書）を作成し、分離された銀行口座および資産を維持することが求められる。
- e. 利益相反：SEBI は、GP 主導のセカンダリーにおいて同一の GP が売却ファンドと CV の双方に関与する場合に生じる利益相反の管理について、GP に対して厳しい義務を課している。独立した LP アドバイザリー委員会（LPAC）によるレビューおよび、できれば独立した取引アドバイザー（投資銀行）の関与が、GP 主導の取引における市場慣行（マーケット・スタンダード）となる。
- f. バリュエーション：SEBI は、標準化された手法を用いて公正価値で AIF 投資を評価することを義務付けている。CV が売却ファンドから資産を取得する際の NAV は、合理的に説明可能であり、独立した検証を経たものでなければならない。

5.2. インド競争委員会 (CCI)

セカンダリー取引の進化に伴い、大規模な CV 取引では、最終的なコントロールが同スポンサー・グループ内にとどまる場合であっても、企業結合審査の基準を形式的に満たし、CCI への届出が必要となる可能性があります。この点に関し、Kedaara II Continuation Fund (Kedaara CV) に関する CCI の 2025 年命令が、重要な先例となっています。

本件において、Kedaara グループに属する Kedaara Norfolk Holdings Limited および Kedaara Capital Fund II LLP [総称して「ビンテージ・ビークル (Vintage Vehicles) 」] は、ファンドの存続期間が間もなく終了することを受け、Lenskart Solutions Limited および Care Health Insurance Limited における各自の株式持分を Kedaara CV に移転することを提案しました。

CCI は、2024 年競争 (企業結合の免除基準) 規則 [Competition (Criteria of Exemption of Combinations) Rules, 2024、「免除規則 (Exemption Rules) 」] 第 3 条に基づき、かかる移転を免除対象と認定し、コントロールの変更や新たな権利の取得がない場合には、CV 主導の内部再編は免除規則第 3 条の適用を受けると判示いたしました。これにより、CCI は CV を活用した GP 主導のセカンダリー取引に対する有益なセーフ・ハーバーを確立しました。

5.3. 外国為替管理法 (FEMA) およびクロスボーダー・ストラクチャリング

(a) FEMA の価格要件

外国人投資家 (買主または売主として関与する場合を含む) が関わるセカンダリー取引は、1999 年外国為替管理法 (Foreign Exchange Management Act, 1999 "FEMA") および 2019 年外国為替管理 (非債務性証券) 規則 (NDI 規則) [Foreign Exchange Management (Non Debt - Instruments) Rules, 2019 "NDI Rules"] に従って規律されます。NDI 規則に基づく公正価値での価格設定義務が最も重要であり、基本原則として、インド居住者が非居住者に株式またはユニットを売却する場合、売買価格は FEMA で定められた公正価値を下回ってはならず、逆に非居住者がインド居住者に株式またはユニットを売却する場合は、公正価値を上回ってはなりません。この仕組みは「フロア・シーリング」と呼ばれ、売買双方の価格が適正に管理されることを保証します。

- i. **CV の価格付けへの影響** : 外国が所有する CV が国内ファンドから資産を取得する場合、または外国のセカンダリー買主が CV に投資する場合、居住者が売却する際の取引価格は FEMA で定められた公正価値以上である必要がある。
- ii. **外国人が所有・支配する AIF (Foreign-Owned and Controlled AIF)** : NDI 規則によれば、スポンサー、マネージャーまたは投資マネージャーがインド居住者によって所有・支配されていない場合、あるいはインド国外の居住者によって所有・支配されている場合、当該 AIF は「外国人が所有・支配する AIF」に分類される。この分類は、当該 AIF が行うすべてのポートフォリオ投資において、FDI (外国直接投資) ルートでの価格付けおよびセクター別上限規制の遵守が求められることを示し、極めて重要な意味を持つ。
- iii. **FEMA に基づく報告義務** : AIF への、または AIF からのすべてのクロスボーダー投資は、所定の期限内 (通常は割当/移転から 30 日以内) に FIRMS ポータルを通じてインド準備銀行 (RBI) に報告する必要がある。
- iv. **プレス・ノート 3 (PN3) /陸上国境規則** : 陸地国境を接する国 [中国、パキスタン、バングラデシュ、ネパール、ブータン、ミャンマー、アフガニスタン (LBC)] の受益所有者を有する AIF がインドのポートフォリオ企業への川下投資を行う場合、当該投資は PN3 の審査対象となる。当該投資を受けるポートフォリオ企業は、AIF の受益所有者が LBC に帰属する場合、必要に応じて事前の政府承認を取得することが求められる。

(b) Gujarat International Finance Tec-City シティ (GIFT City) を活用した構造上の代替手段

国際的な GP およびセカンダリー投資家にとって、GIFT シティ（国際金融サービスセンターとして規制される“GIFT IFSC”）は、国内 AIF 構造と比較して、有意義な優位性を提供する可能性があります。

- i. 税中立的な移転：既存の外国ファンドから GIFT IFSC ファンドへの持分移転は、キャピタルゲイン課税上、課税対象となる移転として扱われない。これらの優遇措置のサンセット条項は、2030年3月31日まで延長されている。
- ii. AIF 規則と比較して、2025年 IFSCA 資金管理規制（IFSCA FM 規制）〔IFSCA Fund Management Regulations 2025 "IFSCA FM Regulations"〕のもとでは、より大きな構造上の柔軟性が得られる。
- iii. GIFT IFSC に所在地を置く CV の事例：Kedaara II Continuation Fund。

(c) GIFT IFSC における CV の組成時の主要な FEMA 上の考慮事項

- i. GIFT IFSC に設立された CV は、FEMA のもとでインド国外居住者として取り扱われる。したがって、インド本土に所在地を置く移転元ファンドから当該 CV への資産移転は、FEMA 上の対外移転に該当し、当該移転の前または移転時に、FEMA に基づく海外投資／対外移転に係るコンプライアンスを履行する必要がある。
- ii. 同様に、移転元ファンドが GIFT IFSC に設立され、CV がインド本土に所在地を置く場合、当該ファンドから CV への資産移転は、インドへのインバウンド外国投資として扱われ、FEMA に基づく適用コンプライアンス（FDI／川下投資規制を含む）を履行する必要がある。
- iii. さらに、インド国外に所在地を置く移転元ファンドから IFSC CV への資産移転は、FEMA 規則のもとで非居住者間の移転として扱われるため、価格制限が適用されない可能性がある。ただし、IFSC CV は所得税法上インドの税務居住者であり、オフショア・ファンドと IFSC CV が関連当事者である場合には、移転価格規定に基づき、独立企業間原則（Arm's length principles）を満たす取引価格が求められる。

外国法域から GIFT IFSC へのスキーム移転実績
(2025年12月31日現在)⁹

移転スキーム数	24 スキーム
累積コミットメント額	138 億米ドル
累積調達額	74.8 億米ドル
累積投資額	81.8 億米ドル

5.4. 所得税法 (Income Tax Act)

Under 2025年所得税法 (Income-tax Act, 2025 "ITA 2025") [旧：1961年所得税法 (Income-tax Act, 1961 "ITA 1961") 第10条 23FBA]の第11条とともに読まれる付則 V (表：番号 1)、ならびに ITA 2025 第 224 条 (旧：ITA 1961 第 115UB 条) に基づき、カテゴリ I および II の AIF は、ほとんどの収益について「パス・スルー」課税ステータスの恩恵を受けます。この制度では、非事業所得はファンドレベルで課税されず免除され、税負担は投資家に直接帰属し、収益が発生した年度に投資家ごとの按分割合に応じて課税されます。

一方、ファンドが生み出す事業所得は、信託として構成される場合は最大限の限界税率で、会社／LLP として設立される場合は該当する法人税率でファンドレベルで課税されます。

⁹ Brochure for Fund Management in GIFT-IFSC

ファンドがこの税を支払った後、残余の事業所得は付則 V（表：番号 2）および ITA 2025 第 11 条（旧：ITA 1961 第 10 条 23FBB）に基づき、投資家に追加課税されることなく分配されます。

カテゴリーI および II の AIF とは異なり、カテゴリーIII 型の AIF は法定のパス・スルー制度の恩恵を受けません。カテゴリーIII 型 AIF が得るすべての所得はキャピタルゲイン、利息、配当、事業所得のいずれであってもファンドレベルで課税され、投資家への分配が行われる前にファンド自体が全額の税負担を負います。適用される税率はファンドの法的形態によって異なります。

- a) ファンドが無期限信託として構成される場合、受託者は代表納税者として課税され、所得は通常、最大限の限界税率（現行の無期限信託向けサーチャージ適用下で約 42.74%）で課税される。
- b) ファンドが定期信託として構成される場合、受託者は代表納税者として課税され、各所得の種類はあたかもその所得が直接受益者に帰属したかのように、各受益者の按分持分に応じた税率で課税される。ただし、当該所得に事業の利益・収益が含まれる場合には、全所得が最大限の限界税率で課税される。
- c) ファンドが会社または LLP として設立される場合は、該当する法人税率または LLP 税率が適用される。

ファンドレベルで該当する税金が支払われた後、投資家は税引後の分配を受け、同じ所得について追加課税はありません。

5.4.1. セカンダリー取引に関する課税 — 枠組み：パス・スルー課税とファンドレベル課税 (Entity-Level Taxation)

インドにおけるセカンダリー取引の課税は、AIF のカテゴリーおよび所得の性質に応じて決まります。

項目	国内ファンドから IFSC CV へ		外国ファンドから IFSC CV へ	
取引形態	LP 主導：LP ユニットのみの譲渡	GP 主導：ポートフォリオ資産＋ユニット交換	LP 主導のセカンダリー取引	GP 主導のセカンダリー取引およびコンティニューエーション・ビークル (Continuation Vehicle)
譲渡対象	ユニットのみ	ポートフォリオ資産とユニット交換	LP 持分のみ	ポートフォリオ資産とユニット交換
ITA 2025 に基づく免除*	適用なし	国内ファンドの場合は適用なし	適用なし	一定条件のもとで課税中立の取引
ファンドレベル課税	なし（ファンドレベルの課税イベントなし）	カテゴリーI または II 型 AIF の場合：証券の譲渡益はパス・スルー課税制度のもとでキャピタルゲインとして扱われ、投資家に帰属するものとみなされ、ITA 2025 第 224 条（旧：ITA 1961 第 115UB 条）に基づき課税される	なし（ファンドレベルの課税イベントなし）	資産移転に関して、ファンドレベルでキャピタルゲイン課税は発生しない ITA 2025 第 70 条第 1 項(t) [旧：ITA 1961 第 47 条 (viiac)] に基づき免除

項目	国内ファンドから IFSC CV へ		外国ファンドから IFSC CV へ	
		<p>事業所得に該当する譲渡益は、ファンドレベルで適用される税率に基づき課税される</p> <p>カテゴリーⅢ型 AIF の場合： 税金は AIF レベルで支払われ、投資家は課税されない</p> <ul style="list-style-type: none"> - インド企業以外のデリバティブ、債権、社債その他の証券から生じるキャピタルゲインは 12.5～30%の税率にくわえ、適用されるサーチャージおよびセスが課税される 		
<p>LP 段階での課税</p>	<p>国内 AIF のユニットを譲渡した場合、譲渡益は LP に帰属する（下記の「キャピタルゲイン課税」を参照）。</p>	<ul style="list-style-type: none"> - ユニット交換部分に伴うキャピタルゲインは、ロールする LP に課税対象となり、LP において適用税率で課税される - カテゴリー I または II の AIF におけるポートフォリオ資産の譲渡に伴うキャピタルゲインは、ITA 2025 第 229 条（旧：ITA 1961 第 115UB 条）に基づき、投資家の持分に応じて帰属する - カテゴリーⅢの AIF では、利益はファン 	<p>外国ファンドの持分を譲渡した場合のキャピタルゲインは、LP に帰属する。</p> <p>ただし、課税の可否を判断するには、間接譲渡規定の分析が必要である。LP の居住国および適用条約に応じて、二重課税防止協定（Double Taxation Avoidance Agreement “DTAA”）による救済を受けられる場合がある。</p>	<p>ユニット交換時、投資家にはキャピタルゲインは発生しない [ITA 2025 第 70 条第 1 項(u)、旧 ITA 1961 第 47 条 (viiad) に基づき免除]</p>

項目	国内ファンドから IFSC CV へ		外国ファンドから IFSC CV へ	
		ドレベルで課税され、投資家への分配には追加で課税されない		
取得原価および保有期間の継続性	継続なし	継続なし	継続なし	完全な継続。GIFT IFSC 結果ファンドにおけるポートフォリオ資産の保有期間および、ロールする投資家が保有する当該ファンドのユニットの保有期間には、元の外国ファンドでこれらの資産および持分が保有されていた期間も含まれるものとみなされる。

* ITA 2025 第 70 条第 1 項(t) [旧 : ITA 1961 第 47 条 (viiac)] はファンドレベルに適用され、第 1 項(u) [旧 : ITA 1961 第 47 条 (viid)] は投資家レベルに適用される

5.4.2. キャピタルゲイン課税

- i. 資本的資産の分類 (2025 年度予算/新 ITA 2025) : 2026-27 課税年度以降、カテゴリー I および II の AIF が保有する有価証券は、法律上「資本的資産 (Capital Assets)」として定義される。これにより、売却益は常にキャピタルゲインとして課税され、事業所得として扱われることはなく、セカンダリー取引における重大な訴訟リスクも解消される。
- ii. 長期キャピタルゲイン (LTCG) 課税 : 上場株式および株式指向型資産については、保有期間 12 か月超の LTCG に対して、税率 12.5% で課税される (2024 年度予算成立後)。なお、年間 12.5 万ルピーの控除が適用される。非上場有価証券および国内 AIF のユニットについては、保有期間 24 か月超の LTCG も、インデックス調整なしで 12.5% の税率が適用される。
- iii. 短期キャピタルゲイン (STCG) 課税 : 上場株式の保有期間が 12 か月以下の STCG には 20% の税率が適用される。非上場株式の STCG および国内 AIF のユニットについては、投資家の適用税率 (slab rate) により課税される。
- iv. 外国ファンドのユニット譲渡に係るキャピタルゲイン税は、間接譲渡規定の適用可否および LP の居住国に基づく二重課税防止条約 (DTAA) による救済の適用可能性によって決まる。
- v. 非上場債務性証券の再分類 (ITA 2025 第 76 条 [旧 : ITA 1961 第 50AA 条]、2024 年 7 月 23 日以降適用) : 非上場の債券および社債の売却益は、保有期間にかかわらずすべて短期キャピタルゲイン (STCG) として課税される。SWF および年金ファンドは、本規定の適用が免除される。

5.4.3. TDS（源泉徴収税）の義務 [ITA 2025 第 393 条（旧：ITA 1961 第 194LBB 条）]

投資家の種類	AIF 分配金に対する TDS 税率
インド居住者の投資家	AIF が分配する所得に対して 10%の源泉徴収税（TDS）が課される
非居住者／外国機関投資家（FII）	原資産の所得種類（キャピタルゲイン税率／利息税率等）に応じた税率で TDS が適用される
DTAA 適用対象の非居住者	有効な税務居住者証明書（TRC）および Form 10F を提出することにより、軽減税率が適用される
Sovereign Wealth Funds（SWFs）	ITA 2025 第 11 条と付則 V（表：番号 7）に基づき、適格インフラ投資に対しては課税が免除される
年金ファンド	ITA 2025 第 11 条と付則 V（表：番号 7）に基づき、適格投資については同様に課税が免除される

5.4.4. セカンダリー取引における税務デュー・ディリジェンス

セカンダリー取引において LP 持分を取得する買主は、以下の事項を網羅する税務デュー・ディリジェンスを実施しなければなりません。

- i. 原資産であるポートフォリオ企業の設立年度（ヴィンテージ）および想定される利益の性質（STCG/LTCG）の判定
- ii. ファンドレベルで未解決の税務関連請求・通知
- iii. ポートフォリオ企業のいずれかが GAAR（一般租税回避否認規定）の手続き対象となっているか
- iv. ポートフォリオ内の繰延税金負債、特に取得原価で計上され、評価が大幅に上昇した非上場資産
- v. 売却 LP の源泉徴収税（TDS）クレジット残高。一部の仕組みにおいて、未払いの TDS が買主に税務上の負担を生じさせる可能性がある
- vi. ポートフォリオ内のクロスボーダー取引における移転価格（Transfer Pricing）コンプライアンス

5.4.5. 印紙税（Stamp Duty）

LP 持分の移転に係る印紙税は、州および取引構造によって異なります。

- i. インド会社の非上場デマット株式の移転：取引対価の 0.015%
- ii. 非上場デマット AIF ユニットの移転：取引対価の 0.015%
- iii. 信託形態の AIF における LP 持分の譲渡：信託証書／譲渡証書には、州によって異なる税率の印紙税が課される可能性がある（マハラシュトラ州では 0.1～3%の範囲。現在も変動があり、各州レベルでの分析が必要）

6. 実務上の課題と市場ギャップ

ChrysCapital の NSE コンティニューエーション・ビークルのような画期的な取引による勢いの増大にもかかわらず、インドのセカンダリーおよびコンティニューエーション・ファンド市場は依然として初期段階にあり、運用上の複雑さを抱えています。分散した LP 基盤や発展途上の規制枠組み、限られた価格発見メカニズムのため、グローバル市場で部分的にしか解決されていない構造的摩擦が、イン

ドではさらに顕著に現れます。AIF 規則および FEMA は法的基盤を提供していますが、GP 主導のセカンダリーを前提として設計されたものではなく、解釈やガバナンス上の重要な空白が残されています。そのため、以下の課題には市場参加者および政策立案者の注目が必要です。

(a) 利益相反

GP 主導のセカンダリーでは、GP は売却ファンドの受託者であると同時に、取得 CV のプロモーターとして構造的に取引の双方に関わるため、利益相反が生じます。

- i. AIF 規則は利益相反管理を義務付けるが、GP 主導のセカンダリーに特化した標準化されたセーフ・ハーバー・プロトコルは規定されておらず、市場では現在、義務的な枠組みではなく、ベスト・エフォートの緩和措置として LPAC レビューや独立アドバイザーに依存している
- ii. インドにおいては（米国 SEC の提案規則とは異なり）、CV 取引に際して GP が完全に独立したフェアネス・オピニオン提供者を起用すること、あるいは「適格な独立審査者（qualified independent reviewer）」を正式に設置することを求める規制上の要件は存在しない
- iii. 単一資産の CV では、GP のキャリア・エコノミクスが新たなピークルで大幅に再構成される可能性があり、情報や交渉力を欠く既存 LP の利益を犠牲にするリスクが高まる

(b) 価格設定およびバリュエーションの公正性

GP 主導のセカンダリーにおけるバリュエーションは、本質的に非対称です。GP は資産に関する情報を支配しており、価格決定の結果に経済的利益を有しています。一方、LP は同じ GP が大きく関与した NAV に基づき、ロールオーバーまたは現金化の意思決定を行わなければなりません。

- i. SEBI のバリュエーション・フレームワークでは、標準化された方法に基づく公正価値の算定が義務付けられているが、CV 譲渡のために独立した第三者によるバリュエーションを必ず実施しなければならないという規定はない
- ii. クロスボーダー構造では、FEMA の「フロア・シーリング」価格メカニズムが第二の、時に競合する価格規律の層を付加する。特に資産が非流動的または非上場の場合、FEMA で認められる公正価値は、セカンダリー市場で交渉される移転価格と乖離することがある
- iii. インドには、グローバルな Preqin や Greenhill のセカンダリー価格調査に相当する市場データベースやベンチマーキング・インフラがなく、LP が提示された NAV が真正な市場価格を正確に反映しているかどうかを独自に判断することは困難である

(c) LP の同意およびガバナンス

AIF 規則第 15 条(1)(ea)は、関連会社への資産移転に際して投資額ベースで 75% の投資家承認閾値を設定しており、意義のあるガバナンス上のチェック機能を果たしています。しかし、インドの多くの LP が受動的で分散しているため、実務上の執行には制約があります。

- i. コーパスの 50% 以上を保有し、かつ CV の買主でもある LP の議決権を除外することは、原則として適切な保護手段である。しかし、アンカー投資家への集中が大きいファンドでは、定足数および閾値の算定に実務上の困難が生じる可能性がある
- ii. 多くのインドのファンド LP 契約では、GP 主導のセカンダリーに関する同意手続きの具体的な仕組み（通知期間、ロールオーバー判断のための情報権、みなし同意規定など）が十分に規定されておらず、LP は契約上の十分な保護を受けられない
- iii. 規模の小さい国内 LP [ファミリーオフィス、富裕層個人 (HNI)] は、ロールオーバーとキャッシュアウトの経済的メリットを独自に評価するための法的・財務的知見を十分に持たず、標準化された情報開示規範によってもまだ解消されていない情報の非対称性が生じている

(d) 規制上の制約

AIF 規則は一次ファンド（プライマリーファンド）構造を前提に設計されているため、GP 主導のセカンダリーや CV の仕組みとは相容れない条項がいくつか含まれています。

- i. 規則第 15 条(1)(c)に基づく単一投資先 25%集中規制は、インド本土に設立された AIF による単一資産型 CV の活用を大幅に制約する。CV が単一資産を保有する場合、当該制約を軽減するために CV を GIFT IFSC やオフショア法域に組成することが検討される
- ii. SEBI の AIF 枠組みでは、CV 専用の登録トラックが存在しないため、すべての CV は新規 AIF として改めて登録する必要があり、重複するコンプライアンス費用や最低コーパス要件、PPM 作成期間が生じ、構造的な非効率を招く
- iii. GIFT IFSC に所在地を置く CV は、税務上および構造上の有意義な優位性を提供する一方で、インド本土ファンドとの資産移転には FEMA の全面的なコンプライアンスが求められ、こうしたクロスボーダーのグループ内移転の規制上の取り扱いは依然として解釈上不確実な領域である

(e) 市場の成熟度およびインフラギャップ

インドのセカンダリー市場は急速に成長していますが、依然として規模が小さく、関係性に大きく依存しています。価格形成における競争的緊張は乏しく、北米や欧州の成熟したセカンダリーエコシステムを支える機関投資家向けインフラも整備されていません。

- i. 買主の層は集中しており、一握りの専門セカンダリーファンドおよびファンドオブファンズのグローバルセカンダリー部門がディールフローを支配している。そのため、GP が真の価格発見につながる競争的なセカンダリープロセスを実施できる余地は限られている
- ii. インドの AIF セカンダリー売却に特化した標準化されたセカンダリー取引文書、LP 移転のひな型、または市場で認知された表明保証（**representation and warranty**）の枠組みが存在しない可能性があり、これにより長期化した個別交渉が生じ、取引コストや実行リスクが増大する
- iii. インド AIF の LP ベースは依然として国内投資家に大きく偏り、機関投資家の関与が限られている。積極的なセカンダリーポートフォリオ管理のマンデートを有する大規模かつ洗練された国内 LP（米国の年金基金や大学基金に相当するもの）が不在であるため、LP 主導のセカンダリー取引の供給サイドが制限され、市場の厚みが損なわれる

執筆者情報および免責事項

著者: Souvik Ganguly and Jagannathan M

調査担当: Deval Pandya and Srividya M S

本稿に記載された事項に関するご質問または追加のご相談につきましては、Acuity Law (al@acuitylaw.co.in) までお問い合わせください。

本稿に含まれる情報は、法的助言または法的意見を提供するものではありません。本稿の内容は情報提供のみを目的としており、商用目的で使用すべきものではありません。Acuity Law LLP は、過失、事故、その他の原因による誤りや記載漏れに起因して生じる損失または損害について、いかなる者に対しても一切責任を負いません。