

सिक्वोरिटीज एंड एक्सचेंज बोर्ड ऑफ इंडिया

बनाम

मैसर्स अक्षय इंफास्ट्रक्चर प्राइवेट लिमिटेड

(सिविल अपील संख्या 6041/2013)

25 अप्रैल, 2014

[सुरिंदर सिंह निज्जर और ए. के. सिकरी, न्यायाधिपतिगण]

सेबी (शेयरों का पर्याप्त अधिग्रहण और आधिपत्य) विनियम, 1997 - विनियम 27 और 11 - क्या लक्ष्य कंपनी के शेयरों की खरीद के लिए सार्वजनिक घोषणा के माध्यम से स्वेच्छा से की गई खुली पेशकश को ऐसे समय में वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है जब स्वैच्छिक खुली पेशकश का प्रदर्शन करना अलाभकारी हो गया है - अभिनिर्धारित विनियम 27(1) का सामान्य पाठ यह स्पष्ट करता है कि कोई भी सार्वजनिक पेशकश, चाहे वह स्वैच्छिक हो या विनियम 11 द्वारा शुरू की गई हो, वापस नहीं ली जा सकती, जब तक कि वह विनियम 27(1)(बी), (सी) और (डी) में निर्धारित परिस्थितियों को पूरा नहीं करती - विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) के अंतर्गत एक सार्वजनिक प्रस्ताव, एक बार पेश किए जाने के बाद, केवल उन परिस्थितियों में वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है जो सार्वजनिक प्रस्ताव को पूरा करना लगभग असंभव बना देते हैं - एजुस्टेड जेनेरिस सिद्धांत पूरी तरह से विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) पर लागू होता है क्योंकि असंभवता का एक सामान्य प्रकार है - इस असंभवता में कोई आकस्मिकता शामिल नहीं होगी जहां एक बार स्वैच्छिक खुली पेशकश को इस आधार पर वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है कि यह अब आर्थिक रूप से अव्यवहार्य बन गई है - इस तरह के अनुरोध को स्वीकार करने से, प्रतिभूति बाजार में बेईमान तत्वों को लक्ष्य कंपनी में शेयर प्राप्त करने के

लिए सार्वजनिक घोषणा करने का मौका मिल जाएगा, यह अच्छी तरह से जानते हुए कि शेयरों की कीमतें बढ़ने पर वे बाहर निकल सकते हैं, सार्वजनिक पेशकश के कारण - ऐसी अटकलें प्रथाओं को विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) द्वारा रोकने की मांग की जाती है, यही कारण है कि विनियम 27(1)(ए) हटा दिया गया।

न्यायालय ने अपील स्वीकार करते हुए, अभिनिर्धारित किया

1.1 सेबी (शेयरों का पर्याप्त अधिग्रहण और आधिपत्य) विनियम, 1997 के विनियम 27(1) को पढ़ने से यह स्पष्ट हो जाता है कि कोई भी सार्वजनिक पेशकश, चाहे वह स्वैच्छिक हो या विनियम 11 द्वारा शुरू की गई हो, वापस नहीं ली जा सकती, जब तक कि वह विनियम 27(1)(बी), (सी) और (डी) में निर्धारित परिस्थितियों को पूरा नहीं करती हो। ट्रिगर सार्वजनिक पेशकश और स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश के बीच कोई अंतर नहीं किया जा सकता है। दोनों पर समान स्तर पर विचार करना होगा। [पैरा 28][420-एफ-एच; 421-ए]

2. विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) के तहत, एक बार पेश की गई सार्वजनिक पेशकश को केवल उन परिस्थितियों में वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है, जो सार्वजनिक पेशकश को पूरा करना लगभग असंभव बना देती हैं। वास्तव में, विनियम 27(1)(ए) को हटाने का उद्देश्य इस गलतफहमी को दूर करना था कि एक बार दिया गया प्रस्ताव आर्थिक रूप से व्यवहार्य नहीं होने पर वापस लिया जा सकता है। [पैरा 31][422-ई-एफ]

3. इजुस्टेम जेनेरिस सिद्धांत विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) की व्याख्या के लिए पूरी तरह से लागू है क्योंकि असंभवता का एक सामान्य जीनस है। उपरोक्त विनियमन के तहत परिकल्पित इस असंभवता में ऐसी आकस्मिकता शामिल नहीं होगी जहां एक बार स्वैच्छिक खुली पेशकश को इस आधार पर वापस लेने की अनुमति दी

जा सकती है कि यह अब आर्थिक रूप से अव्यवहार्य हो गई है। इस तरह के अनुरोध को स्वीकार करने से प्रतिभूति बाजार में बेईमान तत्वों को लक्ष्य कंपनी में शेयर अधिग्रहण के लिए सार्वजनिक घोषणा करने का मौका मिल जाएगा, यह अच्छी तरह से जानते हुये कि सार्वजनिक पेशकश के कारण शेयरों की कीमतेँ बढ़ने पर वे बाहर निकल सकते हैं। इस तरह की सट्टेबाजी प्रथाओं को विनियमन 27(1)(बी)(सी) और (डी) द्वारा रोकने की मांग की गई है, यही कारण है कि विनियमन 27(1)(ए) को हटा दिया गया था। [पैरा 36][424-जी-एच; 425-ए-बी]

निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड और अन्य बनाम सिक्योरिटीज एंड एक्सचेंज बोर्ड ऑफ इंडिया (2013) 8 एससीसी 20: 2013 (3) एससीआर 662 - पुष्टि की गई।

क्लैरिफाइंग इंटरनेशनल लिमिटेड और अन्य बनाम सिक्योरिटीज एंड एक्सचेंज बोर्ड ऑफ इंडिया (2004) 8 एससीसी 524:2004 (3) पूरक एससीआर 843 और नटवर सिंह बनाम प्रवर्तन निदेशक एवं अन्य (2010) 13 एससीसी 255: 2010 (13) एससीआर 99 - संदर्भित किया गया।

प्रकरण कानून संदर्भ:

2013 (3) एससीआर 662	पुष्टि की गई।	पैरा 12
2004 (3) सप्ल. एससीआर 843	संदर्भित किया गया	पैरा 16
2010(13) एससीआर 99	संदर्भित किया गया	पैरा 33

सिविल अपीलीय क्षेत्राधिकार : सिविल अपील नं. 6041/2013

अपील नंबर 3 में सिक्योरिटीज अपीलेट ट्रिब्यूनल, मुंबई (सैट) के निर्णय एवं आदेश दिनांक 19.6.2013 से

सी. यू. सिंह, वरिष्ठ अधिवक्ता , प्रताप वेणुगोपाल, सुश्री सुरेखा रमन (मेसर्स के. जे. जॉन एंड कंपनी के लिए), अधिवक्तागण अपीलार्थी के लिए।

आर. एफ. नरीमन, वरिष्ठ अधिवक्ता , मयंक मिश्रा, सुश्री अश्लेशा श्रीवास्तव, धीरज नायर, अधिवक्ता, प्रतिवादीगण, उत्तरदाता के लिए।

न्यायालय का निर्णय सुरिंदर सिंह निज्जर, न्यायाधिपति द्वारा सुनाया गया।

1. भारतीय प्रतिभूति और विनियम बोर्ड अधिनियम, 1992 ('सेबी अधिनियम') की धारा 152 के तहत यह अपील प्रतिभूति अपीलीय न्यायाधिकरण, मुंबई (एसएटी) के अपील संख्या 3 /2013 में दिये गये फैसले और अंतिम आदेश 19 जून, 2013 के खिलाफ निर्देशित है, जिसमें सेबी के द्वारा जारी निर्देशों के खिलाफ मेसर्स अक्षय इन्फ्रास्ट्रक्चर प्राइवेट लिमिटेड- यहां प्रतिवादी द्वारा दायर की गई अपील दिनांक 30 नवंबर, 2012 को स्वीकार की गई ।

2. इस अपील में जो मूलभूत मुद्दा उठता है वह यह है कि क्या लक्ष्य कंपनी के शेयरों की खरीद के लिए सार्वजनिक घोषणा के माध्यम से स्वेच्छा से की गई खुली पेशकश को ऐसे समय में वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है जब स्वैच्छिक खुली पेशकश का प्रदर्शन करना अलाभकारी हो गया है।

3. इस मामले में, यहां प्रतिवादी, मेसर्स अक्षय इन्फ्रास्ट्रक्चर प्राइवेट लिमिटेड है। एमएआरजी लिमिटेड के प्रमोटर ग्रुप ('लक्ष्य कंपनी') का एक हिस्सा है। वर्ष 2006-07, 2007-08 और 2010-11 के लिए, लक्ष्य कंपनी में शेयरों के प्रमोटर समूह द्वारा सकल अधिग्रहण इस प्रकार था:

"वित्तीय वर्ष	प्रतिशत	तिथि चालू हो गई
2006-07	14.34%	30.03.2007
2007-08	5.64%	12.10.2007

पूर्वगामी अधिग्रहणों के परिणामस्वरूप, अधिग्रहणकर्ताओं ने 5% रेंगने वाली अधिग्रहण सीमा का उल्लंघन किया और उन्हें सेबी (शेयरों और अधिग्रहणों का पर्याप्त अधिग्रहण) विनियम, 1997 (इसके बाद "अधिग्रहण विनियम" के रूप में संदर्भित) के विनियमन 11 के प्रावधानों का पालन करना आवश्यक था।

4. 20 अक्टूबर, 2011 को, प्रतिवादी ने टेकओवर विनियमों के विनियमन 11 के तहत प्रमुख राष्ट्रीय समाचार पत्रों में एक सार्वजनिक घोषणा के माध्यम से एक स्वैच्छिक खुली पेशकश की, जिसमें लक्ष्य कंपनी के सार्वजनिक शेयरधारकों को प्रस्ताव मूल्य रु.91/- प्रति इक्विटी शेयर पर बाहर निकलने का अवसर दिया गया था। यह कीमत सार्वजनिक घोषणा से पहले के दो सप्ताहों के लिए औसत बाजार समापन मूल्य से 10.3% के प्रीमियम का प्रतिनिधित्व करती है। निविदा अवधि 1 दिसंबर, 2011 को शुरू होने वाली थी और 20 दिसंबर, 2011 को समाप्त होने वाली थी। निविदा वाले शेयरों के लिए प्रतिफल का भुगतान 4 जनवरी, 2012 को या उससे पहले किया जाना था। खुली पेशकश की तारीख के अनुसार, की सूची प्रमोटर/प्रमोटर समूह इकाइयां इस प्रकार थीं:-

क्र.सं.	नाम
1.	श्री जी.आर.के. रेड्डी
2.	श्री जी.राघव रेड्डी
3.	सुश्री वी.पी. रजनी रेड्डी
4.	श्री जी मधुसूदन रेड्डी
5.	जीआरके रेड्डी एंड कॉन्स (एचयूएफ)

6. मैसर्स. ग्लोबल इन्फोसर्व लिमिटेड
7. मैसर्स. मार्ग कैपिटल मार्केट्स लिमिटेड
8. मैसर्स एकज़ेम्प्लार वर्ल्डवाइड लिमिटेड
9. मैसर्स मार्ग प्रोजेक्ट्स एंड इंफ्रास्ट्रक्चर लिमिटेड (पूर्व में मार्ग होल्डिंग्स एंड फाइनेंशियल सर्विसेज लिमिटेड)
10. मैसर्स अक्षय इन्फ्रास्ट्रक्चर प्राइवेट लिमिटेड

5. हालाँकि, कुछ घटनाओं के कारण, जिन्हें दोनों पक्षों द्वारा उजागर किया गया है, प्रतिवादी ने 29 मार्च, 2012 के पत्र द्वारा मैसर्स मोतीलाल ओसवाल इन्वेस्टमेंट एडवाइजर्स (पी) लिमिटेड, इश्यू के प्रबंधकों (बाद में "मर्चेन्ट बैंकर" के रूप में संदर्भित) ने सेबी को संबोधित करते हुए यह तर्क देने की मांग की कि विचाराधीन खुली पेशकश पुरानी हो गई है, जिससे इसकी आवश्यकता समाप्त हो गई है और, इसलिए, इसे वापस लेने की अनुमति दी जानी चाहिए। यह भी तर्क दिया गया कि रु. 17.46 करोड़ खुली पेशकश के लिए प्रतिवादी द्वारा एस्करो खाते में जमा किए गए को निकालने की अनुमति दी जानी चाहिए। पत्र में इस बात पर जोर दिया गया है कि सार्वजनिक घोषणा लक्ष्य कंपनी में प्रमोटर समूह की शेयरधारिता के समेकन के लिए अधिनीकरण विनियमों के विनियमन 11 के तहत एक स्वैच्छिक खुली पेशकश की प्रकृति में थी। टारगेट कंपनी के प्रति इक्विटी शेयर 91/- रुपये की पेशकश का उद्देश्य सार्वजनिक शेयरधारकों को बाहर निकालने के लिए व्यावसायिक रूप से उचित अवसर प्रदान करना था और साथ ही इसका उद्देश्य टारगेट कंपनी में प्रमोटर की शेयरधारिता को मजबूत करना था। आगे यह भी कहा गया कि प्रस्ताव पत्र के मसौदे को मंजूरी देने के बारे में निर्णय लेने में सेबी द्वारा की गई अनुचित देरी के कारण पूरी खुली पेशकश प्रक्रिया अकादमिक और निरर्थक हो गई है। यह दावा किया गया था कि प्रतिवादी द्वारा

परिकल्पित लेनदेन अब किसी भी आधार पर उचित नहीं है, जिसमें आर्थिक तर्क और वाणिज्यिक तर्कसंगतता का आधार भी शामिल है। प्रतिवादी ने अधिनीकरण विनियमों के विनियमन 27 के संदर्भ में सार्वजनिक घोषणा के तहत की गई खुली पेशकश को वापस लेने की मांग की। प्रतिवादी द्वारा की गई सटीक प्रार्थना इस प्रकार थी:-

"परिणामस्वरूप, हम अधिनीकरण विनियमों के विनियम 27 के संदर्भ में सार्वजनिक घोषणा के तहत की गई खुली पेशकश को वापस लेने की मांग करते हैं (जिसका लाभ हमें सेबी के विनियम 35 (2) (शेयर और आधिपत्य का पर्याप्त अधिग्रहण) के विनियम, 2011 "नए अधिनीकरण विनियम")। नए अधिग्रहण विनियमों का विनियम 23(1)(डी) समान रूप से खुली पेशकश को वापस लेने का अधिकार देता है।"

6. अपीलकर्ता ने दिनांक 30 नवंबर, 2012 को पत्र द्वारा प्रस्ताव पत्र के प्रारूप पर अधिनीकरण विनियमों के विनियम 16(4) के प्रावधान के संदर्भ में अपनी टिप्पणियों से अवगत कराया। उक्त पत्र में कुछ जानकारी मांगी गयी थी। इस पत्र में प्रतिवादी द्वारा खुली पेशकश वापस लेने की अनुमति के लिए किए गए अनुरोध के संबंध में कोई संदर्भ नहीं दिया गया था। बल्कि इसे इस प्रकार कहा गया था:

*कृपया ध्यान दें कि प्रस्ताव पत्र में सुझाए गए बदलावों को पूरा करने में विफलता के साथ-साथ विनियमों के प्रावधानों का उल्लंघन करने पर उचित कार्रवाई की जाएगी। कृपया यह भी सुनिश्चित करें और पुष्टि करें कि उपरोक्त के अलावा, हमें प्रस्तुत प्रस्ताव पत्र में कोई अन्य परिवर्तन नहीं किया गया है।"

सेबी की उपरोक्त टिप्पणियों को प्रतिवादी द्वारा अपील संख्या 3/2013 में सैट के समक्ष चुनौती दी गई थी।

7. प्रतिवादी ने दावा किया कि प्रस्ताव पत्र के मसौदे पर टिप्पणियों और टिप्पणियों के रूप में लागू किए गए निर्देश, याचिकाकर्ता की इस दलील को खारिज करते हैं कि प्रस्ताव पत्र के मसौदे को मंजूरी देने में सेबी द्वारा की गई देरी अब खुला प्रस्ताव अव्यवहार्य और शैक्षणिक बनाता है। इसके अलावा, विवादित निर्देश अपीलकर्ता को बाध्य करने का इरादा रखते हैं और इस तरह एक आदेश का गठन करते हैं जिसके द्वारा प्रतिवादी व्यथित था; और सैट के समक्ष अपील करना आवश्यक हो गया।

8. सैट के समक्ष अपील में, प्रतिवादी ने दावा किया कि सेबी के 30 नवंबर, 2012 के विवादित पत्र में शामिल निर्देशों में गलत आरोप लगाया गया है कि प्रथम दृष्टया खुली पेशकश करने की आवश्यकता प्रमोटरों और पिछले तीन अवसरों पर टेकओवर विनियमों के विनियम 11(1) के तहत लक्ष्य कंपनी (प्रमोटर समूह) के प्रमोटर और प्रमोटर समूह इकाइयां, अर्थात् 30 मार्च, 2007, 12 अक्टूबर, 2007 और 19 फरवरी, 2011 (कथित ट्रिगर) द्वारा शुरू की गई थी। आगे दावा किया गया कि कथित ट्रिगर्स के अनुसार खुली पेशकश करने की आवश्यकता के कारण प्रस्ताव मूल्य को संशोधित करने के निर्देश अवैध और अधिकार क्षेत्र के बिना थे। यह भी दावा किया गया कि विवादित पत्र में दिए गए निर्देशों के कारण प्रतिवादी को गंभीर नागरिक परिणाम भुगतने पड़े। यह भी दावा किया गया कि अपीलकर्ता के समक्ष प्रतिवादी द्वारा प्रस्तुत मुद्दों पर न तो विचार किया गया और न ही उसकी सराहना की गई।

9. अपीलकर्ता द्वारा 12 अप्रैल, 2013 को एक विस्तृत हलफनामा दायर करके अपील का विरोध किया गया था। जैसा कि ऊपर देखा गया है, उपरोक्त अपील को एसएटी द्वारा प्रार्थना खंड (ए), (बी) और (सी) के संदर्भ में अनुमति दी गई है। प्रतिवादी द्वारा दायर अपील का पैरा 7, जो इस प्रकार है:-

"(ए) यह माननीय न्यायाधिकरण विवादित निर्देश को रद्द करने की कृपा करेगा;

(बी) यह माननीय न्यायाधिकरण प्रतिवादी को आदेश देने और अपीलकर्ता को अपीलकर्ताओं या प्रमोटर समूह के खिलाफ किसी भी प्रतिकूल आदेश या निर्देश के बिना खुली पेशकश वापस लेने की अनुमति देने का निर्देश देने में प्रसन्न है:

(सी) यह माननीय न्यायाधिकरण प्रतिवादी को आदेश देने और निर्देश देने की कृपा करेगा कि वह अपीलकर्ता को ओपन ऑफर के बदले एस्करो में जमा की गई 17.46 करोड़ रुपये की राशि वापस लेने की अनुमति दे।"

10. हालाँकि, यह स्पष्ट कर दिया गया कि सैट ने तीन कथित ट्रिगर्स के संबंध में मुद्दे की खूबियों पर कोई टिप्पणी नहीं की है और इस संबंध में पक्षकारों के तर्क खुले रखे गए हैं। उपरोक्त आक्षेपित निर्णय से व्यथित होकर, सेबी ने वर्तमान सिविल अपील दायर की है।

11. हमने पक्षों के विद्वान वकील को विस्तार से सुना है।

12. अपीलकर्ता की ओर से उपस्थित विद्वान वरिष्ठ वकील श्री सीयू सिंह ने प्रस्तुत किया है कि अपीलकर्ता द्वारा उठाए गए मुद्दे निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड और अन्य बनाम भारतीय प्रतिभूति एवं विनिमय बोर्ड¹ में इस न्यायालय के पहले के फैसले द्वारा प्रतिवादी के खिलाफ पूरी तरह से कवर किए गए हैं।

13. इस स्तर पर, श्री आर.एफ. नरीमन प्रतिवादी की ओर से पेश वरिष्ठ वकील ने अपील की विचारणीयता के संबंध में कुछ प्रारंभिक आपत्तियां उठाई हैं। उनका मानना है कि सेबी द्वारा जारी निर्देश इस मामले के विशिष्ट तथ्यों पर लागू कानून की गलत धारणा पर आधारित हैं। उनका कहना है कि सबसे पहले: यह एक ऐसा मामला है जहां प्रतिवादी ने स्वैच्छिक खुली पेशकश की थी। यह अधीनीकरण विनियमों के तहत ट्रिगर तंत्र के कारण की गई खुली पेशकश का मामला नहीं था; दूसरे, चूंकि खुली पेशकश एक शुद्ध और सरल स्वैच्छिक पेशकश थी, इसलिए किसी भी शेयरधारक के साथ कोई पूर्वाग्रह नहीं हुआ है, तीसरा: वर्तमान मामला अधीनीकरण विनियमों के विनियमन 27 के दायरे में नहीं आता है। श्री नरीमन के अनुसार, विनियम 27 को इस तरह से पढ़ा जाना चाहिए कि यह केवल अनिवार्य खुली पेशकशों को नियंत्रित करेगा न कि स्वैच्छिक खुली पेशकशों को; चौथा: सेबी ने बिना किसी औचित्य के प्रतिवादी द्वारा 2006-07, 2008-09 और 2009-10 में तीन पहले अवसरों पर शेयरों के अधिग्रहण में हस्तक्षेप किया है; पांचवां: सेबी ने प्रस्ताव पत्र के मसौदे पर टिप्पणी देने में अनुचित और मनमाने ढंग से 13 महीने का समय लिया। फिर भी अपीलकर्ता द्वारा मांगा गया स्पष्टीकरण पिछले कथित ट्रिगर्स से संबंधित था, जिसका स्वैच्छिक खुली पेशकश से कोई संबंध नहीं था। यह प्रस्तुत किया गया है कि भले ही प्रतिवादी का मामला विनियमन 27 के दायरे में आता हो, ऐसी परिस्थितियों में निकासी की अनुमति है जो सेबी (बोर्ड) की राय में वापसी के योग्य है; छठा, निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) में निर्णय अलग-अलग है; अंततः, निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) में निर्णय गलत है और इस पर पुनर्विचार की आवश्यकता है।

14. अपीलकर्ता की ओर से उपस्थित विद्वान वरिष्ठ श्री सी.यू. वकील सिंह ने प्रस्तुत किया है कि पक्षकारों के बीच हुए पत्राचार से पता चलता है कि प्रस्ताव पत्र पर विचार करने में देरी प्रतिवादी द्वारा आवश्यक जानकारी नहीं देने के कारण हुई थी। वह अपनी प्रस्तुति के समर्थन में पक्षकारों के बीच व्यापक पत्राचार पर भरोसा करता है, जिस पर यदि आवश्यक हो, तो बाद में विचार किया जाएगा। उनका दूसरा निवेदन यह है कि खुली पेशकश को वापस लेने के अनुरोध पर अधीनीकरण विनियमों के विनियम 27 के प्रावधान के तहत सख्ती से विचार किया जाना चाहिए।

15. प्रतिवादी ने 20 अक्टूबर, 2011 को एक सार्वजनिक घोषणा की थी, जिसमें टार्गेट कंपनी के सार्वजनिक शेयरधारकों को स्पष्ट रूप से सूचित किया गया था कि उन्हें 91/- रुपये प्रति इक्विटी शेयर के ऑफर मूल्य पर बाहर निकलने का अवसर दिया जा रहा है, जो सार्वजनिक घोषणा से पहले के दो सप्ताहों के लिए औसत बाजार समापन मूल्य से 10.3% का प्रीमियम दर्शाता है। इस सार्वजनिक घोषणा और सार्वजनिक प्रस्ताव को 29 मार्च, 2012 को वापस लेने की मांग की गई थी। उन्होंने उपरोक्त पत्र में बताया है कि; वापसी का अनुरोध विशेष रूप से टेकओवर विनियमों के विनियम 27 के तहत किया गया है। इसलिए, श्री नरीमन को अब यह कहने की अनुमति नहीं दी जा सकती कि विनियमन 27 वर्तमान मामले में खुली पेशकश पर लागू नहीं है।

16. इसके बाद श्री सी.यू. सिंह का कहना है कि उत्तरदाताओं ने जानबूझकर एक खुली पेशकश के साथ आगे बढ़े हैं और उन्हें अपीलकर्ता द्वारा इसे वापस लेने की अनुमति नहीं दी गई है। श्री सी.यू. सिंह का अगला प्रस्तुतिकरण है कि विनियमन 27 केवल 'सार्वजनिक प्रस्ताव' को वापस लेने से संबंधित है, न कि, 'सार्वजनिक घोषणा' को वापस लेने से। किसी भी हाल में

विद्वान वरिष्ठ वकील के अनुसार, सार्वजनिक घोषणा को वापस लेने के संबंध में प्रस्तुतीकरण केवल इस न्यायालय के समक्ष बहस के समय किया गया है। इसकी न तो सेबी/एसएटी के समक्ष वकालत की गई और न ही इसे उठाया गया, न ही इस न्यायालय के समक्ष जवाबी हलफनामे में भी। उन्होंने आगे कहा कि विनियमन 27 के प्रावधानों के तहत, सार्वजनिक पेशकश एक नियम है और निकासी एक अपवाद है। निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में विनियम 27 की व्याख्या पर भरोसा करते हुए, उनका मानना है कि किसी प्रस्ताव को वापस लेने की अनुमति केवल तभी दी जा सकती है, जब इसे लागू करना वास्तव में अस्वीकार्य हो जाता है। सार्वजनिक प्रस्तावों को एक बार इस आधार पर वापस लेने की अनुमति देना कि यह अलाभकारी हो गया है, प्रतिभूति बाजार की अखंडता से समझौता होगा। यह अधीनीकरण कोड की योजना के विपरीत होगा। इसके बाद श्री सी.यू. सिंह का कहना है कि नियम 27 के तहत स्वैच्छिक खुली पेशकश और अनिवार्य खुली पेशकश के बीच कोई अंतर नहीं है, जो एक ट्रिगर अधिग्रहण का परिणाम है। अधीनीकरण विनियमों के विनियम 11 से 14 पर भरोसा करते हुए, उनका मानना है कि सभी विभिन्न प्रकार के खुले प्रस्ताव उसमें निर्धारित हैं। प्रत्येक खुली पेशकश का शेयरधारकों और बाजार पर समान प्रभाव पड़ता है। इसलिए, खुली पेशकश को वापस लेने के अनुरोध पर विचार करते समय विनियमन 27 में निहित प्रावधानों का सख्ती से पालन किया जाना चाहिए। आगे यह प्रस्तुत किया गया है कि अपीलकर्ता ने प्रासंगिक नियमों के तहत और क्लैरिफेंट इंटरनेशनल लिमिटेड और अन्य बनाम भारतीय प्रतिभूति एवं विनियम बोर्ड में इस न्यायालय द्वारा निर्धारित कानून के अनुसार प्रस्ताव मूल्य तय किया था।

17. श्री सी.यू. सिंह के अनुसार, सामान्य परिस्थितियों में विनियम 27(1) (बी) (सी और डी) के तहत ही निकासी की जा सकती है। उनका कहना है कि 29 मार्च, 2012 के पत्र में, प्रतिवादी का दावा है कि प्रस्ताव "समय की अधिकता के कारण पुराना हो गया है"। दूसरा कारण सेबी से खुले ऑफर की मंजूरी में देरी बताया गया है। पत्र यह भी इंगित करता है कि प्रतिवादी सेबी के तथ्यात्मक स्थिति के के विचारों से सहमत नहीं है। एक अन्य कारण यह दिया गया है कि "भले ही सेबी आज प्रस्ताव पत्र के मसौदे को मंजूरी दे दे, लेकिन खुली पेशकश की प्रक्रिया पूरी तरह से अकादमिक और निरर्थक होगी।" एक अन्य कारण यह दिया गया है कि "हमारे द्वारा परिकल्पित लेन-देन अब आर्थिक तर्क और वाणिज्यिक तर्कसंगतता सहित किसी भी आधार पर उचित नहीं है।" श्री सी.यू. सिंह के अनुसार, ये सभी कारक विनियम 27(1)(बी)(सी)(डी) के किसी भी खंड के अंतर्गत नहीं आएंगे। इसके बाद उन्होंने कहा कि भले ही सेबी द्वारा देरी हो, लेकिन टारगेट कंपनी के शेयरों में आम निवेशक को नुकसान नहीं उठाना चाहिए। श्री सी.यू. सिंह के अनुसार अपील में उठाया गया विवाद निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में इस न्यायालय के फैसले से प्रतिवादी के खिलाफ पूरी तरह से कवर हो गया है।

18. श्री नरीमन ने श्री सी.यू. सिंह की उपरोक्त दलीलों का खंडन किया है। उनका मानना है कि निरमा और इस मामले के बीच सबसे महत्वपूर्ण अंतर यह है कि यह एक स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश से संबंधित है। इस न्यायालय के पास निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश से निपटने का कोई अवसर नहीं था। श्री सी. सिंह द्वारा की गई अन्य प्रस्तुतियों के उत्तर में, श्री नरीमन ने कुछ पत्राचार पर भी भरोसा किया है। उन्होंने इस दलील को पुष्ट करने के लिए एक तालिका का भी सहारा लिया है कि निरमा

इंडस्ट्रीज में निर्धारित कानून इस मामले के तथ्यों और परिस्थितियों में लागू नहीं होगा। देरी के मुद्दे से निपटते हुए, श्री नरीमन द्वारा प्रस्तुत किया गया है कि प्रस्ताव पत्र के मसौदे पर अपनी टिप्पणियाँ जारी करने में सेबी द्वारा अनुचित और बेवजह देरी की गई थी। इस निवेदन के समर्थन में उन्होंने कुछ पत्राचार पर भरोसा किया है।

19. वह 20 अक्टूबर, 2011 के पत्र पर भरोसा करते हैं, जिसके तहत प्रतिवादी ने अधिनीकरण विनियमों के विनियमन 11 के तहत सार्वजनिक घोषणा द्वारा एक स्वैच्छिक खुली पेशकश की थी। वह बताते हैं कि सार्वजनिक घोषणा के खंड 11.4 में स्पष्ट रूप से कहा गया है कि स्वैच्छिक खुली पेशकश प्रतिवादी द्वारा किसी भी समय वापस ली जा सकती है। इसके बाद उन्होंने बताया कि 25 अक्टूबर, 2011 को सेबी ने प्रतिवादी को सेबी नियमों के अनुपालन के साथ-साथ लक्ष्य कंपनी की शेयरधारिता और पूंजी निर्माण में बदलाव के बारे में जानकारी प्रदान करने के लिए बुलाया था। उनका कहना है कि यद्यपि मांगी गई जानकारी पहले के अधिग्रहण से संबंधित है, लेकिन इसे 4 नवंबर, 2011 और 8 नवंबर, 2011 को विधिवत प्रदान किया गया था। श्री नरीमन का कहना है कि अधिनीकरण विनियमों के विनियमन 18(1) के तहत, प्रस्ताव पत्र का मसौदा आवश्यक है। सार्वजनिक घोषणा की तारीख से 14 दिनों के भीतर सेबी के पास दाखिल किया जाना चाहिए। एक बार प्रस्ताव पत्र दाखिल हो जाने के बाद, सेबी को 21 दिनों के बाद तुरंत शेयरधारकों को इसे भेजना होता था। 21 दिनों के दौरान, सेबी को प्रस्ताव पत्र में किए जाने वाले आवश्यक परिवर्तनों को निर्धारित करने की अनुमति है, जिसे मर्चेट बैंकर और अधिग्रहणकर्ता को शेयरधारकों को भेजे जाने से पहले प्रस्ताव पत्र में शामिल करना होगा। यदि सेबी को कोई शिकायत मिलती है या वह सार्वजनिक पेशकश के संबंध में पूछताछ या जांच

शुरू करता है, तो वह संशोधित प्रस्ताव पत्र मांग सकता है। इस मामले में, उनका कहना है कि प्रस्ताव पत्र का मसौदा विनियमन 18(1) के तहत निर्धारित 14 दिनों की अवधि के भीतर 28 अक्टूबर, 2011 को दिया गया था। लेकिन सेबी ने आवश्यकतानुसार 21 दिनों के भीतर प्रस्ताव पत्र के मसौदे पर अपनी टिप्पणियाँ जारी नहीं कीं। न केवल विनियम 18(1) का गैर-अनुपालन हुआ, बल्कि विनियम 18(2) के प्रावधानों को लागू करने का कोई अवसर भी नहीं था। सेबी ने स्वैच्छिक प्रस्ताव के संबंध में प्रस्ताव के प्रारूप पत्र में प्रतिवादी द्वारा किए गए प्रकटीकरण में किसी भी अपर्याप्तता के कारण प्रतिवादी को प्रस्ताव के प्रारूप पत्र को संशोधित करने के लिए सूचित या सलाह नहीं दी। सभी प्रश्न पिछले कथित ट्रिगर्स से संबंधित थे। ये कथित ट्रिगर स्वैच्छिक खुली पेशकश से पूरी तरह से असंबंधित थे जिसके लिए प्रस्ताव पत्र का मसौदा अपीलकर्ता के पास दायर किया गया था। इसके बाद उन्होंने बताया कि 17 नवंबर, 2011 के पत्र द्वारा, अपीलकर्ता ने कथित ट्रिगर्स पर फिर से वही स्पष्टीकरण मांगा, जैसा कि उसके 11 नवंबर, 2011 के पत्र में कहा गया था। उन्होंने प्रस्तुत किया कि मर्चेट बैंकर और प्रतिवादी ने 28 नवंबर, 2011 को इन अधिग्रहणों के संबंध में सभी स्पष्टीकरण प्रदान किए। प्रतिवादी का 24 नवंबर, 2011 का पत्र 28 नवंबर, 2011 को मर्चेट बैंकर द्वारा अपीलकर्ता को भेजा गया था। इस पत्र में सभी पर तिथिवार स्पष्टीकरण दिया गया था। मुद्दे उठाए गए कि कथित ट्रिगर्स से संबंधित कोई खुली पेशकश क्यों नहीं की गई, क्योंकि अधिनीकरण विनियमों के विनियमन 11(1) और 11(2) का कोई उल्लंघन नहीं हुआ था। यह स्पष्टीकरण 14 दिसंबर, 2011 को प्रतिवादी/प्रमोटरों द्वारा दोहराया गया था, लेकिन उपरोक्त किसी भी पत्र पर अपीलकर्ता की ओर से कोई प्रतिक्रिया नहीं आई। इससे प्रतिवादी को उचित विश्वास हो गया कि स्पष्टीकरण स्वीकार कर लिया गया है।

इसके बाद, अपीलकर्ता द्वारा विभिन्न प्रारूपों में कथित ट्रिगर्स पर समान जानकारी प्रदान करने के लिए एक टेलीफोनिक अनुरोध किया गया था। प्रतिवादी ने उसी जानकारी को वांछित प्रारूप में पुनः व्यवस्थित किया और 13 जनवरी, 2012, 16 जनवरी, 2012 और 3 फरवरी, 2012 को अपीलकर्ता को प्रदान किया। इन सबके बावजूद, सेबी की ओर से अभी भी कोई टिप्पणी नहीं आई है। श्री नरीमन ने इस बात पर जोर दिया कि प्रस्ताव पत्र के मसौदे पर टिप्पणियां जारी करने में अपीलकर्ता की ओर से अनुचित, अक्षम्य और अमर्यादित देरी ने ऐसी स्थिति पैदा कर दी, जिसमें प्रतिवादी के लिए स्वैच्छिक खुली पेशकश को लागू करना असंभव था। उस समय तक, शेयरधारिता को मजबूत करने का अंतर्निहित निर्णय समय की बर्बादी के कारण निष्फल हो गया था। यह इन परिस्थितियों में था कि प्रतिवादी ने अपनी स्वैच्छिक खुली पेशकश को वापस लेने के अपने फैसले की सूचना दी और अधीनीकरण विनियमों के विनियमन 27 के संदर्भ में इसे वापस लेने की मांग की।

20. श्री नरीमन द्वारा यह बताया गया कि प्रतिवादी ने विशेष रूप से और स्पष्ट रूप से वापसी के लिए उपरोक्त अनुरोध पर व्यक्तिगत सुनवाई का अवसर मांगा, अपीलकर्ता ने अनुरोध पर कोई प्रतिक्रिया नहीं दी। प्रतिवादी ने पुनः अपीलकर्ता द्वारा संचार दिनांक अप्रैल 12, 2012; अप्रैल 20, 2012; मई 10, 2012; मई 21, 2012; जून 6, 2012 और जुलाई 5, 2012 में अपेक्षित विभिन्न प्रारूपों में कथित ट्रिगर्स पर वही जानकारी प्रस्तुत की गई। प्रस्ताव पत्र का मसौदा दाखिल करने की तारीख से 13 महीने से अधिक की अवधि के बाद और वापसी के अनुरोध की तारीख से 8 महीने से अधिक की अवधि के बाद, अपीलकर्ता ने विवादित पत्र दिनांक 30 नवंबर 2012। जारी किया। श्री नरीमन

बताते हैं कि विवादित पत्र में जारी किए गए निर्देश पूरी तरह से अनुचित हैं। वह निम्नलिखित दो दिशाओं की ओर संकेत करते हैं:-

(ए) अतीत में यानी 2006-07 2007-08 और 2010-11, में कुछ कथित ट्रिगर्स (अधीनीकरण कोड, 1997 के विनियमन 11 के तहत बढ़ते अधिग्रहण के लिए) के कारण स्वैच्छिक खुली पेशकश के साथ आगे बढ़ें;

(बी) प्रति शेयर मूल्य में वृद्धि के साथ एक खुली पेशकश करें। 2009 में प्रतिवादी द्वारा प्रस्तावित शेयर की कीमतें 91.00 रुपये प्रति इक्विटी शेयर थीं और आज की तारीख में कीमतें 315.90 रुपये प्रति इक्विटी शेयर हैं।

21. श्री नरीमन ने प्रस्तुत किया कि सैट ने कथित पहले अधिग्रहणों के गुण और दोषों पर विचार किए बिना, उपरोक्त तीन अधिग्रहणों के संबंध में कानून के अनुसार उचित कार्रवाई करने के लिए सेबी को खुला छोड़ दिया है। इसलिए, स्पष्ट रूप से उपरोक्त तीन अधिग्रहणों का इन कार्यवाहियों में विचाराधीन स्वैच्छिक प्रस्ताव से कोई संबंध नहीं है।

22. श्री नरीमन की अगली प्रस्तुति उनकी अन्य सभी दलीलों की नींव है। श्री नरीमन के अनुसार, अनिवार्य सार्वजनिक पेशकश और स्वैच्छिक खुली पेशकश के बीच एक बुनियादी अंतर है। इसे एक ही पायदान पर नहीं रखा जा सकता। वरिष्ठ वकील के अनुसार, एक अनिवार्य सार्वजनिक पेशकश में एक अंतर्निहित लेनदेन मौजूद होता है जो अधीनीकरण कोड को ट्रिगर करता है जिसके तहत शेयरधारकों को कंपनी से बाहर निकलने का अधिकार प्राप्त होता है। हालाँकि, स्वैच्छिक खुली पेशकश में, शेयरधारकों को कंपनी से बाहर निकलने का ऐसा कोई अधिकार नहीं मिलता है, चूंकि प्रस्ताव किसी ट्रिगर किए गए अधिग्रहण का परिणाम नहीं है। वर्तमान मामले में, श्री नरीमन के अनुसार, सेबी की कार्रवाई,

विनियमन 18 के विपरीत है। प्रस्ताव पत्र विनियमन 18(1) के अनुसार शेयरधारकों को नहीं भेजा गया था। विनियम 15(4) मानता है कि प्रस्ताव उस तारीख को किया जाता है जिस दिन सार्वजनिक घोषणा किसी समाचार पत्र में छपी होती है। लेकिन श्री नरीमन के अनुसार, यह काल्पनिक कल्पना प्रस्ताव के लिए मूल्य निर्धारण के उद्देश्य से है। इसका विनियम 18 से कोई लेना-देना नहीं है जो शेयरधारकों को वास्तविक प्रस्ताव भेजना है। इसलिए, श्री नरीमन के अनुसार, श्री सी.यू. सिंह द्वारा रखी गई निर्भरता विनियम 27 में "प्रस्ताव एक बार देने" की अभिव्यक्ति को गलत बताया है। इस अभिव्यक्ति को विनियम 18 के संदर्भ में समझा जाना चाहिए। चूंकि विनियम 18 का अनुपालन नहीं किया गया था और शेयरधारकों को प्रस्ताव पत्र का कोई प्रेषण नहीं किया गया था, इसलिए शेयरधारकों के हितों पर किसी भी तरह का पूर्वाग्रह होने का कोई सवाल ही नहीं था। श्री नरीमन का कहना है कि सेबी की ओर से निष्क्रियता के कारण, प्रतिवादी को विनियम 27(1)(बी) के तहत कवर किया जाएगा। अपीलकर्ता द्वारा प्रस्ताव पत्र का अनुमोदन वैधानिक प्रकृति का है। चूंकि इसे निर्धारित समयावधि के भीतर प्रदान नहीं किया गया था, इसलिए प्रतिवादी यह मानने का हकदार था कि इसे अस्वीकार कर दिया गया था। श्री नरीमन के अनुसार, श्री सी.यू.सिंह द्वारा यह गलती से प्रस्तुत किया गया है कि प्रतिवादी का दावा विनियमन 27(1)(बी) के तहत कवर नहीं किया गया है। श्री नरीमन का कहना है कि निरमा इंडस्ट्रीज का निर्णय इस मामले के तथ्यों और परिस्थितियों में लागू नहीं होता है। अंत में, उन्होंने कहा कि निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) के फैसले पर पुनर्विचार की आवश्यकता है। इस निवेदन के समर्थन में, उनका कहना है कि विनियम 27 की व्याख्या पहले के विनियम 27(1)(ए) को ध्यान में रखते हुए की जानी चाहिए। निरमा इंडस्ट्रीज में, इस न्यायालय ने माना है कि विनियमन 27 (बी),

(सी) और (डी) सभी असंभव प्रकृति के हैं। श्री नरीमन ने विनियमन 27(1)(ए) के बारे में उल्लेख किया जिसे सेबी (शेयरों का पर्याप्त अधिग्रहण और अधिग्रहण) (द्वितीय संशोधन) विनियम, 2002 द्वारा सितंबर, 2002 से हटा दिया गया था। हटाये जाने से पहले यह इस निम्न प्रकार पठनीय था :

"(ए) वापसी किसी भी प्रतिस्पर्धी बोली के परिणामस्वरूप होती है,"

इसके आधार पर, उनका मानना है कि सार्वजनिक पेशकश की आर्थिक व्यवहार्यता विनियम 27 की श्रेणी में आती है। इस मामले के तथ्य स्पष्ट रूप से सार्वजनिक पेशकश को वापस लेने के प्रतिवादी के अनुरोध को असंभवता के दायरे में डाल देंगे। श्री नरीमन ने प्रस्तुत किया है कि विनियमन 27 की व्याख्या के लिए, एजुस्टेड जेनेरिस सिद्धांत लागू नहीं होगा क्योंकि खंड 27(1)(बी)(सी) और (डी) के बीच कोई सामान्य जीनस नहीं है।

23. श्री सी.यू. सिंह ने प्रत्युत्तर में कहा है कि निरमा इंडस्ट्रीज में निर्धारित कानून के मद्देनजर, प्रतिवादी द्वारा की गई सार्वजनिक पेशकश को वापस लेने की अनुमति नहीं दी जा सकती है। कथित ट्रिगर्स की पहले की घटनाओं पर भरोसा किया जा सकता है। उनके अनुसार, कीमत सार्वजनिक घोषणा/प्रस्ताव के आधार पर तय की जानी है। उनका कहना है कि विनियम 18(1) सार्वजनिक घोषणा के 14 दिनों की बात करता है। इसके अलावा, यह नहीं कहा जा सकता कि सार्वजनिक पेशकश केवल व्यक्तिगत शेयरधारकों को प्रस्ताव पत्र भेजने पर की गई है। सार्वजनिक घोषणा के बाद प्रतिभूति बाजार पर असर पड़ेगा। उन्होंने दोहराया कि निकासी पत्र में भी विनियम 27 के तहत सार्वजनिक प्रस्ताव को वापस लेने की अनुमति मांगी गई है। अंत में, उन्होंने कहा कि निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में प्रदान की गई विनियम 27

की व्याख्या सही है। यह वर्तमान मामले के तथ्यों पर पूरी तरह लागू होता है। यह न तो अलग करने योग्य है और न ही इस पर पुनर्विचार की आवश्यकता है।

24. हमने पक्षों के विद्वान वकील द्वारा की गई दलील पर विचार किया है।

25. तथ्यात्मक रूप से, इस बात से इनकार नहीं किया जा सकता है कि वर्ष 2006-07, 2007-08 और 2010-11 में, प्रतिवादी ने 5% से अधिक शेयर हासिल किए थे, जो 5% के बढ़ते अधिग्रहण सीमा का उल्लंघन था। हमारी राय में, प्रतिवादी को विनियम 11 का अनुपालन करना और कानून के अनुसार शेयर हासिल करने के लिए सार्वजनिक घोषणा करना आवश्यक था। प्रतिवादी ने स्वीकार किया कि उसने विनियम 11 का अनुपालन नहीं किया है, हमारी राय में, 20 अक्टूबर, 2011 को किए गए सार्वजनिक प्रस्ताव की व्यवहार्यता पर विचार करते समय अपीलकर्ता द्वारा गैर-अनुपालन को ध्यान में रखना पूरी तरह से उचित था।

26. विलंब के संबंध में, हमें श्री सी.यू. सिंह के कथन में अधिक तथ्य नहीं मिले। श्री सिंह ने इस आधार पर देरी की व्याख्या करने की मांग की है कि अपीलकर्ता द्वारा मांगी गई जानकारी प्रतिवादी द्वारा नहीं दी गई थी। हमारी राय में, अपीलकर्ता के लिए प्रस्ताव पत्र पर टिप्पणियाँ जारी करने में देरी करने का यह कोई आधार नहीं था, खासकर 13 महीने की अवधि के लिए नहीं। जानकारी उपलब्ध न होने की स्थिति में, अपीलकर्ता के पास सार्वजनिक प्रस्ताव के अनुमोदन को अस्वीकार करने की शक्ति थी। यह सच है कि विनियमन 18(2) के तहत, सेबी को उचित अवधि के भीतर शेयरधारकों को आवश्यक पत्र भेजने की आवश्यकता थी। यह रिकॉर्ड की बात है कि 13 महीने तक टिप्पणियाँ पेश नहीं की गईं। इस प्रकार की देरी पूरी तरह से अक्षम्य है और इससे बचा जाना चाहिए। इससे इस संबंध में विवाद पैदा हो सकता है कि इस तरह की देर से की गई कार्रवाई सेबी द्वारा वैधानिक शक्ति का

वास्तविक प्रयोग है या नहीं। इस तरह का उदासीन, यदि संवेदनहीन नहीं तो, रवैया अपनाने से, जिस उद्देश्य के लिए नियम बनाए गए हैं, वह निराश तो नहीं, लेकिन कमज़ोर जरूर हो जाता है। यह याद रखना चाहिए कि सेबी प्रतिभूति बाजार का प्रहरी है। यह शेयरधारकों के हितों का संरक्षक है। यह प्रतिभूति बाजार में बेईमान प्रथाओं के खिलाफ सुरक्षा कवच है। इसलिए, किसी भी अन्य निकाय की तरह सेबी, जिसे एक निगरानी संस्था के रूप में स्थापित किया गया है, को अपने कर्तव्यों के पालन में उदासीन तरीके से कार्य नहीं करना चाहिए। सेबी के कामकाज में पारदर्शिता स्थापित करने के लिए कुछ कार्यों को करने के लिए अधिनियम और अधिग्रहण विनियमों द्वारा निर्धारित समय सीमा को बनाए रखना आवश्यक है।

27. यह कहने के बाद, हमें डर है कि इस तरह की देरी से प्रतिवादी को कोई मदद नहीं मिलेगी। इससे सेबी द्वारा की गई कार्रवाई निष्प्रभावी नहीं होगी, भले ही देर से ही सही। अंततः, सेबी पर यह सुनिश्चित करने का कर्तव्य है कि की गई प्रत्येक सार्वजनिक पेशकश शेयरधारकों के साथ-साथ अधिग्रहणकर्ताओं के लाभ के लिए वास्तविक है। वर्तमान मामले में, सेबी ने पाया है कि प्रतिवादी को सार्वजनिक प्रस्ताव वापस लेने की अनुमति देना शेयरधारकों के समग्र हित के लिए हानिकारक होगा। प्रतिवादी द्वारा प्रस्ताव वापस लेने का एकमात्र कारण यह है कि प्रस्ताव को जारी रखना अब आर्थिक रूप से व्यवहार्य नहीं है। श्री नरीमन ने यह दिखाने के लिए एक सारणीबद्ध बयान और डेटा का हवाला दिया है कि सार्वजनिक पेशकश के बाद शेयर की कीमतों में कोई महत्वपूर्ण बदलाव नहीं हुआ है। तालिका को देखने के बाद, हमें श्री नरीमन की दलील में दम नजर आया कि 20 अक्टूबर, 2011 से 30 नवंबर, 2011 तक टारगेट कंपनी के शेयरों में शायद ही कोई बदलाव हुआ हो। ऐसा लगता है कि यह बदलाव रुपये 78.10 (24.11.2011 को) और रु. 87.60 (20.10.2011 को) के बीच है। इस तरह के बदलाव को सार्वजनिक पेशकश का परिणाम नहीं कहा जा सकता।

लेकिन यह इस प्रसिद्ध घटना से अलग नहीं होगा कि सार्वजनिक पेशकश की सार्वजनिक घोषणा प्रतिभूति बाजार और लक्ष्य कंपनी के शेयरों को प्रभावित करती है। प्रभाव तत्काल होता है।

28. हम श्री नरीमन के इस कथन से सहमत होने में असमर्थ हैं कि विनियमन 27 स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश पर लागू नहीं होगा। विनियम 27(1) के अवलोकन से यह स्पष्ट रूप से स्पष्ट हो जाता है कि विनियम 27(1) में लिखा है, "कोई भी सार्वजनिक पेशकश, एक बार पेश होने के बाद, निम्नलिखित परिस्थितियों को छोड़कर वापस नहीं ली जाएगी।" श्री नरीमन की दलील को स्वीकार करना उपरोक्त प्रावधान का पुनर्निर्माण करना होगा। यह न्यायालय, या कोई अन्य न्यायालय, वैधानिक प्रावधान की व्याख्या करते समय उसका पुनर्निर्माण नहीं कर सकता है। उपरोक्त विनियम को पढ़ने से यह स्पष्ट हो जाता है कि कोई भी सार्वजनिक पेशकश, चाहे वह स्वैच्छिक हो या विनियम 11 द्वारा शुरू की गई हो, वापस नहीं ली जा सकती, जब तक कि वह विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) में निर्धारित परिस्थितियों को पूरा न करती हो। ट्रिगर सार्वजनिक पेशकश और स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश के बीच कोई अंतर नहीं किया जा सकता है। दोनों पर समान स्तर पर विचार करना होगा। हमें श्री सी.यू. सिंह द्वारा की गई दलील में दम नजर आता है। सिंह ने कहा कि रेगुलेशन 18(2) की उत्तरदाताओं द्वारा पेश किए गए मामले से कोई प्रासंगिकता नहीं है, क्योंकि वे पिछले तीन अधिग्रहणों के संबंध में सेबी को आवश्यक जानकारी देने में पूरी तरह से विफल रहे हैं।

29. हम श्री नरीमन से भी सहमत नहीं हैं कि विनियमन 27 को विनियमन के संदर्भ में पढ़ा जाना चाहिए क्योंकि यह तब अस्तित्व में था जब इसे पहली बार अधिनियमित किया गया था। जैसा कि पहले देखा गया था, 9 सितंबर 2002 को हटाए जाने से पहले विनियमन 27(1)(ए) किसी भी प्रतिस्पर्धी बोली के परिणामस्वरूप

सार्वजनिक पेशकश को वापस लेने की अनुमति देता था। हमें निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में अपनाए गए दृष्टिकोण से भिन्न होने का कोई कारण नहीं दिखता है, जिसमें हमने निम्नानुसार देखा है:

62. उपरोक्त विनियमों के अवलोकन से पता चलता है कि विनियम 27(1) सामान्य नियम को नकारात्मक शब्दों में बताता है। इसमें प्रावधान है कि कोई भी सार्वजनिक पेशकश एक बार पेश होने के बाद वापस नहीं ली जाएगी। चूंकि खंड (ए) को हटा दिया गया है, हमें केवल खंड (बी), (सी) और (डी) के दायरे और दायरे की व्याख्या करने की आवश्यकता है। तीन उप-खंड सामान्य नियम के अपवाद हैं और इसलिए, इन्हें बहुत सख्ती से समझा जाना चाहिए। अपवादों को इस तरह से नहीं समझा जा सकता है कि यह सामान्य नियम को नष्ट कर देगा कि सार्वजनिक घोषणा के बाद किसी भी सार्वजनिक प्रस्ताव को वापस लेने की अनुमति नहीं दी जाएगी। खंड (बी) किसी सार्वजनिक प्रस्ताव को कानूनी असंभवता की स्थिति में वापस लेने की अनुमति देगा जब आवश्यक वैधानिक अनुमोदन से इनकार कर दिया गया हो। खंड (सी) फिर से असंभवता का प्रावधान करता है जब एकमात्र अधिग्रहणकर्ता, एक प्राकृतिक व्यक्ति होने के नाते, मर गया हो। खंड (बी) कानूनी असंभवता से संबंधित है जबकि खंड (सी) प्राकृतिक आपदा से संबंधित है। स्पष्ट रूप से खंड (बी) और (सी) असंभवताकी एक ही श्रेणी में हैं। खंड (डी) भी सामान्य नियम का अपवाद होने के कारण स्वाभाविक रूप से खंड (बी) और (सी) के संदर्भ में समझा जाना चाहिए। श्री दीवान ने "ऐसी परिस्थितियों" और "राय में" अभिव्यक्ति पर बहुत अधिक जोर दिया है, जिससे यह संकेत मिलता है कि बोर्ड के पास किसी प्रस्ताव को वापस लेने की अनुमति देने के लिए व्यापक विवेक होगा, भले ही इसे पूरा करना असंभव न हो। हम ऐसी व्याख्या को स्वीकार करने में असमर्थ हैं।"

30. निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) (पैराग्राफ 63 से 71) में अधिनीकरण विनियमों की व्याख्या के लिए एजुस्डेम जेनेरिस की गैर-प्रयोज्यता के संबंध में प्रस्तुतीकरण पर विचार किया गया है और खारिज कर दिया गया है।

31. हम श्री नरीमन के इस कथन से भी प्रभावित नहीं हैं कि सार्वजनिक पेशकश को प्रभावी बनाना अब आर्थिक रूप से असंभव हो गया है। निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में इस सबमिशन को खारिज कर दिया गया है। हम निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में अपनी राय दोहराते हैं कि खंड 27(1)(बी)(सी) और (डी) के तहत, एक सार्वजनिक पेशकश, एक बार पेश होने के बाद, केवल उन परिस्थितियों में वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है जो इसे वस्तुतः बनाती हैं सार्वजनिक प्रस्ताव निष्पादित करना असंभव है। वास्तव में, विनियम 27(1)(ए) को हटाने का उद्देश्य इस गलतफहमी को दूर करना था कि एक बार दिया गया प्रस्ताव आर्थिक रूप से व्यवहार्य नहीं होने पर वापस लिया जा सकता है। हमारी सुविचारित राय है कि श्री नरीमन द्वारा स्वैच्छिक सार्वजनिक पेशकश और ट्रिगर सार्वजनिक पेशकश के बीच अंतर करने की मांग पूरी तरह से गलत है। इस तरह के अनुरोध को स्वीकार करने से वह उद्देश्य विफल हो जाएगा जिसके लिए टेकओवर कोड अधिनियमित किया गया है।

32. हमें श्री नरीमन की इस दलील में भी कोई योग्यता नहीं मिली कि सेबी द्वारा विवादित निर्देश जारी करने में 13 महीने की देरी से प्रतिवादी को विनियमन 27(1)(बी) के तहत सार्वजनिक प्रस्ताव वापस लेने की अनुमति मिल जाएगी। सेबी द्वारा विचार इस बात पर किया जाता है कि क्या कोई सार्वजनिक पेशकश सेबी अधिनियम के प्रावधानों के अनुरूप है और सेबी द्वारा

अपने कर्तव्यों के प्रदर्शन में देरी को आरबीआई, कराधान कानूनों और विदेशी मुद्रा विनियमों सहित अन्य नियामक कानूनों जैसे अन्य स्वतंत्र निकायों से आवश्यक वैधानिक अनुमोदन से इनकार करने के बराबर नहीं माना जा सकता है। सेबी द्वारा प्रस्ताव पत्र पर अपनी टिप्पणी देने में अंतिम निर्णय लेने में देरी विनियमन 27(1)(बी) के अंतर्गत नहीं आएगी।

33. अब यह हमें श्री नरीमन के इस कथन पर लाता है कि प्राकृतिक न्याय के नियमों का उल्लंघन हुआ है। यह रिकॉर्ड की बात है कि प्रतिवादी ने सुनवाई का अवसर मांगा था लेकिन कोई अवसर नहीं दिया गया। लेकिन सवाल यह उठता है कि क्या यह सेबी के फैसले को रद्द करने के लिए पर्याप्त है? हमारी राय में, प्रतिवादी एसएटी या इस न्यायालय के समक्ष रिकॉर्ड पर उस पूर्वाग्रह को रखने में विफल रहा है जो प्राकृतिक न्याय के नियमों का पालन न करने के कारण हुआ है। अब तक यह कानून का स्थापित प्रस्ताव है कि प्राकृतिक न्याय के नियमों का उल्लंघन ही पर्याप्त नहीं है। प्राकृतिक न्याय के नियमों के इस तरह के उल्लंघन से प्रतिवादी पर परिहार्य पूर्वाग्रह भी उत्पन्न होना चाहिए। हमारा यह तर्क कई मामलों से समर्थित है। हालाँकि, हम नटवर सिंह बनाम प्रवर्तन निदेशक और अन्य में निर्धारित कानून का उल्लेख कर सकते हैं, जिसमें यह माना गया कि "शिकायतकर्ता के साथ कुछ वास्तविक पूर्वाग्रह भी पैदा हुआ होगा; प्राकृतिक न्याय के केवल तकनीकी उल्लंघन जैसी कोई बात नहीं है।"

34. सेबी द्वारा मांगी गई सभी जानकारी पहले के तीन अधिग्रहणों से संबंधित है, जब अनिवार्य अधिग्रहण विनियमों को ट्रिगर करने के लिए अधिग्रहण की रेंगने वाली सीमा का उल्लंघन किया गया है। अपील में, एसएटी ने पहले के तीन अधिग्रहणों के संबंध में प्रश्न खुला छोड़ दिया है और कानून के

अनुसार निर्णय लिया जाना है। इसलिए, स्पष्ट रूप से प्रतिवादी को कोई पूर्वाग्रह नहीं हुआ है।

35. अंत में, हम श्री नरीमन की इस दलील को स्वीकार करने में असमर्थ हैं कि निरमा इंडस्ट्रीज लिमिटेड (उपरोक्त) में घोषित कानून का अनुपात इस मामले के तथ्यों और परिस्थितियों पर लागू नहीं होगा। जैसा कि पहले बताया गया है, हम स्वैच्छिक खुली पेशकश और अनिवार्य खुली पेशकश के संबंध में श्री नरीमन द्वारा किए गए अंतर को स्वीकार नहीं करते हैं जो एक ट्रिगर अधिग्रहण का परिणाम है। एक विशेष कीमत पर लक्ष्य कंपनी में शेयर हासिल करने के दोनों प्रकार के प्रस्तावों के परिणाम समान हैं। जैसे ही प्रस्ताव मूल्य सार्वजनिक किया जाएगा, प्रतिभूति बाजार सभी लेनदेन में इसे ध्यान में रखेगा। इसलिए, खुली पेशकश को वापस लेने पर बोर्ड को विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) के संदर्भ में विचार करना होगा। इसके अलावा, विनियम 27(1)(ए) को हटाने से किसी भी तरह से प्रतिवादी का मामला आगे नहीं बढ़ता है। बल्कि यह इस निष्कर्ष को पुष्ट करता है कि एक बार खुली पेशकश केवल विनियम 27(1)(बी)(सी) और (डी) के तहत निर्धारित परिस्थितियों में ही वापस ली जा सकती है। हम श्री नरीमन से भी सहमत नहीं हैं कि प्रतिवादी द्वारा की गई स्वैच्छिक खुली पेशकश को पहले से बताए गए कारणों से विनियमन 27(1)(बी) के तहत वापस लेने की अनुमति दी जानी चाहिए। हम पहले ही इस निष्कर्ष पर पहुंच चुके हैं कि स्वैच्छिक खुली पेशकश वाले पत्र पर बोर्ड द्वारा टिप्पणियां देने में देरी, हालांकि अवांछनीय है, अंततः बोर्ड द्वारा लिए गए निर्णय के लिए घातक नहीं है। इसलिए, हम निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) में अपने निष्कर्ष को दोहराते हैं।

36. हमें श्री नरीमन की इस दलील में भी दम नहीं मिला कि निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) के फैसले पर पुनर्विचार की जरूरत है। हमारी राय में, एजुस्टेड जेनेरिस सिद्धांत विनियमन 27(1)(बी)(सी) और (डी) की व्याख्या के लिए पूरी तरह से लागू है क्योंकि असंभवता का एक सामान्य जीनस है। उपरोक्त विनियमन के तहत परिकल्पित इस असंभवता में कोई आकस्मिकता शामिल नहीं होगी जहां एक बार स्वैच्छिक खुली पेशकश को इस आधार पर वापस लेने की अनुमति दी जा सकती है कि यह अब आर्थिक रूप से अलाभकारी हो गया है। इस तरह के अनुरोध को स्वीकार करने से, प्रतिभूति बाजार में बेईमान तत्वों को लक्ष्य कंपनी में शेयर प्राप्त करने के लिए सार्वजनिक घोषणा करने का मौका मिल जाएगा, यह अच्छी तरह से जानते हुए कि जब सार्वजनिक प्रस्ताव के कारण शेयरों की कीमतें बढ़ जाती हैं, तो वे इससे बाहर निकल सकते हैं। इस तरह की सट्टेबाजी प्रथाओं को विनियमन 27(1)(बी)(सी) और (डी) द्वारा रोकने की मांग की गई है, यही कारण है कि विनियमन 27(1)(ए) को हटा दिया गया था। केवल इसलिए कि इस विशेष मामले में शेयरों की कीमत में कोई महत्वपूर्ण बदलाव नहीं हुआ है, किसी भी तरह से, निरमा इंडस्ट्रीज (उपरोक्त) में पहुंचे निष्कर्ष को अमान्य नहीं किया जाएगा।

37. अंतिम लेकिन महत्वपूर्ण बात, हम अधिग्रहण विनियमों के विनियम 27 में निहित प्रावधानों की व्याख्या के लिए पूंजी और प्रकटीकरण आवश्यकता विनियम, 2009 (आईसीडीआर) विनियमन के मुद्दे को अपनाने में एसएटी द्वारा अपनाए गए दृष्टिकोण को मंजूरी देने में सक्षम नहीं हैं। अधिनीकरण कोड के विनियमों की व्याख्या इन विनियमों को सेबी अधिनियम के प्रावधानों से सहसंबंधित करके की जानी चाहिए।

38. उपरोक्त को ध्यान में रखते हुए अपील स्वीकार की जाती है। एसएटी द्वारा दिनांक 19 जून, 2013 को अपील संख्या 3/ 2013 में पारित आदेश को रद्द कर दिया गया है और अपीलकर्ता द्वारा दिनांक 30 नवंबर, 2012 के पत्र में जारी किए गए निर्देशों को बहाल किया गया है।

विभूति भूषण बोस

अपील स्वीकार की गई।

यह अनुवाद आर्टिफिशियल इंटेलिजेंस टूल सुवास की सहायता से अनुवादक अधिवक्ता नृपेन्द्र सिनसिनवार द्वारा किया गया है।

अस्वीकरण : यह निर्णय पक्षकार को उसकी भाषा में समझाने के सीमित उपयोग के लिये स्थानीय भाषा में अनुवादित किया गया है और किसी अन्य उद्देश्य के लिये इसका उपयोग नहीं किया जा सकता है। सभी व्यावहारिक और आधिकारिक उद्देश्यों के लिये, निर्णय का अंग्रेजी संस्करण ही प्रामाणिक होगा और निष्पादन और कार्यान्वयन के उद्देश्य से भी अंग्रेजी संस्करण ही मान्य होगा।