

TADBIRKORLIK FAOLIYATINI GIBRID MOLİYALASHTIRISHNING HUQUQIY TARTIBGA SOLISH MEXANIZMLARI

Rahmatov Azizbek Iskandar o'g'li

Toshkent davlat yuridik universiteti mustaqil izlanuvchisi,

O'zbekiston Respublikasi

Adliya vazirligi bo'lim boshlig'i,

e-mail: rahmatov-azizbek95@mail.ru

<https://doi.org/10.5281/zenodo.17302876>

Tadbirkorlik faoliyatining rivojlanishi, avvalo, yetarlicha moliyalashtirish manbalarining mavjudligi bilan belgilanadi. Moliyalashtirish subyektlarning o'z faoliyatini boshlash, kengaytirish va modernizatsiya qilish uchun zarur bo'lgan pul mablag'larini jalb qilish jarayonidir. An'anaviy moliyalashtirish usullari, xususan, bank kreditlari va aksiyalarni chiqarish (kapital moliyalashtirish) uzoq vaqt davomida iqtisodiy rivojlanishning asosiy ustunlari bo'lib kelgan. Biroq, ularning har biri o'ziga xos kamchiliklarga ega: bank kreditlari yuqori foiz stavkalari va qat'iy garov talablari bilan chegaralangan bo'lsa, kapital moliyalashtirish (masalan, IPO) murakkab huquqiy tartiblar va yuqori xarajatlar talab etadi.

Bugungi kunda dunyo moliya bozoridagi tendensiyalar, ayniqsa, kichik va o'rta biznesning ehtiyojlaridan kelib chiqib, qarz va kapitalning afzalliklarini birlashtirgan yangi moliyalashtirish vositalariga ehtiyoj ortmoqda. Gibrid moliyalashtirish ana shunday muqobil yechim bo'lib, u o'zining moslashuvchanligi bilan boshqa turlardan sezilarli darajada farqlanadi. Uning asosiy xususiyati – qarz instrumentlarining (masalan, obligatsiya) kapital instrumentlari (aksiya) xususiyatlarini olish qobiliyatidir. Ya'ni, investor dastlab qarz beruvchi sifatida qat'iy foiz daromadini oladi, ammo kelajakda, kompaniyaning o'sishiga qarab, ushbu qarzni aksiyaga aylantirish huquqiga ega bo'ladi. Bu, kompaniyalar uchun moliyaviy xatarlarni kamaytirish va investitsion jalbdorlikni oshirish imkonini beradi.

Jahon miqyosida gibrid moliyalashtirishning ahamiyati yildan-yilga ortib bormoqda. AQShda startaplar konvertatsiya qilinadigan zayomlar (convertible loans) orqali venchur kapitalni faol jalb qilsa, Yevropa Ittifoqi va Yaponiya kabi rivojlangan bozorlarda yirik korporatsiyalar konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar yordamida kapital bazasini kengaytirmoqda. Bu davlatlarning moliya bozorlaridagi amaliyot shuni ko'rsatadiki, gibrid instrumentlar nafaqat kompaniyalar uchun qulaylik yaratadi, balki investorlarga ham yuqori daromad va pastroq xatarlarni taklif qiladi.

Ushbu tendensiyalar gibrid moliyalashtirish mexanizmlarini o'rganish va ularni milliy qonunchilikka joriy etish, huquqiy tartibga solish jarayonida har ikkala tomonning huquqlarini himoya qilish uchun zarur choralar ko'rishni talab etadi. Mazkur jarayonlarning huquqiy tartibga solinishi investitsiya muhitining shakllanishi hamda moliyaviy barqarorlikni ta'minlash uchun muhimdir.

Tadbirkorlik faoliyatini moliyalashtirishning bank krediti, lizing va faktoring kabi an'anaviy usullari hozirda ham biznesni rivojlantirishda muhim rol o'ynab kelmoqda. Ularning asosiy afzalligi barqarorlik, aniq qoidalar va keng tarqalganlikdir. Biroq, bugungi kundagi tez o'zgaruvchan, raqamlashgan va innovatsiyalar rivojlangan davrda, ularning moslashuvchanlik va tezkorlik borasidagi kamchiliklari ko'zga tashlanmoqda.

An'anaviy moliya institutlari yuqori tavakkalchilikka asoslangan loyihalardan qochadi. Global bozorda tadbirkor va investorning huquqlari kafolatini mustahkamlash uchun tadbirkorlik moliyalashtirishni tez va moslashuvchan usullarda olishni talab qiladi.

Aynan shu kamchiliklar sababli noan'anaviy moliyalashtirish, xususan, gibrid mexanizmlar bugungi kunda tobora muhim ahamiyat kasb etib bormoqda. Bular o'zlarida ham qarz majburiyatlari, ham kapitalda ishtirok etish vositalari elementlarini birlashtiruvchi qimmatli qog'ozlar desak to'g'ri bo'ladi. Ular nominal qarzni oshirmasdan yoki mavjud aksiyadorlarning ulushini kamaytirmasdan moliyalashtirishga intilayotgan kompaniyalar uchun jozibador vosita hisoblanadi.

Gibrid moliyalashtirishning akademik adabiyotlardagi asosiy funksiyasi an'anaviy moliyalashtirishdagi bo'shliqni to'ldirish va tashabbusning moliyaviy barqarorligini ta'minlash hisoblanadi. Bundan kelib chiqadiki, gibrid instrumentlar faqat moliyaviy samaradorlikka emas, balki strategik va ijtimoiy samaradorlikni ham birlashtirishga xizmat qiladi. Agar korxona faqat foydani maksimallashtirishga qaratilgan bo'lsa, u oddiy qarz yoki kapitalni tanlaydi. Biroq, ijtimoiy korxonalar kabi gibrid missiyaga ega subyektlar (ya'ni, ham ijtimoiy, ham tijoriy maqsadga ega bo'lganlar) o'z-o'zidan gibrid moliyalashtirish strukturasi (masalan, grantlar va investitsiya kapitali kombinatsiyasini) talab qiladi.

Doktor Robert X. Tomas gibrid moliyalashtirishning huquqiy tartibga solinishidagi asosiy muammo sifatida bu instrumentlarning ko'pincha qarz va kapital qonunchiligi orasidagi bo'shliqlarga tushib qolishini, bu esa investorlarning huquqiy himoyasini aniqlashni qiyinlashtirishini ko'rsatadi.

Gibrid vositalarning regulativ muammolarini tahlil qilishda, huquqshunos Richard A. Epshteynning klassik liberal nuqtai nazarini muhimdir. Epshteyn moliya bozorlarini haddan tashqari davlat tomonidan tartibga solishdan qo'rqish kerakligini ta'kidlaydi, chunki xususiy manfaatlar turli xatarlarni aniqlashda davlat nazoratidan ko'ra samaraliroqdir.

Uning fikricha, hukumat nazorati qimmat standart choralarni (masalan, ro'yxatdan o'tish) talab qiladi va tartibga solishning qiymati vaqt o'tishi bilan pasayadi (Regulatory depreciation). Epshteynning tanqidi shundan iboratki, haddan tashqari tartibga solish "suveren risk" tushunchasini oshirib, kapitalning ichki ommaviy qimmatli qog'ozlar bozoridan qochib ketishiga (capital flight) olib keladi. Buning natijasida, kompaniyalar ommaviy takliflardan ko'ra, kamroq nazorat qilinadigan xususiy takliflar (private offerings) orqali gibrid vositalarni joylashtirishga majbur bo'lishadi. Bundan kelib chiqadigan asosiy xulosa shuki, gibridlar kabi murakkab vositalarning huquqiy himoyasi ko'p jihatdan davlat reguliatorining to'g'ridan-to'g'ri nazoratidan ko'ra shaxsiy shartnomaviy kelishuvlarga bog'liq bo'lib qoladi.

Bir qarashda, qarz majburiyatlari va kapital o'rtasidagi farq aniq ko'rinadi: qarz qoplanishi shart, kapital esa egalikning mavjud ulushini ifodalaydi. Qarz majburiyatlari, odatda, qaytarish sanasiga va qat'iy foiz to'lovlariga ega bo'ladi, bankrotlik holatida esa ularni qaytarish aksiyadorlarning foydasini qaytarishdan ko'ra ustunlikka ega bo'ladi. Aksincha, aksiyalarning qaytarish sanasi bo'lmaydi va ularning qiymati kompaniya faoliyati natijalariga bog'liq bo'ladi, aksiyadorlar barcha majburiyatlar bajarilgandan so'nggina aktivlarga egalik qilish huquqiga ega bo'ladilar.

Gibrid vositaning huquqiy tasnifi, ayniqsa korxonaning inqirozli paytlarida muhim ahamiyatga ega. Masalan, kompaniyaning moliyaviy holati yomonlashganda, uning to'lov qobiliyati qimmatli qog'ozning qonunchilikka muvofiq qanday tasniflanishiga bog'liq bo'lishi

mumkin. Agar gibril vosita qarz sifatida tavsiflansa, u kompaniyaning passivlarini oshiradi va bu uning to'lovga layoqatsizlik holatiga olib kelishi mumkin. Aksincha, uning kapital sifatida tasniflanishi bunday oqibatning oldini olishga imkon beradi. Shunday qilib, qimmatli qog'ozning yuridik tabiati kompaniyaning moliyaviy holatiga va uning bankrotlikdan qochish qobiliyatiga ta'sir etuvchi o'ta muhim omil hisoblanadi. Bu esa gibril vositani tanlash va tizimlashtirish nafaqat moliyaviy, balki, avvalo, yuridik qaror ekanligini anglatadi.

Turli olimlar va manbalar tomonidan gibril mexanizmlar sifatida turli vositalar ko'rsatib o'tilgan. Xususan, J. Tirol bunday namunalar sifatida subordinatsiyalangan qarz, imtiyozli aksiyalar va konvertatsiya qilinadigan qarzni keltirsa, Lorenzo Sasso asosiy e'tiborni imtiyozli aksiyalar va konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalarga qaratadi.

Gibril moliyalashtirish vositalarining qarz (masalan, kreditlar, zayomlar va b.) va ulush (aksiyalarni sotib olish huquqi) qismlarini ajratib, T.G. Bondarenko va O.A. Jdanova gibril vositalarga opsion yoki emitent opsioni kirishini qayd etadilar.

Bunday vositalarning aniq va yagona ro'yxati mavjud emasligiga qaramay, gibril moliyalashtirish turli vositalarni qamrab oladi, ular ko'proq yo ulushli moliyalashtirishga (masalan, imtiyozli aksiyalar) yoki qarz moliyalashtirishiga (masalan, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar) moyil bo'ladi.

Bugungi kunda dunyo amaliyotida keng qo'llanilayotgan gibril vositalardan biri bu konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalardir. Bunday obligatsiyalar foiz hisoblashdan tashqari, investorga muayyan shartlar bajarilganda uni kompaniya aksiyalariga konvertatsiya qilish huquqini beradi. Oddiy kreditlardan farqli o'laroq, bunday obligatsiyalar oldindan kelishilgan qaytarish sanasiga ega bo'ladi, ushbu sanagacha ular qaytarilishi yoki konvertatsiya qilinish lozim.

Kelajakdagi kapital uchun oddiy kelishuv (SAFE – Simple agreement for future equity) esa, AQShda ishlab chiqilgan bo'lib, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalardan sezilarli darajada farq qiladi. O'zining yuridik tabiatiga ko'ra, SAFE qarz hisoblanmaydi. Uning so'nish sanasi yo'q va foizlar hisoblanmaydi, bu esa startaplar uchun moliyaviy yuklamani kamaytiradi. SAFE faqat muayyan hodisa, masalan, moliyalashtirishning yangi raundi yuz bergandagina kapitaldagi ulushga konvertatsiya qilinadi. Bu uni startaplar uchun yanada moslashuvchan vositaga aylantiradi, lekin qoplash majburiyati yo'qligi sababli investorlarga kamroq himoya beradi.

Shuningdek, ayrim manbalarda shartli konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar (CoCo – Contingent Convertibles) ham gibril vosita sifatida ko'rsatiladi. Bu, ko'pincha banklar va boshqa moliya institutlari tomonidan qo'llaniladigan gibril vositaning o'ziga xos turi. Uning asosiy xususiyati shundaki, bu obligatsiyalar kompaniyaning (ko'pincha banklarning) moliyaviy holati muayyan darajada yomonlashganda, avtomatik ravishda qarzdan aksiyaga (kapitalga) aylanadi yoki butunlay hisobdan chiqariladi (qarzni yo'qotadi). Bu usul tizimli moliyaviy xatarlarni kamaytiradi, ular banklarga kapitalni chiqib ketish xavfisiz jalb qilish imkonini beradi.

Professor Endryu Guzmanning fikricha, CoCo obligatsiyalarini chiqarishning huquqiy muammosi shundaki, obligatsiya egalari inqiroz paytida o'z talablarini yo'qotishi mumkin, bu esa investorlar himoyasi bilan bog'liq jiddiy huquqiy noaniqliklarni keltirib chiqaradi. CoColarning chiqarilishidagi konvertatsiya narxini belgilash va trigger mexanizmining aniqligi

huquqiy jihatdan eng murakkab jarayondir. Triggerning noto'g'ri belgilanishi bozorda sarosimaga yoki nohaq yo'qotishlarga olib kelishi mumkin.

Qiyosiy tahlil shuni ko'rsatadiki, Germaniya, Janubiy Koreya, Turkiya va Belarus kabi fuqarolik huquqiga asoslangan mamlakatlar an'anaviy ravishda deduktiv yondashuvga tayanadilar. Bu yondashuvda huquqiy norma umumqamrovli kodeksdan kelib chiqadi. Bu holat Janubiy Koreyaning FSCMA (Moliyaviy investitsiya xizmatlari va kapital bozorlari to'g'risidagi Qonuni), Germaniyaning GmbHG (Mas'uliyati chegaralangan jamiyatlar to'g'risidagi qonuni) va AktG (Aksiyadorlik jamiyatlari to'g'risidagi Qonuni)da aniq namoyon bo'ladi.

Kanada (Kvebekdan tashqari), shuningdek, BAA va Qatarning moliyaviy erkin zonalarida induktiv yondashuvdan foydalanadi. Bunda huquqiy normalar sud pretsedentlariga asoslanadi va ko'pincha umumiy qonunchilikni to'ldiradi. Fuqarolik huquqiga asoslangan Turkiya shartnoma erkinligining keng prinsipidan foydalanib, amaliyotga asoslangan "de-fakto" tizimni yaratgan bo'lsa, Belarus o'zining milliy qonunchiligiga ingliz huquqining ayrim institutlarini "de-yure" kiritib, noyob huquqiy gibriddi vujudga keltirgan.

Gibrid moliyalashtirish uchun huquqiy mexanizmlarning qiyosiy tahlili

Davlat	Asosiy huquqiy asos	Keng tarqalgan vositalar	Tasnif (Dastlab)	Tartibga Soluvchi Organ
Germaniya	Tijorat kodeksi, GmbHG, AktG	Wandeldarlehen (Konvertatsiya qilinadigan zayom)	Qarz	Yagona tartibga soluvchi yo'q
Kanada	Provinsiyalarning Qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonunlari, NI 45-106	Convertible Notes, SAFE	Qarz (Notes), Ulushli (SAFE)	Provinsiyalarning Qimmatli qog'ozlar komissiyalari
Janubiy Koreya	FSCMA, Tijorat kodeksi	Konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar	Qarz	Moliyaviy xizmatlar komissiyasi (FSC)
Turkiya	"Majburiyatlar to'g'risida"gi Qonun	Convertible Notes	Qarz	Yagona tartibga soluvchi yo'q
BAA (DIFC/ADGM)	Umumiy huquq (erkin zonalarida)	Konvertatsiya qilinadigan qarz, SAFE	Qarz yoki ulushli	Dubay moliyaviy xizmatlar boshqarmasi, Moliyaviy xizmatlarni tartibga solish boshqarmasi
Qatar (QFC)	Umumiy huquq	Konvertatsiya qilinadigan qarz, SAFE	Qarz yoki ulushli	Qatar moliyaviy markazni tartibga solish boshqarmasi

Ozarbayjon	“Xorijiy investitsiyalarni himoya qilish to‘g‘risida”gi Qonun	Norasmiy vositalar	Turlicha	Markaziy bank, IDDA
Belarus	Prezidentning 8-sonli Farmoni	Konvertatsiya qilinadigan qarz	Qarz yoki ulushli	Yuqori texnologiyalar parki

Turli davlatlarda investorlarni huquqiy himoya qilish tizimlari ham farqlanadi. Ko‘p hollarda, Germaniyadagi Wandeldarlehen (Konvertatsiya qilinadigan zayom) kabi gibril vositalar ta‘minlanmagan bo‘ladi. Bu esa, investor uchun xavfni oshiradi. Boshqa tomondan, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar odatda investorga, agar konvertatsiya hodisasi sodir bo‘lmasa, asosiy summa va foizlarni talab qilish huquqini beradi, bu esa ma‘lum darajada himoyani ta‘minlaydi.

Janubiy Koreyada tartibga soluvchi organ obligatsiyalar bilan bog‘liq firibgarliklarni oldini olish uchun faol aralashadi. Belarus Respublikasida investorlar rasman milliyashtirishdan himoyalangan va foydani o‘tkazish huquqiga egadirlar, biroq bu kafolatlar geosiyosiy xatarlar va sanksiyalar tufayli shartli bo‘lib qoladi. Turkiyada esa aniq tartibga solishning yo‘qligi tufayli nizolarni hal qilish murakkablashishi mumkin.

Gibril moliyaviy vositalar zamonaviy moliya va huquq tizimining ajralmas qismi bo‘lib, ularning huquqiy maqomi va tartibga soluvchi muhiti yurisdiksiyaga qarab sezilarli darajada farq qiladi. Barcha mamlakatlar duch kelayotgan asosiy dilemma yuridik aniqlik (investorlarni himoya qilish uchun zarur) va tijoriy moslashuvchanlik (kompaniyalar uchun zarur) o‘rtasidagi muvozanatni topishdan iborat.

Fuqarolik huquqiga asoslangan mamlakatlar odatda kodifikatsiya qilingan qonunlarga tayangan holda, umumiy huquqqa asoslangan mamlakatlar va ularning erkin zonlardagi analoglari esa ko‘proq moslashuvchan, amaliyotga asoslangan yondashuvlardan foydalanadilar. Venchur kapitali va fintex bozorlari rivojlanib borgan sari, butun dunyoda gibril vositalarni ko‘proq huquqiy formallashtirish tendensiyasi kuzatilishi mumkin. Bunga Janubiy Koreya va Ozarbayjondagi qonunchilik faoliyati misol bo‘la oladi.

O‘zbekiston qonunchiligi kodifikatsiyalashganligi hamda aniq normalarga asoslanganligi sababli gibril moliyalash usullarining ilmiy-nazariy jihatlarini yaratish dolzarb hisoblanadi. Shu sababli, Germaniya, Turkiya va Ozarbayjon kabi davlatlar tajribasiga tayangan holda ushbu moliyalashtirish turlarining mazmuni hamda taraflar o‘rtasida huquq va majburiyatlarni rasmiylashtirish tartibi fuqarolik qonunchiligida aks ettirilishi lozim.

Ushbu sohadagi qonunchilikni takomillashtirish, har bir moliyalash usulining huquqiy tartibga solish mexanizmlarin aniq belgilab qo‘yish nafaqat faoliyatini boshlayotgan tadbirkorlarning imkoniyatlarini kengaytiradi, balki huquqiy xavflarni kamaytirish va yuridik aniqlikni ta‘minlash orqali respublikaga kirib kelayotgan xorijiy investitsiyalar oqimining ortib borishiga xizmat qiladi.

Adabiyotlar, References, Литературы:

1. Martin Maximilian, Building impact businesses through hybrid financing: special impact starter edition. Impact economy working papers, Volume 6, Geneva 2014.

2. R. H. Thomas, Hybrid securities and regulatory ambiguity, *The journal of law and economics*, 2010. pp. 54-56
3. Richard A. Epstein, The dangers of investor protection in securities markets, *Texas Review of Law & Politics* 412, 2007.
4. J.Tirol, *Teoriya korporativnix finansov, s angl. pod nauch. red. N.A. Rannevoy. M.: Izdatelskiy dom "Delo", 2017. s. 121-124.*
5. Lorenzo Sasso. Capital structure and corporate governance: the role of hybrid financial instruments: A thesis submitted to the Department of Law of the London School of Economics and Political Science for the degree of Doctor of Philosophy. 2012. p. 4.
6. T. G. Bondarenko, O. A. Jdanova, *Finansovoe obespechenie ekonomicheskix subyektov rossiyskogo agropromishlennovo kompleksa: monografiya. M.: RUSAYNS, 2019. 126 s.*
7. L. John Coates, Contingent convertibles in legal and regulatory context, *Harvard Law Review*, 2013. pp. 109-111
8. Andrew Guzman, The Contingent convertible securities and the bail-in question, *The Journal of Financial Regulation*, 2015. pp. 35-38
9. Xinhua Huang, Design and pricing of contingent convertible bonds, *Journal of Banking & Finance*, 2017.
10. Dr. Johannes Rüberg and others. Convertible loans for tech companies, Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2019. pp 55-62.
11. National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions, Available at: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/4/45-106>
12. Gülenay Kavcar and Çağla Yargıç, Convertible note agreements in Turkish law, DECEMBER 21, 2023. Available at: <https://kilinclaw.com.tr/en/convertible-note-agreements/>
13. V. N. Usosky, Decree of the President of the Republic of Belarus No. 8 "On the Development of the Digital Economy" and the Experience of cryptocurrency fintech in Belarus. Russia: development trends and prospects, 2022. 298-299.