

HISSADORLIKKA ASOSLANGAN KRAUDFANDING: QIMMATLI QOG'OZLAR QONUNI VA INVESTOR HUQUQLARINI HIMOYA QILISH MUAMMOLARI

Xudayqulova Nodira Qo'ldoshjonovna | nodirabegimxudayqulova@gmail.com

Toshkent davlat yuridik universiteti magistranti

Annotatsiya. Hissadorlikka asoslangan kraudfanding boshqa ommaviy moliyalashtirish turlariga nisbatan eng ko'p kapital aylanadigan faoliyat turi hisoblanadi. Mazkur faoliyat turida asosan davlatlar qonunchiligidagi birja (qimmatli qog'ozlar bozori) va investitsiya munosabatlari bilan o'xshashligi bilan ham tavsiflanadi. Shu bilan bir qatorda mazkur faoliyat turi yuqoridagi munosabatdan turli farqli jihatlari ham mavjud va ushbu jihatlar tufayli hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyatini amalga oshirishda bir qancha muammolar yuzaga kelmoqda. Bunda asosan hissadorlikka asoslangan moliyalashtirishda amaldagi qimmatli qog'ozlar aylanmasi bo'yicha qonunchilik va amaliyotdagi farqlar, amaldagi qonunchilik asoslari, investorlar huquqlarini himoya qilishni ta'minlash uchun hal qilinishi kerak bo'lgan asosiy huquqiy masalalar shular jumlasidandir.

Kalit so'zlar: Hissadorlikka asoslangan kraudfanding, qimmatli qog'ozlar, investitsiya, investor huquqlari.

CONTRIBUTION-BASED CROWDFUNDING: SECURITIES LAW AND INVESTOR PROTECTION ISSUES

Xudayqulova Nodira Qo'ldoshjonovna

Master's degree student of Tashkent State University of Law

Abstract. Contribution-based crowdfunding is the type of activity with the highest turnover of capital compared to other types of public financing. In this type of activity, it is mainly characterized by the similarity with the stock exchange (stock market) and investment relations in the legislation of the states.

In addition, this type of activity has different aspects from the above relationship, and due to these aspects, several problems arise in the implementation of contribution-based crowdfunding activities. This mainly includes the differences in legislation and practice regarding the circulation of securities in equity-based financing, the basis of current legislation, and the main legal issues that must be resolved to ensure the protection of investors' rights.

Keywords: Contribution-based crowdfunding, securities, investment, investor rights.

КРАУДФАНДИНГ НА ВЗНОСАХ: ЗАКОН О ЦЕННЫХ БУМАГАХ И ВОПРОСЫ ЗАЩИТЫ ИНВЕСТОРОВ

Худайкулова Нодира Кулдашжановна

Магистрант Ташкентского государственного юридического университета

Аннотация. Краудфандинг на основе взносов – вид деятельности с наибольшей оборачиваемостью капитала по сравнению с другими видами государственного финансирования. В этом виде деятельности в основном характерно сходство с фондовой биржей (фондовым рынком) и инвестиционными отношениями в законодательстве государств. Кроме того, этот вид деятельности имеет аспекты, отличные от вышеуказанных отношений, и из-за этих аспектов возникает ряд проблем при реализации краудфандинговой деятельности на основе взносов. В основном это касается различий в законодательстве и практике обращения ценных бумаг при долевым финансировании, основах действующего законодательства, а также основных правовых вопросах, которые необходимо решить для обеспечения защиты прав инвесторов.

Ключевые слова: Взносной краудфандинг, ценные бумаги, инвестиции, права инвесторов.

Hissadorlikka asoslangan kraudfanding (Equity-based crowdfunding) – ommaviy moliyalashtirish hisoblangan kraudfandingning (crowdfunding) bir

turi hisoblanib, asosan hissa (ulush) evaziga moliyalashtirish faoliyati turi hisoblanadi. Kraudfandingning bu turi boshqalaridan tovar, mahsulot yoki pul evaziga emas, aksincha moliyalashtirilayotgan startup, yangi boshlanayotgan biznesning foydasidan keladigan hissasi (ulushi) asosida amalga oshirilishi bilan farq qiladi. Hissadorlikka asoslanganlik mazkur faoliyat turini to'g'ridan-to'g'ri qimmatli qog'ozlar faoliyat-munosabatiga o'xshatishimiz mumkin. Mazkur ikki faoliyat turi ham hissadorlikka asoslanganligi va o'z faoliyatida investorlar huquqlarini himoya qilishga qaratilganligi bilan bir-biriga o'xshashligi kuzatiladi.

An'anaviy investitsiya asosida moliyalashtirish chakana investorlar va kichik hamda yangi boshlanayotgan biznes egalari uchun ochib bo'lmas eshikdek ko'ringan bir vaqtda, hissadorlikka asoslangan ommaviy moliyalashtirishning vujudga kelishi investitsion muhit va qimmatli qog'ozlar bozorida kuchli qiziqish bilan kutib olindi. Hissadorlikka asoslangan kraudfanding tashkil etilgunga qadar, platformalar orqali pul yig'ish amaliyoti moliyalashtiruvchilarning mahalliy bo'lishlarini taqozo etar edi. Sababi an'anaviy investitsiya siyosatiga ko'ra, ko'plab davlatlar qonunchiligiga asosan investorlar loyihalarni moliyalashtirishlari uchun ular davlatning tegishli investitsiyani tartibga soluvchi organning tegishli ro'yxatidan o'tishni talab etar yoki ularni jalb etishni qiyinlashtirar edi. Lekin zamonaviy internet va kraudfandingga asoslangan qonunchilikning vujudga kelishi bu chegaralarni chetlab o'tishga yordam berdi.

Birinchi hissadorlikka asoslangan kraudfanding platformasi sifatida Avstraliyada 2007-yilda ishga tushirilgan The Australian Small Scale Offerings Board (ASSOB) (*Avstraliyaning kichik hajmdagi takliflar kengashi*) hisoblanadi. Mazkur platforma akkredatsiyadan o'tgan va akkredatsiyadan o'tgan investorlarga kichik bizneslarni moliyalashtirish imkoniyatini berdi. Mazkur amaliyot Yevropa va Amerikaga nisbatan kech kirib keldi. Mazkur mintaqalardagi birinchi ishga tushirilgan platforma 2011-yili Britaniyada Crowdcube platformasi hisoblanadi. Mazkur turdagi platformalar jamiyatdagi muammolarni innovatsion usulda hissadorlikka asoslangan holda moliyalashtirishning yangi modeli sifatida qarala boshlandi. Ushbu kraudfanding modelining katta muvaffaqiyatini yaqin yillardagi iqtisodiy vaziyat nuqtai nazaridan ko'rish mumkin: global iqtisodiyotga ta'sir qilgan inqiroz tufayli yuzaga kelgan kredit inqirozi, ayniqsa, startaplar, yangi vujudga kelgan bizneslarga ta'sir ko'rsatdi. Ushbu kompaniyalar, ta'rifi bo'yicha xavfli bo'lib, bank sektoridan kredit olishda tobora ko'proq

qiyinchiliklarga duch kelishmoqda. Shu o'rinda hissadorlikka asoslangan moliyalashtirish platformalari bir vaqtning o'zida iqtisodiy inqirozning yangi ssenariysiga javoban xavfli investitsiyalarni cheklashlari kerak edi va shu bilan bir qatorda bu yangi moliyalashtirishning huquqiy oqibatlariga nisbatan ishonchsiz edi. Qonunchilar ushbu moliyalashtirish modeli ishlab chiqilishi mumkin bo'lgan qoidalarni aniqlash ustida ishlamoqda, shuning uchun hissadorlikka asoslangan kraudfanding hali ham rivojlanayotgan jarayonida hisoblanadi. Misol uchun, Italiyada bu hodisa 2012-yil 17-dekabrda 221-sonli Qonunga aylantirilgan "Decreto di Legge" 2012-yil 8-oktabrdagi 179-sonli qarori e'lon qilinganidan keyin muhokama mavzusiga aylandi. Unga ko'ra innovatsion startaplarni joriy etuvchi loyihalar qonunchilik asosida mustahkamlab qo'yildi. Keyinchalik esa Consob Regulation (Konsob nizomi) bilan 2013-yil 26-iyunda Italiyani Yevropada kapital mablag'larni moliyalashtirishning o'ziga xos holatini tartibga soluvchi birinchi davlat bo'lishiga olib keldi.

O'zbekiston Respublikasida hissadorlik, investitsiya faoliyati kenga asosda yo'lga qo'yilgan va bu munosabatlarni konstitutsiya, qonunlar va qonunosti normativ-huquqiy hujjatlar asosida tartibga solish ta'minlangan hisoblanadi. Shu jumladan, aynan mazkur munosabatlarni tartibga solishda asosiy manba hisoblangan O'zbekiston Respublikasining "Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida"gi va "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi qonunlari mazkur faoliyatlarning qonuniy, huquqiy faoliyatini ta'minlamoqda. Shunga qaramasdan yurtimizda hissadorlikka asoslangan kraudfanding va kraudfandingning boshqa turlarini tartibga soluvchi qonunchilik tizimi ishlab chiqilmagan. Biroq, yurtimizda bir qancha internet tarmoqlari va kraudfanding faoliyatiga asoslangan platformalar mavjud hisoblansada, mazkur faoliyat turining qonun kafolatiga ega emasligi sababli mavjud platformalar aktiv ish faoliyatida emas. Bularga misol qilib Factor.uz (2013), MFond.uz (2018), Crowdfunder.uz (2018) va Halfana.uz platformalar, shu bilan bir qatorda tarkibida kraudfanding faoliyati mavjud bo'lgan Globalhalal.uz (2022 yil 7 mayda davlat ro'yxatidan o'tgan, guvohnoma № 1616) va Uzinvest.uz saytlarini ko'rsatishimiz mumkin. Bulardan Factor.uz ommaviy axborot vositalari sohasida turli loyihalarni amalga oshirish uchun mablag'lar jalb etish maqsadida ochilgan va bir yildan ozroq vaqt o'tib faoliyatini to'xtatishga majbur bo'lgan. MFond.uz platformasi esa ta'lim sohasiga oid bo'lib O'zbekiston Respublikasi

prezidentining 2018 yil 5 sentyabrdagi «Xalq ta'limi tizimiga boshqaruvning yangi tamoyillarini joriy etish chora-tadbirlari to'g'risida"gi qarori bilan tasdiqlangan 2018–2021 yillarga mo'ljallangan Xalq ta'limi tizimini yanada takomillashtirish chora-tadbiri dasturida belgilangan vazifalar ijrosini ta'minlash maqsadida Xalq ta'limi vazirligi tomonidan ishga tushirilgan bo'lib, hozirda platformaga internet tarmog'i orqali kirishning imkoni bo'lmayapti. Crowdfunder.uz platformasi esa hozirda potensial investorlar yig'a olmaganligi uchun hozirda faoliyatini vaqtincha to'xtatgan. Demak, shundan kelib chiqib aytishimiz mumkinki, hozirda mavjud kraudfanding platformalari faoliyat olib borishmayapti va buning asosiy sababi etib mazkur sohaning huquqiy asosi, qonuniy bazasi mavjud emasligini ko'rsatishimiz mumkin. Shu sababdan ham hozirgi kunda kraudfanding faoliyatining O'zbekistonda qonuniy bazasini yaratish va keng ko'lamli targ'ibot olib borish muhim masala hisoblanadi.

Shu o'rinda, ta'kidlash lozimki, hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyati yuqorida ta'kidlanganidek, rivojlanish bosqichida va uning huquqiy asoslari ham turli vujudga kelayotgan yangi munosabatlarga (blokcheyn, smart shartnomalar) moslashib, yangicha ko'rinish kasb etmoqda. Shu bilan birga amaldagi qimmatli qog'ozlar faoliyatining qonunchilik tizimi bilan ham o'zaro integratsiyani amalga oshirish ishlari jadal ketmoqda. Mazkur masalani tartibga solishda Amerika, Avstraliya, Yevropa davlatlari, xususan Buyuk Britaniya va Sharq mamlakatlaridan Xitoy, Yaponiya, Singapur kabi davlatlar o'z qonunchilik tizimlarini isloh qilish borasida boshqa davlatlarga o'rnak qilib ko'rsatishga arzigulik natijalarga erishishgan. Misol uchun, Amerika Qo'shma Shtatlarida 1934-yilda qabul qilingan "Qimmatli qog'ozlar almashinuvi to'g'risida"gi qonuniga ko'ra investorlar moliyalashtirish evaziga kompaniyaning ulushini oladigan hissaga asoslangan kraudfanding qonuniy emas edi. 2012-yilda qabul qilinga JOBS qonuniga muvofiq esa akkredatsiyadan o'tgan biznes egalari tomonidan hissadorga aylanish mumkin bo'ldi va bu hissaga asoslangan kraudfanding faoliyatining qonuniy asosini yaratilganligini anglatar edi. Lekin shunga qaramasdan akkredatsiyadan o'tmagan biznes egalari hissaga asoslangan kraudfanding faoliyati bilan shug'ullanishda bir qancha muammolarga duch kelishdi. Qimmatli qog'ozlarni jamoatchilikka har qanday taklif qilish yoki sotish Qimmatli qog'ozlar va birja Komissiyasida (SEC) ro'yxatdan o'tkazilishi kerak edi. Bu kichik biznes va startaplarga ko'p sonli investorlardan kapital jalb qilishni

qiyinlashtirdi, chunki qimmatli qog'ozlar taklifini ro'yxatdan o'tkazish bilan bog'liq xarajatlar va ma'muriy ovoragarchiliklar mavjud edi. 2012-yildan keyin ham ro'yxatdan o'tmasdan kraudfanding bilan shug'ullanishlari uchun investorlarga bir qancha imtiyoz beruvchi qonun hujjatlari qabul qilindi, lekin akkredatsiyadan o'tmagan biznes egalarining muammolari to'liq yechilmadi. 2015-yil 30-oktabrda Qimmatli qog'ozlar va birja Komissiyasi (SEC) tomonidan "Qimmatli qog'ozlar almashinuvi to'g'risida"gi qonunga o'zgartirish kiritilib, "Kraudfandingni tartibga solish" to'g'risidagi qoidalarini kiritmaguncha akkredatsiyadan o'tmagan investorlar kraudfandingning hissadorlikka asoslangan faoliyat turi bilan shug'ullana olishmas edi. Ushbu qoidalar hissadorlikka asoslangan kraudfanding uchun huquqiy asosni yaratdi va investorlarni himoya qildi.

Hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyat turi foydani taqsimlash modeli deb ham ataladi. Mazkur faoliyatda tadbirkorlar o'zlari amalga oshirmoqchi bo'lgan loyihani moliyalashtiruvchilariga investitsiya kiritishlari uchun loyihaning kelajakdagi kutilayotgan foydasidan ulushlar, aksiyalar va'da qilishadi. Hissaga asoslangan kraudfanding quyidagi jihatlari bilan qimmatli qog'ozlar, aksiyadorlik faoliyatiga faoliyatiga o'xshaydi:

- faoliyati bilan ulushlarga egalik huquqini sotish, berish amaliyoti mavjudligi;
- qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risidagi qonunlar bilan tartibga solinishi;
- ma'lumotlar shaffofligi tamoyiliga asoslanganligi;
- ikkala faoliyatda ham riskning mavjudligi;
- investitsiya orqali daromad qilish takliflarining mavjudligi.

Shuningdek, mazkur faoliyatlar bir-biridan quyidagi jihatlari bilan farqlanadi:

- kiritiladigan mablag' miqdoriga ko'ra (kraudfanding faoliyatida kam va kichik mablag'lar ko'p moliyalashtiruvchilardan yig'lsa, aksiyadorlik faoliyatida esa kamchilikdan ko'p mablag'lar jalb etish orqali amalga oshiriladi);
- investorlar turiga ko'ra;
- tartibga solish qonunchiligiga ko'ra;
- qonuniy talablariga ko'ra;
- moliyalashtiruvchilar munosabatlariga ko'ra.

Mazkur faoliyat turi boshqalariga nisbatan qonunchiligi mukammal, jarayon murakkab, asosan investitsiya kiritish va foyda olishni maqsad qilganligi bilan ajralib turadi. Mazkur sohadagi faoliyat turi bizning yurtimizda ham joriy etilsa, amaldagi qimmatli qog'ozlar bozorini tartibga solishga qaratilgan nisbatan mukammal qonunchilik bazasi qonunchilikdagi muammolar kamroq kuzatiladi degan fikrga borishga asos bo'ladi. Dunyo bo'ylab mavjud kraudfanding platformalarining eng ko'p qismi mukofotga asoslangan bo'lsada, mazkur faoliyat eng ko'p kapital to'plashi bilan ham farq qiladi.

Hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyatini amalga oshirishda qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonunchilik va investorlarni himoya qilish bilan bog'liq bir qancha tashvishlarni keltirib chiqaradi, bu esa korxonalar uchun kapital shakllanishiga ko'maklashish va investorlar manfaatlarini himoya qilish o'rtasida muvozanatni saqlash zarurligini aks ettiradi. Quyida mazkur masalalar yuzasida turli muhim faktorlarni keltirib o'tamiz:

- **Oshkoralik va shaffoflik** – bunda emitentlarning potentsial investorlarga o'z biznesi, moliyaviy ahvoli va ular bilan bog'liq risklar haqida to'liq va aniq ma'lumotlarni taqdim etishini ta'minlashdagi xavotirlar mavjud. Bunda shaffoflik investorlarning mulohazali qarorlar qabul qilishlari uchun juda muhimdir. Qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonunlar ko'pincha ma'lumotlarning assimetriyasini yumshatish uchun oshkor qilishning maxsus talablarini belgilaydi;

- **Investorlarning bilimini (xabardorligini) oshirish** – bunda kraudfandingda ishtirok etayotgan investorlar orasida moliyaviy savodxonlikning potentsial etishmasligini bartaraf etish lozim hisoblanadi. Investorlarni himoya qilish, ayniqsa, dastlabki bosqichdagi korxonalarda investitsiya qilish bilan bog'liq risklar to'g'risida shaxslarni o'qitishni o'z ichiga oladi. Bazi davlatlar qonunchiligi bo'yicha platformalar investorlarni kraudfanding haqida bilimini yaxshilash uchun o'quv materiallarini taqdim etishi kerakligi belgilangan;

- **Tekshirish (ekspertiza)** – moliyalashtirish manbasi izlayotgan startaplar va bizneslarning qonuniyligi va realikka mosligini ta'minlash uchun kraudfanding platformalarining tegishli tekshiruv jarayonlarini amalga oshiradi;

- **Firibgarlik va noto'g'ri ma'lumot** - qimmatli qog'ozlar to'g'risidagi qonunlar firibgarlik va yolg'on amaliyotlarning oldini olishga qaratilgan.

Muvofiqlashtiruvchi organlar firibgarlik faoliyati bilan shug'ullanuvchi emitentlar yoki platformalarga qarshi choralar ko'rishi mumkin;

- **Investorning huquqlari va cheklovlar** – chakana investorlarni himoya qilish uchun qoidalar kraudfandingda ishtirok etishi mumkin bo'lgan shaxslarga cheklovlar qo'yishi va potentsial moliyaviy xavflarni kamaytirish uchun sarmoya kiritishi mumkin bo'lgan miqdorni cheklashi mumkin;

- **Likvidlik va ikkilamchi bozorlar** - Investorlar o'zlarining qimmatli qog'ozlarini sotish yoki sotishda qiyinchiliklarga duch kelishlari mumkin. Ikkilamchi bozorlarni yoki muqobil likvidlik mexanizmlarini rivojlantirish hal qiluvchi ahamiyatga ega bo'lishi mumkin;

- **Qonunchilikni integratsiya qilish orqali muvofiqlashtirish** – emitentlar va kraudfanding platformalarining qimmatli qog'ozlar bo'yicha amaldagi qonun va qoidalarga muvofiqligini ta'minlash.

Yuqorida ta'kidlanganidek, investorlarni himoya qilish ham hissadorlikka asoslangan kraudfanding, ham an'anaviy qimmatli qog'ozlar faoliyatida muhim ahamiyat kasb etadi. Hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyatida investorlar huquqlarini himoya qilish bo'yicha muhim masalalar va ularga potentsial yechimlar berilishi kerak. Bunda, birinchi navbatda, qonuniy nazoratni belgilash lozim. Buning uchun esa investorlarni himoya qilish standartlariga muvofiqligini ta'minlash uchun me'yoriy-huquqiy bazani samarali ijro mexanizmlari bilan mustahkamlash lozim bo'ladi. Tekshiruv (ekspertiza) masalasida esa emitentlarning qonuniyligi va reallikka mosligini baholash uchun kraudfanding platformalari, brokerlar va boshqa vositachilar tomonidan jiddiy tekshiruv jarayonlarini o'tkazish lozim bo'ladi. Shuningdek investorning moliyaviy savodxonlikni oshirish uchun investorlar ta'limini oshirish bo'yicha doimiy sa'y-harakatlarni amalga oshirish, jumladan o'quv materiallari, seminarlar va onlayn resurslar tashkil etishni yo'lga qo'yish kerak bo'ladi. Yuqorida ta'kidlangan shaffoflik va oshkoralikni ta'minlash uchun shaffof oshkor qilish amaliyotlari, standartlashtirilgan hisobot formatlari va investitsiyalar samaradorligi bo'yicha muntazam yangilanishlar orqali xabardorligi ta'minlanishi kerak. Texnologiya va innovatsiyalar joriy qilish masalasi muhim ahamiyat kasb etadi, sababi shaffoflik uchun blokcheyn, avtomatlashtirilgan muvofiqlik uchun smart shartnomalar va xavfni baholash uchun sun'iy intellekt kabi texnologiyalardan foydalanish samaradorlikni bir necha karraga oshiradi.

Shu asosda muammolarni bartaraf etish va ishonchli yechimlarni amalga oshirish orqali ham hissadorlikka asoslangan kraudfanding, ham an'anaviy qimmatli qog'ozlar faoliyati investorlar uchun yanada xavfsiz va shaffof muhit yaratishi mumkin. Tartibga solish choralari, sanoatning ilg'or tajribasi va investorlarni o'qitishni o'z ichiga olgan kompleks yondashuv orqali investorlarning samarali himoyasini ta'minlash imkoniga erishish mumkin.

Xulosa sifatida aytadigan bo'lsak, O'zbekiston Respublikasida yuqorida ta'kidlangan muammolar va yechimlarni inobatga olgan holda hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyatining huquqiy negizini, ya'ni kraudfanding faoliyatini tartibga soluvchi qonun qabul qilish va shu asosda amaldagi qimmatli qog'ozlar hamda investitsiya faoliyatlarini tartibga soluvchi qonunlar bilan o'zaro integratsiyalashuvni ta'minlash, hissadorlikka asoslangan kraudfanding faoliyati ishtirokchilarini mazkur faoliyat turi bilan shug'ullanishlarini rag'batlantirish mexanizmlarini ishlab chiqish orqali mazkur moliyalashtirish turini yurtimizda keng asosda yo'lga qo'yishga erishish mumkin bo'ladi.

FOYDALANILGAN ADABIYOTLAR

1. Bradford, "Crowdfunding and the Federal Securities Laws." Columbia Business Law Review:. 2012
2. Mokter Hossain and Gospel Onyema Oparaocha "Crowdfunding: Motives, Definitions, Typology and Ethical Challenges", Entrepreneurship Research Journal:. 16.12.2016
3. Hasnan, Baber, "A framework for Crowdfunding platforms to match services between funders and fundraisers", The Journal of Industrial Distribution & Business:. 2019
4. Joan M. Heminway, "The Legal Regulation of U.S. Crowdfunding: An Organically Evolving Patchwork", 2017
5. Farxod Murotovich Mulaydinov "Kichik biznes va tadbirkorlikda kraudfanding imkoniyatlari", ACADEMIC RESEARCH IN EDUCATIONAL SCIENCES,25-bet, (2021)
6. Rasulov Nuriddin Abdullayevich, "Innovasiyalarni moliyalashtirishda kraudfanding platformasi mexanizmidan foydalanish", Экономические науки:. 2019