JAMOAVIY MOLIYALASHTIRISH (KRAUDFANDING) ORQALI KAPITAL YIG‘ISHNING KORPORATIV-HUQUQIY ASOSLARI: EMITENT BOSHQARUVI VA INVESTORLARNI MUHOFAZA QILISH

Asatov Akbar Laziz o‘g‘li

Toshkent davlat yuridik universiteti

Magistratura 1-bosqich talabasi

Annotatsiya. Maqolada aksiyalarga asoslangan kraudfanding korporativ huquq va korporativ boshqaruv nuqtai nazaridan tahlil qilinadi. AQSh, Germaniya/Yevropa Ittifoqi (ECSPR) va Singapur tajribasi emitent boshqaruvi, ozchilik investorlar himoyasi va platforma operatorining “darvozabon” roli bo‘yicha qiyoslanadi. O‘zbekiston qonunchiligidagi bo‘shliqlar aniqlanib, maxsus qonun, platformalarni litsenziyalash, ulushdorlarni kastodian orqali qayd etish, investitsiya limitlari va o‘ylab ko‘rish muddatini joriy etish taklif qilinadi.

Kalit so‘zlar: kraudfanding, aksiyalarga asoslangan kraudfanding, korporativ boshqaruv, ozchilik ulushdorlar, emitent, platforma operatori, investorlar himoyasi.

Abstract. The article examines equity crowdfunding from the perspective of corporate law and governance. It compares the United States (JOBS Act / Regulation CF), Germany and the EU (ECSPR) and Singapore (Securities and Futures Act) regarding issuer governance, minority investor protection and the gatekeeping role of platforms. Gaps in Uzbekistan’s legislation are identified and a special crowdfunding law, platform licensing, custodian-based representation of dispersed investors, investment limits and a cooling-off period are proposed.

Keywords: crowdfunding, equity crowdfunding, corporate governance, minority shareholders, platform operator, investor protection.

Kirish

Kraudfanding loyiha uchun mablag‘larni raqamli platforma orqali ko‘p sonli kishilardan yig‘ish usuli bo‘lib, an’anaviy moliyaviy vositachilarni chetlab o‘tadi. Global bozor 2009-yildagi 530 million dollardan 2024-yilda 24,05 milliard dollargacha o‘sgan.[1] O‘zbekistonda ro‘yxatdan o‘tgan 688 345 korxonaning 203 321 tasi faoliyat yuritmaydi, buning sabablaridan biri mablag‘

[1] Crowdfunding Market Size, Share, Trends & Growth Forecast Report // Market Data Forecast. https://www.marketdataforecast.com/market-reports/crowdfunding-market

yetishmasligi;[2] 2026-yil 11-fevraldagi PQ-59-son qaror esa 2030-yilgacha 5 000 ta startap yaratish va kraudfanding faoliyatini ishlab chiqishni belgiladi.[3]

Xayriya va mukofotga asoslangan kraudfanding asosan shartnoma huquqi doirasida qoladi, aksiyalarga asoslangan turda esa emitent ommaviy ulushdorlarni qabul qiladi va korporativ huquq masalalari yuzaga keladi: mulkning tarqoqlashuvi, ovoz berish va axborot olish huquqlari, ozchilik himoyasi. Mulk va nazoratning ajralishi hamda agentlik xarajatlari nazariyalari bu yerda yanada keskin namoyon bo‘ladi: mayda investorda nazorat rag‘bati ham, resursi ham kam, emitent esa ko‘proq axborotga ega.

Davlat siyosati kraudfanding orqali chakana investorlar kapitalini jalb etishni ko‘zlagan bir paytda, milliy korporativ qonunchilik tarqoq va passiv ulushdorlar qatlamini sig‘dira olmaydi. Uch muvozanat ta’minlanmagan: kapital jalb qilish erkinligi va ozchilik himoyasi; boshqaruv samaradorligi va ko‘p sonli ulushdorlarning ishtiroki; platformaning texnik vositachiligi va uning “darvozabon” mas’uliyati.

Asosiy qism

Kraudfandingning korporativ-huquqiy mohiyati va turlari. Adabiyotlarda kraudfandingning yagona ta’rifi yo‘q. Mollick uni tadbirkorning an’anaviy vositachilarni chetlab, internet orqali keng ommadan kichik mablag‘lar jalb etish amaliyoti deb ta’riflaydi;[4] Schwienbacher va Larralde esa uni ommaviy chaqiriq sifatida ko‘radi.[5] Ularni umumlashtirib, kraudfandingni muayyan loyiha uchun maxsus internet platforma orqali ko‘p sonli shaxslardan mablag‘larni jamoaviy jalb qilishga asoslangan innovatsion moliyalashtirish shakli deb ta’riflash mumkin. Uning belgilari ommaviylik, kichik hissalar va platforma vositachiligi. Investor oladigan evazga ko‘ra kraudfanding xayriyaga, mukofotga, kreditga (crowdlending) va

[2] O‘zbekiston Respublikasi Davlat statistika qo‘mitasi. Yagona davlat ro‘yxatidan o‘tgan korxona va tashkilotlar to‘g‘risida ma’lumot, 2024-yil holatiga. https://stat.uz/img/press-relizlar/press-reliz-01_01_2024-uzb_compressed-2.pdf

[3] O‘zbekiston Respublikasi Prezidentining 2026-yil 11-fevraldagi PQ-59-son “Startaplarni qo‘llab-quvvatlashning kompleks ekotizimini joriy etish chora-tadbirlari to‘g‘risida”gi Qarori.

[4] Mollick E. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study // Journal of Business Venturing. 2014. Vol. 29. P. 1–16.

[5] Schwienbacher A., Larralde B. Crowdfunding of Small Entrepreneurial Ventures // The Oxford Handbook of Entrepreneurial Finance. Oxford: Oxford University Press, 2012.

aksiyalarga asoslangan turlarga bo‘linadi.[6] Korporativ huquq uchun asosiysi aksiyalarga asoslangan tur, unda tashabbuskor faqat yuridik shaxs bo‘ladi, investor esa aksiya yoki ulush egasiga aylanib, dividend, kapital o‘sishi, ayrim hollarda ovoz berish va boshqaruv huquqlariga ega bo‘ladi. Shu sababli u eng qat’iy tartibga solishni prospekt, oshkoralik va investorlar himoyasi talablarini talab qiladi. Kraudfanding venchur kapitali, biznes-farishta investitsiyasi va bank kreditidan farq qilgani uchun uni mustaqil institut sifatida tartibga solish zarur. **Xorijiy tajriba: emitent boshqaruvi va investorlar himoyasi.** AQShda 2012-yildagi JOBS Act ning III bo‘limi va SEC Regulation Crowdfunding emitentga 12 oy ichida 5 million dollargacha mablag‘ jalb qilishga ruxsat beradi. Investorlar uchun yillik limit qo‘llanadi: yillik daromadi yoki sof aktivi 124 000 dollardan kam shaxs uchun 2 500 dollar yoki daromad/aktivning 5 foizi (qaysi biri ko‘p bo‘lsa), qolganlar uchun 10 foiz. Investor taklif tugashidan 48 soat oldin majburiyatini bekor qila oladi, qimmatli qog‘ozlarni bir yil sotish cheklangan. Platforma SEC va FINRA da ro‘yxatdan o‘tgan “funding portal” yoki broker-diler bo‘lishi va emitent hamda uning 20 foizdan ortiq aksiyadorlarini tekshirishi shart, investitsiya maslahati berishi taqiqlangan.[7] Noxolis ma’lumot uchun fuqaroviy javobgarlik bor, ammo kichik investor uchun sud himoyasi amalda qiyin.

Germaniya va Yevropa Ittifoqi. 2015-yildagi Kleinanlegerschutzgesetz platformalar orqali 2,5 million yevrogacha jalb qiluvchi loyihalarni prospektdan ozod qildi, investitsiya limitlari va 14 kunlik bekor qilish huquqini kiritdi.[8] 2021-yil 10-noyabrdan ECSPR reglamenti (EU 2020/1503) amal qiladi: 12 oyda 5 million yevrogacha takliflar uning doirasida tartibga solinadi, platforma vakolatli organ (Germaniyada BaFin) tomonidan litsenziyalanadi va litsenziya butun Yevropa Ittifoqida amal qiladi, emitent prospekt o‘rniga standartlashtirilgan Asosiy investitsiya ma’lumotlari varaqasini (KIIS) taqdim etadi.[9] Tajribasiz investorni himoya

[6] Bradford C.S. Crowdfunding and the Federal Securities Laws // Columbia Business Law Review. 2012. No. 1. P. 1–150.

[7] 17 CFR Part 227 (SEC Regulation Crowdfunding); Bradford C.S. Crowdfunding and the Federal Securities Laws. 2012.

[8] Klöhn L., Hornuf L., Schilling T. The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act // European Company Law. 2016. Vol. 13, No. 2. P. 56–66.

[9] Regulation (EU) 2020/1503 of the European Parliament and of the Council of 7 October 2020 on European Crowdfunding Service Providers for Business; ECSPR — Guide to the European Crowdfunding Regulation. Bird & Bird, 2023.

qilish uchun platforma uning bilimini baholaydi, yo‘qotishga bardoshini (sof boylikning 10 foizi hisobida) simulyatsiya qiladi, 1000 yevro yoki sof boylikning 5 foizidan oshuvchi investitsiyada ogohlantirib aniq rozilik oladi; 4 kunlik “sovutish” davri joriy etilgan.[10]

Singapur. Securities and Futures Act asosida aksiyaga asoslangan kraudfanding qimmatli qog‘ozlarni ommaga taklif etish hisoblanadi, shuning uchun platforma MAS dan kapital bozori xizmatlari litsenziyasini (maslahat berilsa Financial Advisers Act bo‘yicha litsenziyani) olishi kerak. Prospektdan ozod qilish istisnolari cheklangan: 12 oyda 5 million Singapur dollarigacha shaxsiy takliflar yoki 50 nafargacha investorga takliflar. Qimmatli qog‘ozlarga asoslangan kraudfanding asosan akkreditatsiyalangan va institutsional investorlar uchun ochiq (jismoniy shaxs uchun sof aktiv 2 million yoki yillik daromad 300 ming Singapur dollari) bu eng konservativ yondashuv. Avtomatik “sovutish davri” o‘rniga prospektda xato aniqlanganda investor 14 kun ichida arizani bekor qilib, 7 kun ichida mablag‘ni qaytarib olishi mumkin; chalg‘ituvchi ma’lumotda MAS taklifni to‘xtatishi mumkin.[11]

Yagona “ideal” model yo‘q: AQSh kapital jalb qilish va investor limitlariga, Yevropa Ittifoqi platformani litsenziyalash va tajribasiz investor himoyasiga, Singapur esa konservativ litsenziyalash va professional investorlarga urg‘u beradi. Uchala tizimda ham korporativ himoya platforma orqali amalga oshiriladi bu uning “darvozabon” rolini tasdiqlaydi.

O‘zbekistonda kraudfanding maxsus qonun bilan tartibga solinmagan, 2020-yildagi vaqtinchalik nizom loyihasi qabul qilinmagan. Munosabatlar Fuqarolik kodeksi va qimmatli qog‘ozlar bozori qonunlari orqali bilvosita tartibga solinadi, kraudfanding shartnomalari aralash shartnoma tabiatiga ega.[12] Korporativ huquq nuqtai nazaridan asosiy bo‘shliqlar quyidagilar:

Emitentning tashkiliy-huquqiy shakli. Emissiya prospekti va oshkoralik talablari startaplar uchun og‘ir yuk. AJ qonunining 2014-yildagi tahririda aksiyalarga obuna faqat birja yoki uyushtirilgan birjadan tashqari bozorda ochiq, kraudfanding platformasi esa bunday joy sifatida tan olinmagan. MChJ shaxsiy xususiyatli yopiq shakl bo‘lib, yuzlab mayda ishtirokchini qabul qilishga mo‘ljallanmagan. 2026-yil 21-apreldagi yangi MChJ qonuni ishtirokchilar

[10] Regulation (EU) 2020/1503 (ECSPR).
[11] Hofmann C. An Easy Start for Start-ups. 2018.
[12] Tojiboyev A.Z. Startaplar faoliyatini fuqarolik-huquqiy tartibga solish: PhD dissertatsiyasi. Toshkent: TDYU, 2021.

huquqlarini kuchaytirgan bo‘lsa-da, kraudfanding emitenti uchun maxsus rejim nazarda tutmaydi. **Ommaviy ulushdorlar huquqlari.** AJ qonunidagi kuzatuv kengashi, mustaqil a’zolar, ozchilik aksiyadorlar qo‘mitasi, yirik va affillangan shaxslar bilan bitimlar institutlari ko‘p sonli passiv investorlarning ovoz berishi, axborot olishi va kastodian orqali qayd etilishi muammolarini hal qilmaydi. **Platforma operatori maqomi.** Operatorning shakli va litsenziyasi belgilanmagan. Litsenziyalash to‘g‘risidagi qonun 1-ilovasida kraudfanding operatori faoliyati litsenziyalanishi ochiq qolgan. Platformani fondga o‘xshatish ham o‘rinsiz u moliyaviy vositachi emas, xizmat ko‘rsatuvchidir. **Investor himoyasi.** Investor uchun limitlar va shartnomani bekor qilish (cooling-off) muddati belgilanmagan.

Xulosa

Aksiyalarga asoslangan kraudfanding faqat moliyalashtirish usuli emas, balki emitent korporativ tuzilmasining o‘zgarishi hamdir. Milliy qonunchilik kapital jalb qilish erkinligi, ozchilik himoyasi, boshqaruv samaradorligi va platforma mas’uliyati o‘rtasidagi muvozanatni hali ta’minlamaydi. AQSh, Germaniya va Singapur tajribasi umumiy tamoyilni korporativ himoya vositalarini platforma orqali amalga oshirishni ko‘rsatadi. O‘zbekiston uchun maxsus qonun, platformalarni litsenziyalash, emitentning soddalashtirilgan rejimi, ommaviy ulushdorlarni kastodian orqali qayd etish hamda investor himoyasi (limitlar va o‘ylab ko‘rish muddati) majmuasi maqbul yo‘l hisoblanadi. Shu asosda izlanish yuzasidan quyidagi takliflarni keltirish mumkin: **Maxsus qonun ishlab chiqish.** “Kraudfanding (jamoaviy moliyalashtirish) to‘g‘risida”gi qonunda turlar, subyektlar, ularning huquq va majburiyatlari bilan birga aksiyaga asoslangan kraudfanding uchun alohida korporativ bob nazarda tutilishi lozim. **Soddalashtirilgan rejim.** AQSh va ECSPR modeliga tayanib, belgilangan summagacha emissiya prospektidan ozod qilish, uning o‘rniga standart axborot varaqasi va summaga qarab pog‘onali hisobotni joriy etish. **Ommaviy ulushdorlarni qayd etish.** Investorlar emitent reyestrida yagona kastodian yoki maxsus vosita orqali qayd etilsa-da, ularning ovoz berish, axborot olish va ozchilik huquqlari kafolatlanishi, ovozni vakil orqali berish tartibi qonunda belgilash kerak. **Platformani litsenziyalash.** Litsenziyalash to‘g‘risidagi qonun 1-ilovasiga operator faoliyati kiritish, operatorga emitent va yirik aksiyadorlarini tekshirish, manfaatlar to‘qnashuvini boshqarish, mijoz mablag‘larini alohida saqlash va firibgarlikka qarshi choralar

majburiyati yuklash lozim. **Investitsiya limitlari va o‘ylab ko‘rish muddati.** Chakana investor uchun daromad va sof aktivga bog‘liq limitlar, xavf haqida ogohlantirish va jazosiz voz kechish imkonini beruvchi “sovutish davri” joriy etish maqsadga muvofiq bo‘ladi.

Foydalanilgan adabiyotlar

1. O‘zbekiston Respublikasining “Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to‘g‘risida”gi Qonuni (yangi tahrir, 06.05.2014, O‘RQ-370).
2. O‘zbekiston Respublikasining 2026-yil 21-apreldagi O‘RQ-1137-son “Ma’suliyati cheklangan jamiyatlar to‘g‘risida”gi Qonuni.
3. Regulation (EU) 2020/1503 on European Crowdfunding Service Providers for Business, 7 October 2020.
4. 17 CFR Part 227 (SEC Regulation Crowdfunding).
5. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York: Macmillan, 1932.
6. Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, No. 4.
7. Mollick E. The Dynamics of Crowdfunding: An Exploratory Study // Journal of Business Venturing. 2014. Vol. 29. P. 1–16.
8. Bradford C.S. Crowdfunding and the Federal Securities Laws // Columbia Business Law Review. 2012. No. 1. P. 1–150.
9. Klöhn L., Hornuf L., Schilling T. The Regulation of Crowdfunding in the German Small Investor Protection Act // European Company Law. 2016. Vol. 13, No. 2. P. 56–66.
10. Hofmann C. An Easy Start for Start-ups: Crowdfunding Regulation in Singapore // Berkeley Business Law Journal. 2018. Vol. 15. P. 219.