



THE SIGNIFICANCE OF HYBRID FINANCING OF ENTREPRENEURIAL ACTIVITY AND MODELS FOR ITS LEGAL REGULATION

Azizbek Rakhmatov

Ph.D. candidate of the Tashkent State Law University

Head of Department, Ministry of Justice of the Republic of Uzbekistan

e-mail: rahmatov-azizbek95@mail.ru

Tashkent, Uzbekistan

ABOUT ARTICLE

Key words: hybrid financing, convertible bonds, mezzanine financing, legal regulation, capital market, entrepreneurship, investor.

Received: 19.10.25

Accepted: 20.10.25

Published: 21.10.25

Abstract: In the rapidly developing contemporary business landscape, improving financing procedures and expanding alternative funding methods for entrepreneurial activity is of paramount importance. Every financing method that provides capital to an enterprise has its own specific features. Traditional methods such as credit, leasing, and factoring have already demonstrated their shortcomings in global practice. The heavy burden of interest or excessive formalities often creates difficulties for the entrepreneur rather than providing support. This article provides a comparative study of the significance of hybrid financing (the synergy of debt and equity instruments) for entrepreneurial activity and the international models for its legal regulation. The research objective is to establish the legal and theoretical foundations for introducing hybrid financing into Uzbekistan's developing capital market and to develop practical recommendations based on advanced foreign experience. The study illustrates the role of hybrid instruments in risk diversification and enhancing company flexibility. Unlike traditional financing methods (bank loans or common stock issuance), hybrid instruments such as convertible bonds and mezzanine financing are considered the most effective way to raise capital for early-stage enterprises. The main body of the article compares some

key legal regulation models for hybrid financing. Based on the analysis, the necessity of introducing relevant amendments to Uzbekistan's legislation, primarily to the Laws "On the securities market" and "On joint-stock companies and protection of shareholders' rights" is substantiated for the implementation of hybrid instruments. Key tasks include establishing a clear legal status for convertible debts, strengthening investor protection mechanisms, and simplifying disclosure requirements.

TADBIRKORLIK FAOLIYATINI GIBRID MOLIYALASHTIRISHNING AHAMIYATI VA UNI HUQUQIY TARTIBGA SOLISH MODELLARI

Azizbek Rahmatov

Mustaqil izlanuvchisi

Toshkent davlat yuridik universiteti

O'zbekiston Respublikasi Adliya vazirligi bo'lim boshlig'i

e-mail: rahmatov-azizbek95@mail.ru

Toshkent, O'zbekiston

MAQOLA HAQIDA

Kalit so'zlar: gibril moliyalashtirish, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar, mezonin moliyalashtirish, huquqiy tartibga solish, kapital bozori, tadbirkorlik, investor.

Annotatsiya: Bugungi tadbirkorlik sohasi tez rivojlanayotgan davrda ularning faoliyatni moliyalashtirish tartiblarini takomillashtirish, moliyalashtirishning muqobil usullarini kengaytirish muhim ahamiyatga ega. Tadbirkorni mablag' bilan ta'minlaydigan har bir moliyalashtirish usulining o'ziga xos jihatlari mavjud. Kredit, lizing, faktoring kabi an'anaviy moliyalashtirish usullari jahon tajribasida o'zining kamchiliklarini namoyon etishga ulgurdi. Foizlarning og'ir yuki yoki ortiqcha rasmiyatchiliklar tadbirkorga ko'maklashish o'rniga qiyinchilik tug'dirmoqda. Mazkur maqolada tadbirkorlik faoliyatini gibril moliyalashtirishning (qarz va kapital instrumentlarining uyg'unligi) ahamiyati va uning huquqiy tartibga solishning xalqaro modellari qiyosiy o'rganilgan. Tadqiqotning maqsadi gibril moliyalashtirishning O'zbekistonning rivojlanayotgan kapital bozoriga joriy etilishining huquqiy-nazariy asoslarini yaratish va ilg'or xorijiy tajriba asosida amaliy takliflarni ishlab chiqishdan iborat. An'anaviy moliyalashtirish usullari (bank krediti yoki oddiy aksiya chiqarish)dan farqli o'laroq, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar va mezonin moliyalashtirish

kabi gibridd instrumentlar erta bosqichdagi korxonalar uchun kapital jalb qilishning eng samarali yo'li hisoblanadi. Maqolaning asosiy qismida gibridd moliyalashtirishning ayrim davlatlaridagi huquqiy tartibga solish modellari taqqoslanadi. Tahlil natijalariga ko'ra, gibridd instrumentlarni O'zbekiston qonunchiligiga kiritishda, avvalo, "Qimmatli qog'ozlar to'g'risida"gi va "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi Qonunlarga tegishli o'zgartirishlar kiritish zarurligi isbotlanadi. Bunda konvertatsiya qilinadigan qarzlarni uchun aniq huquqiy maqom belgilash, investorlar huquqini himoya qilish mexanizmlarini kuchaytirish va ma'lumot oshkorligi talablarini soddalashtirish asosiy vazifalar hisoblanadi.

ЗНАЧЕНИЕ ГИБРИДНОГО ФИНАНСИРОВАНИЯ ПРЕДПРИНИМАТЕЛЬСКОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ И МОДЕЛИ ЕГО ПРАВОВОГО РЕГУЛИРОВАНИЯ

Азизбек Рахматов

Начальник отдела Министерства юстиции

Республики Узбекистан, самостоятельный соискатель

Ташкентского государственного юридического университета

rahmatov-azizbek95@mail.ru

Ташкент, Узбекистан

О СТАТЬЕ

Ключевые слова: гибридное финансирование, конвертируемые облигации, мезонинное финансирование, правовое регулирование, рынок капитала, предпринимательство, инвестор.

Аннотация: В условиях быстрого развития современной предпринимательской сферы ключевое значение приобретает совершенствование процедур финансирования ее деятельности и расширение альтернативных методов привлечения средств. Каждый метод финансирования, обеспечивающий предприятие капиталом, имеет свои особенности. Традиционные методы, такие как кредит, лизинг и факторинг, уже продемонстрировали свои недостатки в мировой практике. Тяжелое бремя процентов или излишние формальности создают трудности для предпринимателя вместо оказания поддержки. В данной статье сравнительно изучено значение гибридного финансирования предпринимательской деятельности (сочетание долговых и долевого инструментов) и международные модели

его правового регулирования. Цель исследования состоит в создании правовых и теоретических основ для внедрения гибридного финансирования на развивающемся рынке капитала Узбекистана и разработке практических предложений на основе передового зарубежного опыта. В исследовании показана роль гибридных инструментов в диверсификации рисков и повышении гибкости компании. В отличие от традиционных методов финансирования (банковский кредит или выпуск обыкновенных акций), гибридные инструменты, такие как конвертируемые облигации и мезонинное финансирование, являются наиболее эффективным способом привлечения капитала для предприятий на ранних стадиях развития. Основная часть статьи посвящена сравнению некоторых ключевых моделей правового регулирования гибридного финансирования. По результатам анализа обосновывается необходимость внесения соответствующих изменений в законодательство Узбекистана, прежде всего в Законы «О рынке ценных бумаг» и «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», для внедрения гибридных инструментов. При этом основными задачами являются установление четкого правового статуса для конвертируемых займов, усиление механизмов защиты прав инвесторов и упрощение требований к раскрытию информации.

Kirish. 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. Gibril 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 qobiliyatidadir. 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 gibril 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, gibril instrumentlar nafaqat kompaniyalar uchun qulaylik yaratadi, balki investorlarga ham yuqori daromad va pastroq xatarlarni taklif qiladi.

Ushbu tendensiyalar gibril 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.

Material va metodlar. Mazkur maqola tadqiqot sifatida turli manbalar tahlilini o'z ichiga oladi. Ushbu maqolada sohaga oid ilmiy tushunchalar, amaliyotchi olimlarning qarashlari, xulosa va fikrlari o'rganilgan. Shuningdek, gibril moliyalashning turli davlatlardagi modellari qiyosiy-huquqiy jihatdan tahlil qilingan. Maqola mavzuga oid asosiy tushunchalarni o'rganishdan boshlangan hamda tadbirkorlik faoliyatini gibril moliyalashtirishning turli mexanizmlari taqqoslangan, ularning ijobiy taraflari hamda huquqiy tartibga solish mexanizmlari solishtirilgan. Shuningdek, moliyalashtirishning yangi mexanizmlarini amaliyotga keng joriy etish, qonunchilik hujjatlarini takomillashtirish bo'yicha xulosalar berilgan. Bu xulosalarning amalga oshishi tadbirkorlarning o'z faoliyatini amalga oshirishda mustahkam moliyaviy-huquqiy yechimlarning vujudga kelishi, moliyaviy institutlar va investorlar o'rtasida o'ziga xos raqobat muhitining shakllanishiga, shuningdek investorlarning huquqlari kafolatlanib, ular hamda tadbirkorlar o'rtasida ishonch muhitini yaratish kabi maqsadlarga erishishga xizmat qiladi.

Tadqiqot natijalari. 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 [1].

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 [2].

Gibrid vositalarning regulyativ muammolarini tahlil qilishda, huquqshunos Richard A. Epshteynning klassik liberal nuqtai nafari 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 regulyatorining to'g'ridan-to'g'ri nazoratidan ko'ra shaxsiy shartnomaviy kelishuvlarga bog'liq bo'lib qoladi [3].

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 [4].

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 gibrid 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 gibrid vositani tanlash va tizimlashtirish nafaqat moliyaviy, balki, avvalo, yuridik qaror ekanligini anglatadi.

Turli olimlar va manbalar tomonidan gibrid mexanizmlar sifatida turli vositalar ko'rsatib o'tilgan. Xususan, J. Tirol [5] bunday namunalar sifatida subordinatsiyalangan qarz, imtiyozli aksiyalar va konvertatsiya qilinadigan qarzni keltirsa, Lorenzo Sasso [6] asosiy e'tiborni imtiyozli aksiyalar va konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalarga qaratadi.

Gibrid moliyalashtirish vositalarining qarz (masalan, kreditlar, zayomlar va b.) va ulush (aksiyalarni sotib olish huquqi) qismlarini ajratib, T.G. Bondarenko va O.A. Jdanova gibrid vositalarga opsiya yoki emitent opsiya kirishini qayd etadilar [7].

Bunday vositalarning aniq va yagona ro'yxati mavjud emasligiga qaramay, gibrid 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 gibrid 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 [8].

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 [9].

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 [10]. 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 [11].

Fuqarolik huquqiy tizimiga ega mamlakat sifatida Germaniya keng tarqalgan o‘zining gibril vositasi — Wandeldarlehen (konvertatsiya qilinadigan zayom)ni ishlab chiqqan. Tabiatiga ko‘ra, bu subordinatsiyalangan va, qoida tariqasida, ta‘minlanmagan qarz bo‘lib, investorga uni kelajakda startap kapitalidagi ulushga konvertatsiya qilish huquqini yoki majburiyatini beradi. Bunday mexanizm kompaniya baholanishini yangi, kattaroq moliyalashtirish raundi o‘tkazilguniga qadar kechiktirish imkonini beradi, bu esa ayniqsa, bozor qiymati dastlabki bosqichda noaniq bo‘lgan startaplar uchun juda qulaydir [12].

Germaniya huquqiy amaliyotida Wandeldarlehenning asosiy huquqiy noaniqligi uning notarial tasdiqlanishi zarurligi bilan bog‘liq. Bu masala huquqshunoslar o‘rtasida bahsli bo‘lib, kelishuvning aniq mazmuniga bog‘liq. Agar shartnomada faqat zayom va konvertatsiya huquqi bo‘lsa, notarial tasdiqlash odatda talab qilinmaydi.

Agar shartnoma aksiyadorlarning ustav kapitalini oshirish bo‘yicha majburiyatlarini nazarda tutsa yoki investorning mavjud aksiyadorlik kelishuviga (masalan, drag-along yoki tag-along qoidalarini o‘z ichiga olgan) qo‘shilishini belgilasa, notarial tasdiqlash majburiy bo‘ladi.

Tezlik va xarajatlarni kamaytirish maqsadida, tomonlar ko‘pincha notarial tasdiqlashdan voz kechadilar, bu esa shartnomaning kelajakda haqiqiy emas deb topilish xavfini yuzaga keltiradi [13].

Kanada noyob “biyuridik” huquqiy tizimi bilan ajralib turadi. Bu yerda federal qonunchilik bilan bir qatorda ikkita asosiy huquqiy an’ana amal qiladi: aksariyat provinsiyalarda umumiy huquq (common law) va Kvebekda fuqarolik huquqi (civil law). Bu yuridik bo‘linish, shuningdek, qimmatli qog‘ozlar bozorini tartibga solishga ham taalluqli bo‘lib, bu birinchi navbatda, provinsiyalar va hududlarning vakolatiga kiradi.

Konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar (convertible notes) va SAFE kabi gibrid vositalar Kanada startap hamjamiyatida keng qo‘llaniladi. Konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar foizlar hisoblanuvchi va so‘nish sanasiga ega bo‘lgan qarz majburiyatlari sifatida tasniflanadi. Aksincha, SAFE qarz majburiyatiga ega bo‘lmagan, kapitalda ishtirok etish vositasi hisoblanadi.

NI 45-106 (National Instrument 45-106 – Prospectus Exemptions) [14] — bu Kanadaning qimmatli qog‘ozlar to‘g‘risidagi qonunchiligini unifikatsiya qilishga qaratilgan asosiy huquqiy hujjatlardan biri bo‘lib, u Kanadaning deyarli barcha provinsiyalari va hududlarida amal qiladi. Uning asosiy maqsadi — emissiya prospektini ro‘yxatdan o‘tkazish talabidan ozod qiluvchi qoidalarni o‘rnatishdir. Qimmatli qog‘ozlarni ommaviy joylashtirish (ya’ni, har qanday investorga sotish) odatda emissiya prospektini tayyorlashni talab qiladi. Bu esa, startaplar va kichik kompaniyalar uchun juda qimmat va uzoq davom etadigan jarayondir. NI 45-106 shunday qoidalarni belgilaydiki, ular kompaniyalarga qimmatli qog‘ozlarni emissiya prospektisiz xususiy joylashtirish yo‘li bilan kapital jalb qilish imkonini beradi. Bu vosita, ayniqsa, gibrid moliyalashtirish vositalari tarqatilishida muhim ahamiyatga ega, chunki ularning aksariyati xususiy joylashtirish orqali amalga oshiriladi.

NI 45-106 doirasida qo‘llaniladigan va startap ekotizimida eng muhim bo‘lgan bir nechta ozod qilish turlari mavjud:

Ozod qilish turi	Asosiy tavsifi	Gibrid vositalarga ta’siri
Accredited investor exemption (Akkreditatsiyadan o‘tgan investorlar uchun istisno)	Faqat akkreditatsiyadan o‘tgan investorlarga (ya’ni, yuqori daromad yoki aktivlarga ega bo‘lgan boy va malakali investorlarga) sotishga ruxsat beradi.	Convertible Notes va SAFE uchun eng keng qo‘llaniladigan yo‘l. Investorning moliyaviy layoqati uning prospektisiz ham xatarni tushunishini anglatadi.
Minimum amount exemption (Minimal miqdor bo‘yicha istisno)	Agar investor bir loyihaga kamida 50 000 Kanada dollari miqdorida sarmoya kiritisa, bu	Kattarroq sarmoya kirituvchi investorlarga ham emissiya prospektisiz qimmatli

	investor uchun ham ozod qilish qo'llaniladi.	qog'ozlarni sotish imkonini beradi.
Existing security holder exemption (Mavjud qimmatli qog'ozlar egalari uchun istisno)	Kompaniyaning mavjud aksiyadorlari yoki obligatsiya egalari qog'ozlar sotish imkonini beradi.	Gibrid vositalarning konvertatsiyasi yoki keyingi moliyalashtirish raundlarida foydali.

NI 45-106 Kanadaning biyuridik tizimi (umumiy huquq va fuqarolik huquqining mavjudligi) mavjud bo'lgan sharoitda tartibga solishni uyg'unlashtirish uchun yaratilgan.

Ushbu vosita turli provinsiyalardagi qimmatli qog'ozlar regulyatorlari o'rtasidagi "pasport tizimi" orqali hamkorlikni yo'lga qo'yadi. Bu kompaniyaning bir provinsiyada (masalan, Ontarioda) olgan ozod qilish huquqi boshqa provinsiyalarda (masalan, Kvebekda) ham tan olinishini anglatadi. Shunga qaramay, NI 45-106 faqat regulyativ protseduralarni (prospektdan ozod qilish) unifikatsiya qiladi. Uning o'zi xususiy huquqning asosiy qoidalarini (shartnomalarning tuzilish shakli, ularning haqiqiyliigi va b.) o'zgartirmaydi. Shu sababli, konvertatsiya qilinadigan vositalarning huquqiy tabiati umumiy huquq provinsiyalarida va fuqarolik huquqi provinsiyasi (Kvebek)da farqli talarqin qilinishi mumkin.

Turkiya qonunchiligida, boshqa mamlakatlardan farqli o'laroq, konvertatsiya qilinadigan obligatsiyalar to'g'risidagi kelishuvlarni tartibga soluvchi maxsus qonun mavjud emas. Ularning haqiqiyliigi va ijrosi "Majburiyatlar to'g'risida"gi Qonunda mustahkamlangan shartnoma erkinligining qoidasiga asoslanadi. Ushbu prinsipga ko'ra, tomonlar, agar kelishuvlar majburiy huquq normalariga, jamoat tartibiga yoki axloqiy me'yorlarga zid bo'lmasa, o'z kelishuvlarining turini, predmetini va shartlarini erkin belgilashlari mumkin.

Ushbu moslashuvchanlik tomonlarga bitimlarni mustaqil ravishda tuzish imkonini beradi, ammo shu bilan birga, sezilarli huquqiy noaniqlikni keltirib chiqaradi. Masalan, kompaniyalarning o'z aksiyalarini sotib olishiga nisbatan qonuniy taqiqni chetlab o'tish maqsadida, amaliyotda investorga kapital oshirilishidan oldin bevosita ramziy ravishda bir dona aksiya beriladi. Bu investorning aksiyadorga aylanishiga va konvertatsiya jarayonida ishtirok etishiga imkon yaratadi [15].

2020-yil may oyida "Kapital harakati to'g'risidagi sirkulyar"ga kiritilgan tuzatish orqali formallashtirishga birinchi qadam tashlandi. Ushbu tuzatish garchi faqat xorijiy investitsiya fondlari uchungina va muayyan shartlarga rioya qilingan holda cheklangan qo'llanilishiga ega bo'lsa ham konvertatsiya qilinadigan zayomlar uchun huquqiy asos yaratdi.

Shunga qaramay, aniq huquqiy reglamentga ega bo'lmagan bunday kelishuvlar bo'yicha nizolarni hal qilish juda murakkab bo'lishi mumkinligi bilan bog'liq xavf saqlanib qolmoqda. Bu moslashuvchanlik va huquqiy aniqlik o'rtasidagi murosani namoyish etadi: shartnoma erkinligi

prinsipi bitimlarni tez tuzishga imkon bersa-da, u huquqiy vakuum yaratadi, bu esa kelishmovchiliklar yuzaga kelgan taqdirda kutilmagan natijalarga olib kelishi mumkin.

Birlashgan Arab Amirliklari (BAA) va Qatar moliyaviy erkin zonalarini tashkil etgan bo'lib, ular mohiyatan o'z fuqarolik va tijorat qonunlariga ega bo'lgan avtonom yurisdiksiyalar hisoblanadi. Bu model ularga xorijiy investorlarga soliq imtiyozlari va soddalashtirilgan huquqiy tartibotlarni taklif qilish imkonini beradi, shu bilan mahalliy qonunchilik bilan bog'liq xavflarni minimallashtiradi.

Ushbu zonalarining huquqiy tizimlari Umumiy huquq (Common Law) prinsiplariga asoslangan. Abu-Dabi Global Market (ADGM) dunyodagi ingliz umumiy huquqini bevosita qo'llaydigan birinchi moliyaviy zona hisoblanadi va uning sudlari ingliz huquqiy normalariga amal qiladi. Uning tartibga soluvchi organi – Moliyaviy xizmatlarni tartibga solish boshqarmasi – o'zining innovatsion va ilg'or yondashuvi bilan tanilgan bo'lib, bu yondashuv RegLab, ya'ni fintex-startaplar uchun mo'ljallangan "tartibga soluvchi qumdon"ni (regulatory sandbox) o'z ichiga oladi.

Dubay xalqaro moliya markazi (DIFC) o'zining mustaqil umumiy huquq tizimiga ega bo'lib, u ko'p jihatdan ingliz huquqiga asoslangan. Uning tartibga soluvchi organi – Dubay moliyaviy xizmatlar boshqarmasi – investorlarni himoya qilish va bozorning halolligiga alohida e'tibor qaratadi. Qatar moliya markazi ham o'zining tartibga soluvchi organi – Qatar moliyaviy markazni tartibga solish boshqarmasiga ega bo'lib, u innovatsiyalarni rivojlantirish va raqobatbardoshlikni oshirishga intiladi.

Bunday huquqiy anklavlarni (ya'ni, yuridik jihatdan alohida ajratilgan zonalarini) yaratish strategik qaror bo'lib, u milliy fuqarolik huquqining potensial to'siqlarini chetlab o'tishga hamda xalqaro investorlarga oldindan aytish mumkin bo'lgan va tanish huquqiy muhitni taqdim etishga imkon beradi. Ushbu model huquqiy innovatsiyalar kapitalni jalb qilish va raqobatbardosh moliya markazini yaratish uchun qanday qo'llanilishi mumkinligini namoyish etadi.

Belarus Respublikasida gibrid moliyalashtirish uchun huquqiy asos 2018-yilda kuchga kirgan Prezidentning "Raqamli iqtisodiyotni rivojlantirish to'g'risida"gi 8-sonli Farmoni bilan yaratildi. Yuqori texnologiyalar parki ishtirokida ishlab chiqilgan ushbu hujjat IT sektori uchun qulay huquqiy sharoitlar yaratishga, shuningdek, xorijiy investitsiyalarni jalb qilishga va startaplarni rivojlantirishga qaratilgan [16].

Ushbu Farmonning o'ziga xosligi shundan iboratki, u fuqarolik huquqiga asoslangan Belarus huquqiy tizimiga ingliz huquqining alohida institutlarini kiritdi. Xususan, u opsiya kelishuvlari, raqobat qilmaslik to'g'risidagi kelishuvlar va boshqa vositalar qatorida konvertatsiya qilinadigan zayomlar to'g'risidagi bitimlarni ham qonuniylashtirdi. Bu yondashuv ikkala huquqiy

tizimning eng yaxshi jihatlarini birlashtirgan noyob huquqiy gibridd sifatida “superhuquq” deb ataldi.

Tadqiqot natijalari tahlili. 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 gibriddni 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 zonalarda)	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	Norasmiy vositalar	Turlicha	Markaziy bank, IDDA

	himoya qilish to'g'risida"gi Qonun			
Belarus	Prezidentning 8-sonli Farmoni	Konvertatsiya qilinadigan qarz	Qarz yoki ulushli	Yuqori texnologiyalar parki

Gibrid vositalarga investitsiya kirituvchilar uchun asosiy xavf ularning subordinatsiyalangan (ikkinchi darajali) tabiatidadir. Bu shuni anglatadiki, kompaniya to'lovga layoqatsiz bo'lib qolgan taqdirda, investorlar kompaniya aktivlariga faqatgina barcha boshqa kreditorlarning talablari qondirilganidan so'nggina haqli bo'ladilar. Aynan shu bosqichda vositaning yuridik tasnifi hal qiluvchi ahamiyatga ega bo'ladi, chunki bu uning egalari qarzdor sifatida ko'rib chiqiladimi yoki aksiyador sifatidami, aniqlab beradi.

Turli davlatlarda investorlarni huquqiy himoya qilish tizimlari ham farqlanadi. Ko'p hollarda, Germaniyadagi Wandeldarlehen (Konvertatsiya qilinadigan zayom) kabi gibrid 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 milliyalashtirishdan 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.

Xulosalar. Gibrid 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 zonalaridagi analoglari esa ko'proq moslashuvchan, amaliyotga asoslangan yondashuvlardan foydalanadilar. Venchur kapitali va fintex bozorlari rivojlanib borgan sari, butun dunyoda gibrid 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 gibrid 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.

Tahlil natijalariga ko'ra, har bir moliyalash usulining o'ziga xos jihatlarini inobatga olgan holda investor hamda tadbirkorning huquq va majburiyatlari, majburiyatlarni ta'minlash usullari, investorlarning huquqiy maqomi va ularga qo'yilgan talablarni yangi qabul qilinayotgan Tadbirkorlik kodeksi loyihasida aks ettirish, shuningdek "Qimmatli qog'ozlar to'g'risida"gi va "Aksiyadorlik jamiyatlari va aksiyadorlarning huquqlarini himoya qilish to'g'risida"gi Qonunlarga tegishli o'zgartirishlar kiritish maqsadga muvofiq.

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.

Fydalanilgan adabiyotlar:

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. Debt or equity: how the classification of hybrid securities can turn a good company bad. Available at: <https://www.monitordaily.com/article/debt-equity-classification-hybrid-security/>
5. J.Tirol, Teoriya korporativnix finansov, s angl. pod nauch. red. N.A. Rannevoy. M.: Izdatelskiy dom "Delo", 2017. s. 121–124.
6. 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.
7. T. G. Bondarenko, O. A. Jdanova, Finansovoe obespechenie ekonomicheskix subyektov rossiyskogo agropromishlennovo kompleksa: monografiya. M.: RUSAYNS, 2019. 126 s.
8. How to structure early-stage startup fundraising (SAFE/Convertible Note vs. investment agreements). Available at: <https://www.legalnodes.com/article/safe-convertible-note-investment-agreement>

9. L. John Coates, Contingent convertibles in legal and regulatory context, Harvard Law Review, 2013. pp. 109-111
10. Andrew Guzman, The Contingent convertible securities and the bail-in question, The Journal of Financial Regulation, 2015. pp. 35-38
11. Xinhua Huang, Design and pricing of contingent convertible bonds, Journal of Banking & Finance, 2017.
12. Dr. Johannes Rüberg and others. Convertible loans for tech companies, Orrick, Herrington & Sutcliffe LLP, 2019. pp 55-62.
13. Form requirements for convertible loans in germany. Available at: <https://www.twobirds.com/en/insights/2023/germany/formerfordernisse-bei-wandeldarlehen>
14. National Instrument 45-106 Prospectus Exemptions, Available at: <https://www.osc.ca/en/securities-law/instruments-rules-policies/4/45-106>
15. Gülenay Kavcar and Çağla Yargıç, Convertible note agreements in Turkish law, DECEMBER 21, 2023. Available at: <https://kilinlaw.com.tr/en/convertible-note-agreements/>
16. 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