



Investment funds: SICAV or joint stock company

Alisher JUMAGULOV¹

Tashkent State University of Law

ARTICLE INFO

Article history:

Received January 2023

Received in revised form

15 January 2023

Accepted 25 February 2023

Available online

15 March 2023

Keywords:

investment fund,
investment company,
joint-stock company,
CIKAV (investment company
with variable capital),
share,
investor.

ABSTRACT

The article analyzes the possibilities of the normative legal framework for organizing the activity of investment funds in Uzbekistan and legal approaches in this regard.

Although there have been views on the need to use the opportunities of investment funds in Uzbekistan for a long time, no progress has been observed in terms of legislation. At a time when there are almost no changes in the legislation, interest in investment funds is growing among the population. According to the author, the current national legislation does not provide an opportunity for the establishment of investment funds and their effective operation. The Law of the Republic of Uzbekistan "On Investment and Mutual Funds" deals only with general aspects of investment funds. However, this law could not regulate important issues for investment funds. The law refers all issues regarding the organizational and legal form of the investment fund to the Law of the Republic of Uzbekistan "On the Protection of the Rights of Joint-Stock Company and Shareholders". The Law "On the protection of joint-stock company and shareholders' rights" did not take into account the peculiarities of investment funds. In particular, the law on joint-stock companies establishes difficult procedures for share buybacks.

In the concluding part of the article, it is noted that in the legal systems developed by the author, there are specialized types of joint-stock companies for investment funds, they reflect the peculiarities of investment funds and are very convenient for investors, and proposals for improving national legislation are put forward.

2181-1415/© 2023 in Science LLC.

DOI: <https://doi.org/10.47689/2181-1415-vol4-iss2/S-pp346-352>

This is an open access article under the Attribution 4.0 International (CC BY 4.0) license (<https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/deed.ru>)

¹ PhD, Senior Lecturer, Department of Business Law, Tashkent State University of Law.
E-mail: alisher.jumagulov@gmail.com

Инвестиция фондлари: SICAV ёки акциядорлик жамияти

Калит сўзлар:

инвестиция фонди,
инвестиция компанияси,
акциядорлик жамияти,
SICAV (ўзгарувчан
капиталли инвестиция
жамияти),
акция,
инвестор.

АННОТАЦИЯ

Мақолада Ўзбекистонда инвестиция фондлари фаолиятини ташкил этиш бўйича норматив-ҳуқуқий база имкониятлари ва бу борадаги ҳуқуқий ёндашувлар таҳлил қилинади.

Ўзбекистонда инвестиция фондлари имкониятларидан фойдаланиш лозимлиги ҳақида қарашлар анчадан буён мавжуд бўлса-да, қонун ижодкорлиги борасида олдинга силжиш кузатилмади. Қонунчиликда деярли ўзгаришлар бўлмаётган бир пайтда аҳоли ўртасида инвестиция фондларига қизиқиш ортиб бормоқда. Муаллифнинг фикрича, амалдаги миллий қонунчилик инвестиция фондларини ташкил этиш ва уларнинг самарали фаолият юритиши учун имконият бермайди. Ўзбекистон Республикасининг “Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида”ги Қонуни инвестиция фондларининг умумий жиҳатларигагина тўхталади. Бироқ мазкур Қонун инвестиция фондлари учун муҳим масалаларни эса тартибга сола олмади. Қонун инвестиция фондининг ташкилий-ҳуқуқий шакли борасида барча масалаларни Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамияти ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунига ҳавола қилади. “Акциядорлик жамияти ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонун эса инвестиция фондларининг ўзига хосликларини инобатга олмаган. Айниқса, “Акциядорлик жамиятлари тўғрисида”ги Қонун акцияларни қайтариб сотиб олишнинг қийин тартиб-таомилларини ўрнатади.

Мақоланинг хулоса қисмида эса муаллиф томонидан ривожланган ҳуқуқий тизимларда акциядорлик жамиятинининг инвестиция фондлари учун ихтисослашган турлари мавжуд эканлигини, улар инвестиция фондларининг ўзига хосликларини акс эттириши ҳамда инвесторлар учун жуда қулай эканлиги қайд этилган ва миллий қонунчиликни такомиллаштириш бўйича таклифлар илгари сурилган..

Инвестиционные фонды: SICAV или акционерное общество

Ключевые слова:

инвестиционный фонд,
инвестиционная
компания,
акционерное общество,
SICAV (инвестиционная

АННОТАЦИЯ

В статье анализируются возможности нормативно-правовой базы организации деятельности инвестиционных фондов в Узбекистане и правовые подходы в этом отношении.

Хотя мнения о необходимости использования

компания с переменным капиталом), пай, инвестор.

возможностей инвестиционных фондов в Узбекистане высказывались давно, в части законодательства подвижек не наблюдается. В то время, когда изменений в законодательстве почти нет, среди населения растет интерес к инвестиционным фондам. По мнению автора, действующее национальное законодательство не предусматривает возможности создания инвестиционных фондов и их эффективной деятельности. Закон Республики Узбекистан «Об инвестиционных и паевых фондах» касается только общих аспектов инвестиционных фондов. Однако этот закон не мог регулировать важные для инвестиционных фондов вопросы. Закон относит все вопросы, касающиеся организационно-правовой формы инвестиционного фонда, к Закону Республики Узбекистан «О защите прав акционерных обществ и акционеров». Закон «О защите акционерных обществ и прав акционеров» не учел особенности инвестиционных фондов. В частности, закон об акционерных обществах устанавливает сложные процедуры выкупа акций.

В заключительной части статьи отмечается, что в разработанных автором правовых системах существуют специализированные виды акционерных обществ для инвестиционных фондов, они отражают особенности инвестиционных фондов и очень удобны для инвесторов, а также предложения по совершенствованию национального законодательства.

Инвестиция фондлари жаҳон иқтисодиёти учун нисбатан янги феномендир. Олимларнинг фикрича, инвестиция фондларининг пайдо бўлишига бир қатор омиллар сабаб бўлган. Е.А.Сухановнинг таъкидлашича, дастлаб йирик тадбиркорлик фаолиятининг ташкилий-ҳуқуқий шакли сифатида акциядорлик жамиятларини ташкил қилиш ғояси кўплаб майда омонатчиларнинг тарқоқ ва кичик ҳажмдаги маблағларини бирлаштириш йўли билан йирик капитални шакллантиришдан иборат эди. Акциядорлик бизнесининг ривожланиши майда ва тарқоқ инвестицияларни жалб қилишга кучли эҳтиёж сезмайдиган ҳамда анъанавий акциядорлик қонунчилиги билан кафолатланган ҳуқуқ ва имкониятларни майда акциядорларга эндиликда амалда таклиф этишни хоҳламайдиган замонавий йирик корпорацияларнинг пайдо бўлишига олиб келди. Бугунги кунда классик акциядорлик жамиятларининг ўрнини майда инвестицияларни жамлайдиган ва ундан фойдаланадиган ташкилий-ҳуқуқий шакллар ва пай фондлари эгаллади. [1, 98]

Россия Федерацияси ва Қозоғистон Республикаси қонунчилигида корпоратив инвестиция фондлари акциядорлик инвестиция фондлари деб аталади. А.Фридман акциядорлик инвестиция фонди инвестиция фондининг бир кўриниши бўлиб, бу тушунча инвестиция фондлари доирасини торайтириб юборган деган хулосага келиб, унинг ўрнига инвестициявий юридик шахс тушунчасини киритишни таклиф қилади. Таклиф муаллифининг фикрича, мазкур тушунчанинг киритилиши инвестиция фаолияти билан шуғулланувчи

компаниялар доирасини кенгайтиради. [2, 146] Россия Федерацияси қонунчилиги ҳам бизнинг қонунчилик сингари юридик шахс сифатидаги инвестиция фонди фақатгина акциядорлик жамияти ташкилий-ҳуқуқий шаклида ташкил этилиши шартлиги тўғрисидаги талабни бекор қилиш учун ушбу таклифни илгари сурган. Аммо у роман-герман ҳуқуқ тизимидаги майда капиталларни жамлай оладиган бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклларни таҳлил қилмаган. Майда капиталларни жамлашга акциядорлик жамиятидан ташқари коммандит ширкат ва акциядорлик жамиятининг гибрид шакли қодир бўлиши мумкин. Бизнинг назаримизда, инвестициявий юридик шахс тушунчаси ташкилий-ҳуқуқий шаклга эмас, балки инвестициялаш фаолиятини амалга оширадиган тадбиркорлик субъектларига тегишли. Шу боис, мазкур фикрга қўшилиб бўлмайди, унинг ўрнига корпоратив инвестиция фонди тушунчасини ишлатиш мақсадга мувофиқ, деб ўйлаймиз.

АҚШ қонунчилиги бўйича инвестиция фондларининг ташкилий-ҳуқуқий шакли учун муайян қатъий талаблар йўқ. Ташкилий-ҳуқуқий шакл масаласи англо-саксон ҳуқуқ тизими ва роман-герман ҳуқуқ тизимида бир хил эмас. [3, 56]

“Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуннинг 29-моддаси [4] ва “Инвестиция ва пай фондлари тўғрисида”ги Қонуннинг 3-моддасига кўра [5] юридик шахс сифатидаги инвестиция фондлари фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этилади. Бу билан қонунчилик фақат битта ташкилий-ҳуқуқий шаклга рухсат берган. Деярли барча МДХ мамлакатларининг қонунчилигида ушбу конструкциядан фойдаланилган. Молия бозори ривожланган мамлакатлар қонунчилигида инвестиция фондлари фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этилиши лозим деган қатъий талаб мавжуд эмас. Мазкур мамлакатларда ушбу хизматларни кўрсатувчилар ёки ташаббускорларга талаблар қўйилади. Инвестиция фондларига мос келадиган ташкилий-ҳуқуқий шаклни танлаш континентал ҳуқуқ тизимида тегишли. Англо-саксон ҳуқуқ тизими хусусий ва оммавий компания конструкциясига асосланганлиги туфайли у тизимда бундай муаммо йўқ. Романо-герман ҳуқуқ тизимида кирувчи мамлакатларнинг қайси бирида инвестиция фондлари ривожланган бўлса, уларнинг акциядорлик жамияти ташкилий-ҳуқуқий шаклининг айнан инвестиция фондлари учун мослаштирилган туридан фойдаланишини кўриш мумкин.

Ривожланган ҳуқуқий тизимларда инвестиция фондларининг ташкилий-ҳуқуқий шакли энг муҳим масала эмас. Шартномавий инвестиция фондларда ҳуқуқий муносабатлар марказида бошқарув компания турганлиги боис у ҳар қандай ташкилий-ҳуқуқий шаклда ташкил этилиши мумкин. Шунинг учун ҳам, Ж.Морлей инвестиция фондларининг ҳаёти бошқарувчи компаниянинг саъй-ҳаракатлари билан бошланади, дейди. [6, 1238]

Бундан ташқари инвестиция фонди ташкил этишда ягона ташкилий-ҳуқуқий шаклга рухсат берилиши уларнинг ривожланмаслигига олиб келади. Инвестиция фондларини фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этиш талабидан воз кечиш кераклиги қуйидаги сабаблар билан изоҳланади:

1. Инвестиция фондларини фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этиш уларнинг ривожланишига кенг имконият яратмади.

2. 2018 йилда қонунчиликка “малакали инвестор” тушунчаси кириб келди. [7] Малакали инвесторлар имкониятларидан тўлақонли фойдаланиш учун

қонунчилик уларга қулай бўлган ташкилий-ҳуқуқий шаклларни таклиф қила олиши керак.

3. Англо-саксон ҳуқуқ тизимидаги “limited partnership”ни миллий қонунчиликка киритиш мақсадга мувофиқдир. [8]

Қуйида мазкур мулоҳазаларнинг мазмун-моҳиятини кенгроқ ёритиш ва изоҳлашга ҳаракат қиламиз.

1. 31 йиллик тажрибада инвестиция фондларини ташкил этиш учун фақатгина битта ташкилий-ҳуқуқий шаклга рухсат берилганлиги унинг ривожланишига имкон бермади. Акциядорлик жамиятларининг устав фонди 400 минг АҚШ долларидан кам бўлмаслиги лозимлиги тўғрисидаги талабнинг белгиланиши инвестиция фондлари фаолиятига салбий таъсир кўрсатди. Устав фондини 400 минг АҚШ долларига етказа олмаган кўплаб акциядорлик жамиятларининг тугатилиши ёки МЧЖга айлантирилиши инвестиция фондларининг ҳам тугатилишига олиб келди. Бундай вазиятда инвестиция фондларини сақлаб қолишнинг ҳуқуқий воситалари мавжуд эмас эди. Чунки улар фақат акциядорлик жамияти шаклида қайта ташкил этилиши мумкин бўлиб, бошқа ташкилий-ҳуқуқий шаклга ўта олмас эди. Инвестиция фондларининг сони 1996–1998 йиллар давомида 86 тага етган бўлса, 2010 йилга келиб уларнинг сони 9 тага тушиб қолди. [9, 3]

Инвестиция фондларининг активлари фақатгина акциядорлик жамиятларининг акцияларига қўйилганлиги сабабли (уларнинг ҳам аксари молиявий йилни фойда билан яқунлай олмаётганлиги боис) акцияларни осонгина сотиб, бошқа активларга ўтказишнинг имкони бўлмапти. Бундан ташқари қимматли қоғозлар бозорига янги акциядорлик жамиятлари ҳам жадаллик билан кириб келмапти.

Тадбиркорлик субъектларининг ташкилий-ҳуқуқий шакллари капиталлар ёки саъй-ҳаракатлар ёхуд капиталлар ва саъй-ҳаракатларни бирлаштиришни назарда тутди. Инвестиция фондларида капиталнинг ўзи ёки саъй-ҳаракат ва капитал жамланади. Амалдаги Фуқаролик кодексига кўра акциядорлик жамиятлари, масъулияти чекланган жамиятлар ва коммандит ширкатлар юқоридаги вазифани бажара олади. Мазкур конструкциялар континентал ҳуқуқ тизимида мансуб бўлиб, англо-саксон ҳуқуқ тизимида кўплаб гибрид шакллар мавжуд. Сўнгги йилларда россиялик олимлар ҳам юридик шахс сифатидаги инвестиция фондларини фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этишга эътироз билдирмоқдалар. Уларнинг фикрича, АҚШ ва Люксембург каби жаҳоннинг молиявий марказлари инвестиция фондлари учун қулай ташкилий-ҳуқуқий шаклларини излаётган ва инвестиция компаниялари доирасини кенгайтиришга ҳаракат қилаётган бир пайтда Россия қонунчилиги инвестиция компаниялари туркумини иложи борица қисқартиришга уринмоқда ҳамда акциядорлик жамиятидан бошқа ташкилий-ҳуқуқий шакллар ҳақида ўйлаб кўрмапти. Молия бозори тараққий этган АҚШ ва Люксембургда инвестиция фондларини фақатгина акциядорлик жамияти шаклида ташкил этиш лозим деган талаб мавжуд эмас. Инвестициялаш фаолияти билан шуғулланувчи ташкилотлар АҚШда инвестиция компаниялари, Люксембургда эса жамоавий инвестициялаш корхоналари деб аталади ва улар ҳар қандай ташкилий-ҳуқуқий шаклда ташкил этилиши мумкин. АҚШ ва Люксембургда инвестиция фондлари ҳар қандай

ташкилий-ҳуқуқий шаклда бўлиши мумкин. АҚШда бошқарув компаниялари инвестиция фондлари ҳисобланади, уларнинг фаолияти “Investment company act” қонуни билан тартибга солинади. Люксембургда фақат оммадан маблағ жалб қиладиган инвестиция фондлари SA (акциядорлик жамияти) шаклида бўлиши тавсия этилади. Юридик шахс сифатида ташкил этиладиган фондлар ҳар қандай шаклдаги ҳўжалик жамияти (SA, SCA, SE ёки SARL) шаклида фаолият юритиши мумкин. Собиқ Капитал бозорини ривожлантириш агенлиги томонидан ҳам Limited partnershipни қонунчиликда акс эттириш таклиф этилган эди. Россиялик олим Е.Суханов англо-саксон ва континентал ҳуқуқ тизимидаги ташкилий-ҳуқуқий шаклларни таҳлил қилиб, Limited partnership командит ширкатнинг айнан ўзи эканлигини айтмоқда. Бундан хулоса қилиш мумкинки, Limited partnershipни ўрганиш лозим, амалдаги қонунчиликда мавжуд бўлган командит ширкат ташкилий-ҳуқуқий шаклини такомиллаштириб, ундан унумли фойдаланиш етарли. Бироқ бизнинг қонунчиликдаги командит ширкат юридик шахс ташкил қилишни тақозо этади ва натижада инвесторлар икки марта солиқ тўлашга мажбур бўлади. АҚШ қонунчилигидаги limited partnership юридик шахс ташкил этишни талаб этмайди.

Люксембург қонунчилиги корпоратив инвестиция фондлари устав капитали миқдори ҳар доим соф активлари қийматига мувофиқ келадиган ўзгарувчи капиталли инвестиция жамиятини акс эттиради (societe d'investissement a capital variable, бундан кейин – SICAV), ушбу жамият тури капитал қимматли қоғозларни сотиш ёки сотиб олиш натижасида ўз-ўзидан ошади ёки камаяди, шу сабабли компаниядан устав капиталининг ўзгаришини расмийлаштириш талаб этилмайди. SICAV инвесторлари қонунчилик моҳиятига кўра акциядорлар ҳисобланади ва умумий йиғилишда овоз бериш ҳуқуқига эга ҳисобланади. SICAV дастлаб француз қонунчилигида пайдо бўлган ва Швейцарияда кенг қўлланилади. Швейцарияда 2006 йилда қабул қилинган “Жамоавий капитал қўйилмалари тўғрисида”ги Қонун анъанавий, шартномавий, жамоавий инвестициялаш шаклларига корпоратив муқобил сифатида юридик шахснинг алоҳида тури – “ўзгарувчан капиталли инвестиция жамияти”ни ўрнатди. [10, 58] Унинг ўзига хослиги шундаки, устав фонди ва акцияларининг сони олдиндан белгилаб қўйилмайди, мунтазам эмиссия қилиш имконияти берилади, таъсис ҳужжатларига киритилган ўзгаришларни рўйхатдан ўтказиш талаб қилинмайди. Швейцария қонунчилигига кўра бундай корпорациялар учун устав капиталининг энг кам миқдори 250 минг швейцария франкидан кам бўлмаслиги керак. Олдиндан эълон қилинган капитал ва акциялар сонининг мавжуд эмаслиги акциядорлик жамиятларига оид анъанавий қоидаларга зид бўлса-да, SICAVларни ташкил этиш, бошқарув тузилмасини белгилаш акциядорлик ҳуқуқи билан тартибга солинади. Мазкур жамиятнинг капитали икки турдаги тадбиркорлик ва инвестиция акцияларини акс эттиради. Ж.Юлдашев ўз диссертациясида акциядорлик жамиятларининг махсус турлари ҳам бўлиши мумкинлиги ҳақида эслатиб ўтади. [11, 68] Капитал бозорини ривожлантириш концепциясида инвестиция фондларини фақатгина акциядорлик жамиятлари шаклида ташкил этиш қоидасини бекор қилиш таклиф этилган. Мавжуд ташкилий-ҳуқуқий шакллар орасида акциядорлик жамиятидан бошқа ташкилий-ҳуқуқий шакл чакана инвесторларнинг маблағларини жалб этиш имконини бермайди. Шундан келиб чиққан ҳолда “Акциядорлик жамиятлари ва

акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонунда инвестиция фондлари учун акциядорлик жамиятининг махсус турини кўрсатиб ўтиш мақсадга мувофиқ бўлади. Агар биз SICAVни қабул қилсак, эмитентларнинг қимматли қоғозлар чиқарилишини рўйхатга олиш бўйича ҳужжатлари кўриб чиқилганлиги учун йиғим ундириш тартибини бекор қилишимиз керак. SICAVлар эса доимий равишда қимматли қоғозларни эмиссия қилади.

Шунингдек, доимий ўзгармас капиталли инвестиция жамиятлари (societe d'investissement a capital fixe, SICAF) ҳам мавжуд бўлиб, улар инвесторлар орасида оммалашмаган.

Фойдаланилган адабиётлар рўйхати:

1. Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. –М.: Статут, 2014. – С. 98.
2. Фридман А.И. Правовое регулирование инвестиционных фондов в России, США и Люксембурге. Диссертация на соискание ученой степени кандидата юридических наук. – М., 2018. – С. 146.
3. Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. – М.: Статут, 2014.– С. 56.
4. Ўзбекистон Республикасининг “Қимматли қоғозлар бозори тўғрисида”ги Қонуни, Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2015 й., 22-сон, 287-модда;
5. Ўзбекистон Республикасининг “Акциядорлик жамиятлари ва акциядорларнинг ҳуқуқларини ҳимоя қилиш тўғрисида”ги Қонуни, Ўзбекистон Республикаси қонун ҳужжатлари тўплами, 2014 й., 19-сон, 210-модда;)
6. John Morley. Separation of funds and managers: A Theory of investment fund structure and regulation. 123 The Yale law journal.1228 (2014) 1238 p.
7. Тадбиркорлик ва инновациялар соҳасидаги лойиҳаларни молиялаштириш механизмларини такомиллаштириш бўйича кўшимча чора-тадбирлар тўғрисида Ўзбекистон Республикаси Президенти Фармони, Қонун ҳужжатлари маълумотлари миллий базаси, 26.11.2018 й.,
8. Собиқ Капитал бозорини ривожлантириш агентлиги томонидан “Чекланган шериклик тўғрисида”ги қонун лойиҳаси тайёрланиб, муҳокамага кўйилган эди.
9. Султонов М.А. Ўзбекистонда инвестиция фондларини ривожлантириш истиқболлари. Иқтисод фанлари бўйича фалфаса доктори илмий даражасини олиш учун ёзилган диссертация. – Тошкент, 2019. – Б. 3.
10. Суханов Е.А. Сравнительное корпоративное право. – М.: Статут, 2014.– 58 с.
11. Юлдашев Ж.И. Акциядорлик жамиятлари-фуқаролик ҳуқуқининг субъекти сифатида. Юрид. фан. номз... дис. –Тошкент: 2008. – 68 б.