

**MUQOBIL INVESTITSIYA JAMG'ARMALARI IQTISODIY O'SISH UCHUN YANGI HUQUQIY
MEXANIZM**

Sobitxonov Jaxongir

Toshkent davlat yuridik universiteti

Tadbirkorlik va korporativ huquq sho'bası o'qituvchisi

e-mail:sobitxonovjahongir@gmail.com

Annotatsiya

Maqolaning maqsadi O'zbekistonda muqobil investitsiya jamg'armalari uchun zamonaviy huquqiy model ishlab chiqish, uning iqtisodiy o'sishga ta'sir mexanizmlarini aniqlash va amaldagi normativ bazani xalqaro standartlar bilan qiyosiy baholashdan iborat. Tadqiqot doktrinal-huquqiy, qiyosiy-huquqiy, institutsional hamda statistik tahlil usullariga tayangan. Asosiy manbalar sifatida fondlar va qimmatli qog'ozlar bozoriga oid milliy qonunchilik, kapital bozori bo'yicha Prezident farmon va qarorlari, rasmiy statistika, Markaziy hujjatlari, shuningdek xalqaro tashkilotlar va xorijiy regulyatorlar materiallari olindi. O'zbekistonda investitsiya va pay fondlari bo'yicha bazaviy qonunchilik mavjud bo'lsada, professional investorlar uchun yopiq turdagi private equity, venture capital, real estate, infrastructure, private debt va hedge fondlarni qamrab oluvchi maxsus muqobil investitsiya jamg'armalari rejimi hali normativ jihatdan ajratilmagan. Shu sababli bozor bank krediti, davlat investitsiyasi va korporativ emissiya o'rtasida yetarli darajada diversifikatsiyalangan kapital ko'prigiga ega emas. Maqolada O'zbekiston uchun gibrid model taklif etiladi: alohida Muqobil investitsiya jamg'armalari to'g'risidagi qonuni yoki mavjud fondlar qonuniga maxsus bo'lim, uch turdagi tashkiliy-huquqiy shakl, investorlarni professional va chakana toifalarga ajratish, litsenziyalashning ko'p pog'onali tizimi, depozitariy va mustaqil baholash mexanizmi, risk va manfaatlar to'qnashuvi bo'yicha qattiq qoidalar, soliq neytralligi hamda islomiy moliya uchun alohida Shariah-boshqaruv talablari. Maqolaning ilmiy yangiligi shundaki, u O'zbekiston kapital bozori islohotlari, milliy investitsiya jamg'armasi tajribasi, islomiy moliya islohotlari va qiyosiy muqobil investitsiya jamg'armalari modellarini yagona normativ-konstruktiv tizimga birlashtiradi hamda namunaviy qonun moddalarini taklif etadi.

Kalit so'zlar: muqobil investitsiya jamg'armalari, kapital bozori, private equity, venture capital, hedge fund, real estate fund, islomiy moliya, soliq neytralligi.

KIRISH

Muqobil investitsiya jamg'armalari haqidagi masala bugun faqat yangi moliyaviy mahsulot yaratish masalasi emas, u iqtisodiy o'sishning huquqiy arxitekturasini qayta qurish masalasidir. O'zbekistonda 2023-yilda asosiy kapitalga investitsiyalar 352,1 trln so'mni, 2024-yilda 493,7 trln so'mni, 2025-yilda esa 591,1 trln so'mni tashkil etgan. Biroq investitsiyaning ko'pligi uning iqtisodiyot bo'ylab samarali taqsimlanganini avtomatik tarzda anglatmaydi. Jahon banki ma'lumotlarida 2024-yil uchun iqtisodiy o'sish 6,5 foiz bo'lgani holda, Markaziy bank tahlili kapitalning o'sishga hisyasi ortayotganini, ammo mahsuldorlik darjasi pasayganini ko'rsatadi. Demak, O'zbekiston uchun navbatdagi vazifa kapital hajmini ko'paytirishdan ko'ra, kapitalni samarali institutsional kanallar orqali yo'naltirish hisoblanadi [8].

Amaldagi fondlar qonunchiligi bu yo'nalishda muhim poydevor yaratgan. "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi Qonun investitsiya fondlari va pay fondlarining mavjudligini tan oladi, "Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida"gi Qonun esa investorlar huquqlari va investitsiya rejimining umumiy kafolatlarini belgilaydi. "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi Qonun axborotni oshkor etish, maxfiylik, bozorni tartibga solish, manipulyatsiya va insayder axborot bo'yicha asosiy qoidalarni o'rnatadi. Kapital bozori bo'yicha 2021–2025-yillardagi Prezident hujatlari ham investorlarni jalb qilish, minoritarlar huquqlarini himoya qilish, chet el investorlari uchun tartiblarni soddalashtirish va bozor infrastrukturasini modernizatsiyasini asosiy prioritetga aylantirdi [7].

Shunga qaramay, maqolaning asosiy gipotezasi shundan iboratki, O'zbekistonda amaldagi investitsiya fondlari bo'yicha huquqiy tartibga solish tizimi asosan ommaviy va yarim ommaviy kollektiv investitsiya shakllariga moslashgan. Biroq professional investorlar uchun mo'ljallangan alohida muqobil investitsiya rejimi hali to'liq shakllantirilmagan. Xususan, xususiy kapital fondlari (private equity), venchur kapital fondlari (venture capital), xedj fondlar (hedge funds), xususiy qarz fondlari (private debt funds), ko'chmas mulk fondlari (real estate funds) hamda infratuzilma fondlari (infrastructure funds) kabi yopiq, uzoq muddatli va shartnomaviy jihatdan moslashuvchan investitsiya mexanizmlarini tartibga soluvchi mustaqil huquqiy institut mavjud emas. Ushbu xulosa O'zbekistondagi amaldagi normativ-huquqiy hujjatlar, kapital bozorini rivojlantirishga qaratilgan davlat siyosati hamda vakolatli regulyatorlar faoliyati tahlili asosida shakllantirilgan [2].

Aynan shu bo'shliq bank kreditiga sig'maydigan, biroq ommaviy bozorga chiqishga hali erta bo'lgan loyihalar uchun eng muhim institutsional to'siqlardan biridir. Venture capital innovatsion startaplarga, private equity korporativ transformatsiya va xususiylashtirishdan keyingi qiymat yaratishga, private debt banklar risk olishga tayyor bo'lmagan segmentlarga, real estate va infrastructure fondlari esa uzoq muddatli aktivlar va pul oqimlarini professional boshqarishga xizmat qiladi. Xalqaro tajriba shuni ko'rsatadiki, hukumat tomonidan yaratilgan huquqiy aniqlik, investorlarni toifalash, soliqqa tortishning neytral modeli va kuchli fiduciary standartlar mavjud bo'lsa, bunday fondlar iqtisodiy o'sish, innovatsiya, ish o'rinlari va davlat aktivlarini samarali monetizatsiya qilishga sezilarli hissa qo'sha oladi [16].

Mazkur maqolaning maqsadi O'zbekiston uchun muqobil investitsiya jamg'armalarining nazariy, normativ va institutsional modelini ishlab chiqish, investorlarni himoya qilish va soliqqa tortish yechimlarini taklif qilish, xalqaro tajriba bilan qiyoslash va namunaviy normativ matnlar shaklida amaliy tavsiyalar berishdir. Shu ma'noda tadqiqot nafaqat huquqshunoslik, balki iqtisodiy siyosat, korporativ boshqaruv, kapital bozori va islomiy moliya tutashgan hududda joylashadi [1].

Tadqiqot metodologiyasi

Tadqiqotning metodologik asosi bir nechta qatlamdan iborat. Birinchi qatlam doktrinal-huquqiy tahlil: O'zbekistonning fondlar, investitsiyalar, qimmatli qog'ozlar bozori va kapital bozori bo'yicha bazaviy hujatlari sistematik ravishda o'rganildi. Ikkinchi qatlam qiyosiy-huquqiy tahlil: muqobil investitsiya jamg'armalari yoki unga funksional jihatdan o'xshash rejimlar mavjud bo'lgan yurisdiksiyalardagi regulyator va qonunchilik namunalari tadqiq qilindi. Uchinchi qatlam institutsional-funksional tahlil: fondning faqat normativ shakli emas, balki uning boshqaruvchi, kastodian/depozitariy, auditor, administrator, valuer, Shariah adviser, investor komiteti va sud-himoya mexanizmlari bilan hamohang ishlashi tahlil qilindi. To'rtinchi qatlam statistik triangulyatsiya: turli manbalardagi investitsiya ko'rsatkichlari o'zaro taqqoslandi [12].

Maqolada “muqobil investitsiya jamg‘armalari” atamasi keng ma’noda ishlatiladi. U bozor iqtisodiyotida ommaviy ochiq investitsiya vositalaridan farqli ravishda, odatda professional yoki malakali investorlar uchun mo‘ljallangan, likvidligi nisbatan pastroq, lekin strategik aktivlarga yo‘naltiriladigan fondlarni qamrab oladi. Bu yerga private equity, venture capital, hedge, private debt, ko‘chmas mulk, infratuzilma, special situations, Shariah-compliant yopiq fondlar va fund-of-funds turlari kiradi. Bunday talqin qiyosiy huquqda keng qo‘llanadigan funksional yondashuvga yaqin bo‘lib, u fondning nomidan ko‘ra uning investitsiya strategiyasi, investor bazasi va nazorat darajasiga urg‘u beradi [16].

Natijalar

O‘zbekistonda muqobil fondlar uchun zamin uch asosiy blokda shakllangan. Birinchisi bazaviy fond va investitsiya qonunchiligi: “Investitsiya va pay fondlari to‘g‘risida”gi qonun kollektiv investitsiya konstruksiyalarini tan oladi; “Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to‘g‘risida”gi qonun esa investorlar huquqlari va investitsiya rejimining umumiy kafolatlarini belgilaydi. Ikkinchisi qimmatli qog‘ozlar bozori rejimi: “Qimmatli qog‘ozlar bozori to‘g‘risida”gi qonun axborotni oshkor qilish, maxfiy axborot, manipulyatsiya va vakolatli organning nazorat funksiyalarini belgilaydi. Uchinchi blok Prezident hujjatlari orqali shakllangan kapital bozori islohotlari bo‘lib, ular investorlar huquqlarini himoya qilish, ommaviy taklif, xususiylashtirishni bozorlashtirish va soliq rag‘batlari orqali kapital bozori chuqurligini oshirishga qaratilgan [7].

Kapital bozori institutsional jihatdan ham ancha kuchaygan. NAPP rasmiy sayti uni kapital bozori, sug‘urta, elektron tijorat va boshqa yo‘nalishlarda tartibga solish, litsenziyalash va ruxsat berish vakolatiga ega davlat instituti sifatida tavsiflaydi. 2021-yilgi PF-6207 kapital bozorini rivojlantirish dasturini va erkin muomaladagi qimmatli qog‘ozlar hajmini YAIMning kamida 5 foiziga yetkazish maqsadini belgilagan. 2022-yilgi PQ-90 va 2023-yilgi PQ-291 esa IPO/SPO, axborot maxfiyligi, chet el ishtirokchilari tartibi, investor himoyasi va soliq yengilliklarini rivojlantirdi [4].

Biroq mavjud bazada professional fondlar segmenti uchun bir nechta funksional bo‘shliqlar saqlanib qolmoqda. Mazkur maqola tahliliga ko‘ra, normativ hujjatlar ichida private equity, venture capital, hedge, private debt yoki real estate fondlari uchun yopiq, uzoq muddatli, cheklangan doiradagi investorlarga xususiy joylashtiriladigan maxsus rejim alohida paket sifatida ajratilmagan. Yana bir muhim nuqta shuki, amaldagi bozor imtiyozlari asosan fond bozori instrumentlari va ommaviy joylashtirishga qaratilgan; bu esa fond darajasidagi soliq neytralligi, carried interest, clawback, key person va investor advisory committee kabi AIF amaliyotidagi institutsional unsurlarni alohida tartibga solish ehtiyojini bartaraf etmaydi [3].

Davlat aktivlari bilan ishlash yo‘nalishida 2024-yildagi PQ-303 va 2025-yildagi PQ-289 alohida e‘tiborga loyiq. Ularda Milliy investitsiya jamg‘armasi aksiyadorlik jamiyati shaklida tashkil etilishi, ustav kapitaliga davlat ulushlari o‘tkazilishi, professional ishonchli boshqaruvchini jalb qilish va jamg‘arma aksiyalarini yetakchi xorijiy fond birjasida joylashtirish kabi vazifalar nazarda tutilgan. Bu institut funksional jihatdan klassik private equity yoki closed-end fund emas, chunki u avvalo davlat ulushlarini transformatsiya qilish va xususiylashtirishni bozorlashtirishga xizmat qiladi; biroq u professional boshqaruv, aktivlar portfeli va xalqaro investorga mo‘ljallangan instrumentlar uchun model laboratoriyasi bo‘lishi mumkin [13].

Makroiqtisodiy muhit ham bu ehtiyojni kuchaytiradi. 2024-yilda Markaziy bank joriy operatsiyalar hisobi taqchilligi 5,7 mlrd AQSH dollariga tushganini, 2023-yilda esa 7,8 mlrd dollar bo‘lganini qayd etadi. Bunda kapitalning o‘sishga hissasi ortib, TFP manfiy bo‘lib qolgan. Bu shuni anglatadiki,

iqtisodiyot ko'proq investitsiya yutmoqda, ammo investitsiyaning unumdorligi va boshqaruv sifati hal qiluvchi omilga aylanmoqda. Muqobil fondlar aynan shu nuqtada kapitalni "bank kreditidan tashqari", ammo "ommaviy bozorgacha yetmagan" segmentga professional tarzda yetkazish orqali zarur bo'ladi [11].

Qiyosiy tahlil shuni ko'rsatadiki, rivojlangan va rivojlanayotgan ko'plab yurisdiksiyalar AIFni bir xil so'z bilan atamasa ham, ular bir xil funksional muammoni hal qiladi: professional investorlar uchun ommaviy fondlardan farqli, moslashuvchan, cheklangan, lekin kuchli nazorat ostidagi kollektiv investitsiya vositasini yaratadi [16].

Securities and Exchange Commission materiallarida private funds Investment Company Act'dan 3(c)(1) yoki 3(c)(7) istisnolari orqali tashqarida qoluvchi, ommaviy taklif qila olmaydigan pooled investment vehicles sifatida ko'rsatiladi; 3(c)(1) rejimida odatda 100 nafardan ortiq beneficial owner bo'lmaydi, 3(c)(7) esa qualified purchasers bilan cheklanadi. Bu model fondning o'zini emas, fondning ommaviy bozorga chiqmasligi va investorga qo'yilgan filtrlash mexanizmini markazga qo'yadi [18].

Financial Conduct Authority [39] bo'yicha Buyuk Britaniya AIFMD rejimi ancha boshqacha mantiqqa ega: u fondning o'zidan ko'ra AIFM, ya'ni alternative investment fund managerni markazga qo'yadi. FCA materiallarida qamrov keng bo'lib, boshqarish, ma'muriy yuritish va marketing jarayonlariga taalluqli ekani, shuningdek tartibga solishning asosiy obyekti aynan manager ekani ta'kidlanadi. Bu model O'zbekiston uchun ayniqsa foydali, chunki bozor boshlang'ich bosqichida fondni emas, boshqaruvchini litsenziyalash va nazorat qilish ko'proq samarali bo'lishi mumkin [19].

Monetary Authority of Singapore va Singapur qonunchiligidagi Variable Capital Companies Act fond uchun alohida korporativ forma yaratadi. MAS va ACRA VCC tuzilmasi Singapurda fondlarni domiciliation qilishni rag'batlantirishini, fondning kapitali o'zgaruvchan bo'lishi va sub-fund arxitekturasidan foydalanish imkonini berishini ta'kidlagan. Bu modelning O'zbekiston uchun ahamiyati shundaki, u fond, sub-fund va investor ajratmasini korporativ-huquqiy darajada soddalashtiradi [20].

Securities Commission Malaysia yondashuvi esa ikki jihatdan qiziq. Birinchidan, VC/PE bo'yicha alohida registratsiya va boshqaruv korporatsiyalari uchun qoida mavjud; ikkinchidan, islomiy fondlarni boshqarish bo'yicha alohida Shariah-compliance talablari ishlab chiqilgan. SC hujjatlarida islomiy fund management kompaniyasi faqat shariahga muvofiq aktivlarga investitsiya qilishi, shariah adviser bilan ishlashi va tegishli ichki nazoratni ta'minlashi kerakligi ko'rsatilgan. Bu O'zbekiston uchun islomiy fondlarga AIF rejimi ichida alohida "overlay" qo'llash mumkinligini ko'rsatadi [21].

Dubai Financial Services Authority va Abu Dhabi Global Market tajribasi proporsional tartibga solishning amaliy misolidir. DFSA kollektiv investitsiya fondlari bo'yicha Public Fund, Exempt Fund, Qualified Investor Fund va Venture Capital Fundlar uchun turlicha disclosure, fee va nazorat darajasini qo'llaydi. ADGM materiallari ham professional mijozlarga private placement asosida taklif qilinadigan fondlar uchun pastroq tartibga solish yukini, retail segment uchun esa yuqoriroq himoyani ko'zda tutadi. Bu model O'zbekiston uchun "retail va professional fondlarni bir qonunda, lekin turli yuki bilan" tartibga solish imkonini beradi [22].

Astana International Financial Centre va Qozog'iston misoli O'zbekiston uchun ayniqsa yaqin. AFSA 2025-yilda venture capital fondlari uchun investitsiya obyektlarini kengaytirgan, master-feeder konstruktsiyasiga ruxsat bergan va foreign fund formatini professional investorlar uchun ochgan. AIFCning "Fund Management in Kazakhstan" hisobotiga ko'ra, 2025-yil 1-yanvar holatida Qozog'istondagi tartibga solinadigan fondlar AUMi 1,6 mlrd AQSH dollariga, fondlar soni 175 taga

yetgan, ularning 60 foizdan ortig'i PE va hedge fondlariga to'g'ri kelgan. Bu Markaziy Osiyo huquqiy makonida professional fondlar bozorini qisqa vaqt ichida shakllantirish mumkinligini ko'rsatadi [23].

Bank of Russia bo'yicha 2024-yilgi materiallar ham foydali: yopiq UIFlar uchun ulush sinflarini ajratish, maksimal umrni 15 yildan 49 yilgacha uzaytirish va ayrim hollarda qualified investors fondidan kengroq investorlar fondiga qayta tasniflash nazarda tutilgan. Bu yondashuv uzoq muddatli infratuzilma va ko'chmas mulk loyihalari uchun ayniqsa muhim [13].

Tadqiqot natijalariga ko'ra, O'zbekiston uchun uchta nazariy model mavjud. Birinchi model amaldagi "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"gi qonunga katta hajmdagi o'zgartish kiritib, uning ichida "professional muqobil investitsiya fondlari" bo'limini yaratish. Ikkinchi model "Muqobil investitsiya jamg'armalari to'g'risida" alohida qonun qabul qilish. Uchinchi model shu ikki yondashuvning gibridi: bazaviy qonunda umumiy definitsiyalar, alohida qonunda esa professional fondlar rejimi. Mazkur maqola uchinchi modelni afzal deb topadi, chunki u mavjud huquqiy tizimni buzmaydi, lekin professional segmentni aniq ajratadi [16].

Huquqiy shakl nuqtayi nazaridan O'zbekiston uchun eng maqbul yondashuv uch tarkibli bo'ladi. Korporativ fond kengroq investor bazasiga ega va ayrim public-to-private yoki real estate strategiyalariga qulay. Shartnomaviy pay fondi aktivlarni alohida yuridik shaxs yaratmasdan birlashtirish uchun qulay. Investitsiya sherikchiligi private equity va venture capital uchun eng mos model bo'lib, unda boshqaruvchi sherik (GP) va cheklangan sheriklar (LP) o'rtasidagi huquqiy balans alohida qonun bilan mustahkamlanishi kerak. Aynan investitsiya sherikchiligi carry, waterfall, key person, no-fault divorce va LPAC kabi mexanizmlarni toza ishlatishga eng mos shakldir. Bu yerda O'zbekistonning 2025-yildagi korporativ munosabatlarni takomillashtirish bo'yicha islohotlari ham qo'shimcha imkoniyat yaratadi, chunki korporativ shakllarni modernizatsiya qilish jarayoni allaqachon boshlangan [13].

Alohida e'tibor soliq modeliga qaratilishi lozim. PQ-90 bilan 2022-yil 1-apreldan 2028-yil 31-dekabrgacha aksiyalar bo'yicha jismoniy shaxslar dividendlari daromad solig'idan ozod qilingan, norezident yuridik shaxslar uchun dividend stavkasi rezident yuridik shaxslar bilan tenglashtirilgan va xo'jalik jamiyatlari obligatsiyalari bo'yicha foizlar jismoniy va yuridik shaxslar soliqlaridan ozod qilingan. Bular bozor uchun muhim rag'batdir, ammo professional fondlar uchun yetarli emas. AIFlar uchun asosiy prinsip fond darajasida neytrallik, investor darajasida soliqqa tortish bo'lishi kerak. Ya'ni fond daromadi birinchi bosqichda korporativ soliq bilan "siqilib" qolmasligi, foyda investor yoki carry oluvchi manager darajasida iqtisodiy mohiyatga mos baholanishi maqsadga muvofiq [6].

Muhokama

Muqobil investitsiya jamg'armalarini joriy etish masalasida asosiy siyosiy-huquqiy savol shunday: nega bu institut O'zbekiston iqtisodiy o'sishi uchun banklar, davlat jamg'armalari yoki oddiy aksioner jamiyatlar orqali erishib bo'lmaydigan qo'shimcha qiymat yaratadi? Javob shundaki, AIFlar kapitalni risk, muddat va boshqaruv usuli bo'yicha differensiallashtiradi. Bank krediti odatda qaytarilish jadvali va ta'minot bilan ishlaydi; ommaviy bozor esa disclosure va likvidlikni talab qiladi; davlat investitsiyasi esa siyosiy va fiskal cheklavlarga bo'ysunadi. AIF esa aynan notekis, uzoq muddatli, strategik, qayta tuziladigan yoki innovatsion loyihalarga mos keladigan kapital formasi hisoblanadi [17].

Ayniqsa O'zbekiston sharoitida bunday fondlar uch kanal bo'yicha o'sishga xizmat qiladi. Birinchisi xususiy lashtirish va davlat aktivlari transformatsiyasi. Milliy investitsiya jamg'armasi bo'yicha qabul qilingan hujjatlar davlat ulushlari professional boshqaruv ostida portfellashtirilayotganini ko'rsatadi.

Lekin NIF modeli davlat aktivlariga qaratilgan bo'lsa, AIF modeli xususiy sektorda ham ayni yondashuvni ishlata oladi. Ikkinchisi startap va innovatsion iqtisodiyot. Rasmiy hukumat manbasida 2025-yilda O'zbekiston startaplariga investitsiyalar hajmi 329 mln dollarga yetib, 2024-yilga nisbatan 522 foizga oshgani, bitimlar soni 38 tadan 140 taga yetgani aytiladi. Bu segmentda venture capital uchun huquqiy aniqlikning iqtisodiy qaytimi juda yuqori bo'lishi mumkin. Uchinchi kanal real aktivlar va infratuzilma: 2025-yilgi sektoral tarkibning o'zi energetika, ishlab chiqarish va qurilish yo'nalishlarida maxsus fondlar uchun uzoq muddatli pipeline mavjudligini ko'rsatadi [9].

Shu bilan birga, AIF rejimi "kamroq tartibga solish" degani emas. Aksincha, bunday fondlar ommaviy fondlarga qaraganda kamroq formalistik, lekin ko'proq professionallashtirilgan nazorat talab qiladi. O'zbekiston uchun minimal investor himoyasi paketi quyidagilarni qamrab olishi kerak: malakali investorni qonun bilan aniqlash; boshqaruvchi kompaniya uchun fit-and-proper testi; manfaatlar to'qnashuvi siyosati; related-party transactionlar bo'yicha mustaqil tasdiqlash; illiquid aktivlar uchun mustaqil baholash; liquid aktivlar uchun kastodian yoki depozitariy nazorati; annual audit; pullik komissiyalar va carry modeli bo'yicha to'liq disclosure; leverage va liquidity risk bo'yicha davriy hisobot; investor shikoyatlari va ombudsman mexanizmi; AML/CFT va beneficial ownership nazorati [3].

Investorni himoya qilishning ikkinchi elementi tashkiliy mustaqillik va aktivlarni ajratish. O'zbekistonning qimmatli qog'ozlar bozori qonunchiligida axborotni oshkor qilish va investor shikoyatlarini ko'rib chiqish bo'yicha tayanch qoidalar mavjud. Ammo AIFlar uchun fond menejeri aktivlarga bevosita "egallik qilmasligi", balki ular alohida fond mulki sifatida ajratilishi, kreditorlar va menejer bankroti holatida fond aktivlari himoyalangan bo'lishi, baholash va hisob-kitoblar audit iziga ega bo'lishi kerak. Ayniqsa ko'chmas mulk va private debt segmentida SPVlar, security package va waterfall'ni aniq tan oluvchi qoidalar zarur [19].

Korporativ boshqaruv masalasi ham markaziy o'rinda turadi. Private equity va venture capital amaliyotida faqat aksiyalarni sotib olish emas, balki boshqaruvni yaxshilash, kuzatuv kengashi tuzilmasi, KPIlar, risk-menejment va strategik yo'naltirish orqali qiymat yaratish ko'zda tutiladi. Akademik tadqiqotlar ham huquqiy muhit, monitoring xarajatlari va investor-manajer o'rtasidagi tartibga solish arxitekturasi fond samaradorligiga ta'sirini ko'rsatadi. Shu sababli O'zbekiston uchun AIF huquqi "pul yig'ish huquqi" emas, balki "fiduciary governance huquqi" sifatida qurilishi lozim [12]. Islomiy moliya bo'yicha so'nggi islohotlar esa alohida imkoniyat yaratmoqda. PF-132 doirasida islom moliyasi bo'yicha qonun loyihasi rejalashtirilgan, 2024-yildagi 3536-son qaror mikromoliya tashkilotlariga ijara, murobaha, mudaraba, mushoraka va salam kabi islomiy moliyalashtirish xizmatlarini ko'rsatish imkonini bergan, 2026-yildagi O'RQ-1126 esa islomiy bank faoliyati huquqiy asoslarini joriy etgan. Demak, O'zbekiston endi islomiy moliya bo'yicha "yagona bank mahsuloti" bosqichidan chiqib, Shariah-compliant muqobil fondlar bosqichiga o'tishi mumkin. Malayziya amaliyoti bu yerda juda foydali: alohida shariah adviser, aktiv filtrlari, purification va compliance monitoring. O'zbekiston sharoitida Islamic VC Fund, Islamic Real Estate Income Fund va Islamic SME Growth Fund kabi konstruktsiyalar ayniqsa talabgir bo'lishi mumkin [15].

Mazkur maqola O'zbekiston uchun katalitik davlat fond-of-funds modelini ham tavsiya qiladi. OECD tahlillari hukumatlar VC bozoriga bevosita kirishdan ko'ra bilvosita, ya'ni davlat fond-of-funds, davlat taraqqiyot banklari yoki matching schemes orqali kirganida, institutsional investorlarni jalb qilish osonlashishini ko'rsatadi. Bu ayniqsa pensiya kapitali, sug'urta kompaniyalari va xalqaro moliya institutlari ishtirokini bosqichma-bosqich yo'lga qo'yishda foydali. O'zbekistonda bunday mexanizm,

masalan, dastlab venture capital va regional SME growth fondlari uchun “anchor investor” sifatida ishga tushirilib, keyinchalik infrastructure va climate funds’ga kengaytirilishi mumkin [8].

Xulosa

Tadqiqot natijalari quyidagi yakuniy xulosalarni shakllantiradi. Birinchidan, O‘zbekistonda muqobil investitsiya jamg‘armalari uchun institutsional poydevor allaqachon mavjud: fondlar qonuni, investitsiya faoliyati qonuni, qimmatli qog‘ozlar bozori qonuni, kapital bozorini rivojlantirish bo‘yicha Prezident hujjatlari, NAPP regulyator sifatidagi vakolatlari, davlat aktivlarini bozorlashtirish tajribasi va islomiy moliya bo‘yicha yangi islohotlar bir-birini to‘ldiradi.

Ikkinchidan, bu poydevor hali professional fondlar segmenti uchun alohida, shaffof va to‘liq moslashuvchan rejimga aylangani yo‘q. Ochiq bozor uchun mo‘ljallangan normativ yechimlar venture capital, private equity, private debt, infrastructure va real estate kabi illiquid strategiyalarga har doim ham mos kelmaydi. Shuning uchun O‘zbekiston uchun navbatdagi mantiqiy bosqich — professional investorlar uchun yopiq yoki yarim yopiq fondlar rejimini alohida ajratishdir.

Uchinchidan, muqobil jamg‘armalar iqtisodiy o‘shish uchun shunchaki moliyaviy innovatsiya emas, balki allocative efficiency vositasidir. Kapitalning o‘shishga hissasi ortib, TFP pasayayotgan sharoitda bunday fondlar kapitalni ko‘proq samarali loyihalarga yo‘naltirishi, bank tizimidan tashqaridagi xavfliroq, biroq yuqori qo‘shilgan qiymatli segmentlarni moliyalashtirishi va davlat-xususiy kapital o‘rtasida ko‘prik bo‘lishi mumkin.

Maqola yakunida quyidagi normativ-amaliy tavsiyalar ilgari suriladi:

Alohida professional fondlar rejimini joriy etish. “Muqobil investitsiya jamg‘armalari to‘g‘risida” alohida qonun qabul qilinishi yoki “Investitsiya va pay fondlari to‘g‘risida”gi qonunga professional fondlarga doir maxsus bo‘lim kiritilishi kerak. Unda kamida venture capital, private equity, private debt, hedge/special situations, real estate, infrastructure va Islamic AIF toifalari aniq belgilanishi lozim.

Investorni toifalash va private placement rejimini qonunlashtirish. Professional yoki malakali investor tushunchasi qonun darajasida kiritilib, bunday fond ulushlarini ommaviy taklif qilmasdan cheklangan investorlar doirasida joylashtirishning aniq qoidalari belgilanishi kerak.

Manager-centered nazorat modeliga o‘tish. NAPP tomonidan AIF managerlar, administratorlar, depozitariy/kastodianlar va shariah adviserlar uchun ko‘p pog‘onali litsenziyalash tizimi joriy etilishi maqsadga muvofiq. Bunda chakana segmentdan ko‘ra manager va fiduciary standardlar markazga qo‘yilishi kerak.

Soliq neytralligi va fiskal aniqlikni ta‘minlash. PQ-90dagi bozor rag‘batlari saqlanib qolgan holda, professional AIFlar uchun pass-through yoki kamida iqtisodiy ikki karra soliqqa tortishni kamaytiruvchi rejim ishlab chiqilishi lozim. Carry, management fee, performance allocation va in-kind contribution bo‘yicha alohida izohlar zarur.

Islomiy AIF yo‘nalishini darhol parallel ishga tushirish. Islomiy bank faoliyati va mikromoliya bo‘yicha islohotlarni hisobga olib, umumiy AIF qonuni ichida Islamic AIF bo‘limi kiritilishi, shariah adviser/board, purification, screening va disclosure qoidalari alohida belgilanishi kerak.

Davlat katalitik fund-of-funds mexanizmini yaratish. Dastlabki bosqichda davlat yoki rivojlanish institutlari ishtirokidagi anchor vehicle tashkil etilib, u xususiy VC/PE menejerlariga bilvosita sarmoya kiritishi, xalqaro institutsional kapitalni “crowd in” qilishi kerak.

Bosqichma-bosqich implementatsiya yo‘l xaritasi. Dastlabki 6 oyda konsepsiya va qonun loyihasi, keyingi 6 oyda ikkilamchi normativ aktlar va registrlar, 12–18 oy oralig‘ida pilot fondlar, 24 oy ichida

esa fond natijalari, investor shikoyatlari va shahsiy bozor intizomi bo'yicha monitoring tizimi ishga tushirilishi kerak. Bu "big bang" emas, balki nazorat ostidagi ketma-ket liberalizatsiya modelidir. Nazariy jihatdan, muqobil investitsiya jamg'armalari moliya huquqining tor segmenti bo'lib ko'rinishi mumkin. Amalda esa u kapitalning huquqiy "transport tizimi"dir. O'zbekiston iqtisodiyoti navbatdagi o'sish bosqichiga o'tar ekan, aynan shu transport tizimi qanchalik puxta qurilsa, iqtisodiy o'sishning sifati ham shunchalik yuqori bo'ladi.

Foydalanilgan adabiyotlar ro'yxati

1. O'zbekiston Respublikasining 25.08.2015-yildagi O'RQ-392-son Qonuni, "Investitsiya va pay fondlari to'g'risida"
2. O'zbekiston Respublikasining 25.12.2019-yildagi O'RQ-598-son Qonuni, "Investitsiyalar va investitsiya faoliyati to'g'risida".
3. O'zbekiston Respublikasining 03.06.2015-yildagi O'RQ-387-son Qonuni, "Qimmatli qog'ozlar bozori to'g'risida"gi qonunning yangi tahriri.
4. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 13.04.2021-yildagi PF-6207-son Farmoni, "Kapital bozorini yanada rivojlantirish chora-tadbirlari to'g'risida".
5. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 17.01.2022-yildagi PQ-90-son Qarori, "Kapital bozorini qo'llab-quvvatlashning samarali mexanizmlarini joriy etishga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida", 2028-yilgacha uzaytirilgan soliq rag'batlari bilan birga.
6. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 02.09.2023-yildagi PQ-291-son Qarori, "Kapital bozorini rivojlantirishning qo'shimcha chora-tadbirlari to'g'risida".
7. O'zbekiston Respublikasi Milliy statistika qo'mitasi, "O'zbekiston Respublikasida asosiy kapitalga investitsiyalar (2023-yil yanvar-dekabr)" va "2024-yil yanvar-dekabr" press-relizlari.
8. O'zbekiston Respublikasi Milliy statistika qo'mitasi, "O'zbekiston Respublikasida asosiy kapitalga investitsiyalar (2025-yil yanvar-dekabr)" hamda "O'zbekiston Respublikasining ijtimoiy-iqtisodiy holati (2025-yil yanvar-dekabr)".
9. World Bank Data, Uzbekistan country profile va FDI net inflows ma'lumotlari: 2024-yil YAIM, o'sish va FDI ko'rsatkichlari.
10. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, Balance of Payments and International Investment Position of Uzbekistan, Annual Report 2024.
11. O'zbekiston Respublikasi Markaziy banki, Annual Report 2024.
12. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 27.08.2024-yildagi PQ-303-son Qarori, "O'zbekiston Respublikasi milliy investitsiya jamg'armasini tashkil etish to'g'risida".
13. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 18.12.2025-yildagi PF-254-son Farmoni, "Kapital bozorida investitsiya muhitini yaxshilashga doir qo'shimcha chora-tadbirlar to'g'risida".
14. O'zbekiston Respublikasi Prezidentining 30.08.2024-yildagi PF-132-son hujjati doirasidagi islom moliyasini joriy qilish bo'yicha qonun loyihasi, Markaziy bank boshqaruvining 26.07.2024-yildagi 3536-son Qarori (mikromoliya tashkilotlari uchun islomiy moliyalashtirish) va 27.03.2026-yildagi O'RQ-1126-son Qonuni (islomiy bank faoliyatining huquqiy asoslari).
15. OECD, Supporting Emerging Markets and Developing Economies in Developing Their Local Capital Markets, 2025.
16. OECD, Benchmarking Government Support for Venture Capital, 2025.

17. Securities and Exchange Commission, Private Funds; Private Fund Adviser Overview; 3(c)(1) va 3(c)(7) bo'yicha rasmiy glossariy materiallari.
18. Financial Conduct Authority, AIFMD (UK); The Alternative Investment Fund Managers Regulations 2013.
19. Singapur, Variable Capital Companies Act 2018, hamda MAS va ACRAning VCC framework bo'yicha rasmiy materiallari.
20. Malayziya, Securities Commission Malaysia, Guidelines on the Registration of Venture Capital and Private Equity Corporations and Management Corporations; Guidelines on Islamic Fund Management / Islamic Capital Market Products and Services.
21. Birlashgan Arab Amirliklari, Dubai Financial Services Authority, Collective Investment Funds; Abu Dhabi Global Market, Investment Funds framework materials.
22. Qozog'iston, Astana International Financial Centre va AFSA, Fund Management in Kazakhstan (2025) hamda AFSA enhances the AIFC Asset Management framework.
23. Bank of Russia, Investment opportunities of closed-end UIFs to be expanded, 04.07.2024.
24. O'zbekiston hukumatining rasmiy investitsiya-kommunikatsiya platformasi, "Investments in Uzbekistan's startups increased fivefold by the end of 2025", 2026-yilda e'lon qilingan rasmiy sharh.
25. Cumming, D., Fleming, G., Johan, S. Alternative Investments in Emerging Markets: A Review and Synthesis. China Finance Review International, 2016.
26. Cumming, D., Johan, S., Li, D. Regulatory Induced Performance Persistence: Evidence from Hedge Funds. Journal of Banking & Finance, 2012.
27. Kato, A. I. va boshqalar. Venture Capital as a Catalyst for Innovation and Economic Growth in Emerging Economies of Asia and Africa. Administrative Sciences, 2025.