

Др Јована Брашић Стојановић, доцент
Правног факултета Универзитета у Крагујевцу
ORCID: 0000-0003-2321-6085

Прегледни научни рад
УДК: 330.322:004
DOI: <https://doi.org/10.46793/7623-154.635BS>

ЛЕГИТИМНА ОЧЕКИВАЊА СТРАНИХ УЛАГАЧА У ДОБА ДИГИТАЛИЗАЦИЈЕ*

Резиме

Међународноправна заштита страних улагача остварује се посредством бројних принципа, начела и уговорних клаузула који су саставни део широке мреже мултилатералних и билатералних инвестиционих споразума. Легитимна очекивања страних улагача неизоставни су елемент принципа поштеност и правичност третмана посредством којих страни улагачи штите свој правни положај у држави пријемници капитала. Пре доношења одлуке о инвестирању на територији државе пријемнице капитала, страни улагач разматра пословно окружење, инвестициону климу, све микроекономске и макроекономске факторе који могу утицати на исплативост улагања, политичко окружење, степен неизвесности и наступања политичких ризика, као и правни систем, уздајући се у правна акта која су на снази у моменту доношења одлуке о улагању. Сви ови некомерцијални ризици обликују услове у којима ће страни улагач пословати. Уздајући се у затечено економско стање, политичко окружење и права стечена по основу позитивних правних прописа, страни улагач заправо формира своја легитимна очекивања. Тако формирана очекивања пружају му правну сигурност и стабилност, а принципи чији су основни елемент легитимна очекивања, обезбеђују и њихову процесноправну заштиту. Предмет анализе у раду јесте формирање легитимних очекивања страних улагача и начин њихове заштите у случају евентуалних повреда, са посебним освртом на њихово заснивање и предмет при изазовима које пред стране улагаче намеће дигитално доба.

Кључне речи: урбанистички легитимна очекивања, правна сигурност, некомерцијални ризици, поштен и правичан третман.

* Рад је резултат научноистраживачког рада аутора у оквиру Програма истраживања Правног факултета Универзитета у Крагујевцу за 2025. годину, који се финансира из средстава Министарства науке, технолошког развоја и иновација Републике Србије.

1. Уводна разматрања

Заштита легитимних очекивања страних улагача један је од темељних стубова принципа поштеност и правичног третмана, као једног од најчешћих основа за покретање инвестиционих спорова и ангажовање арбитражних трибунала. Позивањем на клаузулу поштеност и правичног третмана, према грађи доступној из арбитражне праксе, јасно се запажа да су страни улагачи њоме најчешће тежили да заштите своје легитимне улагачке интересе у држави пријемници капитала. Легитимна улагачка очекивања углавном су усмерена ка правној сигурности и стабилности, односно заштити њихових стечених права по основу прописа важећих у моменту доношења одлуке о инвестирању.

Савремене услове пословања карактерише често позивање страних улагача на клаузулу поштеност и правичног третмана у инвестиционим споровима у циљу заштите свог правног положаја, а тако широку употребу омогућава веома еластично постављена садржина самог принципа. Утврђивање постојања одговорности државе пријемнице капитала на основу ове клаузуле могуће је због њене неодређене садржине, која се анализира и тумачи у сваком конкретном случају од стране арбитражних трибунала.¹ Имајући у виду инвестициону климу у држави пријемници капитала, страни улагач у прилици је да процени степен могућег наступања некомерцијалних ризика који битно могу утицати на вредност инвестиционог пројекта. Транспарентност правних аката, њихове садржине, циља усвајања и начина примене основ је за формирање сигурног, поузданог и стабилног окружења у коме би страни улагач пословао и на којима би базирао своја улагачка очекивања. Изазови, које је пред све привредне субјекте донело дигитално доба, нису заобишли ни стране улагаче. Наиме, и даље су легитимна очекивања основ заштите њиховог правног положаја, али у начину њиховог заснивања подигнут је праг објективизације доступних информација јер услед савремене технологије страни улагачи сада знатно брже, ефикасније и лакше долазе до свих неопходних података за процену ризика и исплативости улагачког подухвата. Правна заштита оправданих очекивања од посебног је значаја за стране улагаче јер тиме они чувају вредност свог улагања. Ипак, од значаја је и за државу пријемницу капитала јер степен заштите и поузданости страног улагача у своја формирана очекивања, а који може држава да обезбеди, постаје најважнији фактор који креира пословну климу и делује стимулативно на прилив капитала. Стога, наглашавајући важност коју за обе стране имају легитимна очекивања, у фокусу рада биће инвестициона клима и некомерцијални ризици у држави пријемници капитала који утичу на заснивање легитимних очекивања, предмет

¹ Ђундић, П., *Легитимна очекивања као елемент стандарда поштеност и правичног третмана страних улагања у арбитражној пракси*, Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, бр. 2/2014, стр. 336.

легитимних очекивања, али и заштита коју уживају страни улагачи посредством одговарајућих правних принципа и клаузула.

2. Инвестициона клима у држави пријемници капитала и формирање легитимних очекивања

Инвестициона клима у држави пријемници капитала сачињена је од бројних фактора правног, економског и политичког карактера, који се једном речју описују као некомерцијални ризици. Свако улагање, без обзира да ли је реч о домаћим или страним инвестицијама, како га карактерише дуготрајност, изложено је бројним ризицима, а који се сви могу груписати у комерцијалне и некомерцијалне. Међутим, имајући у виду да је страни улагач пореклом из друге државе, те да држава у којој изводи инвестициони пројекат није његова матична држава, наступање свих ових ризика за њега има већи значај јер је већа и могућност њиховог избијања. Некомерцијални ризици су бројни, но међу њима су најважнији ризик измене правних прописа и угрожавања правне сигурности и стабилности. Инвестициона клима у држави пријемници капитала саздана је бројних фактора који са своје стране доприносе формирању окружења у којем улагачи послују. Иако су чиниоци комерцијалне природе и чисто економског карактера значајни за извођење инвестиционог пројекта, њихова важност се спрам некомерцијалних параметара смањује. Таквом стању доприноси чињеница да су комерцијални чиниоци у знатној мери под утицајем инвеститора, те да како су искључиво везани за економске факторе и произилазе из саме природе инвестиције, на њих улагач без обзира на територију на којој послује, може утицати, смањити их или елиминисати. Некомерцијални аспекти инвестиционе климе искључиво су везани за окружење у држави пријемници капитала, нису економске природе, већ зависе од правних, политичких и друштвених збивања, те на њих страни улагач не може утицати. Такве факторе страни улагач не би могао минимизирати ни у држави свог порекла, док у држави пријемници капитала та могућност се видно смањује. Стога, страни улагачи уколико имају намеру инвестирања на територији државе пријемнице капитала, настоје да се бројним правним механизмима заштите од наступања некомерцијалних ризика. Пре свега, они настоје очувати правну сигурност и стабилност формирањем легитимних очекивања на објективно сагледаним чињеницама које чине инвестициону климу државе пријемнице капитала, а потом настоје материјалноправно и процесноправно заштитити своја оправдана очекивања. Тек уколико наступају као рационални инвеститори, који за основу својих очекивања о исплативости улагања узимају објективне чињенице и информације, заштита коју страни улагачи могу добити у држави пројемници капитала биће ефикасна. Последњих година, ефикасности заштите допринео је и процес дигитализације и употребе савремених технологија, који је омогућио да сва правна акта, сви важни догађаји у држави и чиниоци од значаја за општи друштвени интерес, буду јавно

доступни, чиме и страни улагач може лакше да се упозна са факторима од значаја за његов правни и економски положај и процену некомерцијалних ризика. Наиме, дигитално доба додатно је објективизирало улагачка очекивања јер у времену када је највећи део информација веома лако доступан, незнање улагача се пред арбитражним трибуналима не прашта. Наиме, иако се од страних улагача не захтева да при закључивању дијагоналног споразума поступају у складу са стандардом дужне пажње, ипак је овај правни стандард у тесној вези са формирањем легитимних очекивања јер пропуштање инвеститора да поступи са дужном пажњом у доношењу одлуке о реализацији улагања може га коштати поништавањем његове тврдње да су му очекивања изневерена.²

Легитимна очекивања представљају полазну тачку сваког страног улагача.³ Као један од начина уживања материјалноправне заштите у држави пријемници капитала, легитимна очекивања заправо су део доктрине јавног права према којој се појединачни правни субјекти штите од промена које у правном поретку могу настати деловањем јавне власти.⁴ На пољу међународног инвестиционог права, легитимна очекивања, као носећи елемент стандарда поштеног и правичног третмана, штите страног улагача од поступања државе пријемнице капитала које није правично, јасно и транспарентно и које резултира променом у правном систему, а која се одражава на његов правни и економски положај.⁵ Фактички, уздајући се у легитимна очекивања, страни улагач се заправо нада да држава пријемница капитала једностраним радњама неће повући своје изјаве, гаранције, обећања, привилегије, а које су битно утицале на доношење његове одлуке о инвестирању.⁶ Легитимна очекивања базирају се пре свега на ослањању страног улагача у остварени правни положај, односно у задржавање права стечених по основу прописа који важе у држави пријемници капитала, а која се примењују на њега. Такође, легитимна очекивања формирају се и на основу посебних подстицаја и повластица које им пружа држава пријемница капитала, а који су им познати још у предуговорној фази, током трајања преговора о закључивању дијагоналног споразума. Легитимна очекивања настају на основу посебне прилике, као вида повластице и подстицаја, коју је држава пријемница капитала понудила страном улагачу и у коју се он основано могао уздати при доношењу одлуке о инвестирању.⁷

² Matos, S., *Investor Due Diligence and Legitimate Expectations*, Journal of World Investment & Trade (2021), p. 3.

³ Рилаковић, И., *Једнак и равноправан третман страних улагача*, Гласник Адвокатске коморе Војводина, год. 86, књ. 74, бр. 4/2014, стр. 289.

⁴ Исто, стр. 284.

⁵ Исто.

⁶ Исто.

⁷ Ракић, Г., *Поштен и правичан третман страног улагача као правни стандард у међународном инвестиционом праву*, докторска дисертација, Нови Сад, 2019, стр. 209.

До формирања легитимних очекивања долази узимањем у обзир свих релеватних и доступних информација о правном, економском и политичком окружењу, а она морају у себе укључити све оно што се основано, имајући у виду редован ток ствари и тренд дешавања, може предвидети. Наиме, улагачка очекивања морају се темељити на свим социо-економским факторима у држави пријемници капитала да би са одређеним степеном прецизности и у одређеној мери могла бити окарактерисана као легитимна.⁸ То даље значи да страни улагачи у обзир морају узети читав правни оквир у држави пријемници капитала, јавно доступан, и то не само његов текст, већ и суштину, тумачење, сврху и циљеве који се њиме намеравају постићи, околности које карактеришу економски систем државе пријемнице капитала и све политичке ризике, степен политичке неизвесности и предстојеће политичке догађаје. Такође, страни улагач мора сагледати и сва будућа дешавања у држави пријемници капитала, која су унапред најављена и позната, како она која зависе искључиво од домаћег окружења, тако и она условљена процесима међународних интеграција или међународних трендова. Дакле, да би се улагач могао позвати на оправданост својих очекивања, она за подлогу морају имати правна акта која чине институционални оквир и начин њихове примене и сва дешавања која су срж инвестиционе климе у држави пријемници капитала. Овако постављена улагачка очекивања посебно су значајна јер стабилност правног положаја страног улагача и његова правна заштита зависе у знатној мери и од предвидљивости инвестиционе климе у држави пријемници капитала.⁹ Заправо, страни улагач увек мора имати на уму да су правни прописи на којима заснива легитимна очекивања, а који уређују посредно или непосредно његов правни положај, подложни и склони променама, а да његова очекивања би требало да му обезбеде управо предвидљивост промена, њихов правац, динамику и интезитет, посебно у погледу задирања у сам правни положај.¹⁰ Какве ће бити промене не може се унапред сагледати, као ни њихов домет, а оправданост таквих промена, које задиру у улагачка очекивања, мора се ценити у сваком конкретном случају.¹¹

Легитимна очекивања страни улагач заснива на правним прописима државе пријемнице капитала, обећањима, гаранцијама и изјавама које даје држава пријемница капитала посредно или непосредно.¹² Међутим, од значаја су само изјаве овлашћених представника државе. Изјаве политичких

⁸ Sallam, K., *Investor's Legitimate Expectations Under the Fair and Equitable Standard. Should They Be Protected?* Legal and Practical Obstacles, Master Programme in Investment Treaty Arbitration Master's Thesis 15 ECTS, UPPSALA UNIVERSITET, Department of Law, 2017, p. 23.

⁹ Јовановић, М., *Материјалноправни стандарди третмана страних директних улагања*, Београд, 2024, стр. 233.

¹⁰ Исто.

¹¹ Исто.

¹² Ђундић, П., *Легитимна очекивања ...*, стр. 340.

представника, поготово уколико су у склопу изборних кампањи или представљања програма рада и визија, немају значај гаранције и не могу бити оправдана основа, довољна база за формирање легитимних очекивања. Изјаве представника државе пријемнице капитала морају бити довољно конкретне, довољно одређене и имати смисла, како би могле довести до заснивања очекивања страних улагача која се могу сматрати легитимним.¹³ Што су конкретније и уверљивије изјаве државе пријемнице капитала, то ће бити оправданија очекивања страног улагача, па самим тим и остваривање њихове заштите у инвестиционом спору.¹⁴ Уколико су изјаве политичара неодређене или садрже нетачне или непотпуне информације или пак информације које нису званичне и не може се потврдити њихова тачност, нема довољно основа за формирање легитимних очекивања и самим тим за заштиту по основу клаузуле поштеност и правичност третмана. Суштински, клаузула поштеност и правичност третмана треба да обезбеди да држава пријемница капитала поштује правне и економске услове у којима послује страни улагач и на којима је засновао своја основана очекивања.¹⁵ Уколико је уверавање проистекло из законодавног оквира државе пријемнице капитала, то су веће шансе да страни улагач оствари заштиту пред арбитражним трибуналом. Наиме, страни улагач одлуку о инвестирању доноси на основу уверења која стиче увидом у правна документа и акте, пратећи карактеристике инвестиционе климе и проценом политичког ризика, као и узимајући у обзир све предстојеће догађаје у држави пријемници капитала, а који знатно могу утицати на измену пословног амбијента, институционални оквир и самим тим на вредност његовог улагања. Фактички, када процењује да ли је дошло до повреде легитимних очекивања, арбитражно веће врши процену да ли је одређена измена у правном поретку државе пријемнице капитала утицала на промену правног и економског положаја страног улагача, а да се претходно страни улагач могао основано поуздати у иста, односно да му је држава пријемница капитала индиректно или директно обећала да његов правни положај, ниво права и обавеза, неће бити измењен без обзира на промене које настану. Први инвестициони спор у коме је арбитражни трибунал дао опсежније објашњење о тумачењу клаузуле поштеност и правичност третмана, а самим тим и легитимних очекивања, јесте *Tecmed v. Mexico*.¹⁶ Легитимна очекивања заправо значе правну и економску стабилност за стране улагаче.

¹³ Исто, стр. 343.

¹⁴ Исто, стр. 340.

¹⁵ Исто, стр. 335.

¹⁶ Potestà, M., *Legitimate expectations in investment treaty law: Understanding the roots and the limits of a controversial concept*, Pre-Print version Final version published in 28 ICSID Review (2013) 88-122, p. 13, доступно на: <https://lk-k.com/wp-content/uploads/potesta-legitimate-expectations-inv.-treaty-law-2013.pdf>, 5.2.2025.

Како би очекивања страних улагача била оцењена као легитимна, она морају бити заснована на објективним чињеницама, актима и радњама, док субјективни ставови, процене и мишљења страних улагача нису довољни да очекивања улагача учине оправданим. Очекивања се не могу сматрати оправданим уколико се држава пријемница капитала ни на који начин није обавезала да неће мењати своје законодавство. У том случају страни улагач може тражити правну заштиту по неком другом основу, односно принципу, јер је измена законодавног оквира током времена нужна и неминовна. Очекивања страних улагача морају бити разумна, односно у складу са временом и владајућим околностима у држави пријемници капитала у датом моменту.¹⁷ Што је сложенија правна и економска ситуација у држави пријемници капитала, то су мање шансе да ће очекивања улагача бити оцењена као легитимна, а радња државе пријемнице капитала као противправна, што се даље одражава и на процену одговорности државе у конкретном случају.¹⁸ Када су државе пријемнице капитала у процесу транзиције или у другим процесима који подразумевају одређене економске и правне промене, улагач се не може уздати да до промена у законодавном оквиру неће доћи, те да ће његов правни положај бити непромењен.¹⁹ Арбитражна већа при процени садржине калузуле поштеног и правичног третмана и извођењу оцене о повреди легитимних улагачких очекивања у обзир морају узети све политичке и пословне прилике у држави пријемници капитала уз посебан нагласак да страни улагачи не могу очекивати апсолутну непроменљивост правног режима уколико улагање изводе у држави која је у процесу транзије, интеграције, у држави у развоју, као што би се могли у то уздати у развијеним државама, а посебно морају узети у обзир циклична кретања привреде и евентуалне привредне кризе које могу наступити.²⁰ Нико не може имати легитимна очекивања да ће правни оквир остати непромењен у време екстремно тешке привредне или политичке кризе.²¹ У предмету *Saluka Investments BV v Czech Republic*, арбитражни трибунал је проценио да очекивања страних улагача морају бити у складу са околностима у држави пријемници капитала како би била окарактерисана као легитимна.²²

У заснивању легитимних очекивања, за стране улагаче посебно су значајни правни прописи, законска акта и ратификоване међународне конвенције, које се односе на заштиту људских права, животне средине, одржив развој и

¹⁷ Ђундић, П., *Легитимна очекивања ...*, стр. 348.

¹⁸ Исто.

¹⁹ Исто, стр. 349.

²⁰ Бабић, Д., *Правичан и поштен третман улагања у међународном инвестицијском праву*, Зборник Правног факултета у Загребу, вол. 62, бр 1-2/2012, стр. 408.

²¹ Ракић, Г., *нав. дело*, стр. 236.

²² Zaidun, M., Yuniarti and Dian Pawestri, W., *Investor Legitimate Expectation and Indirect Expropriation in Domestic Regulation Concerning the Application of Domestic Law Application*, Yuridika: Volume 37 No 2, May 2022, p. 462.

радноправни статус. У погледу ових прописа није оправдано да страни улагач очекује да измене неће наступити, пре свега јер је реч о веома осетљивој групи права, али и јер су државе у знатној мери условљене прилагођавањем друштвеним и економским приликама током времена, као и међународно преузетим обавезама државе пријемнице капитала и процесима који се одвијају, који је очекују, који су у току или у тренду. Ово је посебно значајно када се држава налази у стању нужде или пак у кризним периодима, великим преломним тренуцима када се одређене измене морају очекивати.²³

3. Заштита легитимних очекивања

Легитимним очекивањима страни улагачи за себе обезбеђују најпре правну сигурност, односно стабилност и континуитет у оствареном правном положају, а који се неминовно одражава и на економску вредност њиховог улагања. Страни улагач и држава пријемница капитала закључују инвестициони споразум, такозвани дијагонални споразум, о реализацији инвестиционог пројекта, који подразумева стицање права и обавеза за обе уговорне стране на дужи период. Међутим, оно што је посебно значајно за стране улагаче, јесте очување њиховог правног положаја или његово побољшање, док од нарушавања правне сигурности, а тиме и умањивања вредности свог улагања, настоје да се заштите на бројне начине. Овакво стање постоји јер при закључивању уговора о страном улагању, страни улагач и држава пријемница капитала наступају са различитих позиција. Страни улагач је субјект приватног права, док је држава пријемница капитала носилац јавне власти и свог сувереног права на регулацију. Право државе пријемнице капитала на регулацију подразумева коришћење њених законодавних овлашћења, те усвајање нових или измену постојећих правних прописа, чиме би страни улагач могао бити доведен у неповољнији правни положај. Од таквих активности државе пријемнице капитала страни улагач штити се управо кроз легитимна очекивања, односно стабилизационом клаузулом, клаузулом поштеног и правичног третмана, као и другим сродним принципима међународноправне заштите. Право државе на регулацију има пресудан значај у постављању ограничења заштите страних улагача пред арбитражним трибуналима.²⁴

Правна сигурност страних улагача не може се тумачити у апсолутном смислу. Наиме, држава пријемница капитала задржава своје право на регулацију, на промену законодавног оквира, али постоје одређене ограде у примени измењеног законодавства према страном улагачу. Уколико постоји стабилизациона клаузула, као изричита гаранција правне стабилности за

²³ Бабић, Д., *нав. чланак*, стр. 408.

²⁴ Levashova, Y., *The way forward in reforming the legitimate expectations test*, Columbia FDI Perspectives Perspectives on topical foreign direct investment issues, No. 346 December 12, 2022, p. 1.

страног улагача, без обзира на наступиле измене, оне се неће примењивати у креирању правног положаја страних улагача. Наспрам тога, уколико нема изричитих обећања државе да се правни положај страног улагача неће мењати, онда се страни улагач штити позивањем на легитимна очекивања, оправданост радњи државе и његова већ заснована уверења о правној сигурности, што се цени у сваком конкретном случају од стране арбитражног трибунала пред којим се води инвестициони спор. Уколико страни улагач буде успешнији у инвестиционом спору при доказивању својих тврдњи о повреди легитимних очекивања од стране државе пријемнице капитала, арбитражни трибунали при утврђивању одговорности државе, утврђују и компензацију страном улагачу на име накнаде штете.²⁵

Да би страни улагач могао остварити заштиту својих легитимних очекивања важно је да њиховом формирању приступи као рационална правни субјект. Даље то значи да ће арбитражни трибунали у утврђивању одговорности државе пријемнице капитала за предузету радњу узети у обзир околности које је страни улагач знао, али и оне које је могао и био дужан да зна.²⁶ Наиме, легитимна очекивања се морају формирати на основу објективних околности и информација, обавезујући стране улагаче да се упознају са садржином свих правних прописа који су транспарентни у држави пријемници капитала, односно који су јавно објављени и доступни, што би значило да на такве правне прописе држава пријемница капитала приликом закључивања уговора о страном улагању није дужна да страног улагача упозори. Страни улагач мора узети у обзир све информације, јавно доступне и приступачне њему у моменту доношења одлуке о реализацији инвестиционог пројекта у држави пријемници капитала.

Потреба заштите легитимних очекивања страних улагача настаје како би се сачували правни и економски положај страног улагача у ситуацији када држава пријемница капитала користи своја суверена овлашћења и има потребу да измени свој законодавни оквир који регулише и положај страног улагача који послује на њеној територији.²⁷ Реч је о измени правног оквира на коме је страни улагач засновао своја легитимна очекивања, а која се пре свега везују за исплативост улагања имајући у виду да је стицање профита примарни мотив страних улагача. Легитимна очекивања страних улагача не могу утицати на остваривање законодавних овлашћења државе, на доношење нових и измену постојећих правних аката у циљу прилагођавања новонасталим околностима.²⁸

²⁵ Zeyl, T., *Charting the wrong course: the doctrine of legitimate expectations in investment treaty law*, *Legitimate expectations in investment treaty law*, *Alberta Law Review* (2011) 49:1, p. 206.

²⁶ Јовановић, М., *нав. дело*, стр. 237.

²⁷ Ђундић, П., *Легитимна очекивања ...*, стр. 337.

²⁸ Малетић, К., *Међународно инвестиционо право и заштита радних права: стандард поштеност и правичност третмана и индиректна експропријација у светлу измена радноправних прописа државе домаћина*, *Право и привреда*, бр. 1/2021, стр. 39.

Но, ипак, држава не сме прелазити своје уобичајене регулаторне функције и мењати правни оквир преко дозвољених ограничења и са намером да страног улагача доведе у неповољнији правни положај.²⁹ Заправо, међународним уговорима, који дефинишу страна улагања и улагачки положај, не гарантује се апсолутна правна стабилност и непроменљивост правног режима, већ држава пријемница капитала и даље задржава своја права да мења регулаторни режим за страна улагања на својој територији.³⁰ Законодавна овлашћења државе пријемнице капитала су њена привилегија, тј. њено неотуђиво право, кога не може бити лишена, те страни улагач мора очекивати да ће се њен правни систем мењати протеком времена и променом друштвених околности, да ће се усавршавати и напредовати, али при том страни улагачи могу основано очекивати да држава пријемница капитала неће према њима поступати непоштено и неправично. Да би се утврдило постоји ли повреда легитимних очекивања неопходно је упоредити стање које је постојало пре доношења одлуке о реализацији инвестиције и стање које постоји у тренутку увођења промене од стране државе пријемнице капитала, а које утиче на вредност улагања.³¹

Легитимна очекивања, као кључни елемент стандарда поштеност и правичност третмана, и потреба њихове заштите, везују се за наступање промена у правном поретку државе пријемнице капитала.³² Пре доношења одлуке о реализовању своје инвестиције на територији државе пријемница капитала, страни улагач мора сагледати правне прописе који регулишу његов правни положај, узети у обзир све гаранције и обећања које му даје држава пријемница капитала, размотрити политички ризик и економске факторе, који се могу одразити на вредност саме инвестиције. На тако сагледаним чињеницама страни улагач заснива своја очекивања да ће се вредност његовог улагања у држави пријемници капитала очувати. Уколико држава пријемница капитала својима активностима доведе до измене његовог правног положаја, бива умањена вредност страног улагања, а самим тим и изневерена оправдано и на објективним чињеницама заснована очекивања. Наиме, да су околности биле другачије, вероватно би и легитимна очекивања страног улагача била другачија, па је питање да ли би инвестиција била и реализована.³³

Фактички, легитимна очекивања и њихова заштита на међународном нивоу, представљају очување правне сигурности, а кроз њу и остварење начела владавине права, као основног правног принципа. Легитимна очекивања заправо подразумевају понашање државе пријемнице капитала у складу са

²⁹ Исто.

³⁰ Бабић, Д., *нав. чланак*, стр. 407.

³¹ Krzykowski, M., Mariański, M., Zięty, J., *Principle of reasonable and legitimate expectations in international law as a premise for investments in the energy sector*, Int Environ Agreements, 2020, p. 4, доступно на: <https://d-nb.info/1211168638/34>, 5.2.2025.

³² Ђундић, П., *Легитимна очекивања ...*, стр. 337.

³³ Исто, стр. 338.

обавезама преузетим према страном улагачу, односно у складу са правним прописима који регулишу његов правни положај. Но, не треба изгубити из вида ни интерес државе пријемнице капитала, у складу са чиме арбитражни трибунали при доношењу одлуке и процени садржине клаузуле поштеног и правичног третмана морају тежити постизању баланса, равнотеже између интереса страног улагача и интереса државе пријемнице капитала. Арбитражна већа константно морају вагати између разумних очекивања страних улагача и регулаторних права државе пријемнице капитала.³⁴ Ово је пре свега важно када се тумаче очекивања страног улагача и постави питање да ли је свако улагачко очекивање оправдано. Држава пријемница капитала са своје стране у циљу подстицања прилива страног капитала се обавезује на одређено поступање према страном улагачу, док страни улагач такве гаранције користи и формира очекивања да ће обећање државе пријемнице капитала бити испуњено.³⁵ Позивањем на клаузулу о поштену и правичну третману у инвестиционим споровима, страни улагачи су арбитражним трибуналима поставили посебне задатке, а који се односе на процену јесу ли очекивања, чију заштиту траже, била легитимна. У таквом стању ствари и поступању, арбитражна пракса показује још већи значај у креирању оквира међународног инвестиционог права и то проценом јесу ли одређене радње државе пријемнице капитала у складу са захтевима конзистентности и транспарентности.³⁶ Неопходно је ценити не само потребу за правичним и фер третманом страног улагача, већ и потребу државе пријемнице капитала да у свој правни систем уведе одређену измену која би регулисала положај страног улагача.³⁷

Уколико у уговору о страном улагању или у законодавном оквиру државе пријемнице капитала постоји стабилизациона клаузула страни улагач бива изричито заштићен од промене у правним прописима државе пријемнице капитала. Када нема стабилизационе клаузуле, а у билатералним или мултилатералним инвестиционим споразумима постоји клаузула поштеног и правичног третмана, страни улагач уколико сматра да му је нарушена вредност улагања може позивањем на њу покренути инвестициони спор и заштити своја легитимна очекивања. Легитимна очекивања страног улагача подразумевају предвидљивост и транспарентност правних прописа и њихове садржине, али не и њихову непроменљивост.³⁸ Очекивања страног улагача не смеју се базирати на неутемељеним и неоправданим чиниоцима, те не смеју бити претерана. Страни улагач своја очекивања заснива заправо на поступању државе

³⁴ Бабић, Д., *нав. чланак*, стр. 407.

³⁵ Павићевић, В., *Утицај инвеститора као недржавних актера у међународном праву*, Зборник радова: Недржавни актери у међународном праву, Београд, 2020, стр. 298.

³⁶ Мухаремовић, М., *Ограничење регулацијске функције државе путем међународних инвестицијских уговора*, Зборник радова Правног факултета у Сплиту, год. 56, бр. 3/2019, стр. 726.

³⁷ Бабић, Д., *нав. чланак*, стр. 407.

³⁸ Малетић, К., *нав. чланак*, стр. 39.

пријемнице капитала у доброј вери, уздајући се да држава при предузимању неке активности која подразумева измене правног режима поступа водећи се јавним интересом, без намере да страном улагачу при томе нанесе штету. Рационални улагачи у обзир узимају све расположиве чињенице, како оне које се везују за претходне догађаје, тако и оне које тек предстоје, без обзира на повољност њиховог утицаја по исплативост улагања. Само уколико тако базира своја очекивања, она ће бити оправдана, те ће активности државе пријемнице капитала и промене правног положаја, минимално утицати на саму реализацију инвестиционог пројекта. Уколико држава предузима одређену меру водећи се искључиво јавним интересом, без намере да угрози страног улагача, онда нема повреде легитимних очекивања.³⁹

Заштита легитимних очекивања у тесној је вези са обавезом државе пријемнице капитала на транспарентно поступање према страном улагачу, што подразумева објављивање правних аката и њихове примене према страном улагачу. Наиме, управо ова обавеза државе пријемнице капитала омогућава страном улагачу да се упозна са правним оквиром и оформи своја легитимна очекивања.⁴⁰ За утврђивање да ли је дошло до повреде легитимних очекивања од значаја је и моменат који се сматра тренутком формирања легитимних очекивања, о чему треба да одлучи арбитражно веће које води спор. Према доминантном схватању у арбитражној пракси легитимна очекивања сматра се да настају на основу услова који су постојали у време почетка инвестирања, што је време доношења одлуке о инвестирању.⁴¹

4. Закључак

Легитимна очекивања страних улагача су кључни део клаузуле поштеност и правичност третмана са основном сврхом да обезбеде правну сигурност и економску стабилност за стране улагаче у држави пријемници капитала. Очекивања страних улагача заснивају се на законодавном оквиру државе пријемнице капитала са којим је страни улагач упознат, као и на обећањима, гаранцијама и изјавама, посредним или непосредним, од стране државе пријемнице капитала, а који могу омогућити да страни улагач нешто може основано очекивати у периоду реализације свог инвестиционог пројекта. Легислативна активност државе пријемнице капитала и даље остаје њено суверено право, које се не може ни умањити нити ограничити, те држава пријемница капитала упркос свим обећањима и гаранцијама које даје страном улагачу остварује своје право на регулацију. Страни улагач се једино може

³⁹ Бабић, Д., *нав. чланак*, стр. 408.

⁴⁰ Ђундић, П., *Обавеза транспарентног понашања државе пријема улагања према страном улагачу*, Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, бр. 4/2016, стр. 1343.

⁴¹ Ракић, Г., *нав. дело*, стр. 210.

заштити од примене измењених правних прописа на регулисање његовог правног положаја и то само оних правних прописа који су или изричито наведени у дијагоналном споразуму или оних правних прописа чија измена директно задире у права и обавезе улагача на неповољнији начин, што се директно одражава на умањивање вредности страног улагања. Но, и тада, да би наступила заштита и његова очекивања била оцењена као оправдана од стране арбитражног трибунала, неопходно је да се држава пријемница капитала изјавама, гаранцијама, правним прописима или уговорним клаузулама обавезала да правни режим страног улагача неће мењати. У свим осталим ситуацијама, за процену легитимности очекивања морају се сагледати све околности које чине инвестицију климу државе пријемнице капитала, правне, политичке, друштвене, економске, као и обавезе државе на међународном плану.

У савременим условима пословања, које карактерише дигитализација и широк домен употребе вештачке интелигенције, улагачка очекивања се поред заснивања на објективизираним чињеницама, морају базирати и на свим оним претпоставкама и информацијама које је на својим крилима донело дигитално окружење, не би ли била процењена као легитимна. Дигитално доба не подиже праг објективности, нити релевантности фактора и изјава у држави пријемници капитала, већ чини лакше и брже доступним одређене информације страним улагачима. У таквом стању ствари страни улагачи више се не могу правдати да нису имали одређених сазнања, да поједини правни прописи им нису били доступни или да наступање одређених догађаја им није било познато. Дакле, у заснивању легитимних очекивања и начину њихове заштите и процене, дигитална ера ништа не мења, али неминовно подиже праг опрезности страних улагача, ниво доступних информација, олакшава степен процене ризика, улагаче чинећи рационалнијим, а процену угрожености улагачких интереса ефикаснијом.

*Jovana Brašić Stojanović, Ph.D., Assistant Professor
Faculty of Law, University of Kragujevac*

LEGITIMATE EXPECTATIONS OF FOREIGN INVESTORS IN THE AGE OF DIGITALIZATION

Summary

International legal protection of foreign investors is achieved through numerous principles, tenets and contractual clauses that are an integral part of a wide network of multilateral and bilateral investment agreements. Legitimate expectations of foreign investors are an indispensable element of the principle of fair and equitable treatment through which foreign investors protect their legal position in the country

receiving capital. Before making a decision to invest in the territory of the country receiving the capital, a foreign investor considers the business environment, the investment climate, all microeconomic and macroeconomic factors that may affect the profitability of the investment, the political environment, the degree of uncertainty and the occurrence of political risks, as well as the legal system, relying on the legal acts in force at the time of making the investment decision. All these non-commercial risks shape the conditions in which the foreign investor will operate. Relying on the existing economic situation, the political environment and the rights acquired on the basis of positive legal regulations, the foreign investor actually forms his legitimate expectations. The expectations formed in this way provide him with legal certainty and stability, and the principles, the basic element of which is legitimate expectations, also ensure their procedural legal protection. The subject of the analysis in the paper is the formation of legitimate expectations of foreign investors and the method of their protection in the event of possible violations, with special attention to their basis and subject matter in the face of the challenges posed to foreign investors by the digital age.

Key words: legitimate expectations, legal certainty, non-commercial risks, fair and equitable treatment.

Литература

- Бабић, Д., *Правичан и поштен третман улагања у међународном инвестицијском праву*, Зборник Правног факултета у Загребу, вол. 62, бр. 1-2/2012.
- Ђундић, П., *Легитимна очекивања као елемент стандарда поштеног и правичног третмана страних улагања у арбитражној пракси*, Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, бр. 2/2014.
- Ђундић, П., *Обавеза транспарентног понашања државе пријема улагања према страном улагачу*, Зборник радова Правног факултета у Новом Саду, бр. 4/2016.
- Zaidun, M., Yuniarti and Dian Pawestri, W., *Investor Legitimate Expectation and Indirect Expropriation in Domestic Regulation Concerning the Application of Domestic Raw Application*, Yuridika: Volume 37 No 2, May 2022.
- Zeyl, T., *Charting the wrong course: the doctrine of legitimate expectations in investment treaty law*, Legitimate expectations in investment treaty law, Alberta Law Review, 49(1)/2011.
- Јовановић, М., *Материјалноправни стандарди третмана страних директних улагања*, Београд, 2024.
- Krzykowski, M., Mariański, M., Zięty, J., *Principle of reasonable and legitimate expectations in international law as a premise for investments in the energy sector*, Int Environ Agreements, 2020, доступно на: <https://d-nb.info/1211168638/34>, 5.2.2025.

- Levashova, Y., *The way forward in reforming the legitimate expectations test*, Columbia FDI Perspectives Perspectives on topical foreign direct investment issues, No. 346 December 12, 2022.
- Малетић, К., *Међународно инвестиционо право и заштита радних права: стандард поштеност и правичност третмана и индиректна експропријација у светлу измена радноправних прописа државе домаћина*, Право и привреда, бр. 1/2021.
- Matos, S., *Investor Due Diligence and Legitimate Expectations*, Journal of World Investment & Trade (2021).
- Мухаремовић, М., *Ограничење регулацијске функције државе путем међународних инвестицијских уговора*, Зборник радова Правног факултета у Сплиту, год. 56, бр. 3/2019.
- Павићевић, В., *Утицај инвеститора као недржавних актера у међународном праву*, Зборник радова: Недржавни актери у међународном праву, Београд, 2020.
- Potestà, M., *Legitimate expectations in investment treaty law: Understanding the roots and the limits of a controversial concept*, Pre-Print version Final version published in 28 ICSID Review (2013) 88-122, доступно на: <https://lk-k.com/wp-content/uploads/potesta-legitimate-expectations-inv.-treaty-law-2013.pdf>
- Ракић, Г., *Поштен и правичан третман страних улагача као правни стандард у међународном инвестиционом праву*, докторска дисертација, Нови Сад, 2019.
- Рилаковић, И., *Једнак и равноправан третман страних улагача*, Гласник Адвокатске коморе Војводина, год. 86, књ. 74, бр. 4/2014.
- Sallam, K., *Investor's Legitimate Expectations Under the Fair and Equitable Standard. Should They Be Protected*, Legal and Practical Obstacles, Master Programme in Investment Treaty Arbitration Master's Thesis 15 ECTS, UPPSALA UNIVERSITET, Department of Law, 2017.