

**В.В. Поєдинок**

**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ  
ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ:  
ТЕОРЕТИЧНІ ПРОБЛЕМИ**

*Монографія*

Ніжин  
«Видавництво «Аспект-Поліграф»  
2013

УДК  
ББК

П46

*Рекомендовано до друку Вченою радою  
юридичного факультету Київського національного  
університету імені Тараса Шевченка  
(протокол № 4 від 17 грудня 2012 р.)*

**Рецензенти:**

**О.М. Вінник** – член-кореспондент НАПрН України, доктор юридичних наук, професор кафедри господарського права юридичного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

**Ю.Д. Прутика** – доктор юридичних наук, професор кафедри господарського права юридичного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка;

**Ю.Є. Атаманова** – доктор юридичних наук, доцент, заступник директора з наукової роботи Науково-дослідного інституту правового забезпечення інноваційного розвитку НАПрН України

**Поєдинок В.В.**

П46 Правове регулювання інвестиційної діяльності: теоретичні проблеми : монографія / В.В. Поєдинок. – Ніжин : ТОВ «Видавництво «Аспект-Поліграф», 2013. – 480 с.

ISBN \_\_\_\_\_

Монографія є першим у вітчизняному правознавстві комплексним дослідженням теоретичних проблем інвестиційної діяльності, проведеним з позицій науки господарського права.

У монографії розглянуті: проблеми визначення поняття інвестицій у праві; критерії та методологічне значення класифікації інвестицій; правові особливості інвестиційної діяльності як виду господарської діяльності; поняття, особливості та структура інвестиційних правовідносин; специфічні риси інвестиційного права як підгалузі господарського права України. Досліджена проблематика регулювання інвестиційної діяльності: державного, саморегулювання (на прикладі інвестиційного договору) та міжнародно-правового. Виділені основні напрями та обґрунтовані пропозиції щодо вдосконалення правового забезпечення інвестиційної діяльності.

Для науковців, викладачів, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів, юристів-практиків.

**УДК  
ББК**

ISBN \_\_\_\_\_

© Поєдинок В.В., 2013

## ЗМІСТ

<b>Перелік умовних скорочень</b> .....	4
<b>Передмова</b> .....	5
<b>РОЗДІЛ I. Інвестиційне право в системі права України</b> .....	8
1.1. Проблеми визначення поняття інвестиції в праві .....	8
1.2. Класифікація інвестицій: критерії і методологічне значення .....	37
1.3. Інвестиційна діяльність як вид господарської діяльності .....	65
1.4. Інвестиційні правовідносини: поняття, особливості, структура .....	93
1.5. Інвестиційне право як підгалузь господарського права України .....	119
<b>РОЗДІЛ II. Регулювання інвестиційної діяльності</b> .....	145
2.1. Поняття та економіко-правові підстави державного регулювання інвестиційної діяльності. Моделі державної інвестиційної політики .....	145
2.2. Проблеми формування системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності .....	179
2.3. Правові засоби державного регулювання інвестиційної діяльності .....	198
2.4. Інвестиційний договір як засіб саморегулювання інвестиційної діяльності .....	227
2.5. Загальна характеристика міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності .....	257
<b>РОЗДІЛ III. Окремі напрями вдосконалення правового забезпечення інвестиційної діяльності</b> .....	282
3.1. Правові режими інвестиційної діяльності .....	282
3.2. Правове забезпечення державної підтримки інвестиційної діяльності .....	308
3.3. Правове регулювання примусових вилучень інвестицій ...	335
3.4. Забезпечення стабільності правових умов здійснення інвестиційної діяльності .....	362
3.5. Правові механізми вирішення інвестиційних спорів між іноземними інвесторами та державою .....	387
<b>Висновки</b> .....	416
<b>Список використаних джерел</b> .....	430

## ПЕРЕЛІК УМОВНИХ СКОРОЧЕНЬ

АСІ – агентство сприяння інвестуванню  
ГАТТ – Генеральна угода з тарифів і торгівлі  
ГАТС – Генеральна угода з торгівлі послугами  
ГК – Господарський кодекс України  
ДЕХ – Договір до Енергетичної хартії  
ДІУ – двостороння інвестиційна угода  
ЄК – Європейська комісія  
ЄКПЛ – Європейська конвенція про права людини  
ЄС – Європейський Союз  
ЄСПЛ – Європейський суд з прав людини  
МВФ – Міжнародний валютний фонд  
МІУ – міжнародна інвестиційна угода  
МЦВІС – Міжнародний центр з вирішення інвестиційних спорів  
НАФТА – Північноамериканська угода про вільну торгівлю  
ОЕСР – Організація економічного співробітництва і розвитку  
СЕЗ – спеціальна економічна зона  
СОТ – Світова організація торгівлі  
ТРІМ – пов’язаний з торгівлею інвестиційний захід  
Угода СКЗ – Угода про субсидії та компенсаційні заходи  
Угода ТРІМс – Угода про пов’язані з торгівлею інвестиційні заходи  
ЦК України – Цивільний кодекс України  
ЮНКТАД – Конференція ООН з торгівлі та розвитку  
ЮНСІТРАЛ – Комісія ООН з права міжнародної торгівлі

## ПЕРЕДМОВА

Динамічне здійснення інвестиційної діяльності є необхідною умовою для забезпечення стійкого економічного зростання, утвердження передового технологічного укладу, створення робочих місць, соціального спрямування ринкової економіки. Невід'ємною складовою сприятливого інвестиційного клімату є належне правове регулювання інвестиційних відносин на засадах збалансування приватних інтересів інвесторів щодо отримання бажаної віддачі від капіталовкладень та різноманітних і різнорівневих публічних інтересів.

Потреба суттєвого удосконалення правового забезпечення інвестиційної діяльності в Україні очевидна, зокрема, з огляду на хронічне недофінансування вітчизняної економіки за рахунок як внутрішніх, так і зовнішніх джерел, переважно екстенсивний характер її розвитку, значні масштаби відпливу капіталів за кордон. Попри надзвичайну різноманітність інвестиційних відносин, їх успішне регулювання вимагає формування у доктрині та втілення у державній інвестиційній політиці цілісної парадигми інвестиційно-правового регулювання, чіткого усвідомлення його призначення (завдань), регулятивної специфіки і унікального місця в сучасній системі інституціональних координат.

У цій роботі ми не ставили за мету всебічно і детально висвітлити правові особливості конкретних видів інвестиційних відносин залежно від видів інвестицій, форм інвестиційної діяльності чи правового статусу інвесторів. Така мета не могла б бути реалізована в рамках одного дослідження; крім того, навряд чи була б виправданою, зважаючи на наявність великої кількості спеціальних наукових розробок численних аспектів інвестиційно-правової проблематики (як-от: правові поняття інвестицій та інвестиційної діяльності, інвестиційний договір, режим іноземного інвестування, спеціальні режими господарювання, правове забезпечення інноваційної діяльності, правове регулювання інвестицій в будівництві та ін.). Швидше, ми намагалися обґрунтувати загальну концепцію інвестиційного права як нормативної основи здійснення інвестиційної діяльності, підкреслити особливості, що визначають його своєрідність як елемента

системи права, виділити найбільш суттєві проблеми, вирішення яких є критично значущим для формування сприятливого інвестиційного середовища.

При цьому ми вважали за потрібне враховувати наступні принципи чинники:

- економічні витoki категорії «інвестиція», нерозривний зв'язок її з іншою фундаментальною економічною категорією *капіталу* (капітал як *фонд*, вартість якого може бути визначена у певний момент часу, інвестиції як зміни у капіталі, що відбуваються протягом певного періоду в часі, – тобто, як *потік*). Цим визначаються: по-перше, використання у роботі результатів економічних наук, передусім тих, що приділяють увагу впливу соціальних регуляторів на економічні процеси, як-от неоінституціоналізм та економіка права; по-друге, авторське розуміння інвестиційного права як системи правових норм, що регулюють *відносини, пов'язані з рухом капіталів*;

- глобальний характер сучасного світового господарства, в силу якого правовий простір, де здійснюється регулювання інвестиційної діяльності, характеризується складною взаємодією і взаємопроникненням двох шарів (рівнів) регулювання – національно-правового та міжнародно-правового.

Приділяючи значну увагу міжнародно-правовим джерелам регулювання інвестиційних відносин, що обумовлене і особливостями предмету такого регулювання (значна кількість інвестиційно-правових понять, концепцій і підходів, які наразі використовуються вітчизняним законодавцем, мають міжнародно-правове походження), ми, тим не менше, відмежовуємося від поширеного підходу, згідно з яким у міжнародному праві вбачають беззаперечний «взірець» для національного. Такий підхід не є виправданим, оскільки міжнародно-правові дисципліни, що обслуговують приватні інтереси іноземних інвесторів, здатні виступати загрозою регуляторній свободі приймаючої держави, перешкодою для реалізації легітимних цілей державної політики. Крім того, за багатьма оцінками, сучасне міжнародне інвестиційне право перебуває у стані «кризи легітимності» з огляду на його фрагментацію, невизначеність змісту базових стандартів захисту інвестицій та непослідовну практику міжнародних інвестиційних арбітражів.

Зазначені чинники підкреслюють необхідність дослідження і вирішення проблем правового регулювання інвестиційної діяльності на основі методології, орієнтованої на гармонізацію інтересів інвесторів та потреб сучасної регуляторної держави з наголосом на економічній ефективності регулювання. У правовій системі України галуззю права, якій властива така методологія, є господарське право як публічно-приватна галузь, складовою якої слід вважати інвестиційне право. Цим обумовлений розгляд проблематики правового регулювання інвестиційної діяльності з господарсько-правових позицій.

Авторка висловлює щирю подяку науковому консультанту – академіку Національної академії правових наук України, професору, доктору юридичних наук Валентину Степановичу Щербині та всьому колективу кафедри господарського права юридичного факультету Київського національного університету імені Тараса Шевченка за допомогу і підтримку під час написання цієї роботи.

# РОЗДІЛ І

## ІНВЕСТИЦІЙНЕ ПРАВО

### В СИСТЕМІ ПРАВА УКРАЇНИ

#### 1.1. Проблеми визначення поняття інвестиції в праві

Правове регулювання інвестиційної діяльності є відносно новим об'єктом наукового інтересу у вітчизняному правознавстві. Це пов'язано з тим, що сам термін «інвестиція» належить до лексику передусім ринкової економіки. Втім, вже на сьогодні накопичився великий масив спеціальних досліджень з інвестиційно-правової проблематики, виконаних з позицій низки галузевих правових наук – господарського, цивільного, міжнародного приватного та публічного, фінансового права [6; 8; 13; 18; 21; 22; 29; 38; 50; 56; 57; 58; 69; 71; 82; 85; 88; 90; 92; 97; 99; 131; 143–164; 166; 176; 269; 271; 273; 275; 280; 299–301; 307], що свідчить про гостру актуальність та значний академічний потенціал розглядуваних питань, а також об'єктивно відбиває стан сучасного інвестиційного законодавства України, яке, особливо його публічно-правова складова, являє собою розгалужену, внутрішньо багатofункціональну структуру з обширним нормативно-правовим масивом [56, с. 3].

Традиційно розгляд проблем правового забезпечення інвестиційної діяльності розпочинають з визначення змісту поняття «*інвестиція*». Такий акцент є цілком виправданим, оскільки поняття «інвестиція» має смисло- та структуроутворююче значення для спеціального правового регулювання інвестиційних відносин, його обсяг визначає межі дії спеціального інвестиційного законодавства за колом правовідносин. Загальною тенденцією у юридичній літературі є констатація економічних витоків категорії інвестиції, а відтак – і необхідності врахування економічної сутності цього явища у його правовому визначенні.

У господарсько-правовій науці потребі забезпечення взаємодії права та економіки загалом приділяється значна увага. Так, В.С. Мартемьянов писав: «Напевно, в галузі господарського права, як в жодній іншій, завжди необхідно визначати реальний економічний зміст кон-



кретного правовідношення, адекватно перекладати його на мову права» [110, с. 35]. Про плідність використання результатів економічних досліджень у вирішенні правових проблем зазначає і В.К. Мамутов: «Подібне поєднання... забезпечує переведення економічних висновків на юридичну мову, на мову правових норм. Це надає результатам економічних досліджень закінченої форми, забезпечує їх втілення у «робочі креслення». Тим самим значно полегшується перехід від висновків загального характеру, від постановки питань до доведених до конкретного рівня проектів нормативних актів. Водночас такі проекти отримують надійне економічне обґрунтування, економічну оцінку» [109, с. 57]. У свою чергу, Г.Л. Знаменський вказує, що пізнання економічних законів, теоретичне їх освоєння мають стати органічним завданням науки господарського права і практичної діяльності зі створення й реалізації норм права [59, с. 25].

Сучасний період розвитку суспільних наук характеризується посиленням їх взаємозв'язків і взаємодії, спільним використанням отриманих дослідницьких результатів і, врешті-решт, виникненням на цьому ґрунті нових напрямків наукових досліджень чи навіть самостійних наукових дисциплін. Особливої уваги в цьому плані заслуговує *економіка права* (синоніми – *економічний аналіз права, економічна теорія права; англ. Law & Economics*) – інтегративна наукова дисципліна, що передбачає застосування економічних підходів (передусім, підходу з позиції раціонального вибору [417, с. 384]) до вирішення правових проблем. Економіка права може бути визначена як «застосування економічної теорії та економетричних методів для дослідження формування, структури, процесів та впливу права та правових інституцій». Вона розглядає правові інституції не як дані за межами економічної системи, а як змінні всередині її, і відслідковує наслідки їхньої зміни для інших елементів системи. В економічному аналізі права правові інституції постають як опції вибору, які потребують пояснення [434, с. 65].

З-поміж вчених-господарників на необхідність використання напрацьованої дисципліни в господарсько-правовій методології звертає увагу В.В. Джунь, який, зокрема, зазначає, що відповідно до методологічних положень економічної теорії права господарське законодавство має розглядатися з точки зору його здатності більш або менш результативно стимулювати господарюючих

агентів ефективно використовувати обмежені та економічно цінні ресурси, а оцінка проектів реформи господарського законодавства повинна здійснюватися через критерій наявності чи відсутності стимулів у запропонованих нормативних інноваціях [44, с. 167–168].

На нашу думку, положення економіки права можуть бути плідно використані при розробці і впровадженні заходів правового регулювання інвестиційної діяльності та при вирішенні конфліктів між суб'єктами цієї діяльності. У цій роботі використовуються такі робочі поняття та концепції економіки права, як: асиметрична інформація, дилема ув'язненого, екстерналії та інтерналізація екстерналій, моральний ризик, неповнота договору (контракту), опортуністична поведінка, рентоорієнтована поведінка, специфічність інвестицій, трансакційні витрати та ін.

Разом з тим, як справедливо зауважує О.П. Подцерковний, не всі економічні властивості тих чи інших явищ знаходять підтвердження в праві, тобто існує проблема співвідношення правової форми та економічного змісту таких явищ, що відображає розбіжність суб'єктивного та об'єктивного у правовому регулюванні [141, с. 109–110]. Необхідно також підкреслити, що використання результатів економічних наук стосується методології правового дослідження, тимчасом як питанню про метод передують питання про предмет цього дослідження. У рамках самої економіки права існує консенсус навколо твердження нобелівського лауреата Г. Беккера (1976 р.), згідно з яким економічну науку слід визначати за методом, а не за предметом дослідження (таким методом є теорія раціонального вибору) [417, с. 384]. Втім, навіть побіжний огляд економічних вчень про інвестиції дає змогу зробити висновок про відсутність загальноприйнятого розуміння інвестицій в економічних науках. Як вказує відомий вітчизняний економіст І.А. Бланк, наукова думка дотепер не напрацювала універсальне визначення інвестицій, яке відповідало б потребам як теорії, так і практики, а також було б адекватним з позицій конкретного суб'єкта їх здійснення<sup>1</sup> [12, с. 9].

---

<sup>1</sup> Прикметно, що така сама невизначеність в економічній думці має місце і щодо рушійних чинників інвестиційних процесів. Широко цитованими є слова лауреата Нобелівської премії з економіки 1989 р. Т. Хаавельмо: «Якби ми могли більше знати про детермінанти інвестицій! Але, на жаль, наше

## Економічна сутність інвестицій

З економічної точки зору поняття інвестицій пов'язане з поняттям «капітал», яке, у свою чергу, відзначається багатоваріантністю визначень («...Коли економісти дійдуть згоди щодо теорії капіталу, невдовзі вони дійдуть згоди щодо будь-чого іншого. На щастя тих, кого приваблює різноманітність поглядів і переконань, це дуже малоймовірно. По суті, наразі немає згоди навіть щодо того, чого стосується цей предмет» [339, с. vii]). У класичній економічній теорії капітал є одним із трьох факторів виробництва поряд з землею та працею (варіантом є виокремлення четвертого фактору – підприємницького таланту). За визначенням А. Сміта, капітал – це «запас продуктів різного роду, достатній для утримання її [людини] та постачання їй необхідних для її роботи матеріалів і знарядь» [276, с. 203]. У системі понять класичної економічної теорії капітал характеризується трьома суттєвими рисами: по-перше, це продукт минулої праці, на відміну від природних факторів виробництва: праці та землі (природи); по-друге, це виробничий або товарний запас, на відміну від запасів для безпосереднього споживання; і нарешті, це джерело доходу, на відміну від накопичень предметів розкоші [96, с. 11]. Інвестиції в класичній економічній теорії є виробництвом збільшеного капіталу<sup>2</sup>.

---

знання у цьому напрямку все ще дуже вбоге. Варто запитати, що не так з теорією інвестицій? Або, може: що не так з самим об'єктом? Можливо, ця змінна – центр сучасної макроекономіки – надто довго кочувала різними розділами економічної теорії... Можливо, з нею погано поводитися» [395, с. 3].

<sup>2</sup> Згідно з уявленнями А. Сміта, капітал може використовуватися двома різними способами, щоб приносити дохід або прибуток своєму володільцю. По-перше, він може бути використаний на виробництво, переробку або купівлю товарів з метою перепродажу їх з прибутком. Капітал, використовуваний таким чином, не приносить доходу, або прибутку, своєму власникові, допоки залишається в його володінні або зберігає свою попередню форму. Такого роду капітали можна назвати оборотними капіталами. По-друге, капітал може бути використаний на покращення землі, на купівлю корисних машин та інструментів або інших предметів, які приносять дохід, або прибуток, без переходу від одного власника до іншого або без подальшого обігу. Такі капітали можна назвати основними [276, с. 205–206].

Положення класичної економічної теорії були запозичені панівною і на сьогодні неокласичною економічною теорією з наступним уточненням розуміння капіталу як *фонду (stock)*, вартість якого може бути визначена у певний момент часу. Натомість інвестиції описуються як зміни у капіталі, що відбуваються протягом певного періоду в часі, – тобто, як *потік (flow)*<sup>3</sup>.

Однією з принципових особливостей економічного поняття інвестицій є неспівпадіння його обсягу в макроекономічному та мікроекономічному аспектах. Характерною ознакою інвестицій *на макрорівні* є продуктивний характер цієї категорії. Так, Дж. Кейнс визначав інвестиції як «поточний приріст цінності капітального майна в результаті виробничої діяльності даного періоду» [70, с. 64]. Сучасні американські економісти К.Р. Макконнелл та С.Л. Брю характеризують інвестиції як «витрати на виробництво і накопичення засобів виробництва та збільшення матеріальних запасів» [105, с. 910]. У цих визначеннях інвестиції розглядаються як механізм (спосіб) збільшення продуктивних ресурсів суспільства. Фактично вони звужують поняття інвестування до виробничого (реального) інвестування. За такого тлумачення вкладення капіталу в цінні папери, банківські депозити вже не можна відносити до інвестицій, оскільки не відбувається збільшення продуктивних ресурсів суспільства [61, с. 19].

*Мікроекономічний підхід* відрізняється більш широким трактуванням інвестицій як будь-якого вкладення капіталу, спрямованого на його приріст. Він визначає основною ознакою інвестицій не

---

<sup>3</sup> Цю позицію можна вважати домінуючою, але не безспірною з огляду на дискусійність розмежування економічних теорій капіталу та інвестицій. Таке розмежування перебуває у залежності від розуміння власне капіталу. Деякі авторитетні автори (як-от І. Фішер) розглядають увесь капітал як оборотний, тобто такий, що повністю споживається в межах даного періоду. У цьому випадку неможливим є перенесення капіталу, накопиченого у попередньому періоді, до наступного періоду, що зумовлює тотожність теорії капіталу і теорії інвестицій. У разі ж, коли визнається існування основного капіталу, беруться до уваги два різних рішення – про обсяг капіталу і обсяг інвестицій. Перше стосується бажаного розміру фонду капіталу, друге – бажаного рівня інвестиційного потоку. Хоч прийняття одного рішення неминуче впливатиме на інше, тим не менше, ці рішення не зводитимуться одне до одного [525].

характер вкладень, а зв'язок інвестицій зі збільшенням капіталу (отриманням доходу). «Інвестувати означає розлучитися з грошима сьогодні, щоб отримати більшу їх суму в майбутньому» [310, с. 1]. Таким чином, те, що для окремого інвестора на мікрорівні є інвестицією, наприклад, придбання будівлі, цінних паперів на вторинному ринку, не підпадає під поняття інвестиції на макрорівні, оскільки у цьому разі не відбувається приросту засобів виробництва і матеріальних запасів, тобто не відбувається приросту капіталу в цілому [61, с. 21].

Слушним є зауваження російської вченої О.М. Антипової, дане при характеристиці економічних визначень інвестицій з точки зору можливостей використання їх у правознавстві: «Визначення, дані щодо одного з видів інвестицій, які відбивають його специфічні особливості, при вилученні їх з контексту можуть надати хибне враження про інвестиції в цілому. Така помилка призводить до необґрунтованої критики існуючих понять інвестицій» [6, с. 6].

З вищесказаного випливає, що юридичне поняття інвестиції навряд чи може слугувати «віддзеркаленням» деякої усталеної універсальної економічної категорії, оскільки останньої не існує. Не дивно, що юридична наука стикається зі значними труднощами при формулюванні дефініцій як власне поняття інвестиції, так і похідних від нього понять (інвестиційна діяльність, інвестор тощо). Розглянемо особливості визначення поняття інвестицій: у законодавстві України; у міжнародно-правових документах; у юридичній літературі.

### **Поняття інвестицій у законодавстві України**

У законодавстві України термін «інвестиція» вживається у трьох значеннях:

- **інвестиція як внесок інвестора в об'єкт інвестиційної діяльності.** Згідно зі ст. 1 Закону України від 18 вересня 1991 р. «Про інвестиційну діяльність» [213] *інвестиціями* є усі види майнових та інтелектуальних цінностей, що вкладаються в об'єкти підприємницької та інших видів діяльності, в результаті якої створюється прибуток (доход) або досягається соціальний ефект. Це визначення було дослівно запозичене вітчизняним законодавцем з Основ законодавства про інвестиційну діяльність в СРСР, прийнятих Верховною Радою СРСР 10 грудня 1990 р. [134]. За його змістом родовим

поняттям для інвестицій виступило поняття майнових та інтелектуальних цінностей. Додатковою ознакою, що виокремлює інвестиції з числа інших майнових та інтелектуальних цінностей, визначений напрям їх вкладення – об’єкти підприємницької та інших видів діяльності, при цьому діяльність, в об’єкти якої здійснюються вкладення, виділена з-поміж інших видів діяльності за своїм результатом – створенню прибутку (доходу) або досягненню соціального ефекту [6, с. 18].

До цінностей, які можуть виступати інвестиціями, законодавцем віднесені:

кошти, цільові банківські вклади, паї, акції та інші цінні папери (крім векселів);

рухоме та нерухоме майно (будинки, споруди, устаткування та інші матеріальні цінності);

майнові права інтелектуальної власності;

сукупність технічних, технологічних, комерційних та інших знань, оформлених у вигляді технічної документації, навиків та виробничого досвіду, необхідних для організації того чи іншого виду виробництва, але не запатентованих («ноу-хау»);

права користування землею, водою, ресурсами, будинками, спорудами, обладнанням, а також інші майнові права;

інші цінності (ч. 2 ст. 1 Закону «Про інвестиційну діяльність»).

На розумінні інвестицій як внесків (цінностей) засновані визначення і перелік видів іноземних інвестицій (ст. 1, 2 Закону України від 19 березня 1996 р. «Про режим іноземного інвестування» [239]), а також вживані законодавцем вирази «реалізація інвестицій», «розміщення інвестицій», «оцінка іноземних інвестицій», «залучення іноземних інвестицій», «повернення іноземних інвестицій», «державна реєстрація іноземних інвестицій», «підприємства з іноземними інвестиціями»;

• **інвестиція як актив, набутий інвестором в результаті вкладення цінностей в об’єкт інвестиційної діяльності.** Згідно з п. 4 наказу Міністерства фінансів України від 31 березня 1999 р. № 87 «Про затвердження Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 2 «Баланс» [167] фінансові інвестиції – це активи, які утримуються підприємством з метою збільшення прибутку (відсотків,

дивідендів тощо), зростання вартості капіталу або інших вигод для інвестора. У Законі «Про інвестиційну діяльність» активам, набутим інвестором, відповідає термін «об'єкти інвестиційної діяльності» (ст. 4).

Два аспекти (інвестиції як внески інвестора та активи, набути в результаті здійснення цих внесків) змішані в законодавчих нормах про повернення інвестицій («внесені або придбані інвесторами цільові банківські вклади, акції та інші цінні папери, платежі за набуте майно або за орендні права у разі вилучення відповідно до законодавчих актів України відшкодовуються інвесторам» – ч. 2 ст. 19 Закону «Про інвестиційну діяльність»);

• **інвестиція як операція інвестора з вкладення цінностей в об'єкт інвестиційної діяльності.** Згідно з п. 14.1.81 ст. 1 Податкового кодексу України [140] інвестиції – це господарські операції, які передбачають придбання основних засобів, нематеріальних активів, корпоративних прав та/або цінних паперів в обмін на кошти або майно. Бачення інвестиції як операції присутнє і в законах «Про інвестиційну діяльність» та «Про режим іноземного інвестування» – лише в такому розумінні мають сенс вирази «здійснення інвестицій» (здійснювати майно неможливо), «об'єкти і результати інвестицій», «форми здійснення іноземних інвестицій», «регулювання іноземних інвестицій». Інвестицію як операцію (у цьому випадку – валютну, не обов'язково господарську) визначають нормативно-правові акти Національного банку України (наприклад, Інструкція про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон, затверджена постановою Правління Національного банку України від 16 березня 1999 р. № 122 [199]).

Видається очевидним, що вживання вітчизняним законодавцем терміну «інвестиція» є суто операційним і не спирається на будь-яку усвідомлену доктринальну концепцію інвестицій.

### **Поняття інвестицій у міжнародному праві**

Інтерес до визначення поняття інвестиції в міжнародно-правових документах виникає в силу особливої значущості міжнародно-правового компоненту в правовому регулюванні інвестиційних відносин (щодо загальної характеристики міжнародно-правового

регулювання інвестиційних відносин див. підрозділ 2.5 цієї роботи). Міжнародне право не дає уніфікованого визначення поняття «інвестиції». Французькі правознавці Д. Карро і П. Жюйар прямо вказують, що відсутність в міжнародно-правових джерелах єдиного підходу до визначення інвестицій «ставить у тупик». Між тим, на думку авторів, таке становище легко пояснити: визначення поняття міжнародної інвестиції залежить від тих завдань, які ставляться у міжнародному документі, що містить таке визначення. Якщо існує міжнародне інвестиційне право, то це тому, що «оператори» інвестиційних відносин мають в цій галузі права і обов'язки, зміст яких визначений відповідними актами. У зв'язку з цим і поняття інвестицій змінюватиметься залежно від змісту і мети нормативного акта. Однієї цієї констатації достатньо для пояснення того, що немає і не може бути єдиного розуміння інвестицій [68, с. 332–333].

Основним видом джерел міжнародного інвестиційного права є *міжнародні інвестиційні угоди (МІУ)*. Для цілей нашого дослідження цей термін об'єднує дво- та багатосторонні міжнародні угоди, предметом яких є регулювання руху інвестицій та/або захист інвестицій, а також угоди про економічне партнерство (угоди про вільну торгівлю, про регіональну економічну інтеграцію тощо), які містять розділи (положення), присвячені інвестиціям. Дефініція інвестиції належить до ключових елементів, що визначають сферу дії таких угод. Це, зокрема, стосується зобов'язань держави, як сторони МІУ, щодо:

поширення на інвестиції та/або інвесторів іншої сторони/сторін національного режиму та режиму найбільшого сприяння;

застосування спеціальних гарантій захисту інвестицій іншої сторони/сторін (гарантії у разі примусових вилучень, гарантії трансферу капіталів);

надання інвесторам іншої сторони/сторін доступу до спеціальних механізмів вирішення спорів, включаючи спори між цими інвесторами та державою, – міжнародного інвестиційного арбітражу (проблематика вирішення інвестиційних спорів в рамках таких спеціальних механізмів розглядається у підрозділі 3.5 цієї роботи).

Останнє питання привертає посилену увагу фахової спільноти з огляду на безпрецедентне зростання з початку XXI століття



кількості позовів іноземних інвесторів до приймаючих держав у зв'язку з порушенням цими державами своїх зобов'язань згідно з МІУ. Розгляд таких спорів міжнародними інвестиційними арбітражами нерідко закінчується присудженням на користь інвесторів багатомільйонних компенсацій. Вирішенню міжнародного інвестиційного спору по суті передують визначення арбітражем того, чи може конкретна операція або актив бути кваліфікована як інвестиція, яка підлягає захисту згідно з відповідною МІУ. Численні випадки надміру широкого тлумачення поняття інвестицій міжнародними інвестиційними арбітражами<sup>4</sup> породжують занепокоєння з приводу упередженості міжнародного інвестиційного права на користь приватних інтересів інвесторів. Це, у свою чергу, створює ризики в площині реалізації державами власної економічної політики, оскільки відносини, які держава не вважала інвестиційними на момент підписання МІУ, раптово можуть виявитися покритими її дією з відповідними наслідками.

Оскільки від дефініцій в МІУ залежить доля складних питань публічної політики, ці дефініції часто стають предметом інтенсивних торгів між договірними сторонами. У зв'язку з цим їх слід розглядати не як об'єктивні формулювання значення понять, а як частину нормативного змісту МІУ, оскільки вони визначають межі та спосіб застосування інших положень цих угод. Таким чином, рішення про визначення термінів МІУ приймається на казуальній основі, з огляду на мету і обставини конкретних переговорів з приводу їх укладення [498, с. 7].

---

<sup>4</sup> Ілюстративним прикладом може слугувати справа *EnCana v. Ecuador* [375], у якій позивач оскаржував відмову податкових органів Еквадору у виплаті відшкодування ПДВ як таку, що становить експропріацію його інвестицій (питання про експропріацію підприємств позивача не виникало – вони продовжували прибутково господарювати в Еквадорі). Арбітраж ЮНСІТРАЛ повинен був вирішити, чи становить право на отримання відшкодування ПДВ «інвестицію» згідно з еквадорсько-канадською угодою про взаємне сприяння та захист інвестицій. Вирішуючи це питання, арбітраж зауважив, що «важко уявити ширше визначення [інвестиції], [ніж те, що міститься в означеній угоді]». Він вказав, що це визначення прямо охоплює будь-які «грошові вимоги» і «доходи». Виходячи з цього, арбітраж вирішив, що право на отримання відшкодування ПДВ у зв'язку з минулими операціями є інвестицією, яка може бути експропрійована (п. 179–183);

Особливості визначення інвестицій в МІУ мають за передумову ще й специфічний історичний чинник, який має структуроутворююче значення для міжнародного інвестиційного права загалом. Як вказують Д. Карро і П. Жюйар, з історичної точки зору міжнародне інвестиційне право є результатом дії двох сил, які виявляють себе послідовно, щоб надати йому його зміст. Ця дуалістичність у походженні нагадує дві ріки, які утворилися з двох джерел і води яких не змішуються: міжнародне інвестиційне право формується з двох груп правил, які складно об'єднати в силу неідентичності їх підстав.

З одного боку, міжнародне інвестиційне право виступає як продовження [міжнародного звичаєвого] права, що встановлює режим для іноземних осіб. Фундамент цієї гілки міжнародного права має етичний характер, відображаючи давню традицію, засновану на християнському гуманізмі. Оскільки суверен є обранцем Бога, він повинен сприяти особам, що прибули з-за кордону, поважати певні фундаментальні права іноземців, серед яких – і права щодо майна. З іншого боку, міжнародне інвестиційне право в сучасний період стає усе більш чутливим до проблем, що носять швидше економічний, аніж етичний характер. Мова йде про створення для міжнародного економічного процесу юридичних рамок, які дозволили б найкраще його застосування. Предметом уваги стає рух факторів виробництва, що розглядається як важливий елемент забезпечення добробуту нації. Подвійні витoki міжнародного інвестиційного права зумовлюють дуалізм його регулятивних цілей, до яких належать *гарантування (захист) інвестицій та регулювання руху інвестицій* [68, с. 329–330].

Доволі очевидним є те, що ці цілі є потенційно конфліктними, хоча б в силу того, що перша з них обслуговує виключно приватні інтереси капіталовласників-інвесторів, друга – публічні інтереси різних рівнів:

глобального – інтереси міжнародної спільноти в цілому щодо сталого розвитку глобальної економіки, забезпечення її відкритості на взаємовигідній основі, недопущення кризових явищ,

національного – інтереси окремих країн щодо досягнення різноманітних стратегічних і тактичних цілей економічної політики та

субнаціонального – інтереси територіальних громад, національного товаровиробника, споживачів інвестиційних послуг тощо.

Відзначена конфліктність має своїм наслідком ту обставину, що кожній з регулятивних цілей відповідає «власне» коло джерел правового регулювання. «Очевидно, що визначення, яке міститься в документі з питання захисту інвестицій, не може бути тотожним визначенню, яке міститься в документі, що стосується руху інвестицій» [68, с. 332].

Можна виділити три основні моделі визначення інвестицій в МІУ<sup>5</sup>. Перша модель – «*інвестиція-актив*» («*asset-based*» *model*) визначає інвестицію як «будь-який актив». Така дефініція не пов'язує поняття інвестицій з економічною концепцією «капіталу» в сенсі матеріальних та нематеріальних активів, які використовуються для виробництва додаткової вартості, і супроводжується ілюстративним (невичерпним) списком видів активів, що визнаються інвестиціями для цілей конкретної угоди, який зазвичай включає п'ять категорій активів:

рухоме і нерухоме майно та будь-які майнові права, як-от: застава, іпотека, гарантія;

акції, частки у капіталі, або боргові цінні папери компаній, та інші способи участі у майні таких компаній;

грошові вимоги або вимоги виконання за договорами, що мають фінансову вартість;

права інтелектуальної власності;

права на здійснення господарської діяльності, надані на підставі закону або договору, включаючи право на розробку, видобування та експлуатацію природних ресурсів [498, с. 24]. Разом з тим, оскільки визначення інвестицій покриває «усі активи», конкретний актив визнаватиметься інвестицією, навіть якщо не підпадатиме прямо під жодну з категорій ілюстративного списку.

Будучи найпоширенішою (і отримавши відтак назву *стандартної* або *конвенційної*), ця модель особливо характерна для двосторонніх угод про взаємне сприяння і захист інвестицій (двосторонніх інвестиційних угод, ДІУ) і найбільш активно піддається

---

<sup>5</sup> Тут наводиться типологія, використовувана, зокрема, Робочою групою з торгівлі та інвестицій СОР [499] та Переговорної групи з Багатосторонньої угоди про інвестиції ОЕСР [364].

арбітражній інтерпретації. Одним з головних проблемних питань останньої є розмежування інвестицій та активів, що інвестиціями не є. Оскільки у багатьох МІУ дефініція інвестиції включає «грошові вимоги або вимоги виконання за договорами, що мають фінансову вартість», це може бути витлумачено так, ніби термін «інвестиція» охоплює навіть звичайні комерційні (торговельні) операції, якщо тільки вони не є прямо та вичерпно виключеними. При цьому положення МІУ не вказують на те, що відповідні договори повинні бути довгостроковими чи мати інші кваліфікаційні ознаки.

Очевидно, що для приймаючої держави конвенційна модель визначення інвестицій може мати наслідком виникнення небажаних зобов'язань у зв'язку з певними капіталовкладеннями іноземного інвестора, а також непрогнозованість обсягу зобов'язань у зв'язку з розширеним тлумаченням дефініції інвестиції міжнародним інвестиційним арбітражем у разі виникнення спору між інвестором та державою. Як результат, у новітніх МІУ намітилася тенденція до обмеження дефініції інвестицій в рамках конвенційної моделі. Можливі способи такого обмеження включають:

- виключення окремих видів активів, як-от: портфельні інвестиції, певні комерційні контракти, певні позики та боргові цінні папери тощо<sup>6</sup>;

- використання «закритого списку», де широкий перелік видів покритих активів є вичерпним, а не ілюстративним;

- обмеження дефініції інвестиціями, «здійсненими у відповідності з законодавством приймаючої країни»;

- доповнення дефініції ознакою інвестиційного ризику та іншими кваліфікуючими ознаками, запроваджуючи, таким чином, об'єктивні критерії для встановлення відповідності активів цій дефініції.

---

<sup>6</sup> Це передбачає наведення, поряд з широким позитивним списком, обмеженого списку активів, які не вважаються інвестиціями (негативний список). Так, у ході підготовки проекту Багатосторонньої угоди з інвестицій ОЕСР (яка зрештою не була прийнята) одна з експертних груп рекомендувала включити до негативного списку: грошові вимоги, які виникають виключно з торговельних операцій; товари, призначені для перепродажу; деривативи, базовий актив яких не визнається інвестицією; нерухомість для особистого та іншого негосподарського використання [449].

Так, згідно зі ст. 1 Модельної двосторонньої інвестиційної угоди за участю США 2004 р. «інвестиція» означає будь-який актив, яким інвестор володіє або який контролює, прямо чи непрямо, що має характеристики інвестиції, зокрема, такі, як надання капіталу або інших ресурсів, очікування доходу чи прибутку або прийняття ризику [535];

обмеження кола покритих інвестицій залежно від часу їх здійснення;

обмеження кола покритих інвестицій тими, що здійснені у певних секторах економіки;

обмеження кола покритих прав інтелектуальної власності [498, с. 29–48].

Друга модель – «*інвестиція-господарський актив*» («*enterprise-based*» model) пов'язує поняття інвестицій з їх господарським використанням самим інвестором або підприємством – реципієнтом. Цей підхід був започаткований Угодою про вільну торгівлю між Канадою та США 1988 р., де поняття інвестиції визначалося як таке, що охоплює заснування або придбання підприємства, а також частки у підприємстві, що забезпечує інвестору контроль над цим підприємством [344]. Зазначена Угода була замінена Північноамериканською угодою про вільну торгівлю (НАФТА) 1992 р. [457], яка також застосовує підхід, що пов'язує поняття інвестиції зі здійсненням господарської діяльності, хоч і значно м'якший. Так, відповідно до ст. 1139 НАФТА інвестиція означає: а) підприємство; б) пайовий цінний папір підприємства; с) борговий цінний папір підприємства у разі, якщо підприємство є афілійованою особою інвестора або первинний строк погашення боргового цінного папера не менший ніж три роки, за виключенням боргових цінних паперів, незалежно від строку погашення, державного підприємства; d) позика підприємству у разі, якщо підприємство є афілійованою особою інвестора або первинний строк погашення позики не менший ніж три роки, за виключенням позики, незалежно від строку погашення, державному підприємству; e) право щодо підприємства, яке дозволяє його власнику брати участь у розподілі доходів (прибутків) підприємства; f) право щодо підприємства, яке дозволяє його власнику брати участь у розподілі активів підприємства під час його ліквідації; g) нерухомість або інше майно, матеріальне або нематеріальне,

придбане в очікуванні або використовуване з метою отримання економічної вигоди або з іншою господарською метою; та h) права, що виникають з вкладення капіталу або інших ресурсів на території Договірної сторони в господарську діяльність на такій території, зокрема: на підставі контрактів, що передбачають перебування майна інвестора на території договірної сторони, включаючи пусконаладжувальні, будівельні або концесійні контракти, а також контрактів, де винагорода суттєво залежить від виробництва, доходу або прибутків підприємства. Але інвестиціями не вважаються: і) грошові вимоги, які випливають виключно з комерційних договорів щодо продажу товарів або послуг, або надання кредиту у зв'язку з комерційною операцією, за винятком кредиту, вказаного в пункті d); j) будь-які інші грошові вимоги, які не стосуються прав, вказаних у пунктах а) – h). Таким чином, згідно з НАФТА лише суттєві зобов'язання та рівень ризику інвестора виправдовують визнання активів інвестиціями.

Необхідно зауважити, що МІУ за участі Канади та США мають суттєву специфіку порівняно з абсолютною більшістю інших МІУ, оскільки встановлюють зобов'язання не лише на постінвестиційній стадії, а й на *передінвестиційній*, тобто, в царині допуску іноземних інвесторів та інвестицій в економіку приймаючої держави. Це кардинально збільшує ризики заподіяння шкоди публічним інтересам останньої внаслідок застосування угоди, тож спонукає до звуження сфери такого застосування шляхом кваліфікування «бажаних» капіталовкладень.

Іншим прикладом підходу, що пов'язує поняття інвестицій з їх господарським використанням, може слугувати Договір до Енергетичної хартії 1994 р. (ДЕХ), ратифікований Україною в 1998 р., п. 6 ст. 1 якого визнає інвестиціями будь-які види активів, пов'язаних з господарською діяльністю в енергетичному секторі [379, с. 41–42].

Третя, так звана *трансакційна модель*, фокусується на іноземному інвестуванні як транскордонному рухові капіталів та пов'язаних активів – транскордонних операціях, пов'язаних з вкладенням або ліквідацією інвестицій – і зустрічається переважно в міжнародно-правових документах, які більшою мірою стосуються політики приймаючої держави відносно міжнародного руху капіталів, аніж

інвестицій як активів інвестора. Ранньою варіацією цього підходу є визначення прямих інвестицій згідно з Кодексом з лібералізації руху капіталів ОЕСР 1961 р. [461]: прямі інвестиції – це інвестиції з метою встановлення тривалих економічних зв'язків з підприємством, зокрема такі, що надають можливість здійснювати ефективний контроль за управлінням ним, а саме: створення або розширення підприємства, яке повністю належить інвестору, дочірнього підприємства або філії, придбання у власність існуючого підприємства повністю; часткова участь у новостворюваному або існуючому підприємстві; позика строком п'ять років або більше (п. 2 Додатку А до Кодексу). Наразі такий підхід використовують, зокрема, Керівництво з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції МВФ [330], що визначає методологію виміру обсягів зовнішньоекономічних операцій резидентів даної країни з резидентами інших країн (нерезидентами) за певний період та Стандартне визначення прямих іноземних інвестицій ОЕСР [460], яке встановлює світовий стандарт статистики прямих іноземних інвестицій.

Таким чином, міжнародному інвестиційному праву відомий як «майновий», так і «операційний» підхід до визначення інвестицій. Розуміння інвестицій як належного інвестору майна (активів) притаманне МІУ, регулятивною метою яких є забезпечення приватних інтересів інвесторів або, у ширшому контексті, сприяння у такий спосіб іноземному інвестуванню. Слід зауважити, що майновий підхід міжнародного інвестиційного права термінологічно відрізняється від прийнятого у вітчизняному законодавстві. Якщо Закон України «Про інвестиційну діяльність» під інвестиціями розуміє ресурси інвестора (капітал), що вкладаються в об'єкти інвестування, то МІУ – самі ці об'єкти інвестування. Більш рання термінологія, яка вказувала на «придбані права» або «іноземну власність» (Проект Конвенції ОЕСР про захист іноземної власності 1962 р. [463]) роз'яснює такий акцент. Інвестиції розглядаються як дещо таке, що вже існує або буде існувати на момент, коли виникне потреба у захисті. Конкретний характер активів не має значення, оскільки захист поширюватиметься на ці активи після придбання їх інвестором, коли вони стануть частиною патримонії інвестора [498, с. 21].

У разі, коли регулятивна мета МІУ ускладнюється та інкорпорує не лише приватні, а й публічні інтереси, поняття інвестицій звужується, у його структурі з'являються кваліфікуючі ознаки. Чистота майнового підходу до розуміння інвестицій втрачається, оскільки такі ознаки (надання капіталу або інших ресурсів, очікування доходу чи прибутку або прийняття ризику) характеризують вже не активи, а поведінку інвестора.

Нарешті, у разі, коли обслуговування певних цілей публічної політики стає домінуючою або єдиною метою міжнародно-правового документа, майновий аспект інвестицій стає незначущим. Об'єктом регулювання стає дія (операція) інвестора з вкладення капіталу, яка характеризується певними метою і способом здійснення.

### **Поняття інвестицій у юридичній літературі**

У юридичній літературі знаходимо значне розмаїття наукових визначень поняття інвестицій, які різняться акцентами та ступенем конкретизації. Так, О.Г. Богатирьов визначає інвестиції як продуктивні витрати, тобто витрати, спрямовані на відтворення життя, матеріальних і духовних благ як необхідних умов життя людини в суспільстві [13, с. 17] (це визначення є швидше популярно-філософським, ніж власне правовим). В.Ю. Полатай розуміє під інвестиціями майно, майнові права та інші цінності, в тому числі інтелектуальні, що мають господарську цінність, належать особі на праві власності, або іншому праві, які вкладаються у незаборонений законом об'єкт господарської діяльності з метою отримання прибутку, соціального ефекту або іншого позитивного результату [166, с. 7]. На думку О.Е. Сімсон, інвестиції – це майно, майнові права й інші цінності, що мають ринкову вартість, довгостроково і з ризиком вкладені інвестором в об'єкти підприємницької діяльності з метою одержання прибутку [275, с. 11].

Таким чином, попри те, що економічна наука акцентує увагу на динамічному аспекті інвестицій, протиставляючи інвестиції-потік капіталу-фонду, юридична наука схильна вбачати в інвестиціях категорію майна зі спеціальним режимом, специфічну власність, що приносить дохід [301, с. 25]. Така тенденція стає зрозумілою, якщо порівняти функції поняття інвестиції в економічній та правовій доктринах.



Економічні вчення про інвестиції описують їх як один з об'єктивних чинників економічної системи, ігноруючи питання про суб'єктивні права та законні інтереси окремих учасників інвестиційних відносин. Це впливає з особливостей позитивної економічної науки, яка, за словами нобелівського лауреата М. Фрідмена, принципово незалежна від будь-якої етичної позиції або нормативних суджень. Її завданням є створення системи узагальнень, які можна використати для коректних передбачень тих наслідків, до яких приводить будь-яка зміна обставин [302, с. 21].

У праві поняття інвестиції невіддільне від контексту певних прав та законних інтересів суб'єктів інвестиційних відносин та відповідних їм засобів правової охорони та захисту. Склалося сприйняття правового поняття інвестиції як організуючої ідеї, вербального символу, що позначає усталені уявлення про різноманітні типи капіталовкладень в об'єкти господарської діяльності, до яких належить і уявлення про особливу бажаність таких капіталовкладень та посилений захист їх публічною владою. Останнє може навіть бути покладене в основу авторського визначення інвестицій: так, на думку Т.А. Серебрякової, інвестиції – це «майно, щодо якого державою встановлені гарантії, привілеї та імунітети, що впливають з механізму державного захисту інвестицій інвестора...» [271, с. 25].

Показово, що у юридичній літературі відсутня одностайність щодо критеріїв віднесення тих чи інших відносин до інвестиційних, однак спостерігається прагнення максимального розширення переліку правових способів здійснення інвестицій діяльності. До таких способів відносять: капітальне будівництво, корпоративне (у тому числі акціонерне) інвестування, інноваційну діяльність, концесійну діяльність, діяльність на підставі угод про розподіл продукції, кредит, здійснення банківських вкладів, лізинг, франчайзинг, надання ліцензій, надання управлінських та консультаційних послуг та ін. [56, с. 28; 275, с. 15–17]. При цьому презюмується, що саме віднесення певних відносин до інвестиційних гарантує більш високий рівень забезпечення прав та законних інтересів учасників цих відносин. Так, О.Е. Сімсон стверджує, що важливим стимулом для спрямування коштів громадян не в споживання або «поховання», а в інвестиційну діяльність було б визнання інвестиційним договору банківського вкладу [275, с. 17].

Можна дійти висновку, що поняття інвестицій в праві виконує особливу герменевтичну функцію, що не властива їх економічному поняттю. Розуміння інвестицій як майнових цінностей більшою мірою сприяє реалізації цієї функції, оскільки нерозривно пов'язане з контекстом прав інвестора щодо таких цінностей, що відображене і в дослідженнях з інвестиційно-правової проблематики. Зокрема, О.Р. Кібенко пропонує конструювати поняття іноземних інвестицій як таке, що розпадається на два рівнозначних елементи – предмет іноземної інвестиції (цінності, вкладені іноземним інвестором та використовувані в господарській діяльності на території України) та інвестиційний титул (сукупність прав іноземного інвестора, що впливають із здійснення ним інвестицій на території України) [71, с. 49–50]<sup>7</sup>. Визначення ж інвестицій як дій (операції) нейтральне щодо контексту прав інвестора, тож, узятє окремо, більшою мірою відповідає цілям економічної, аніж юридичної науки.

Разом з тим, у новітній юридичній літературі (зокрема, російській) зростає кількість прихильників «операційного» розуміння поняття інвестицій. Так, на думку В.В. Гуціна та О.О. Овчиннікова під інвестиціями слід розуміти дії суб'єкта (тобто, інвестора) щодо розпорядження належними йому об'єктами цивільного права [38, с. 72]. Б.В. Муравйов вказує, що ототожнення інвестицій з майном не дозволяє відокремити їх від іншого майна, яке до інвестицій ніякого відношення не має, і призводить до термінологічної плутанини, оскільки дає підстави розглядати будь-який договір, спрямований на придбання майна, як інвестиційний [119, с. 46].

Деякі дослідники вважають, що конкретні об'єкти цивільних прав, призначені інвестором для вкладення, виділяються з-поміж інших об'єктів особливим режимом інвестицій. Зокрема, П.В. Сокол стверджує, що майно, яке вкладається, володіє особливою ознакою – «потенцією вкладення», тобто, воно підлягає вкладенню [277, с. 15].

---

<sup>7</sup> Визнаючи наукову цінність такої пропозиції, відзначимо, по-перше, непослідовність у розумінні предмета інвестиції (не зрозуміло, чи є таким предметом цінності, що інвестуються, чи набуті в результаті інвестування активи), по-друге, спірність включення інвестиційного титулу до поняття саме інвестицій, а не інвестиційного правовідношення.

Подібна думка висловлюється і С.С. Жилінським: інвестиціями є цінності, які призначені (вже виділені) для вкладення в будь-які об'єкти діяльності [49, с. 73]. Втім, ці автори не роз'яснюють, які саме обставини дають підстави для висновку про те, що об'єкт «підлягає вкладенню».

О.М. Антипова вказує, що законодавець<sup>8</sup>, запозичивши термін «інвестиції» з галузі економічних знань, необгрунтовано вийшов за рамки змісту його вихідного поняття і надав йому нового значення. Попри те, що коло можливих об'єктів вкладення не використовується для визначення поняття інвестицій економічною наукою, саме такий підхід покладений в основу їх легальної дефініції. Авторка доводить відсутність у об'єктів вкладення правових ознак, пов'язаних з їх можливим використанням саме в інвестиційній діяльності. Це призводить до фактичного ототожнення інвестицій з усіма об'єктами цивільних прав, що мають грошову оцінку, і означає неможливість визначення правового поняття інвестиції через об'єктну ознаку [6, с. 38–49].

Для вирішення проблеми відокремлення майнових цінностей, що є інвестиціями, від іншого майна суб'єктів господарювання науковці пропонують ряд ознак інвестицій, як-от: вкладення безпосередньо в об'єкт підприємницької діяльності (основні й обігові кошти, статутний капітал) спеціальним суб'єктом – інвестором, мета одержання позитивного економічного результату – прибутку (доходу), довгостроковий та ризиковий характер [275, с. 11]. Уявляється, однак, що всі ці ознаки характеризують аж ніяк не майнові цінності, що можуть виступати внеском інвестора, а дії (операцію) інвестора щодо здійснення такого внеску.

Так, згідно з ч 1 ст. 139 Господарського кодексу України [37] майном у сфері господарювання є сукупність речей та інших цінностей (включаючи нематеріальні активи), які мають вартісне визначення, виробляються або використовуються у діяльності суб'єктів

---

<sup>8</sup> Йдеться про російського законодавця, однак Закон РСФСР від 26 червня 1991 р. «Про інвестиційну діяльність в РСФСР» [126] та Федеральний закон від 25 лютого 1999 р. «Про інвестиційну діяльність в Російській Федерації, що здійснюється в формі капітальних вкладень» [125] визначають інвестиції аналогічно Закону України «Про інвестиційну діяльність».

господарювання та відображаються в їх балансі або враховуються в інших передбачених законом формах обліку майна цих суб'єктів. Тобто, ознаками майна (майнових цінностей) у сфері господарювання є: можливість грошової оцінки; господарське призначення; здатність бути ідентифікованими для цілей господарського (у тому числі бухгалтерського) обліку. Маючи загальний для сфери господарювання характер, ці ознаки визначають, поміж іншого, і придатність майнових цінностей до інвестування.

В.В. Кудрявцева (підтримуючи визначення інвестицій як майнових цінностей) вказує, що тільки вкладення цих цінностей як фактору виробництва в процес підприємницької діяльності з метою отримання доходу або прибутку дозволяє кваліфікувати їх як інвестиції. Отже, ознака функціонально визначеного використання цих об'єктів дозволяє віднести їх до одночасно більш широкої та більш вузької категорії – інвестицій [90, с. 83]. Втім, «вкладення цінностей як фактору виробництва» є діями інвестора, тож включення цієї ознаки до визначення інвестицій, знову ж таки, показує обмеженість «майнового» розуміння інвестиції.

### **Інвестиція як майновий внесок і як операція**

Проведене дослідження дає змогу дійти наступних висновків щодо визначення правових вимірів поняття інвестиції.

Методологічно хибним є намагання дати «найбільш правильне» визначення інвестицій, тобто таке, що точно відповідає об'єктивній (економічній) природі цього явища<sup>9</sup>. Повинна бути сприйнята позиція міжнародного інвестиційного права, згідно з якою немає «правильного» визначення інвестиції, натомість таке визначення є відображенням регулятивних потреб і пріоритетів, які існують у конкретній державі в конкретному періоді розвитку.

Внутрішнє інвестиційне право об'єктивно характеризується множинністю цілей правового регулювання: захист капіталовкладень,

---

<sup>9</sup> У науці логіки такі визначення, що формуються з метою описати предмет (явище), називаються *реальними*, на протилегу *номінальним* визначенням, що являють собою домовленості про те, у якому з наявних різних смислів слід вживати слово (вислів) в даному контексті [30, с. 63].

регулювання руху капіталів, регулювання постінвестиційної (експлуатаційної, виробничої) стадії інвестиційного процесу та ін. З цього випливає, що різні за своїм характером цілі правового регулювання можуть потребувати різних визначень інвестиції для цілей конкретних нормативно-правових актів. Остання теза контрастує з традицією радянської і пострадянської правової думки, яка вимагає єдності правової термінології. «Головна функція дефініції – забезпечити однаковість у розумінні правових приписів не лише даного нормативно-правового акта, але й усього законодавства. Тому в законодавстві, в цілому, одне поняття повинно мати тільки одне визначення» [30, с. 68]. Видається, що у цьому випадку спостерігаємо закономірне прагнення наукової теорії до «краси», яка передбачає здатність описувати великі обсяги емпіричних даних за допомогою максимально економних виразів. Тим не менше, така теоретична «краса» не повинна підмінювати собою реальності, у якій поняття інвестиції є багаторівневим, може і повинно розглядатися в різних ракурсах.

Уявляється теоретично і практично виправданим визначення інвестиції як двоаспектної категорії, що об'єднує розуміння інвестицій як:

1) *майнових цінностей, що становлять внесок суб'єкта у господарську діяльність*. Як і в міжнародному інвестиційному праві, майновий аспект інвестиції відповідає передусім меті захисту капіталовкладень. При цьому вважаємо за необхідне зберегти вітчизняну термінологію, згідно з якою активи, набуті в результаті інвестування, виносяться за межі поняття інвестиції і позначаються окремим терміном – об'єкт інвестиційної діяльності/інвестування (ст. 4 Закону «Про інвестиційну діяльність»).

Розрізнення інвестиції як капіталу, що вкладається в об'єкт інвестування, та самого цього об'єкта як форми функціонування вкладеного капіталу в певному періоді часу є доцільним як з теоретичної, так і з практичної точки зору. Конкретний об'єкт інвестування важливий для інвестора, оскільки вибір його означає відмову від альтернативних шляхів використання капіталу. Але цінність об'єкта інвестування пов'язана не з його споживчими характеристиками (усі об'єкти інвестування є *капітальними цінностями*, які не задовольняють безпосередньо потреби індивідів, тобто, не можуть

бути використані для кінцевого споживання), а з його доходністю та ліквідністю (здатністю бути реалізованими при необхідності за своєю реальною ринковою вартістю). Не випадково повернення інвестицій, у тому числі за кордон (репатріація), на практиці в абсолютній більшості випадків полягає не у вилученні у реципієнта інвестицій об'єктів інвестування, а в отриманні їх грошового еквівалента. На те, що об'єкти інвестування можуть мати тимчасовий характер для інвестиції як капіталу, вказують і міжнародно-правові джерела («зміна форми, в якій інвестуються активи, не впливає на їх класифікацію як інвестицій» – п. 6 ст. 1 ДЕХ та ін.);

**2) дій (операцій) цього суб'єкта, що визначають спосіб здійснення такого внеску.** Інвестиція як операція спрямована на створення або оплатне придбання активів, які можуть бути використані в процесі виробництва нової вартості (реальні активи) або таких, що надають можливість отримання частини нової вартості, яка буде вироблена контрагентом інвестора чи третьою особою (фінансові активи).

У зв'язку з цим пропонується викласти ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність» у такій редакції:

*«Інвестиціями є:*

*кошти або інші майнові цінності, що вкладаються в об'єкти, визначені цим Законом, а також*

*операції з вкладення коштів або інших майнових цінностей, що вкладаються в об'єкти, визначені цим Законом, з метою одержання прибутку (доходу) або досягнення іншого корисного ефекту в результаті їх господарського використання та на засадах прийняття пов'язаного з таким вкладенням ризику».*

Щодо співвідношення понять «інвестиція» (в операційному аспекті) та «інвестування», то, поряд з очевидною синонімічністю, кожне з них несе і власне смислове навантаження. «Інвестиція» є найменуванням певного виду операцій з точки зору сукупності суттєвих ознак, що відмежовують такий вид від суміжних видів; «інвестування» вказує на процес, послідовність конкретно-практичних дій суб'єкта (інвестора) щодо здійснення відповідної операції.

З позиції приватних інтересів інвестора особливості інвестицій як операцій полягають у наступному:

- інвестиції не є звичайними господарськими операціями для переважної більшості суб'єктів господарювання (непрофесійних

інвесторів), що обумовлює вищі трансакційні витрати на прийняття та впровадження рішень щодо їх здійснення.

За образним висловом економіста В.В. Ковальова, інвестиція – це завжди зміна, усвідомлене відхилення від рутинної течії, спроба зазирнути в майбутнє [61, с. 4]. Формальне закріплення це отримує в бухгалтерському обліку та фінансовій звітності суб'єкта господарювання, де інвестиційна діяльність відмежовується від операційної діяльності як основної діяльності підприємства (п.4 Положення (стандарту) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» [168]);

- здійснення інвестицій передбачає подолання *стереотипу часової переваги*, суть якого полягає в тому, що за інших рівних умов можливості майбутнього споживання завжди менш цінні порівняно з поточним споживанням [12, с. 15–16].

У випадку іноземного інвестування існує ще один специфічний стереотип поведінки інвесторів, відомий у теорії міжнародних фінансів під назвою «домашнє упередження» (*home bias*), який полягає у неохочості інвесторів інвестувати в зарубіжні активи (зокрема, цінні папери) попри те, що таке інвестування надає більші можливості щодо отримання прибутків та диверсифікації ризиків порівняно з інвестуванням виключно у вітчизняні активи. Основними чинниками домашнього упередження називають регуляторні/політичні обмеження інвестування за кордон та інформаційні витрати (витрати на опрацювання (у тому числі переклад) інформації, невпевненість у якості фінансової звітності іноземного реципієнта інвестицій, невпевненість у розподілі майбутніх грошових потоків) [399];

- інвестиціям притаманний підвищений ризик порівняно з поточними операціями.

В економічній літературі вказують, що в процесі інвестиційної діяльності ризик втрати капіталу (так званий «катастрофічний ризик») має більшу вірогідність виникнення, ніж в процесі операційної діяльності. Інвестиційний дохід за здійсненим реальним проектом формується, як правило, на постінвестиційній фазі, тобто, в процесі операційної діяльності підприємства. Відповідно формування позитивного грошового потоку за інвестиційним проектом відбувається в сфері товарного ринку, тобто, безпосередньо пов'язане з ефективністю і ризиком комерційної діяльності підприємства [12, с. 21–22, 245].

Сутність ризику інвестицій у фінансові активи полягає у високому ступені зв'язку з майбутніми результатами діяльності емітента та змінами його фінансового стану.

Чинником, який протистоїть підвищеному інвестиційному ризику, певним чином компенсуючи його, є система спеціальних гарантій прав та законних інтересів інвесторів. Це обумовлює особливу роль завдання захисту капіталовкладень у правовому регулюванні інвестиційних відносин. Разом з тим, досягнення окремо узятій мети захисту капіталовкладень (якій підпорядкований якраз такий майновий аспект поняття інвестиції) не конче потребує спеціального національно-правового регулювання інвестиційних відносин – для цього достатньо загальних норм господарського та цивільного законодавства, спрямованих на захист права власності та інших прав на майно, підкріплених масивом норм МПУ. Натомість, спеціалізованого інструментарію, який дозволяє здійснювати «тонке налаштування» співвідношення різноспрямованих інтересів, потребує реалізація ряду інших цілей, як-от: створення інституційних передумов для концентрації значних капіталів в пріоритетних галузях економіки, дотримання вимог сталого розвитку<sup>10</sup>, стимулювання інноваційної діяльності, забезпечення стабільності фінансової системи тощо. Об'єктом регулювання у всіх цих випадках виступає не пасивне володіння інвестором певними активами, а його активна поведінка, що має певні кваліфікаційні характеристики, що й актуалізує операційний аспект поняття інвестиції.

З позиції публічних інтересів головною правовою характеристикою інвестицій як операцій інвестора є їх належність до **операцій, пов'язаних з рухом капіталів**. У свою чергу, операції, пов'язані з рухом капіталів, відмежовуються від *поточних операцій*, до яких насамперед належать операції з торгівлі товарами та послугами. У реальному господарському житті ті й інші операції тісно пов'язані між собою. Суб'єкти господарювання придбавають або продають товари та послуги, зокрема, і для підтримки своєї інвестиційної діяльності;

---

<sup>10</sup> За визначенням О.В. Шаповалової, сталий (збалансований) розвиток – це процес гармонізації продуктивних сил і створення умов рівноваги між потенціалом довкілля і задоволенням економічних запитів [309, 4].



вони інвестують задля сприяння і диверсифікації торгівлі вироблюваною продукцією. Економічна глобалізація обумовлюється і є результатом прогресивної лібералізації нерозривно пов'язаних процесів – міжнародної торгівлі та міжнародного руху капіталів. Разом з тим, правове регулювання операцій, пов'язаних з рухом капіталів, та поточних операцій здійснюється на цілком різних засадах як на міжнародно-правовому, так і на національно-правовому рівнях.

Так, МВФ різко розмежує обмеження на поточні міжнародні платежі та на рух капіталів. «Великою Хартією» правового регулювання конвертованості в рамках МВФ є ст. VIII, розділу 2 (а) Угоди Міжнародного валютного фонду [279]. Ця норма (із застереженням про ст. VII, розділу 3 (b), ст. XIV, розділу 2 Угоди МВФ) забороняє встановлення державами-членами обмежень на платежі і перекази за поточними міжнародними операціями без затвердження МВФ. Обмеження, які стосуються міжнародного руху капіталів, в принципі можливі і без погодження з МВФ, що випливає з ст. VI, розд. 3 Угоди МВФ.

При цьому Угода МВФ не розкриває до кінця понять «поточні платежі» та, особливо, «переказ капіталів». Як вказує німецький автор В.Ф. Ебке, вирішення проблеми розмежування понять платежів і переказів за поточними міжнародними операціями та руху капіталів слід шукати за допомогою тлумачення. Науковець пропонує звертатися до розмежування таких операцій в національному праві, а в основу покласти часовий критерій – період у 12 місяців. Тоді поточними вважатимуться угоди, що укладаються на строк не більше 12 місяців [317, с. 155].

Розмежування операцій, пов'язаних з рухом капіталів та поточних операцій здійснюється і ОЕСР, де були прийняті окремі Кодекс лібералізації руху капіталів [461] та Кодекс лібералізації поточних невидимих операцій [462], який стосується регулювання поточних валютних операцій. Ці Кодекси містять визначення категорій «операції, пов'язані з рухом капіталів» та «поточні валютні операції».

Ілюстративною є історія регулювання руху капіталів в законодавстві Європейського Союзу. Свобода руху капіталу є однією з чотирьох свобод (поряд зі свободою руху товарів, осіб та послуг), які становлять основу спільного ринку ЄС. У Договорі про заснування

Європейського Співтовариства вільний рух капіталу регулювався статтями 56–60, основною з яких була стаття 56 (наразі відповідає статті 63 Договору про функціонування Європейського Союзу [356]). Ця стаття передбачає, що в рамках положень, встановлених у відповідній главі, будь-які обмеження на рух капіталу між державами-членами, а також між державами-членами та третіми державами заборонені. Попри важливість її положень для повноцінного функціонування спільного ринку, стаття 56 тривалий час не мала прямої дії. Хоч перші кроки щодо лібералізації руху капіталів були вжиті ще в 1960–62 роках, тільки Директива Ради 88/361/ЕЕС від 24 червня 1988 р. про імплементацію Статті 67 Договору [359], яка набрала чинності 1 липня 1990 р., надала спільному ринку повноцінного фінансового виміру. Дослідники права ЄС відзначають, що вільний рух капіталів завжди відставав у своєму розвитку від інших свобод, і у цій сфері завжди дозволялися більш суттєві обмеження, ніж у випадку з товарами, послугами і особами. Це було обумовлено бажанням держав-членів зберегти контроль за переміщенням капіталу та значенням, яке вони приділяють цьому [40, с. 183–184].

На глобальному рівні лібералізація процесів руху капіталів поки що суттєво відстає від лібералізації міжнародної торгівлі товарами та послугами, хоч існує точка зору, що в динаміці глобалізації світової економіки міжнародні потоки інвестиційного капіталу відіграють більш значну роль порівняно з міжнародною торгівлею [300, с. 10–11]. Попри спільне коріння (визначення правового статусу іноземців) міжнародно-правові торговельні та інвестиційні дисципліни традиційно фокусувалися на різних, хоч і взаємодоповнюючих цілях: *лібералізація торгівлі та захист і сприяння інвестиціям*. Як наслідок, по-перше, відносини міжнародної торгівлі системно регулюються на багатосторонній основі починаючи з 1947 р., наразі – Світовою організацією торгівлі, тимчасом як міжнародні інвестиційні відносини регулюються приблизно 3000 окремими двосторонніми та регіональними інвестиційними угодами, які почали масово з'являтися тільки в 1980-х та 1990-х роках. По-друге, міжнародну торгівлю дисциплінують сотні надзвичайно складних правил СОТ, тимчасом як міжнародних інвестицій стосується невелика кількість загальних принципів походженням здебільшого з міжнародного

звичаєвого права. По-третє, торговельні угоди впроваджуються виключно між державами, при цьому крайнім засобом впливу щодо порушників їхніх правил виступають двосторонні торговельні санкції; згідно ж з інвестиційними угодами, приватні компанії мають можливість заявляти майнові вимоги до приймаючих держав [366, с. 48].

У законодавстві України виокремлення операцій, пов'язаних з рухом капіталів, для цілей правового регулювання лише започатковано. Так, п. 12 розділу I Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою, затвердженого Постановою Правління НБУ від 10 серпня 2005 р. № 281 [203] перераховує валютні операції, пов'язані з рухом капіталу, протиставляючи їх поточним валютним операціям. Необхідність комплексного правового регулювання операцій, пов'язаних з рухом капіталів, визнається в рішенні Ради національної безпеки і оборони України від 16 лютого 2007 р. «Про заходи щодо запобігання непродуктивному відпливу капіталів за межі України», введеному в дію Указом Президента України від 17 березня 2007 р. № 216/2007 [211], де йдеться про «серйозні недоліки у системі державного регулювання руху капіталів», «відсутність єдиної судової практики застосування законодавства у сфері руху капіталу».

Операції, пов'язані з рухом капіталів, як специфічне явище економіко-правової дійсності дотепер не привертали достатньої уваги представників вітчизняної науки господарського права попри очевидну значущість господарсько-правового компоненту в механізмі їх правового регулювання. *По-перше*, операції, пов'язані з рухом капіталів, є переважно операціями суб'єктів господарювання. Окремі види таких операцій (у тому числі інвестиції) можуть здійснюватися і негосподарюючими суб'єктами, зокрема, фізичними особами, що не є підприємцями. Однак відповідні операції негосподарюючих суб'єктів несистематичні і порівняно з операціями суб'єктів господарювання незначні за сукупним обсягом. Відтак саме господарським операціям, пов'язаним з рухом капіталів, належить першорядна роль в забезпеченні макроекономічної динаміки.

*По-друге*, операції, пов'язані з рухом капіталів, є менш передбачуваними порівняно з поточними операціями. Капіталопотоки суттєво відрізняються за своїм характером від потоків товарів та послуг. Ринок капіталів є недостатньо прозорим, менш стабільним, набагато більш схильним до суто спекулятивних коливань. Масштабне

здійснення операцій, пов'язаних з рухом капіталів, всупереч публічним інтересам створює суттєві загрози національній безпеці країни в економічній сфері. З огляду на це свобода здійснення таких операцій об'єктивно підлягає значним обмеженням, що актуалізує проблему збалансування приватно- та публічно-правових компонентів у їх правовому регулюванні<sup>11</sup>.

*По-третє*, здійснення операцій, пов'язаних з рухом капіталів, має складні комплексні наслідки у реальному секторі економіки. Це визначає важливість використання правовим регулюванням економічних законів, що притаманне саме господарсько-правовому регулюванню. Господарсько-правове регулювання операцій, пов'язаних з рухом капіталів, повинно забезпечувати, зокрема, підпорядкування засад здійснення таких операцій потребам розширеного відтворення в сфері матеріального виробництва, недопущення превалювання їх спекулятивної складової (останнє слугувало однією з причин світової економічної кризи 2008–2009 років), забезпечення національного економічного суверенітету.

На нашу думку, визначення інвестицій як операцій, пов'язаних з рухом капіталів, дозволяє розглядати їх як частину більш широкого смислового і регуляторного контексту та сприяє вирішенню низки завдань досліджень інвестиційно-правової проблематики, як-от: здійснення класифікації інвестицій за критеріями, що не є характеристиками майна (майнових цінностей); конкретизація поняття інвестиційної діяльності; уточнення місця інвестиційного права в системі права України; визначення спеціальних завдань державного регулювання інвестиційної діяльності та адекватних їм засобів та ін.

---

<sup>11</sup> Прикладом неадекватності цивілістичного інструментарію щодо регулювання операцій, пов'язаних з рухом капіталів, може слугувати положення ч. 2 ст. 1060 Цивільного кодексу України [306], яке встановлює обов'язок банку видати вклад або його частину незалежно від виду вкладу на першу вимогу вкладника, при цьому умова договору банківського вкладу про відмову від права на одержання вкладу на першу вимогу є нікчемною. Існування цієї норми, яка суперечить самій ідеї строкового вкладу, уможливило масове зняття вкладниками коштів з депозитних рахунків протягом вересня–жовтня 2008 р., що, в свою чергу, спричинило кризу ліквідності значної частини банків України та виступило чинником девальвації національної валюти.

## **1.2. Класифікація інвестицій: критерії і методологічне значення**

Загальноновизнано, що інвестиції є складною й багатоплановою категорією. Це обумовлює значний інтерес дослідників до класифікації інвестицій. В економічній літературі застосовується понад сто термінів, що характеризують різні види інвестицій [12, с. 22], хоч не всі економічні критерії класифікації інвестицій мають правове значення. Змістом юридичної класифікації інвестицій є розподіл їх на види за системою ознак (критеріїв) таким чином, щоб кожен вид характеризувався певними особливостями правового режиму порівняно з іншим видом, виділеним за тією самою ознакою.

У господарсько-правовій літературі загалом напрацьована система критеріїв класифікації інвестицій. Так, О.М. Вінник виділяє: залежно від форми цінностей – інвестиції у формі традиційного (тілесного) майна та інвестиції у формі безтілесного майна; залежно від джерел походження інвестицій та суб'єктів інвестування – вітчизняні (внутрішні), іноземні, спільні, зовнішні; за методами господарювання – реальні (капітальні), фінансові, реінвестиції; залежно від періоду інвестування – короткострокові, середньострокові, довгострокові; залежно від форм власності – приватні, державні, комунальні, змішані інвестиції [22, с. 10–12]. Концептуально схожу класифікацію інвестицій пропонує В.Ю. Полатай [165, с. 27–29]. Д.Е. Федорчук услід за міжнародно-правовою традицією поділяє інвестиції на прямі й портфельні залежно від наявності управлінського контролю інвестора над об'єктом інвестування [301, с. 38].

Вважаємо, що проблема класифікації інвестицій потребує подальшої розробки в частині як системи критеріїв та відповідних їм видів інвестицій, так і правових імплікацій виділення таких критеріїв та видів. Проблема існуючих класифікацій інвестицій полягає в тому, що їх автори виходять з єдиного розуміння інвестицій як майнових цінностей, які вкладаються в об'єкт інвестування. Однак у цьому разі класифікаційні критерії можуть ґрунтуватися лише на характеристиках відповідних майнових (матеріальних або нематеріальних) об'єктів. Класифікаційні критерії, які стосуються об'єкта інвестування, мети інвестора, строку вкладення тощо не мають жодного

відношення до майнових цінностей, що вкладаються, – вони характеризують інвестиції як *операції* (передусім, господарські) інвестора. Відтак всеохоплююча і внутрішньо несуперечлива класифікація інвестицій повинна складатися з двох частин: класифікація інвестицій як майнових цінностей і як операцій, пов'язаних з рухом капіталу.

### **Види інвестицій як майнових цінностей**

Класифікація інвестицій як майнових цінностей передбачає, насамперед, їх категоризацію:

- залежно від предмета (виду майнових цінностей);
- залежно від форми власності;
- залежно від державної належності інвестора.

Необхідною умовою використання певних характеристик для класифікації інвестицій як майнових цінностей є існування цих характеристик до моменту вкладення (тобто, вони не повинні визначатися особливостями акту вкладення або подальшого господарського використання капіталу).

***Залежно від предмета (виду цінностей, що можуть виступати інвестиціями)*** В.Ю. Полатай поділяє інвестиції на немайнові (вкладення об'єктів інтелектуальної власності) та майнові [165, с. 27]. Такий поділ уявляється термінологічно неточним, оскільки, на нашу думку, інвестиціями можуть виступати лише *майнові* права інтелектуальної власності. Що ж до немайнових (особистих) прав інтелектуальної власності, то вони не підлягають інвестуванню в силу їхньої невідчужуваності від носія. У зв'язку з цим коректніше виділяти інвестиції у формі матеріальних та нематеріальних майнових цінностей.

На наш погляд, особливо важливим в контексті розглядуваного критерію є поділ інвестицій на *грошові* і *негрошові*.

Принципове значення для розуміння ролі інвестицій у грошовій формі мають юридичні властивості та юридичні ознаки грошей, досліджені О.П. Подцерковним. *Юридичні ознаки грошей* визначені ним як сукупність нормативно-інституційних встановлень, які виділяють гроші з усього розмаїття інших об'єктів майнових прав, дозволяють їм служити об'єктом погашення боргів і передбачають примусові заходи стосовно осіб, що відмовляються визнавати їх легальну силу. Такими ознаками є: наявність закону, що встановлює

назву і номінал грошової одиниці; здатність грошової одиниці зберігати майнові борги; натурально-речовинна визначеність грошового знака (готівки); наявність організованої державою грошової системи, правил емісії та форм обігу грошей; реалізація заходів юридичного забезпечення легальної платіжної сили грошей, причому не лише цивільно-правового, але й публічно-правового характеру (забезпечення касових операцій, примус до повернення в країну валютної виручки, валютні обмеження тощо). *Юридичні властивості грошей* – це еволюційно сформовані характеристики грошей, що активно використовуються в правовому регулюванні грошових операцій. Господарсько-правові особливості мають вихідні (рухливість, абсолютна еквівалентність, заміність, споживчий характер, подільність, абсолютна еквівалентність і конвертованість) та похідні властивості грошей (абсолютна господарська корисність та універсальність) [142, с. 16–17].

Можливість здійснення інвестицій як у грошовій, так і у негрошовій формі обумовлює потенційний конфлікт інтересів інвестора та отримувача інвестицій (реципієнта): хоч за нормальних умов обидві сторони прагнуть досягти взаємовигідного господарського результату, грошові інвестиції більшою мірою вигідні для реципієнта, аніж для інвестора, негрошові – навпаки. Це впливає з економічного феномену *уподобання ліквідності (liquidity preference)*. У найбільш загальному плані Дж. Кейнс визначав уподобання ліквідності як попит на найбільш ліквідний актив в економіці – гроші<sup>12</sup> [70, с. 158]. Для інвестора інвестиції у грошовій формі означають витрачання грошових коштів на придбання майна, що характеризується значно меншою ліквідністю – нерухомості, обладнання, об'єктів інтелектуальної власності, фінансових активів тощо. Окрім того, можливості альтернативного використання капіталу в грошовій формі незрівнянно вищі, ніж у негрошовій. Для реципієнта грошові інвестиції підвищують його ліквідність, а відтак є найбільш

---

<sup>12</sup> За Дж. Кейнсом, уподобання ліквідності індивіда задається графіком, що характеризує, які кількості своїх ресурсів (оцінених у грошах або одиницях заробітної плати) цей індивід бажає утримувати в грошах в різних ситуаціях [70, с. 158].

бажаними з точки зору як його власних інтересів, так і інтересів його кредиторів.

Законом або установчими документами суб'єктів господарювання можуть встановлюватися обмеження щодо форм інвестицій, які можуть ними прийматися (як правило, з метою формування статутних капіталів), однак грошова форма або називається першою місце серед дозволених форм, або є єдиною дозволеною формою. Так, відповідно до Закону України від 17 вересня 2008 р. «Про акціонерні товариства» [177] товариство не може встановлювати обмеження або заборону на оплату цінних паперів грошовими коштами (абз. 3 ч. 1 ст. 23). Згідно з Законом України від 5 липня 2012 р. «Про інститути спільного інвестування» [216] оплата цінних паперів інституту спільного інвестування здійснюється за загальним правилом виключно коштами (абз. 2 ч. 3 ст. 51). Розмір статутного капіталу компанії з управління активами, сплачений грошовими коштами, повинен становити суму не менше ніж 7000000 гривень на день подання документів до Національної комісії з цінних паперів та фондового ринку для отримання ліцензії (п. 3 глави 1 Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами), затверджених рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 26 травня 2006 р. № 341 [202]). Вимоги щодо прийняття інвестицій виключно у грошовій формі притаманні суб'єктам господарювання з найвищим обсягом публічних зобов'язань – професійним (інституційним) інвесторам.

Значення для реципієнта негрошових інвестицій не слід применшувати: в ряді випадків його інтерес у першу чергу пов'язаний з конкретними формами існування інвестицій як майнових благ (як-от: права промислової власності; основні фонди, що є об'єктами лізингу; обладнання, необхідне для впровадження енергозберігаючих технологій тощо), а не грошового їх еквівалента. Грошовий еквівалент може бути менш бажаний для реципієнта або в силу унікальності предмета інвестиції і неможливості вільного придбання його на ринку, або в силу відсутності у реципієнта спеціальних знань, необхідних для самостійного вибору і придбання такого предмета.

Разом з тим, негрошові інвестиції можуть виступати інструментом зловживань з боку інвестора, зокрема, використовуватися



для формального виконання законодавчих вимог щодо мінімального розміру статутного капіталу суб'єктів господарювання, що актуалізує проблему *оцінки негрошових внесків* засновників. Відповідно до чинного законодавства така оцінка може здійснюватися: а) самими засновниками за їх згодою (загальне правило згідно з ч. 2 ст. 13 Закону України «Про господарські товариства» [188], ст. 5 Закону України «Про режим іноземного інвестування» та ін.), що допускає можливість зловживань з боку засновників; б) суб'єктом професійної оціночної діяльності відповідно до законодавства про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність, що розглядається як засіб запобігання таким зловживанням. Так, відповідно до ч. 2 ст. 11 Закону України «Про акціонерні товариства» ціна майна, що вноситься засновниками акціонерного товариства в рахунок оплати акцій товариства, повинна відповідати ринковій вартості цього майна (яка, у свою чергу, визначається на засадах незалежної оцінки).

Аспектом, який об'єднує грошові і негрошові інвестиції, є повернення інвестицій. Повернення інвестицій грошовими коштами, незалежно від форми їх первісного вкладення, гарантується інвестору законом (ст. 11 Закону України «Про режим іноземного інвестування»; в Законі «Про інвестиційну діяльність» загальна норма-гарантія повернення інвестицій грошовими коштами відсутня, що є його прогалиною). Водночас, повернення інвестицій грошовими коштами спричиняє зниження ліквідності реципієнта інвестицій. Значні масштаби репатріації іноземних інвестицій погіршують платіжний баланс держави в цілому, особливо в умовах високого курсу іноземної валюти, у якій здійснюється репатріація, до національної валюти.

Проблемою, у вирішенні якої інвестор та реципієнт (у тому числі приймаюча держава як реципієнт у широкому розумінні) мають різноспрямовані інтереси, є конкретна сума інвестицій, що підлягає поверненню. Аналіз законодавства України виявляє нерівність можливостей вітчизняних та іноземних інвесторів у питанні повернення інвестицій, вкладених: у цінні папери; корпоративні права; інші об'єкти, у тому числі у разі здійснення спільної інвестиційної діяльності без створення юридичної особи.

Вітчизняний інвестор може повернути інвестицію, вкладену в *цінні папери*, як привило, лише шляхом продажу цих цінних паперів, при цьому ціна продажу може бути вищою або нижчою, ніж сума інвестиції, залежно від результатів фінансово-господарської діяльності емітента, ринкової кон'юнктури тощо. Що ж до іноземного інвестора, то відповідно до Положення про порядок та умови торгівлі іноземною валютою, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 10 серпня 2005 р. № 281 (пп. а) п. 2 глави 3 розділу II), для купівлі, обміну іноземної валюти з метою повернення за кордон іноземних інвестицій в разі продажу цінних паперів українських емітентів він повинен подати *звіт про оцінку (акт оцінки) ринкової вартості цінних паперів*, складений суб'єктом оціночної діяльності відповідно до Закону України від 12 липня 2001 р. «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» [232] (за винятком випадків: викупу цінних паперів інституту спільного інвестування їх емітентом; погашення боргових цінних паперів їх емітентом; викупу емітентом його облигацій на умовах, передбачених проспектом їх емісії; продажу на українській фондовій біржі лістингових цінних паперів (має підтверджуватися повідомленням про лістинг цінних паперів)). При цьому нормативно-правовими актами Національного банку України не визначено дату, на яку має бути здійснено оцінку ринкової вартості цінних паперів (на дату придбання цінних паперів або на дату припинення володіння ними, тобто, дату припинення інвестиційної діяльності), оскільки відповідно до ст. 11 Закону «Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні» дата оцінки майна визначається в договорі, укладеному між суб'єктом оціночної діяльності та замовником оцінки майна (п. 9 листа Національного банку України від 15 грудня 2005 р. № 13-124/6648 [316]). Вважаємо, що цінні папери повинні оцінюватися виключно на дату припинення іноземним інвестором інвестиційної діяльності. Можливість оцінки цінних паперів на дату їх придбання означає, що інвестор не несе ризику втрати капіталу, вкладеного в цінні папери, що суперечить суті інвестицій.

Подібна ситуація спостерігається щодо припинення інвестицій у корпоративні права товариств з обмеженою відповідальністю.

Відповідно до ст. 11 Закону «Про режим іноземного інвестування» у разі припинення інвестиційної діяльності іноземний інвестор має право на повернення не пізніше шести місяців своїх інвестицій в натуральній формі або у валюті інвестування *в сумі фактичного внеску* (з урахуванням можливого зменшення статутного капіталу). Тобто, якщо статутний капітал ТОВ зменшувався, зменшився і грошовий еквівалент частки іноземного інвестора; усі інші події господарської діяльності реципієнта не впливають на суму коштів, яка підлягає поверненню.

Виникає колізія з положеннями інших законодавчих актів України, згідно з якими учасник, який виходить із ТОВ, має право одержати *вартість частини майна, пропорційну його частці у статутному капіталі товариства* (ч. 1 ст. 130, ч. 2 ст. 148 ЦК України). Виплата провадиться після затвердження звіту за рік, в якому він вийшов з товариства, і в строк до 12 місяців з дня виходу (ч. 1 ст. 54 Закону «Про господарські товариства»). Частина майна ТОВ, пропорційна частці інвестора у статутному капіталі цього ТОВ, може бути більшою за фактичний внесок інвестора до статутного капіталу у разі, якщо фінансово-господарська діяльність ТОВ була успішною, або меншою – якщо вона була невдалою. Для цілей регулювання відносин іноземного інвестування норми Закону «Про режим іноземного інвестування» є спеціальними. Таким чином, іноземний інвестор перебуває у кращому становищі порівняно з вітчизняним інвестором, оскільки незалежно від фінансово-господарських результатів діяльності ТОВ гарантовано отримує первісно вкладену суму.

Нерівність можливостей вітчизняного та іноземного інвестора спостерігається і щодо повернення інвестицій в активи, які не є цінними паперами або корпоративними правами, у тому числі в разі інвестування в спільну діяльність. Для повернення грошовими коштами іноземної інвестиції в майновій формі документом, що підтверджує фактичне здійснення іноземної інвестиції в Україну в майновій формі є вантажна митна декларація. Нормативними актами Національного банку України не встановлено вимогу, за якою іноземний інвестор має право повертати грошовими коштами свою майнову інвестицію у сумі, яка не перевищує встановлену вантажною митною декларацією (п. 9 листа від 15 грудня 2005 р. № 13-124/6648 [316]).

Тобто, первісна вартість іноземної інвестиції – це мінімум, репатріація якого гарантується іноземному інвестору, навіть якщо реальна вартість частки майна іноземного інвестора у підприємстві/спільній діяльності на момент припинення інвестиційної діяльності значно менша.

Для усунення зазначеної дискримінації вітчизняних інвесторів у царині повернення інвестицій пропонується викласти ст. 11 Закону «Про режим іноземного інвестування» у такій редакції: *«у разі припинення інвестиційної діяльності іноземний інвестор має право на повернення не пізніше шести місяців своїх інвестицій в натуральній формі або у валюті інвестування у порядку, встановленому законодавством України»*. Положення нормативно-правових актів Національного банку України, які регулюють процес повернення іноземних інвестицій, підлягають уточненню з метою недопущення надання іноземним інвесторам більших правових можливостей порівняно з вітчизняними інвесторами.

**Залежно від форми власності** інвестиції як майнові цінності можуть бути державними, комунальними, приватними (уточнимо, що класифікаційним критерієм виступає *вихідна* форма власності майнових цінностей, у якій вони перебувають до моменту інвестування). Спільні особливості державних та комунальних інвестицій пов'язані з належністю відповідних форм власності до публічних форм. Такими особливостями є, зокрема: здійснення у публічних інтересах; зв'язок з бюджетним процесом; переважно конкурентні засади вибору інвестиційних проєктів; спеціальні механізми контролю за цільовим використанням; спеціальні обмеження напрямів вкладення цих інвестицій (наприклад, відповідно до Закону України «Про господарські товариства» забороняється використовувати для формування статутного (складеного) капіталу бюджетні кошти, майно державних (комунальних) підприємств, яке відповідно до закону (рішення органу місцевого самоврядування) не підлягає приватизації, та майно, що перебуває в оперативному управлінні бюджетних установ, якщо інше не передбачено законом (ч. 3 ст. 13); згідно з Законом «Про інститути спільного інвестування» держава або територіальна громада, а також юридичні особи, частка державної або комунальної власності в яких перевищує 25 відсотків, не можуть бути учасниками інституту спільного інвестування (абз. 3 ч. 1 ст. 4).

Державні інвестиції слід відрізнити від надання суб'єктам господарювання фінансової підтримки за рахунок коштів державного бюджету. Перші є проявом державного господарювання<sup>13</sup>; останнє – проявом державного регулювання економіки. Критерієм розмежування є, на нашу думку, участь держави в особі уповноважених органів в розподілі доходів і витрат від реалізації інвестиційного проекту, несення інвестиційного ризику та здійснення контролю за цільовим та ефективним використанням вкладених інвестицій (у разі корпоративної форми інвестування – з використанням механізмів корпоративного управління). У зв'язку з цим викликає заперечення положення абз. 3 ч. 2 ст. 2 Закону України «Про інвестиційну діяльність», згідно з яким *державне інвестування* передбачає, зокрема, *державну підтримку* реалізації інвестиційних проектів.

*Залежно від державної належності інвестора* традиційно розрізняють вітчизняні (національні) та іноземні інвестиції. Слід підкреслити, що згідно з законодавством України (ст. 1 Закону України «Про режим іноземного інвестування») державна належність інвестора є єдиним критерієм кваліфікації інвестицій як іноземних, походження ж капіталу не береться до уваги. У зв'язку з цим ймовірними є сумніви, чи можуть бути класифіковані інвестиції за розглядуваним критерієм саме як майнові цінності. Однак нагадаємо, що історично іноземні інвестиції розумілися саме як іноземна власність. Звичаєве міжнародне право та ранні МІУ вживали поняття не інвестицій, а іноземної власності, однаковою (чи, принаймні, подібним) чином регулюючи випадки імпортованого капіталу та випадки власності постійно проживаючих іноземних громадян, коли передача капіталу не мала місця або була втрачена в історії [497, с. 9]. Пізніше

---

<sup>13</sup> За визначенням О.А. Черненко, *державне господарювання* – це діяльність суб'єктів господарювання державного сектора економіки різних організаційно-правових форм (суб'єктів державного господарювання), що здійснюється з метою ефективного задоволення суспільних потреб в товарах, роботах, послугах та отримання прибутку (державне підприємництво) або без мети отримання прибутку (державне некомерційне господарювання), і передбачає реалізацію публічних інтересів з урахуванням інтересів суб'єктів державного господарювання [308, с. 70].

статичне поняття власності було замінене більш динамічним поняттям інвестицій, яке передбачає певну тривалість і рух [407, с. 47].

На думку В.Ю. Полатая, саме критерій походження коштів, що вкладаються, повинен лягти в основу законодавства про іноземні інвестиції [166, с. 4–5]. Іншої думки дотримується Д.Е. Федорчук, вказуючи, що такий підхід є недоцільним як з економічної, так і з юридичної точки зору: по-перше, це вкрай ускладнить встановлення статусу створюваних з іноземною участю підприємств та щоразу потребуватиме проведення розслідування; по-друге, істотною частиною іноземних інвестицій в Україну надходить з офшорних зон, будучи при цьому іноземними суто номінально; особливий статус таких інвестицій є єдиним способом забезпечити хоча б часткове повернення вивезених, хоч би й незаконно, за кордон капіталів [301, с. 32].

Зауважимо, що законодавство України все ж таки встановлює певні вимоги, які забезпечують надходження у вигляді іноземних інвестицій капіталів саме іноземного походження. Так, іноземні інвестиції в Україну здійснюються у вигляді іноземних валют, які належать до першої групи Класифікатора іноземних валют та банківських металів, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 4 лютого 1998 р. № 34 [200] (1-а група Класифікатора) (п. 1.3 Положення про порядок іноземного інвестування в Україну, затвердженого постановою Правління Національного банку України від 10 серпня 2005 р. № 280 [186]). Для здійснення іноземної інвестиції у гривнях іноземний інвестор повинен здійснити продаж іноземної валюти з власного інвестиційного рахунку та зарахувати на цей рахунок кошти в гривнях, отримані від продажу іноземної валюти (абз. 5 п. 2.1 Положення про порядок іноземного інвестування в Україну).

Разом з тим, законодавство України не перешкоджає інвестуванню майна, придбаного іноземним інвестором у резидента України. Тривалий час таке придбання могло здійснюватися виключно за іноземну валюту в силу вимог ст. 7 Декрету Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15-93 «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» [241], яка імперативно приписувала використовувати у розрахунках між резидентами і нерезидентами

в межах торговельного обороту як засіб платежу іноземну валюту. Однак Законом України від 20 грудня 2011 р. до ст. 7 Декрету були внесені зміни, що дозволили використовувати у зазначених розрахунках також і валюту України. У пояснювальній записці до відповідного законопроекту його ініціатор (Національний банк України) вказав: «Запровадження в законодавство передбачених законопроектом норм дасть змогу зменшити навантаження на валютний ринок України, сприятиме усуненню валютних ризиків українських експортерів та імпортерів за зовнішньоторговельними операціями шляхом переорієнтації проведення розрахунків за ними в гривнях, а також покращенню позиції національної валюти на міжнародних ринках» [171]. Ця аргументація цілком справедлива щодо імпортних операцій резидентів України; однак можливість вкладення під виглядом іноземних інвестицій майна, придбаного у резидентів України за гривню, суперечить публічним інтересам. У зв'язку з цим уявляється необхідною конкретизація положення абзаців 3 та 4 ст. 2 Закону України «Про режим іноземного інвестування», відповідно до якого іноземні інвестиції можуть здійснюватися у вигляді валюти України – відповідно до законодавства України та будь-якого рухомого і нерухомого майна та пов'язаних з ним майнових прав. Пропонуємо наступну редакцію цих абзаців: *«валюти України, придбаної за іноземну валюту на міжбанківському валютному ринку України або одержаної іноземним інвестором як прибуток (дохід) внаслідок здійснення іноземних інвестицій в Україні», «будь-якого рухомого і нерухомого майна та пов'язаних з ним майнових прав, везених з-за меж митної території України або придбаних на митній території України за іноземну валюту».*

Втім, у світовій практиці головну проблему кваліфікації іноземних інвестицій вбачають зовсім не у вимогах до предмету таких інвестицій, а в зловживанні державною належністю компанії як іноземного інвестора, особливо в контексті транснаціональних груп компаній. Наприклад, особи, що належать до однієї держави-сторони МІУ, можуть створити компанію в іншій договірній стороні для того, щоб скористатися правилами цієї угоди проти власної держави. З очевидністю, це несумісно зі справжніми цілями МІУ,

які полягають у наданні захисту правам та інтересам іноземних інвесторів іншої договірної сторони, а не вітчизняних інвесторів, які оперують через іноземну «поштову скриньку». Аналогічно, інвестори, що належать до певної країни, можуть заснувати компанію в третій країні для отримання переваг, які надаються МІУ третьої країни з країною-реципієнтом інвестицій. Це явище відоме як «договірний шопінг» (*treaty shopping*) і полягає у створенні фактичними капіталовласниками формальної підстави для поширення на їхні інвестиції найбільш вигідної інвестиційної угоди з країною-реципієнтом.

Описані ситуації піднімають питання про припустимість «підняття корпоративної завіси» органом, що розглядає інвестиційний спір на підставі МІУ, з метою встановлення фактичних контрольних інтересів і визначення на цій підставі «справжньої» державної належності сторін у спорі. Це питання отримало неоднозначне вирішення в практиці міжнародних інвестиційних арбітражів.

У справі *Tokios Tokelés v. Ukraine* арбітраж Міжнародного центру з вирішення інвестиційних спорів (МЦВІС) визначив, що компанія, інкорпорована в Литві, мала право подати позов проти України на підставі литовсько-української угоди про взаємне сприяння та захист інвестицій незважаючи на те, що її капітал на 99 відсотків належав громадянам України. *Tokios Tokelés*, компанія-позивач, була кваліфікована як інвестор у розумінні згаданої угоди, оскільки остання визначає корпоративну державну належність за критерієм інкорпорації. У свою чергу, Україна стверджувала, що арбітраж повинен відмовити у компетенції на тій підставі, що українські засновники зареєстрували компанію в Литві з єдиною метою забезпечити собі захист згідно з литовсько-українською ДІУ.

Попри визнання арбітражем того, що певна кількість ДІУ передбачають відмову в привілеях компаніям, які контролюються особами, належними до країни-реципієнта, він відзначив, що литовсько-українська угода цього не передбачає: «арбітражі не повноважні визначати межі дії ДІУ, які не встановлені в їх тексті». Арбітраж вказав, що обхід буквального тексту угоди і застосування доктрини підняття корпоративної завіси можливі тільки за наявності свідчень зловживань або шахрайства. Заснування *Tokios Tokelés* не становило



зловживань або шахрайства, оскільки передувало появі литовсько-української ДІУ [530]<sup>14</sup>.

Інша проблема, що виникає у зв'язку зі складними групами підприємств, стосується можливості особи, яка непрямо контролює деяке підприємство і належить до договірної сторони згідно з МІУ, заявляти вимоги, пов'язані з цим підприємством, тимчасом як особа, що прямо контролює підприємство, належить до держави, що не є договірною стороною. Наприклад, якщо підприємство А контролює підприємство В, яке, у свою чергу, контролює підприємство С, то чи вважатиметься підприємство С інвестицією для підприємства А так само, як і для підприємства В? Це має особливі наслідки у випадках, коли не усі країни, до яких належать члени групи підприємств, є сторонами МІУ. Повертаючись до наведеного прикладу: якщо підприємство В належить до держави, яка не є стороною угоди, тоді як підприємства А і С належать до держав-сторін, чи може підприємство А вимагати захисту інвестицій на підставі цієї угоди попри те, що ці інвестиції здійснювалися через підприємство В? Арбітражі, що розглядають інвестиційні спори, загалом схильні визнавати свою компетенцію щодо непрямих позовів [498, с. 80–99].

Поширення інтегрованих міжнародних виробничих систем, заснованих транснаціональними компаніями, вимагає посиленої уваги до визначення критеріїв іноземного інвестора як в МІУ, так і в національному законодавстві. У новітніх МІУ спостерігається така тенденція: хоч критерій інкорпорації для визначення державної належності інвестора використовується частіше, ніж у минулому, він

---

<sup>14</sup> Це рішення було прийняте більшістю голосів арбітрів. Президент арбітражу проф. П. Вейл виклав окрему думку про те, що механізми і засоби МЦВІС не призначені для захисту інвестицій, здійснених у державі її власними громадянами з використанням домашнього капіталу шляхом заснування іноземної організації. Він вказав: «Коли йдеться про механізми і процедури, які стосуються держав і передбачають питання публічного міжнародного права, економічна і політична реальність повинна превалювати над правовою структурою для того, щоб застосуванню основних принципів публічного міжнародного права не перешкоджали правові концепції і правила, превалюючі у відносинах між приватними господарствами та юридичними гравцями» (п. 24) [531].

часто супроводжується застереженням, що дозволяє приймаючий країні відмовляти у привілеях, пов'язаних з МІУ, інвестору-компанії, яка створена відповідно до законодавства іншої договірної сторони, однак не здійснює господарської діяльності на території «домашньої» країни [438, с. 23]. Щоправда, таке застереження дотепер не використовувалося в ДІУ за участю України.

Роль національно-правових критеріїв кваліфікації іноземних інвестицій є подвійною: по-перше, у разі відсутності МІУ з державою інвестора або з питань, не врегульованих нею, вирішення інвестиційного спору буде здійснюватися на основі національного законодавства держави-реципієнта; по-друге, чітка і недвозначна позиція національного законодавця може бути використана у переговорах щодо укладання нових МІУ або переукладання існуючих у зв'язку з закінченням строку їх дії. Мінімалістичний підхід Закону України «Про режим іноземного інвестування» до кваліфікації іноземного інвестора (іноземними інвесторами є «юридичні особи, створені відповідно до законодавства іншого, ніж законодавство України») вказує на те, законодавець поки що не усвідомлює пов'язаних з такою кваліфікацією проблем. У зв'язку з цим пропонується викласти абзац 2 ч. 1 ст. 1 Закону України «Про режим іноземного інвестування» у такій редакції: *«юридичні особи, створені відповідно до законодавства іноземної держави, які здійснюють господарську або іншу діяльність на території цієї іноземної держави».*

### **Види інвестицій як операцій, пов'язаних з рухом капіталу**

Усі інші характеристики інвестицій, які можуть бути покладені в основу їх класифікації, не пов'язані з вихідними особливостями майнових цінностей, що виступають предметом вкладення, а відтак є характеристиками інвестицій як операцій. Основними критеріями класифікації інвестицій як операцій, на нашу думку, є:

- об'єкт інвестування;
- строк вкладення;
- мета вкладення.

*Залежно від об'єкта інвестування* в економічній та юридичній літературі традиційно розрізняють реальні (синоніми – капітальні,

капіталоутворюючі) та фінансові інвестиції. *Реальними інвестиціями* є вкладення капіталу у відтворення основних засобів, в інноваційні нематеріальні активи та інші об'єкти інвестування, пов'язані зі здійсненням операційної діяльності або покращенням умов праці та побуту персоналу. *Фінансові інвестиції* характеризують вкладення капіталу в різноманітні фінансові інструменти інвестування, головним чином в цінні папери, з метою отримання доходу [12, с. 24].

Зазначена категоризація інвестицій використовується Податковим кодексом України (п. 14.1.81 ст. 1), відповідно до якого об'єктами капітальних інвестицій є основні засоби і нематеріальні активи, що підлягають амортизації; об'єктами фінансових інвестицій – корпоративні права, цінні папери, деривативи та/або інші фінансові інструменти.

Як зазначають американські економісти У. Шарп, Г. Александер та Дж. Бейлі, у примітивних економіках основна частина інвестицій належить до реальних, тоді як в сучасній економіці переважна частина інвестицій представлена фінансовими інвестиціями. Високий рівень розвитку інститутів фінансового інвестування значною мірою сприяє зростанню реальних інвестицій. Як правило, ці дві форми є взаємодоповнюючими, а не конкуруючими [310, с. 1].

Впливовою економічною теорією, яка розкриває взаємозв'язок між реальними та фінансовими інвестиціями, є теорія нобелівського лауреата Дж. Тобіна, відповідно до якої фірми приймають рішення про інвестування на основі відношення ринкової вартості існуючих акцій фірми (акціонерного капіталу) до замішувальної вартості фізичних активів фірми («коефіцієнт  $q$ »). Дж. Тобін вважав, що обсяг реальних інвестицій фірми залежить від того, більше  $q$  (репрезентує рівновагу) одиниці, чи менше. Якщо  $q$  більше одиниці, то ринок цінних паперів оцінює акціонерний капітал у суму більшу, ніж вартість його заміщення. У цьому разі додаткові інвестиції фірми матимуть сенс, оскільки отримувані прибутки перевищуватимуть вартість фізичних активів фірми. І навпаки, якщо  $q$  менше одиниці, то ринок цінних паперів оцінює акціонерний капітал в суму меншу, ніж вартість його заміщення. У цьому разі фірмі вигідніше позбутися активів, аніж намагатися їх використати [528].

Інші економісти наголошують не на взаємозв'язку і взаємобумовленості, а на протилежних рисах реальних та фінансових інвестицій. Протиставлення реальних та фінансових інвестицій ілюструє підхід до інвестицій у системі національних рахунків: реальні інвестиції є компонентом валового внутрішнього продукту (ВВП), платежі ж за придбання фінансових інструментів виключаються з суми ВВП, оскільки таке придбання становить лише обмін документами (титулами), а не частину реальної економіки [411].

Як правило, непродуктивні активи є більш ліквідними, ніж продуктивні, тож на вибір між реальними та фінансовими інвестиціями впливає згадуване вище явище уподобання ліквідності. Бажання економічних агентів отримати ліквідні активи визначається трьома основними чинниками. По-перше, ліквідні активи дозволяють відкласти прийняття стратегічних рішень, «зачекати слушної нагоди». По-друге, володіння ліквідними активами дозволяє виконувати контрактні зобов'язання в умовах зменшення поточних та очікуваних у найближчому майбутньому фінансових надходжень. По-третє, володіння ліквідними активами дає можливість «зірвати куш» на ринку (спекулятивний мотив) [488, с. 44]. Зсув у бік непродуктивних активів означає недоінвестування у фізичний капітал, що пригнічує економічну активність, призводить до безробіття та інших негативних явищ в економіці.

Очевидно, що уподобання ліквідності саме по собі не шкодить реальній економіці. Кожен економічний агент утримує певний обсяг ліквідних активів незалежно від трьох вищезгаданих мотивів, наприклад, з міркувань диверсифікації. Однак *високе* або *зростаюче* уподобання ліквідності може розглядатися як макроекономічний феномен, що лежить в основі низхідних фаз економічних циклів.

Поділ інвестицій *залежно від строку вкладення* на довгострокові і короткострокові викликає наукову дискусію. Тимчасом як одні автори вважають цей класифікаційний критерій традиційним і беззаперечним [22, с. 11–12], інші визнають довгостроковий характер кваліфікуючою ознакою інвестицій [69, с. 9; 275, с. 11]. Лише довгострокові вкладення визнаються інвестиціями у сфері господарювання відповідно до ч. 1 ст. 326 ГК України. Втім, можна

зауважити, що зазначена норма міститься в главі 34, присвяченій інноваційній діяльності; капіталовкладення у цій сфері з огляду на її специфіку справді є майже виключно довгостроковими.

Уявляється, що межі та значення поділу інвестицій на довгота короткострокові можуть бути окреслені наступним чином:

- довгостроковий характер є розмежувальною ознакою інвестицій в контексті іншого їх поділу – на прямі й портфельні, який детально розглядатиметься нижче. Прямі інвестиції є довгостроковими за визначенням (відображають мету інвестора отримати тривалий інтерес в підприємстві-реципієнті інвестицій). Інший вид інвестицій – портфельні, які передбачають придбання фінансових інструментів з метою одержання прибутку, взагалі некоректно поділяти на довго- і короткострокові. Ці інвестиції відзначаються високою волатильністю – незалежно від існування і конкретного значення строку погашення фінансового інструмента, портфельний інвестор може здійснити його відчуження у будь-який момент, коли його вартість досягне максимуму або у разі виникнення ризику. Це свідчить про неприйнятність позиції щодо довгострокового характеру інвестицій як кваліфікуючої їх ознаки;

- строк вкладення як самостійний класифікаційний критерій відіграє обмежену роль. МВФ вказує, що початковий строк погашення фінансового інструмента (більше одного року або один рік чи менше) зберігає своє значення лише для спеціальних цілей, як-от аналіз зовнішнього боргу, і застосовується щодо категорії *інших інвестицій* (капіталовкладень в боргові інструменти, які не охоплюються поняттями прямих та портфельних інвестицій) [331, с. 41];

- строк вкладення має більше значення не як критерій дихотомічного поділу інвестицій (оскільки не має загального характеру), а як якісна характеристика частини інвестицій в економіці. Очевидним є те, що, по-перше, для реалізації завдань економічної системи інвестиції в певних галузях/сферах, в межах певних інвестиційних проектів повинні здійснюватися на довгостроковій основі; по-друге, створення умов для залучення довгострокових інвестицій потребує цілеспрямованих зусиль держави, які охоплюють діяльність двох видів:

а) пряме позитивне або негативне стимулювання до здійснення довгострокових інвестицій. Так, відповідно до ч. 2 ст. 287 Митного кодексу України [113] товари (крім товарів для реалізації або використання з метою, безпосередньо не пов'язаною з провадженням підприємницької діяльності), що ввозяться на митну територію України на строк не менше трьох років іноземними інвесторами відповідно до Закону України «Про режим іноземного інвестування» з метою інвестування на підставі зареєстрованих договорів (контрактів) або як внесок іноземного інвестора до статутного капіталу підприємства з іноземними інвестиціями, звільняються від сплати ввізного мита. Однак при відчуженні таких товарів раніше трьох років з часу зарахування їх на баланс ввізне мито сплачується на загальних підставах ;

б) створення інституційних передумов для формування довгострокових інвестиційних очікувань. В економічній науці обґрунтоване поняття «*короткозорості інвестора*», яка має місце, коли в силу інституційних обмежень інвестори інвестують або, принаймні, оцінюють продуктивність інвестицій у порівняно короткостроковій перспективі [416, с. 2]. Короткозорість інвесторів завжди виявляє себе як зсув у бік активів, що приносять швидкий дохід, по усьому спектру активів тривалого використання. Відтак короткозорість інвесторів впливає не тільки на структуру фондового ринку та вибір між відновленням або скороченням активів. Це явище може визначати відношення між виробничою і посередницькою діяльністю, формуванням і ерозією знань, високотехнологічними та іншими галузями, правомірною і неправомірною поведінкою тощо [488, с. 46].

**Залежно від мети вкладення** інвестиції поділяються на прямі й портфельні.

У законодавстві України терміни «прямі» та «портфельні» інвестиції використовуються Податковим кодексом України при класифікації інвестицій для цілей оподаткування: прямі інвестиції передбачають внесення коштів або майна в обмін на корпоративні права, емітовані юридичною особою при їх розміщенні такою особою; портфельні інвестиції передбачають купівлю цінних паперів, деривативів та інших фінансових активів за кошти на фондовому

ринку або біржовому товарному ринку. При цьому такий поділ стоується виключно фінансових інвестицій (п. 14.1.86 ст. 1)<sup>15</sup>.

Поділ інвестицій на прямі та портфельні є традиційним для міжнародного інвестиційного права, в рамках якого склалося цілком усталене значення цих понять. З урахуванням специфіки міжнародно-правового регулювання у його контексті такий поділ проводиться виключно стосовно іноземних інвестицій. Головними міжнародно-правовими актами, що визначають прямі та портфельні інвестиції, на сьогодні є Керівництво з платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції МВФ [330] та прийняте у відповідності з ним Стандартне визначення прямих іноземних інвестицій ОЕСР [460], спрямовані на встановлення стандартів концепцій, визначень, класифікацій та правил з метою сприяння системному національному та міжнародному збиранню, організації та забезпеченню порівнянності статистичної інформації щодо платіжного балансу та міжнародної інвестиційної позиції (п. 2 Керівництва).

Поняття *прямої інвестиції (direct investment)* відображає мету резидента однієї країни набути тривалий інтерес у підприємстві-резиденті іншої країни. У свою чергу, тривалий інтерес передбачає існування довгострокових відносин між прямим інвестором та підприємством прямого інвестування, а також істотний вплив інвестора на управління підприємством. При цьому категорія прямих інвестицій охоплює не лише початкову операцію, спрямовану на встановлення відносин між інвестором та підприємством, а й усі наступні капітальні операції між ними та афілійованими підприємствами, як інкорпорованими, так і неінкорпорованими. Головною рисою прямих інвестицій є *суттєвий вплив*, який надає інвестору реальний голос в управлінні підприємством (п. 359–360 Керівництва, п. 5 Стандартного визначення). Ця риса відрізняє прямі інвестиції від *портфельних*

---

<sup>15</sup> Основне застосування цього поділу знаходимо в ст.136 Податкового кодексу: для визначення об'єкта оподаткування не враховуються доходи: суми коштів або вартість майна, що надходять платнику податку у вигляді прямих інвестицій або реінвестицій у корпоративні права, емітовані таким платником податку, в тому числі грошові або майнові внески згідно з договорами про спільну діяльність на території України без створення юридичної особи.

(*portfolio investment*), єдиною метою яких вбачають в отриманні прибутку без наміру впливати на управління підприємством, що приймає інвестиції<sup>16</sup>. Проблемні аспекти розмежування прямих та портфельних інвестицій (зокрема, існування так званих межових випадків (*borderline cases*)), детально висвітлені як в аналітичних документах МВФ та ОЕСР [347; 382; 520], так і у спеціальній літературі [420].

В Україні визначення понять прямих та портфельних інвестицій в класичному, «міжнародно-правовому» їх значенні відсутні як в Законі «Про режим іноземного інвестування» і його підзаконній базі, так і в законодавстві про статистику платіжного балансу, функція складання якого покладена на Національний банк України. Розділ II Концепції побудови банківської і грошово-кредитної статистики та статистики платіжного балансу, затвердженої постановою Правління Національного банку України від 20 травня 1994 р. № 101 [80], встановлює лише, що формування інформаційної бази та складання платіжного балансу здійснюється відповідно до стандартної класифікації МВФ. Термін «прямі інвестиції в Україну» вживається, але не розкривається у спільній постанові Кабінету Міністрів України та Національного банку України від 17 березня 2000 р. № 517 «Про складання платіжного балансу України» [242]. Очевидно, що, складаючи платіжний баланс, НБУ не відхиляється від стандартного підходу до визначення прямих та портфельних інвестицій, визначеного МВФ у Керівництві з платіжного балансу.

Точки зору науковців щодо правового значення поділу інвестицій на прямі й портфельні розходяться. Так, російський правник В.Н. Лисиця стверджує, що розгляд питання про визнання інвестиції прямою або портфельною більш характерний для економістів, аніж для юристів. Тому саме визначення прямої інвестиції, швидше за все, не може нести в праві будь-якого істотного смислового навантаження [101]. Іншої думки дотримується Д.Е. Федорчук, якому належить єдине у вітчизняній юридичній літературі спеціальне

---

<sup>16</sup> Усталене розуміння пов'язує поняття портфельних інвестицій з придбанням цінних паперів. Керівництво з платіжного балансу відносить до об'єктів портфельних інвестицій, поряд з пайовими і борговими цінними паперами, інструменти грошового ринку та фінансові деривативи (п. 385).



дослідження, де розмежуванню прямих і портфельних інвестицій відведена першорядна роль. Цей автор, пропонуючи закріпити в законодавстві України поняття прямих іноземних інвестицій, вказує, що на відміну від портфельних інвестицій, які регулюються загальними нормами щодо інвестиційної діяльності в даній країні, для прямих іноземних інвестицій законодавець, як правило, прагне створити особливі правові умови, спрямовані на заохочення притоку капіталовкладень, але водночас і обмежити ступінь впливу іноземного капіталу на економіку [301, с. 40]. Втім, він не уточнює, які конкретно спеціальні законодавчі положення повинні стосуватися інвестицій у зв'язку з визнанням їх прямими.

На нашу думку, доцільним є формування компромісної позиції. Безперечно, поділ інвестицій на прямі і портфельні має економічне підґрунтя. Зокрема, поняття прямих та портфельних інвестицій виступають категоріями економічної статистики. Однак статистичні дані, згруповані в рамках цих категорій, слугують емпіричною основою для вироблення відмінних за конкретними завданнями і сферою застосування заходів економічної політики, реалізація якої опосередковується правовими засобами. Так, статистичні дані щодо прямих інвестицій є індикаторами впливу іноземного капіталу на національну економіку. Що ж до статистичних даних про портфельні інвестиції, то вони є передусім показником рівня розвитку національного фінансового ринку, зокрема, ринку цінних паперів.

Більше того, статистичні дані про співвідношення розмірів часток прямих та портфельних інвестицій в загальному обсязі інвестицій, які залучаються конкретними країнами, можуть виступати індикаторами загальних особливостей правових систем цих країн. Заслужовує на увагу дослідження, проведене американськими авторами Ш. Лі та Л. Філером з позицій неоінституціоналізму, яке пояснює різну структуру капіталопотоків відмінностями в управлінському середовищі відповідних країн. При цьому під *управлінським середовищем (governance environment)* зазначені автори розуміють соціальні, політичні, економічні, правові та економічні інституції макrorівня, які формують і обмежують управлінську поведінку в ході соціальних, політичних та економічних обмінів на мікрорівні, і, зокрема, визначають, до яких засобів (приватних чи публічних) може

звернутися інвестор в конкретному соціальному середовищі за захистом своїх прав. При цьому виділяють два типи управлінського середовища: засноване на правилах (*rule-based*) та засноване на стосунках (*relation-based*). Суспільство визнається таким, що має управлінське середовище, засноване на правилах, у разі, якщо воно відповідає таким ознакам: законодавчий процес є прозорим і справедливим; здійснення правосуддя є незалежним, і виконавча влада перебуває в системі стримувань і противаг з законодавчою і судовою владою; держава спроможна застосовувати закони неупереджено і ефективно; і, як наслідок, суб'єкти переважно покладаються на публічні правила для захисту прав на результати їх соціальних та економічних обмінів. Засноване ж на стосунках управлінське середовище визначається як інституційне середовище, в якому соціальні й економічні операції систематично здійснюються з використанням приватних, особистих стосунків з метою: 1) обходу правової системи для отримання публічних благ, або 2) захисту прав власності поза правовою системою [431, с. 82–83].

В рамках цього підходу стверджується, що в країнах зі слабкою правовою системою (тобто, з заснованим на стосунках управлінським середовищем) інвестори віддають перевагу прямому інвестуванню порівняно з портфельним, оскільки результати першого порівняно легше захистити приватними, або заснованими на стосунках, засобами. Тимчасом, при портфельному інвестуванні інвестори повною мірою покладаються на публічну інформацію та публічний захист високого рівня, яких бракує зазначеним країнам [431, с. 87–88]. Одним з авторів дослідження (Ш. Лі) розроблений також *індекс управлінського середовища* як статистичний показник міри, якою країна покладається на засноване на стосунках чи правилах управлінське середовище: чим вищий індекс, тим більшою мірою управлінське середовище засноване на правилах. Згідно з даними 2000 року з-поміж 48 країн найвищий індекс отримала Фінляндія (значення індексу 2,80), Україна ж посіла 41 місце з індексом – (мінус) 2,41 [432, с. 14–15]. Безперечно, з 2000 р. Україна досягла значного прогресу в реформуванні економічної та правової системи, втім, і на сьогодні вітчизняне управлінське середовище навряд чи може бути охарактеризоване як таке, що засноване на правилах. Це підтверджує і динаміка

платіжного балансу України, де спостерігається значне переважання прямих інвестицій над портфельними (див. табл.) [45].

<b>Період</b>	<b>Прямі інвестиції, млн. дол. США</b>	<b>Портфельні інвестиції, млн. дол. США</b>
<b>2007 р.</b>	9218	5753
<b>2008 р.</b>	9903	- 1280
<b>2009 р.</b>	4654	- 1559
<b>2010 р.</b>	5759	4317
<b>2011 р.</b>	7015	1557

У разі, коли держава бажає максимально диверсифікувати джерела капіталопотоків, особливих правових умов, які враховували б специфіку мотивів та інтересів відповідних інвесторів, потребують як прямі, так і портфельні інвестиції. Роль правових засобів у залученні кожного з двох видів інвестицій може бути проілюстрована порівняльним дослідженням інвестиційного законодавства Китаю та Індії [433]. Обидві країни є країнами, що розвиваються, і знаходяться в одному регіоні, однак Китай досяг значно більших успіхів у залученні прямих інвестицій, Індія – портфельних, зокрема, венчурних (хоч правові системи обох країн непорівнянні з українською, вони є репрезентативними з точки зору певних рис, критичних для залучення прямих або портфельних інвестицій).

Китай є виразним прикладом країни з заснованим на стосунках управлінським середовищем, що, як зазначалося вище, є загальною інституційною умовою надходження прямих інвестицій переважно перед портфельними. Суто правовими чинниками, які сприяють прямим інвестиціям у Китаї (і відсутні в Індії) є: спеціальне правове становище підприємств з іноземними інвестиціями (такими вважаються підприємства з часткою іноземного капіталу не менше 25 %), що передбачає значні податкові пільги; відносно прості, швидкі і дешеві реєстраційні процедури (зокрема, інвестиційні проекти вартістю менше ніж 30 млн. дол. США можуть бути схвалені на місцевому рівні – це сприяє і активності органів місцевої влади, оскільки здатність залучати інвестиції є важливим критерієм оцінки діяльності відповідних посадових осіб).

Натомість, порівняння законодавства Китаю та Індії в сфері іноземного венчурного інвестування свідчить про врахування індійським законодавцем специфічних потреб венчурних інвесторів

і надання преференційного режиму відповідним іноземним інвестиціям. Правовими чинниками, які сприяють іноземним венчурним інвестиціям в Індії, є: спеціальна процедура реєстрації іноземних венчурних інвесторів, яка не є обов'язковою, однак надає переваги в царині допуску інвестицій та звільняє від ряду стандартних обмежень при здійсненні операцій з цінними паперами; орієнтація регулювання фондового ринку на потреби малих та середніх високотехнологічних компаній (прикладом є часткова відмова від критерію прибутковості компаній як умови лістингу їхніх цінних паперів – цінні папери підлягають делістингу тільки у разі неотримання компанією-емітентом прибутків протягом трьох років перебування у лістингу) та ін. На противагу цьому, в Китаї відсутня спеціалізація правового режиму іноземних венчурних інвестицій, яка враховувала б їх особливості.

Специфіка інтересів прямих та портфельних інвесторів, яка підлягає врахуванню у правовому регулюванні, відзначається і в практиці Європейського суду. Так, у рішенні від 28 вересня 2006 р. в об'єднаних справах C-282/04 та C-283/04 [349] Європейський суд вказав, що належність Королівству Нідерланди спеціальних (золотих) акцій в компаніях KPN та TPG обмежує можливості інших акціонерів брати ефективну участь в управлінні цими компаніями, тому справляє негативний вплив на здійснення прямих інвестицій (п. 26). Крім того, можлива відмова держави схвалити важливе рішення, запропоноване в інтересах компаній їхніми органами управління, здатна знизити ринкову вартість акцій компаній, а відтак і їх привабливість для портфельних інвесторів (п. 27).

Можна дійти висновку, що концепція прямих та портфельних інвестицій має методологічне значення для правового регулювання інвестиційних відносин. Зменшення невизначеності інвесторів у разі здійснення ними прямих або портфельних інвестицій потребує застосування різних комплексів правових засобів. Як вказує Ю.Є. Атаманова (щодо правового регулювання інноваційної діяльності), виходячи з інструментальної спрямованості правових засобів регулювання, та системоутворювального зв'язку таких категорій, як «інтереси» – «цілі» – «засоби», доцільно використовувати як методологічну основу розроблення правових засобів реалізації державної

інноваційної політики інтереси та цілі учасників (суб'єктів правовідносин) основних структурних утворень національної інноваційної системи та держави в інноваційній сфері, на підставі яких можна моделювати правові засоби, необхідні для їх задоволення (досягнення) [8, с. 167]. Уявляється, що так само міркувати доцільно й щодо регулювання інвестиційної діяльності загалом.

Слід підкреслити, що поділ інвестицій на прямі й портфельні не можна використовувати для протиставлення цих видів інвестицій як більш/менш бажаних, безпечних з точки зору публічних інтересів тощо. Традиційні аргументи на користь різного ставлення суб'єктів нормотворчості до прямих та портфельних іноземних інвестицій<sup>17</sup> не витримують критики при більш уважному розгляді:

- *прямі інвестиції сприяють економічному розвитку приймаючої країни, натомість портфельні інвестиції здійснюються зі спекулятивною метою.* Ілюстративною у цьому плані є позиція Японії в процесі обговорення проекту Багатосторонньої інвестиційної угоди в рамках СОТ: «Предмет багатосторонніх домовленостей повинен обмежуватися інвестиціями, спрямованими на побудову довгострокових економічних відносин з приймаючою країною. Як зазначено в пункті 20 Доської міністерської декларації, багатосторонні домовленості мають поширюватися на інвестиції, які становлять внесок у розширення торгівлі і, зрештою, в економічний розвиток приймаючої країни. Очевидно, що прямі інвестиції задовольняють ці вимоги. Так само очевидно, що було б неналежним створювати правове регулювання в рамках СОТ, яке стосувалося б короткострокових інвестицій, спекулятивних по суті» (п. 20) [352].

Питання зв'язку між обсягами прямих іноземних інвестицій, які залучаються державами, та темпами і якісними вимірами їх економічного зростання належать до гаряче дискутованих на рівні як міжнародних організацій, так і окремих фахівців в галузях економіки та права [469]. З огляду на те, що позиції опонентів у цій дискусії

---

<sup>17</sup> Під різним ставленням ми маємо на увазі не будь-які відмінності у правовому регулюванні прямих та портфельних інвестицій, які з необхідністю існують, а парадигматичні відмінності (загалом більш сприятливе/несприятливе ставлення до прямих чи портфельних інвестицій).

мають виразне політичне забарвлення, ми утримаємося від розгорнутого її висвітлення та обмежимося вказівкою на корисність для приймаючих держав як прямих, так і портфельних інвестицій. У спеціальній літературі наголошують на недопустимості применшення ролі портфельних інвестицій, які збільшують ліквідність національних ринків капіталу, підвищують їх ефективність, що, поміж іншого, сприяє і надходженню довгострокових (прямих) інвестицій. Обидва види іноземних інвестицій забезпечують надходження додаткового до внутрішніх заощаджень капіталу, що розширює можливості приймаючих держав щодо досягнення цілей розвитку [377, с. 2]. Крім того, останніми роками міжнародне інвестування стало більш різноманітним, розмиваючи межу між двома видами інвестицій. Значна кількість портфельних інвестицій в акції передбачає активну участь в корпоративному управлінні виходячи з довгострокової перспективи, і не має спекулятивної природи;

- *рівень ризику у зв'язку з прямими інвестиціями значно вищий, ніж у зв'язку з портфельними, тож потребує «компенсації» у вигляді додаткових гарантій.* Якщо портфельний інвестор у разі виникнення ризику може легко вилучити власну інвестицію і перетворити її в іншу портфельну інвестицію, прямий інвестор позбавлений такої можливості в силу, як правило, низької ліквідності об'єктів інвестування. Окрім того, на відміну від портфельних інвестицій, прямі інвестиції, як правило, передбачають постійну присутність основних фондів та управлінського персоналу інвестора в приймаючій країні, що створює ширший контекст захисту прямих інвестицій [509, с. 5].

Теза про нижчу ліквідність об'єктів прямого інвестування порівняно з об'єктами портфельного сама по собі не викликає сумнівів. Більше того, додаткові аргументи, що пояснюють це явище, наводяться з позицій економічного аналізу права. Прямі інвестори, які фактично виступають менеджерами власних інвестиційних проєктів, більш інформовані щодо перспектив таких проєктів, аніж портфельні інвестори, що надає їм змогу управляти проєктами більш ефективно. Цей ефект створює перевагу прямих інвестицій над портфельними у вигляді доданої вартості на ринку капіталів. Разом з тим, ця інформація викликає і специфічні для прямих інвестицій

витрати, пов'язані з отриманням нижчої ціни у разі потреби дострокового продажу об'єкта інвестування. Потенційні покупці, усвідомлюючи більшу інформованість продавця, можуть підозрювати, що продаж є результатом негативної інформації щодо перспектив проекту, а відтак волітимуть платити менше. Існує ключова суперечність між управлінською ефективністю та ліквідністю, яка генерується асиметричною інформацією і має наслідком високу волатильність портфельних інвестицій порівняно з прямими: для інвесторів зі значними очікуваними потребами в ліквідних активах продажна ціна інвестиції важить більше, ніж управлінська ефективність, відтак вони тяжітимуть до здійснення портфельних інвестицій. Аналогічно, інвестори з низькою очікуваною потребою ліквідності, імовірно ставатимуть прямими інвесторами [391, с. 3]. Таким чином, існування суперечності між управлінською ефективністю та ліквідністю внаслідок асиметричності інформації вказує на те, що кожен з видів інвестицій оптимальний для інвесторів з різною мотивацією – тобто, твердження, що прямі інвестори перебувають у гіршому становищі, ніж портфельні, не має економічного підґрунтя.

Недоцільність протиставлення прямих і портфельних інвестицій виявляється і в площині практичного правозастосування. Візьмемо для прикладу аспект, який традиційно асоціюють саме з прямими інвестиціями – допуск іноземних інвестицій. Так, відповідно до ч. 4 ст. 394 ГК України законом може бути обмежено або заборонено діяльність іноземних інвесторів та підприємств з іноземними інвестиціями в окремих галузях народного господарства або в межах окремих територій України виходячи з інтересів національної безпеки України. У свою чергу, рядом законів встановлені обмеження (заборони) діяльності іноземних інвесторів та суб'єктів господарювання з іноземними інвестиціями у вигляді можливості здійснювати певні види господарської діяльності тільки резидентами України або граничного розміру участі іноземного інвестора (ст. 4 Закону України «Про підприємництво» [234] (сфера державної монополії), ч. 2 і 3 ст. 12 Закону України від 21 грудня 1993 р. «Про телебачення і радіомовлення» [245], ст. 9 Закону України від 28 лютого 1995 р. «Про інформаційні агентства» [217], ч. 3 ст. 18 Закону України від 5 червня 1997 р. «Про видавничу справу» [182],

ч. 2 ст. 27 Закону України від 18 листопада 2003 р. «Про телекомунікації» [246]). Крім того, здійснення іноземної інвестиції може мати ознаки концентрації відповідно до ст. 22 Закону України від 11 січня 2001 р. «Про захист економічної конкуренції» [210] та потребувати попереднього дозволу у випадках, визначених ст. 24 цього Закону. Очевидно, що ці та подібні обмеження стосуються передусім прямих іноземних інвестицій, оскільки встановлюються з метою недопущення домінування іноземного капіталу в певних секторах. Разом з тим, сформулювати загальне законодавче правило допуску іноземних інвестицій за критерієм належності їх до прямих навряд чи можливо, оскільки першорядне значення тут має специфіка конкретних галузей економіки чи поточної ринкової ситуації. Тобто, система допуску іноземних інвестицій не може бути заснована на дихотомічному їх поділі на прямі й портфельні.

Проблема критеріїв прямих інвестицій при визначенні сфери дії певних інвестиційно-правових норм за колом праводіносин може бути проілюстрована також на прикладі положень Генеральної угоди про торгівлю послугами (ГАТС) [34]. Так, ГАТС застосовується до заходів країн-членів, що впливають на торгівлю послугами, які надаються постачальником послуг одного члена шляхом комерційної присутності на території будь-якого іншого члена (п. 2 (с) ст. I). При цьому *комерційна присутність* означає будь-яку форму ділового чи професійного заснування, у тому числі шляхом: а) заснування, придбання або використання юридичної особи, або б) створення чи використання філії або представництва на території члена з метою надання послуги (п. (d) ст. XXVIII). Тобто, дія ГАТС поширюється тільки на прямі іноземні інвестиції. Окрім того, ГАТС визначає умови, за яких юридична особа вважається такою, що «належить», «контролюється» або «пов'язана» з особами члена (п. (n) ст. XXVIII) задля більшої об'єктивності її положень. Втім, існує суперечність між посиленням об'єктивності положень ГАТС і точним визначенням концепції інвестицій. По мірі активізації стратегічних міжнародних злиттів та поглинань трапляються випадки, коли довготермінові стратегія і зв'язки формуються шляхом придбання невеликої частки у капіталі підприємства за кордоном. Такі випадки не охоплюватимуться об'єктивними критеріями ГАТС, що ставить питання



про необхідність запровадження додаткових критеріїв. З іншого боку, застосування останніх створить простір для різних інтерпретацій і знизить передбачуваність результатів застосування правил ГАТС [351].

Слід відзначити, що ГАТС, так само як і ряд актів зарубіжного законодавства, які виходять з концепції прямих інвестицій (наприклад, інвестиційні закони Китаю [425–427], Канади [412]), не вживає терміну «прямі інвестиції» текстуально. Це підтверджує, що поняття прямих та портфельних інвестицій більш важливі з точки зору їх методологічного, аніж операційного застосування.

Поділ інвестицій на прямі і портфельні добре ілюструє правове значення класифікації інвестицій загалом. Більшість критеріїв класифікації інвестицій є економіко-правовими або суто економічними за своїм характером (з-поміж розглянутих нами критеріїв суто правовим критерієм є лише державна належність інвестора, оскільки ця ознака цілком є витвором юридичної науки). Економічні критерії навряд чи можуть претендувати на закріплення їх у законодавстві (зокрема, в Законі України «Про інвестиційну діяльність»), однак це не означає, що вони не мають правового значення. Ці критерії повинні в обов'язковому порядку методологічно враховуватися розробниками політики і законодавцем, оскільки різні види інвестицій з огляду на специфіку мотивації та інтересів інвесторів потребують різних інституційних умов для їх залучення, ефективного використання та мінімізації пов'язаних з ними негативних наслідків, що у кожному випадку опосередковуватиметься особливим комплексом правових засобів.

### **1.3. Інвестиційна діяльність як вид господарської діяльності**

З економічної точки зору інвестиційну діяльність визначають як єдність процесів вкладання ресурсів та отримання доходу (ефекту) в майбутньому [60, с. 26–27]. В розрізі конкретних дій суб'єктів цієї діяльності інвестиційна діяльність – це цілеспрямовано

здійснюваний процес пошуку необхідних інвестиційних ресурсів, вибору ефективних об'єктів (інструментів) інвестування, формування збалансованої за обраними параметрами інвестиційної програми (інвестиційного портфеля) і забезпечення її реалізації [12, с. 19].

Відповідно до ч. 1 ст. 2 Закону «Про інвестиційну діяльність» інвестиційну діяльність становить сукупність практичних дій громадян, юридичних осіб і держави щодо реалізації інвестицій. Це визначення є надміру лаконічним і не відображає з достатньою чіткістю зміст такої діяльності передусім через необхідність тлумачення виразу «реалізація інвестицій». Разом з тим, положення Закону дозволяють зробити висновок, що законодавець включає у зміст інвестиційної діяльності різноманітні дії суб'єктів цієї діяльності (передусім, інвестора), які здійснюються на різних етапах інвестиційного процесу – від прийняття рішення про інвестування (власне, інвестором якраз і визнається суб'єкт такого рішення – ч. 2 ст. 5) до припинення інвестиційної діяльності загалом (ст. 21).

Згідно із Законом № 4218-VI від 22 грудня 2011 р. ст. 2 Закону «Про інвестиційну діяльність» було доповнено частиною третьою, яка встановила, що інвестиційна діяльність забезпечується шляхом реалізації інвестиційних проектів і проведення операцій з корпоративними правами та іншими видами майнових та інтелектуальних цінностей. При цьому *інвестиційний проект* розуміється як сукупність цілеспрямованих організаційно-правових, управлінських, аналітичних, фінансових та інженерно-технічних заходів, які здійснюються суб'єктами інвестиційної діяльності та оформлені у вигляді планово-розрахункових документів, необхідних та достатніх для обґрунтування, організації та управління роботами з реалізації проекту. Легальне визначення інвестиційного проекту теж вказує на те, що інвестиційна діяльність може включати різнопланові дії і операції, об'єднані деякою загальною господарською метою (хоч і викликає певні заперечення те, що «реалізація інвестиційних проектів» та «проведення операцій з корпоративними правами та іншими видами цінностей» розглядаються законодавцем як цілком різні види діяльності).

МІУ, спрямовані на захист капіталовкладень, так само широко розуміють інвестиційну діяльність, що дає змогу поширити відповідні

міжнародно-правові зобов'язання на максимально широке коло відносин за участю іноземного капіталовласника. Так, відповідно до ст. II (11) Договору між Україною та Сполученими Штатами Америки про заохочення та взаємний захист інвестицій від 4 березня 1994 р. [46] «діяльність, пов'язана з інвестиціями» включає без обмеження таку діяльність, як: а) надання привілеїв або прав згідно з ліцензією; б) доступ до реєстрації ліцензій, дозволів та інших форм затвердження (які в будь-якому випадку повинні бути видані швидко); в) доступ до фінансових установ та кредитних ринків; г) доступ до їхніх фондів; ґ) імпорт та встановлення устаткування, необхідного для нормального ведення ділових справ, включаючи, проте не обмежуючись, офісне устаткування та автомобілі, та експорт будь-якого устаткування та автомобілів таким чином імпортованих; д) розповсюдження комерційної інформації; е) вивчення ринку; є) призначення торговельних представників, включаючи агентів, консультантів та дистрибуторів та їх участь у торговельних виставках та заходах по просуванню товарів на ринок; ж) маркетинг товарів та послуг, в тому числі і через системи внутрішнього розподілення, та маркетинг шляхом рекламування та прямих контактів з особами та компаніями; з) доступ до комунальних та громадських послуг, приміщень, що здаються в оренду на комерційній основі за недискримінаційними цінами, якщо ці ціни встановлені або контролюються Урядом; і) доступ до сировинних матеріалів, ресурсів та послуг всіх видів за недискримінаційними цінами, якщо ціни встановлені або контролюються Урядом.

Закон «Про інвестиційну діяльність» не містить вказівок на те, що інвестиційна діяльність є господарською діяльністю. Навпаки, частина 1 статті 5 описує коло можливих суб'єктів цієї діяльності за допомогою традиційної тріади суб'єктів цивільного права (громадяни, юридичні особи, держави). Безсумнівно, інвестиції можуть здійснювати і негосподарюючі суб'єкти – шляхом придбання цінних паперів та/або корпоративних прав. Однак інвестиції негосподарюючих суб'єктів мають непостійний, епізодичний характер, а відтак не можуть бути охарактеризовані як окремий, самостійний вид їх «діяльності». Автори, на думку яких смисловим центром поняття інвестицій виступає не сукупність активів, що вкладуються

інвестором, а самі відносини, пов'язані з вкладенням активів, вказують, що слово «інвестиції» та словосполучення «інвестиційна діяльність» є іменами одного й того самого поняття [6, с. 49], однак з цим не можна погодитися. Інвестиція як операція є дискретним актом управненого суб'єкта, тимчасом як *діяльності* притаманні підпорядкованість деякій загальній меті, тривалість у часі, структурованість, спеціалізація, інституційне забезпечення прийняття та виконання рішень тощо. Відтак вважаємо, що термін «інвестиційна діяльність» повинен стосуватися виключно діяльності суб'єктів господарювання.

Позиція щодо визнання інвестиційної діяльності видом господарської діяльності знаходить підтримку в юридичній літературі. Висловлена точка зору про інвестиційну діяльність як вид підприємницької діяльності [18, с. 117; 119, с.38], яка, однак, є неточною, оскільки не в усіх випадках отримання прибутку виступає основною метою інвестиційної діяльності, навіть професійної. Так, наприклад, недержавний пенсійний фонд, який є видом професійних інвесторів, має статус неприбуткової організації (непідприємницького товариства), функціонує та провадить діяльність виключно з метою накопичення пенсійних внесків на користь учасників пенсійного фонду з подальшим управлінням пенсійними активами (ст. 1 Закону України від 9 липня 2003 р. «Про недержавне пенсійне забезпечення» [227]).

В.Ю. Полатай пропонує визначати інвестиційну діяльність як господарську діяльність (підприємницьку та непідприємницьку) по накопиченню та вкладенню ресурсів, що можуть бути інвестиційною, здійсненню будь-якої діяльності з цими ресурсами, що направлена на отримання прибутку та (або) іншого позитивного результату, управлінню, контролю та регулюванню цієї діяльності [166, с. 9]. На нашу думку, регулювання та управління інвестиційною діяльністю як форми її організації слід у будь-якому разі відмежовувати від самої інвестиційної діяльності як безпосереднього господарювання.

Вважаємо, що законодавче визначення інвестиційної діяльності можна конкретизувати таким чином: *інвестиційна діяльність* – це сукупність дій господарського та управлінсько-господарського характеру, які вчиняються суб'єктами господарювання щодо підготовки до

вкладення інвестицій, безпосереднього вкладення інвестицій (інвестування) та господарського використання вкладених інвестицій.

О.М. Вінник розуміє поняття інвестиційної діяльності ще вужче, вказуючи, що остання здійснюється на професійних засадах як 1) основна (чи виключна) діяльність (інститути спільного інвестування), 2) один з основних видів діяльності (інвестиційні банки та інші фінансові установи) чи 3) допоміжна до основної чи така, що обслуговує основну діяльність (пенсійні фонди) [22, с. 12]. Уявляється, що здійснення інвестиційної діяльності на професійних засадах (як виключної або основної діяльності) спеціальними суб'єктами, що мають статус фінансових установ, є ознакою особливого виду інвестиційної діяльності – *професійної інвестиційної діяльності*, а не інвестиційної діяльності загалом. Переважна більшість суб'єктів господарювання здійснюють інвестиційну діяльність як таку, що не є їх операційною діяльністю, що є стандартним положенням економічного вчення про інвестиції.

В економічній літературі виділяють такі особливості інвестиційної діяльності у її протиставленні операційній діяльності суб'єкта господарювання (підприємства): вона є головною формою забезпечення зростання операційної діяльності підприємства і по відношенню до цілей і завдань останньої носить підпорядкований характер; форми і методи інвестиційної діяльності значно меншою мірою залежать від галузевих особливостей підприємства, ніж його операційна діяльність; обсяги інвестиційної діяльності підприємства характеризуються значною нерівномірністю в окремих періодах; інвестиційний прибуток підприємства (а також інші форми ефекту від інвестицій) формуються зазвичай зі значним «лагом запізнювання»; інвестиційна діяльність формує особливий самостійний вид грошових потоків підприємства, які суттєво відрізняється в окремих періодах за своєю спрямованістю; найважливішим вимірником обсягу інвестиційної діяльності, що характеризує темпи економічного розвитку підприємства, виступає показник його чистих інвестицій (сума валових інвестицій, зменшена на суму амортизаційних відрахувань); інвестиційній діяльності підприємства притаманні специфічні види ризиків, об'єднані поняттям «інвестиційний ризик» [12, с. 19–22]. Остання ознака потребує детального розгляду з огляду на її принципову важливість і складність структури.

## Правова характеристика інвестиційного ризику

В економічній літературі виділяють значну кількість ризиків у зв'язку з інвестиціями, більшість з яких піддається правовому впливу [12, с. 247–253, 335–339; 60, с. 312–316; 61, с. 340–344]. Використовуючи критерій джерел виникнення, в структурі сукупного інвестиційного ризику можна виділити наступні види ризиків:

- **ризик рецепієнта/об'єкта інвестицій**, а саме:

*ризик неплатоспроможності* або кредитний ризик є ризиком невиконання (неналежного виконання) рецепієнтом інвестицій своїх грошових зобов'язань перед інвестором з огляду на погіршення власного фінансового стану. Це – найпоширеніший ризик підприємницької діяльності загалом. Специфіки в інвестиційному контексті йому надають довгостроковий, як правило, характер капіталовкладення та чинник терміну погашення інвестиції (тобто, моменту в часі, коли згідно з договором інвестор отримує право вимагати повернення інвестиції та пов'язаних з нею доходів; усі інвестиційні ризики мають тенденцію зростати по мірі наближення терміну погашення);

*ризик істотних змін у діяльності*, який коротко називають ще ризиком подій, пов'язаний з подіями, які істотно посилюють невпевненість інвесторів щодо отримання майбутніх інвестиційних доходів. Це, зокрема, ті події, що підлягають відображенню в особливій інформації про емітента цінних паперів – прийняття рішення про розміщення цінних паперів на суму, що перевищує 25 відсотків статутного капіталу; прийняття рішення про викуп власних акцій; факти лістингу/делістингу цінних паперів на фондовій біржі; отримання позики або кредиту на суму, що перевищує 25 відсотків активів емітента; зміну складу посадових осіб емітента; зміну власників акцій, яким належить 10 і більше відсотків голосуючих акцій; рішення емітента про утворення, припинення його філій, представництв (ст. 41 Закону України від 23 лютого 2006 р. «Про цінні папери та фондовий ринок» [255]);

*ризик оцінки* виникає у зв'язку з можливим формуванням не виправдано високої ціни на інвестиційний актив у зв'язку з кон'юнктурними коливаннями ринку цього активу. Належною є така постановка питання про доцільність інвестування в деякий актив *A*: «чи заслуговує актив *A* інвестування в нього за даною ціною»;

*ризик ліквідності* пов'язаний з відсутністю можливості швидко продати певний актив без втрати інвестованого у нього капіталу в разі виникнення потреби у такому продажу. Необхідна умова ліквідності будь-якого активу – наявність ефективно функціонуючого ринку цього активу, зокрема, достатня кількість належно поінформованих потенційних покупців;

*часовий ризик* стосується можливості втрат у зв'язку з неправильним визначенням часу здійснення вкладень в об'єкти інвестування і часу їх реалізації, сезонних і циклічних коливань;

- ***ризик економічної системи***, а саме:

*ринковий ризик* характеризує мінливість реальної ринкової вартості окремих активів під впливом кон'юктурних коливань усього інвестиційного ринку або найважливіших його сегментів;

*процентний ризик* пов'язаний зі зміною ставки проценту в результаті змін загального співвідношення пропозиції і попиту на гроші. Зміна процентних ставок справляє найбільший вплив на інвестиції з фіксованою доходністю (наприклад, інвестицій в облігації, депозитні сертифікати). Ринкова вартість облігацій, як правило, падає у разі підвищення процентних ставок і зростає у разі їх зниження. Підвищення процентних ставок може зменшити і вартість акцій (дивідендний дохід виглядає менш привабливим для інвесторів, компанія несе більші витрати у разі потреби позичати кошти тощо), хоч кореляція між змінами процентної ставки і курсом акцій менш очевидна;

*інфляційний ризик* характеризується змінами купівельної спроможності грошей в масштабах економіки усєї країни. Очікувана інфляція не становить ризику; ризик полягає у відхиленні рівня інфляції від «запланованого» у момент інвестування;

*валютний ризик* є ризиком зміни курсу валюти, у якій здійснена інвестиція – у разі зниження курсу валюти зменшується і реальна вартість інвестиції, і навпаки;

- ***ризик державного втручання***, зокрема:

*ризик примусових вилучень*;

*ризик змін у законодавстві* (регуляторний ризик) (правові засоби, спрямовані на компенсацію зазначених двох видів ризиків та проблематика їх застосування розглядаються відповідно у підрозділах 3.3 та 3.4 цієї роботи).

*політичний ризик*: інколи так називають усі ризики, пов'язані з державним втручанням в економіку. На нашу думку, політичними коректно іменувати тільки ризики, що генеруються істотними змінами політичного курсу держави (у таких випадках термін «політичний ризик» справді може покривати всі ризики державного втручання). Що ж до України, то за умов незмінності її курсу на розбудову соціально орієнтованої ринкової економіки та європейську інтеграцію говорити про політичні ризики інвестиційної діяльності видається недоречним.

Економісти традиційно поділяють інвестиційні ризики на *внутрішні (несистематичні, специфічні)* та *зовнішні (систематичні, неспецифічні)*. Перші притаманні господарській (інвестиційній) діяльності конкретних суб'єктів господарювання; другі пов'язані зі зміною кон'юнктури усього інвестиційного ринку (або окремих його сегментів) під впливом макроекономічних чинників [12, с. 148]. З поміж описаних вище інвестиційних ризиків внутрішніми є ризики реципієнта/об'єкта інвестицій, а зовнішніми – ризики економічної системи та ризики державного втручання (останні пов'язані з не-економічними чинниками, але, так само, як економічні, виникають для усіх учасників відповідних інвестиційних відносин). Стандартними є положення економічної науки, згідно з якими внутрішні ризики можуть бути зменшені або усунені інвесторами шляхом диверсифікації; зовнішні ризики (економічні) диверсифікації не підлягають, однак можуть бути мінімізовані шляхом хеджування [5, с.42–43, 393–395]. Уважніший розгляд виявляє неточність цих положень та дає певні орієнтири щодо напрямів вдосконалення правового регулювання інвестиційної діяльності.

По-перше, теза про можливість вільної диверсифікації ґрунтується на постулаті неокласичної економічної теорії про те, що індивіди володіють повною інформацією для прийняття раціональних рішень. Однак у реальному житті можливості індивідів отримати необхідну і достовірну інформацію обмежені як їх власним інтелектуальним потенціалом, так і наявністю інституційних перешкод для отримання такої інформації. В умовах України інституційні перешкоди для отримання інформації про можливі об'єкти інвестування, а відтак і прийняття оптимальних рішень щодо диверсифікації інвестиційних ризиків особливо значні.



Так, у схваленій розпорядженням Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні [244] однією з основних причин відставання національних ринків капіталу назване недостатнє висвітлення інформації про емітентів, професійних учасників ринку цінних паперів, ризиків стосовно фінансових інструментів, що перешкоджає оцінці інвестором реальної вартості і потенціалу українських підприємств, прийняттю ним інвестиційних рішень. Підвищення ефективності системи розкриття інформації згідно з Концепцією повинне здійснюватися за трьома основними напрямками: поліпшення правового середовища для системи розкриття інформації, забезпечення прозорості українських емітентів, цінні папери яких перебувають у публічному обігу, та доступності інформації, що розкривається ними, для широкого кола інвесторів; удосконалення механізму контролю і нагляду за виконанням вимог щодо розкриття інформації, притягнення до відповідальності за порушення таких вимог; використання сучасних інформаційних технологій для підвищення ефективності збору, обробки, аналізу та публічного розкриття інформації.

З огляду на відсутність належного правового регулювання майже не використовується в Україні і такий відомий зарубіжній практиці спосіб запобігання ризикам при придбанні акцій, як договір між інвестором (майбутнім акціонером) та акціонерним товариством (емітентом акцій) – щодо умов придбання акцій додаткового випуску, цільового використання інвестованих коштів, умов зворотного випуску акцій та ін. [138]. Інституційні перешкоди для управління інвестиційними ризиками існують і в сфері реального інвестування. Ризики реального інвестиційного проекту тісно пов'язані з загальним комерційним ризиком суб'єкта господарювання, який є достатньо значним у вітчизняних умовах.

По-друге, можливості хеджування зовнішніх (економічних) інвестиційних ризиків в Україні вкрай обмежені з огляду на те, що правове регулювання ринку похідних цінних паперів (деривативів) перебуває у зародковому стані. З іншого боку, слід зауважити, що будь-які зовнішні інвестиційні ризики не підлягають диверсифікації лише в межах національної економічної системи. В глобальному ж

контексті диверсифікація навіть таких ризиків можлива, більше того, існує ймовірність того, що інвестор взагалі відмовиться від капіталовкладень у власну економіку на користь інвестування за кордон (з використанням при цьому легальних або нелегальних механізмів). Відтак необхідною вимогою до національного режиму інвестиційної діяльності є його «конкурентоспроможність» порівняно з режимами, що пропонуються іншими державами, та відповідність визнаним міжнародно-правовим стандартам. Для України така конкурентоспроможність залишається бажаним станом, про що свідчать масштаби непродуктивного відпливу капіталів резидентів за кордон.

Універсальним засобом мінімізації інвестиційних ризиків є їх страхування, однак в Україні і цей засіб є практично недоступним. Згадувана вище Концепція Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу, поміж іншого, вказує на відсутність страхових компаній із спеціалізацією на інвестиційному страхуванні.

Розкриття феномену інвестиційного ризику передбачає розуміння інвестиційної діяльності у широкому значенні – як діяльності, що є складною за своїм змістом і включає комплекс різноманітних дій, що здійснюються на різних стадіях інвестиційного процесу. В економічній літературі зустрічається і вузьке визначення інвестиційної діяльності, згідно з яким вона являє собою процес перетворення інвестиційних ресурсів у вкладення. *Згідно з вузьким підходом інвестиційна діяльність (власне інвестиційна діяльність, інвестування) є сукупністю (системою) операцій, пов'язаних з рухом капіталу.*

Саме у вузькому розумінні визначає інвестиційну діяльність Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів» (п. 4), відповідно до якого ця діяльність являє собою придбання та реалізацію тих необоротних активів, а також тих фінансових інвестицій, які не є складовою частиною еквівалентів грошових коштів. Грошові потоки, які групуються під заголовком «Інвестиційна діяльність» вказують на обсяги вкладень в активи, які генеруватимуть майбутній прибуток. Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 7 «Звіт про рух грошових коштів» [405] наводить наступні приклади грошових потоків, що виникають з інвестиційної діяльності: а) платежі з метою придбання основних

засобів, нематеріальних активів та інших необоротних активів, включаючи ті, що стосуються капіталізованих видатків розвитку та самостворених основних засобів; б) надходження від продажу основних засобів, нематеріальних активів та інших необоротних активів; в) платежі з метою придбання пайових або боргових цінних паперів інших суб'єктів; г) надходження від продажу пайових або боргових цінних паперів інших суб'єктів; г) позики та кредити, видані іншим суб'єктам; д) надходження від виплат за позиками та кредитами, виданими іншим суб'єктам.

Поняття інвестиційної діяльності у вузькому (спеціальному) розумінні є необхідним у правовому вченні про інвестиції, оскільки воно дозволяє виділити центральний сегмент, ядро інвестиційної діяльності у широкому розумінні. Відповідні відносини становлять головну частину предмету інвестиційно-правового регулювання. Визначення інвестиційної діяльності як сукупності (системи) операцій, пов'язаних з рухом капіталів, акцентує увагу на незвичайності інвестиційної діяльності для переважної більшості суб'єктів господарювання. У разі, коли здійснення операцій, пов'язаних з рухом капіталу, становить основну діяльність суб'єкта господарювання, що є головною метою створення цього суб'єкта і забезпечує основну частку його доходу, має місце *професійна інвестиційна діяльність*.

Важливою з теоретичної і практичної точки зору проблемою є **відмежування інвестицій як операцій, пов'язаних з рухом капіталу, від: а) поточних операцій; б) інших операцій, пов'язаних з рухом капіталу.** Таким чином інвестиційна діяльність суб'єкта господарювання може бути відмежована від інших видів його діяльності.

Основними видами поточних операцій, щодо яких доречне питання про розмежування їх з інвестиціями, є продаж товарів та надання послуг.

**Розрізнення інвестиції і продажу** ускладнюється тим, що інвестиція часто опосередковується договором купівлі-продажу. Відповідно до ст. 655 ЦК України за договором купівлі-продажу одна сторона (продавець) передає або зобов'язується передати майно (товар) у власність другій стороні (покупцеві), а покупець приймає або зобов'язується прийняти майно (товар) і сплатити за нього певну грошову суму.

Широке визначення продажу закріплене в Податковому кодексі України: продаж (реалізація) товарів – це будь-які операції, що здійснюються згідно з договорами купівлі-продажу, міни, поставки та іншими господарськими, цивільно-правовими договорами, які передбачають передачу прав власності на такі товари за плату або компенсацію незалежно від строків її надання, а також операції з безоплатного надання товарів (п. 14.1.202 ст. 14)

Проблема розмежування інвестицій і продажу може бути проілюстрована наступним прикладом. У листі від 15 серпня 2002 р. № 2-221/4468 [240] Державний комітет з регуляторної політики та підприємництва України висловився з приводу позиції Державної податкової адміністрації України щодо обкладення податком на додану вартість операцій з передачі активів підприємству, що створюється в процесі реорганізації (конкретніше, виділу). ДПА вимагала при внесенні основних засобів до статутного фонду створюваного підприємства за розподільчим балансом коригувати податковий кредит шляхом його зменшення на суму податку, який припадає на недоамортизовану частину внесених основних фондів. Ця вимога обґрунтовувалася п. 7.4.2 Закону «Про податок на додану вартість», який забороняє відносити до податкового кредиту в разі якщо платник податку здійснює операції з продажу товарів, які звільнені від оподаткування або не є об'єктом оподаткування згідно зі статтями 3 та 5 цього Закону (не є об'єктом оподаткування внески до статутного фонду юридичної особи в обмін на емітовані нею корпоративні права), суми податку, сплачені (нараховані) у зв'язку з придбанням товарів, вартість яких відноситься до складу валових витрат виробництва (обігу) та основних фондів і нематеріальних активів, що підлягають амортизації.

Держпідприємство зазначив, що внески до статутного фонду юридичної особи є інвестицією, а інвестиція, своєю чергою, не вважається продажем. Однак відповідно до Закону України від 22 травня 1997 р «Про оподаткування прибутку підприємств» інвестицією вважається господарська операція, яка передбачає придбання основних фондів, нематеріальних активів, корпоративних прав та цінних паперів в обмін на кошти або майно (п. 1.28 ст. 1

Закону; на сьогодні – п. 14.1.86 ст.14 Податкового кодексу України – авт.). Тобто, оскільки у визначенні терміна «інвестиція» вживається слово «придбання», то й інвестиції до статутного фонду юридичної особи можна трактувати як операції з продажу. Таке тлумачення робить внесення до статутного капіталу недоамортизованих основних фондів не вигідним з точки зору податкових наслідків.

У цьому відношенні заслуговує на увагу досвід Російської Федерації: відповідно до пп. 4 п. 3 ст. 38 Податкового кодексу РФ не визнається реалізацією товарів, робіт або послуг передача майна, якщо така передача носить інвестиційний характер (зокрема, вклади до статутного капіталу (складеного майна) господарських товариств, вклади за договором простого товариства (договору про спільну діяльність тощо). Під інвестиційним характером передачі товарів, результатів робіт або надання послуг слід розуміти таку їх передачу (надання) іншій особі, яка не передбачає отримання від нього безпосереднього зустрічного майнового задоволення, а призначена для здійснення особою, що здійснює інвестиції, певної діяльності, в результаті якої інвестор отримує відповідну своїм інвестиціям частку прибутку [299, с. 296].

Принципове значення розмежування інвестицій та торговельних операцій має в контексті вирішення міжнародних інвестиційних спорів, оскільки кваліфікація операції як інвестиції означає поширення на цю операцію дії МПУ, що дозволяє іноземним суб'єктам господарювання вимагати грошових компенсацій у приймаючих держав під приводом порушення останніми їхніх прав у зв'язку з веденням інвестиційної діяльності.

У справі *Petrobart v. Kyrgyz Republic* [470], порушеній на підставі ДЕХ під егідою Арбітражного інституту Стокгольмської торгової палати, арбітраж повинен був вирішити, чи можуть права з договору купівлі-продажу газового конденсату, який не передбачав будь-якої передачі грошових коштів або майна як капіталовкладень в господарську діяльність, бути кваліфіковані як інвестиція відповідно до ДЕХ. Слід зазначити, що за попереднім позовом *Petrobart* проти Киргизстану на підставі киргизського Закону про іноземні інвестиції арбітраж ЮНСІТРАЛ відмовив у компетенції. На думку Стокгольмського арбітражу: «Немає єдиного визначення поняття інвестицій,

натомість зміст цього терміна варіюється. Хоч в звичайній мові інвестиція часто розуміється як капітал або майно, що використовується як фінансова основа для господарської діяльності з метою отримання прибутку або доходу, більш широкі визначення часто зустрічаються в угодах про захист інвестицій, двосторонніх або багатосторонніх. Поняття інвестиції повинне, відтак, інтерпретуватися в контексті кожної конкретної угоди, в якій цей термін використовується. Відповідною угодою в даному випадку є Договір до Енергетичної хартії, який захищає інвестиції інвестора однієї Договірної Сторони на території іншої Договірної Сторони, при цьому поняття інвестора та інвестицій визначені у статті 1 Договору» (п. 69–70).

Для визначення того, чи становило право Petrobart на отримання платежу за поставлені товари інвестицію, арбітраж звернувся до статті 1 (6) ДЕХ. Він визначив, що відповідно до п. (6) с) ст. 1 ДЕХ інвестиції включають грошові вимоги та права вимоги щодо виконання згідно з договором, що має економічну цінність і пов'язаний з інвестицією, а відповідно до п. (6) f) – будь-яке право, надане відповідно до закону або за договором, або в силу будь-яких ліцензій і дозволів, виданих згідно з законом, здійснювати будь-яку господарську діяльність в енергетичному секторі. «Господарська діяльність в енергетичному секторі» згідно з п. (5) ст. 1 ДЕХ визначається як господарська діяльність щодо розвідування, видобутку, переробки, виробництва, зберігання, транспортування по суші, передачі, розподілу, торгівлі, збуту чи продажу енергетичних матеріалів і продуктів, або щодо розподілу тепла між множинними об'єктами. Арбітраж встановив, що право, надане за договором щодо проведення господарської діяльності з продажу газу, в тому числі право на отримання платежу за такий продаж, є інвестицією відповідно до ДЕХ.

Хоч ряд коментаторів інтерпретує широке визначення інвестицій у ДЕХ як таке, що охоплює пропріетарні права будь-якого роду, у тому числі грошові вимоги на підставі договору купівлі-продажу, інші вказують, що цей висновок не є беззаперечним, оскільки п. (6) с) ст. 1 ДЕХ вимагає зв'язку грошових вимог та прав вимоги щодо виконання з деякою інвестицією [407, с. 55].

У справах, порушених на підставі НАФТА в арбітражних установах за правилами ЮНСІТРАЛ, деякі арбітражі виявили готовність

визнавати компетенцію, навіть коли регуляторні заходи приймаючої держави стосуються торгівлі товарами, якщо ці заходи впливають на «інвестора» або «інвестицію» в розумінні глави 11 НАФТА. Так, у справі *Pope and Talbot v. Canada* [476] позивач оспорував застосування Угоди між Канадою і США про піломатеріали з хвойних порід та розподіл експортних квот на підставі цієї Угоди як такі, що становлять численні порушення НАФТА. Відповідач заявив, що «піломатеріали з хвойних порід» є «товаром», а відтак спір є торговельним спором і повинен розглядатися на підставі Глави 20, а не Глави 11 НАФТА. Арбітраж вказав, що зазначені позивачем порушення мали відношення і заподіяли шкоду «інвестору» та його «інвестиціям» у розумінні Глави 11, та визнав свою компетенцію щодо позову. Поміж іншого, він зазначив: «Немає положень, які прямо вказували б на те, що інвестиції та торгівля товарами повинні розглядатися як цілком відокремлені одне від іншого...» (п. 26).

У справі *S.D. Myers, Inc v. Canada* [490] американська компанія стверджувала, що Канада порушила приписи Глави 11 НАФТА, заборонивши експорт токсичних відходів поліхлорбіфенілу (ПХБ) до США, де їй належало переробне підприємство. S.D. Myers заявила, що заборона експорту Канадою була застосована у дискримінаційний і несправедливий спосіб. Арбітраж звернувся до визначення інвестицій згідно з ст. 1139 НАФТА і з'ясував, що до перерахованих у ньому активів належить «підприємство». Окрім того, арбітраж зауважив, що глави НАФТА є частиною «спільного задуму», відповідно до якого захід може мати відношення до «інвестора» або його «інвестицій» у розумінні Глави 11, навіть якщо ці заходи стосуються «товарів» у розумінні Глави 3 (п. 292–294).

Як справедливо вказують Д. Карро та П. Жюйар, свобода, що надається арбітражам, передбачає ризик розчинення поняття інвестицій у понятті майна, а поняття інвестиційного відношення – у понятті контрактного відношення. Таке розчинення є небезпечним: воно розхитує конвенційну конструкцію, оскільки віддає пріоритет зобов'язанню щодо захисту. Замість того, щоб застосовуватися тільки до інвестицій, це зобов'язання перетворюється у свого роду страхування від усіх ризиків, які можуть загрожувати майну іноземців [68, с. 335].

Розмежування інвестицій і продажу все ж таки було дотримане у справі *Global Trading Resource Corp. and Globex International, Inc. v. Ukraine* [389]. Global Trading Resource Corp. та Globex International, Inc. – американські компанії, які займаються передусім експортом м'ясних продуктів. Позивачі уклали з українським ТОВ «Алан Трейд» договори на доставку і продаж м'яса птиці. Після того, як ТОВ «Алан Трейд» не змогло розрахуватися за договорами, Global Trading Resource Corp. та Globex International, Inc. подали позов проти України до МЦВІС, вимагаючи виплати компенсації. Позивачі стверджували, що Державний комітет України з державного матеріального резерву, уповноважений на укладення договорів з американськими експортерами м'яса птиці у 2008 р., призначив ТОВ «Алан Трейд» для підписання зазначених договорів. У зв'язку з цим Україна є відповідальною за дії як Державного комітету України з державного матеріального резерву, так і ТОВ «Алан Трейд».

У свою чергу, Україна заявила, що вимоги позивачів являють собою ніщо інше, ніж вимоги про оплату за торговельними договорами і, таким чином, не є вимогами щодо «інвестицій». Арбітраж встановив, що договори купівлі-продажу, укладені позивачами, були звичайними комерційними трансакціями, тож не можуть вважатися інвестиціями для цілей Вашингтонської конвенції про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами.

Вважаємо, що законодавство України (господарське, податкове та ін.) повинно чітко розрізняти інвестиції та купівлю-продаж. Інвестиції, хоч і можуть опосередковуватися договорами купівлі-продажу та іншими договорами на оплатну передачу майна, мають власний економічний зміст, пов'язаний зі специфікою об'єктів інвестування. Усі такі об'єкти є капітальними цінностями, які, окремо узяті, зберігають загальні ознаки капіталу як економічного явища. Отримання прибутку (доходу) від капіталовкладень у такі об'єкти пов'язане або з наступним господарським використанням їх як таких (для реальних активів), або з використанням коштів, отриманих внаслідок їх розміщення (для фінансових активів). Додатковою обставиною, яка повинна братися до уваги, є інвестиційна мета – придбання об'єктів інвестування повинно здійснюватися з метою їх



утримання для примноження або збереження капіталу, а не з метою негайного перепродажу, що відрізняє інвестиції від поточних торговельних операцій.

Дискусійною у юридичній літературі та правозастосовній практиці є можливість здійснення внеску у вигляді робіт та послуг, що породжує проблему *розмежування інвестицій і операцій з надання послуг*.

Відповідно до ст. 901 ЦК України, за договором про надання послуг одна сторона (виконавець) зобов'язується за завданням другої сторони (замовника) надати послугу, яка споживається в процесі вчинення певної дії або здійснення певної діяльності, а замовник зобов'язується оплатити виконавцеві зазначену послугу, якщо інше не встановлено договором.

У чинному законодавстві України можливість здійснення інвестицій у вигляді надання послуг прямо не передбачена. У міжнародно-правових документах це питання також не отримало однозначного вирішення. Так, Стандартне визначення прямих іноземних інвестицій ОЕСР виходить з розмежування інвестицій і надання послуг та описує ряд випадків, коли таке розмежування викликає труднощі (п. 11):

а) суб'єкт господарювання зобов'язується повністю побудувати на замовлення іноземного клієнта, зазвичай держави в особі уповноваженого органу, виробничі потужності підприємства, передати ноу-хау, а також організувати управління та експлуатацію підприємства протягом кількох років, без постійної присутності управлінського персоналу та без дотримання інших умов, відповідно до яких підприємство можна було б віднести до підприємств прямого інвестування. Цей суб'єкт встановив повний контроль над повсякденною діяльністю підприємства, отримує винагороду за управління ним або в грошовому вимірі, або вироблюваною продукцією. Однак він не володіє часткою у капіталі підприємства і відтак здійснює транскордонне надання послуг;

б) суб'єкт господарювання уклав довгостроковий договір з іноземною компанією, передав їй ноу-хау і справляє суттєвий вплив на якість і обсяг вироблюваної продукції. Суб'єкт господарювання

може надати позику іноземній компанії та інколи має представника в її раді директорів, однак не володіє часткою в її капіталі. Це, знову ж таки, транскордонне надання послуг;

в) діяльність деяких спеціалізованих фірм значною мірою нагадує діяльність багатонаціональної компанії, однак не передбачає взаємної участі у капіталі. Наприклад, неафілійовані (з точки зору участі у капіталі) фірми, що займаються консультуванням в галузі бухгалтерського обліку і менеджменту, можуть здійснювати свою діяльність у глобальному масштабі під єдиним іменем, передавати справи одна одній і отримувати за це винагороду, спільно нести витрати або користуватися об'єктами інфраструктури для навчання спеціалістів або реклами і мати спільну раду директорів для планування групової бізнес-стратегії. Це не є прямим інвестуванням, однак має багато спільного з ним.

Надання послуг визнається інвестицією в деяких міжнародних інвестиційних угодах. Так, в ст. 1.2 Модельної двосторонньої інвестиційної угоди Бельгії та Люксембургу 2002 р. інвестиція визначена як будь-який вид активу та будь-який прямий чи непрямий внесок грошовими коштами, у натуральній формі або *шляхом надання послуг*, інвестований або реінвестований у будь-який сектор господарської діяльності [407, с. 53]. Модельна двостороння інвестиційна угода США 2004 р. встановлює невичерпний перелік «форм», які може приймати інвестиція. Поряд з «типовими» формами інвестицій, цей перелік включає пусконалагоджувальні, будівельні, управлінські, виробничі, концесійні, про розподіл продукції та інші подібні договори. Разом з тим, актив повинен мати характеристики інвестиції, зокрема: надання капіталу чи інших ресурсів, очікування доходу чи прибутку або прийняття ризику.

У справах *SGS v. Pakistan* [501] та *SGS v. Philippines* [502] арбітраж МЦБІС визнав інспекційні послуги інвестицією. В обох випадках спір виник з несплати відповідно Пакистаном та Філіппінами коштів на користь швейцарської компанії SGS на підставі договорів про надання послуг з передвідвантажувальної інспекції та сертифікації. У справі *SGS v. Pakistan* арбітраж встановив, що надання послуг з передвідвантажувальної інспекції підпадає під невичерпне і достатньо широке визначення інвестицій згідно з ДІУ між

Швейцарією та Пакистаном, яке включає грошові вимоги, пов'язані з правами, наданими законом або договором. Він також підкреслив той факт, що Пакистан довірив SGS здійснення публічної функції зі стягнення фінансових доходів держави шляхом застосування надійних і спрощених процедур, проведення митних оглядів спільно з пакистанською митною службою, навчання керівників пакистанської митної служби технікам митної оцінки і застосування митних правил. Тобто, SGS провадила не звичайну комерційну діяльність, натомість їй було надане право діяти у сфері, яка зазвичай є прерогативою держави як носія публічної влади. Відповідно, арбітраж вирішив, що витрати, понесені SGS у зв'язку з виконанням договору становлять інвестицію у розумінні ДІУ; крім того, право, надане SGS, еквівалентне концесії, яка прямо охоплюється визначенням інвестицій згідно з угодою.

Спірною уявляється кваліфікація арбітражем МЦВІС інвестиції у справі *GEA v. Ukraine* [387] (хоч справу по суті Україна виграла). Німецька компанія New Klöckner, згодом придбана позивачем GEA, уклала договір на переробку давальницької нафти з українським ВАТ «Оріана». Позивач заявляв, що договір на переробку давальницької сировини підпадає під визначення інвестиції згідно зі ст. 1 (1) (е) німецько-української ДІУ, оскільки він надає «права на здійснення господарської діяльності»; готова продукція так само являє собою інвестиції, оскільки є «рухомим майном» згідно зі ст. 1 (1) (а) ДІУ (п. 147).

Не погоджуючись з цим, відповідач стверджував, що спірний договір не надає позивачу жодних прав на здійснення господарської діяльності в Україні, натомість, є підрядним договором, на підставі якого Klöckner просто зобов'язалася поставляти ВАТ «Оріана» певні обсяги давальницької сировини для переробки за відповідну плату. Крім того, відповідач ставив під сумнів можливість визнання інвестиціями готової продукції як такої, посилаючись на те, що вказівка на «рухоме майно» в ст. 1 (1) (а) ДІУ повинна розглядатися «у світлі її контексту (відношення до інвестицій)» (п. 148).

Арбітраж зазначив, що відповідно до самої ДІУ її терміни повинні тлумачитися у широкому контексті інвестиційної діяльності, як це впливає з останнього речення ст. 1 (1) («зміна форми, у якій

інвестовані активи, не впливає на їхні властивості як інвестицій»). У цьому контексті арбітраж визнав, що договір на переробку давальницької сировини надав позивачу право на здійснення господарської діяльності в Україні у відповідний час. Крім того, попри заперечення відповідача, зазначений договір передбачав більше, ніж виготовлення готової продукції за плату – він встановив відношення «спільного інтересу» в рамках якого позивач надавав логістичну допомогу, оплачував вантажні перевезення в Україні, вирішував митні питання та забезпечував підприємство «Оріана» необхідними матеріалами. Відповідно, арбітраж кваліфікував як інвестицію зазначений договір, а також готову продукцію, оскільки вона виступала невід’ємною складовою інвестицій, пов’язаних з цим договором (п. 149–150).

На нашу думку, висновки арбітражу щодо інвестиційного характеру договору на переробку давальницької сировини, і тим більше визнання інвестиціями готової продукції, не є переконливими. Уявляється, що надання послуг (а також виконання робіт) як таке слід в усіх випадках відрізняти від інвестицій, оскільки воно не передбачає руху капіталу взагалі. Тому викликають заперечення пропозиції закріпити на законодавчому рівні можливість здійснення інвестицій, зокрема, іноземних, у вигляді робіт та послуг [71, с. 27]. Інша справа, що транскордонне надання послуг може передбачати заснування господарської організації у приймаючій державі, що являтиме собою інвестицію. Так, ГАТС розрізняє чотири способи міжнародної поставки послуг (ст. I (2)), з-поміж яких з інвестиційною діяльністю традиційно асоціюється третій спосіб – *комерційна присутність*, тобто будь-який тип підприємницької або професійної діяльності, в тому числі через заснування, придбання або використання юридичної особи або створення чи використання відділення або представництва на території держави-члена з метою поставки послуги.

У царині операцій, пов’язаних з рухом капіталів, найбільш проблемним є ***розрізнення інвестицій і кредиту, банківського вкладу та спекулятивних операцій.***

Чинне законодавство України не дає однозначної відповіді на питання про визнання *позики* (та кредиту як її виду) інвестицією.

Окремі визначення інвестиції та позики (кредиту) закріплює Податковий кодекс України: *позикою* є грошові кошти, що надаються резидентами, які є фінансовими установами, або нерезидентами, крім нерезидентів, які мають офшорний статус, позичальнику на визначений строк із зобов'язанням їх повернення та сплатою процентів за користування сумою позики (п. 14.1.267 ст. 14); *фінансовим кредитом* – кошти, що надаються банком-резидентом або нерезидентом, що кваліфікується як банківська установа згідно із законодавством країни перебування нерезидента, або резидентами і нерезидентами, які мають згідно з відповідним законодавством статус небанківських фінансових установ, а також іноземною державою або його офіційними агентствами, міжнародними фінансовими організаціями та іншими кредиторами – нерезидентами юридичній чи фізичній особі на визначений строк для цільового використання та під процент (п. 14.1.258 ст. 14). Якщо не брати до уваги визначення Податковим кодексом інвестицій як господарських операцій, а кредиту – як коштів, то основна смислова відмінність між цими поняттями полягає у наступному: для інвестицій визначальним є придбання (створення тощо) інвестором за рахунок капіталовкладення певних об'єктів, для кредиту – передача кредитодавцем капіталу іншим особам без акценту на об'єкті капіталовкладення.

У юридичній літературі питання про належність кредиту до форм інвестицій є дискусійним. Позиція, що визнає можливість здійснення інвестицій у позиковій формі (на підставі кредитного договору), доволі поширена серед науковців-правників і навіть покладена в основу дисертації [21]. Інша точка зору полягає у неприпустимості ототожнення кредитування та інвестицій: «Невизначеність та негарантованість прибутку від вкладеної інвестиції суттєво відрізняє її від кредиту, повернення якого зі заздальгідь обумовленими відсотками є його суттєвою ознакою» [166, с. 6].

Протиставлення безпосереднього придбання капітальних благ (інвестування) та надання коштів або іншого майна у позику знаходимо і в економічній літературі. Відомий економіст Ф. Найт у широко цитованій роботі «Ризик, невизначеність та прибуток» (1921 р.) вказував: «...Первинний власник капіталу, замість того, щоб

позичати гроші, міг би з тим самим успіхом сам його інвестувати та здавати в оренду створені таким чином засоби виробництва. У світі, де майбутнє повністю передбачуване, інвестиції були б даровою операцією. Однак... неминучий мінімум невизначеності й занепокоєння – вже достатній привід для того, щоб спеціалізувати функцію інвестування та відокремити її від надання капіталу» [120, с. 168]. Власник капіталу надає перевагу наданню його у позику (кредит), оскільки не впевнений у майбутній корисності капітальних благ; таким чином, кредитування є менш ризиковим, аніж інвестування. Різною є і економічна природа доходу кредитодавця та інвестора: процент є платою за користування чужими грошовими коштами, а інвестиційний дохід (прибуток) – результатом господарського використання інвестицій або зростання їх вартості.

З іншого боку, провести чітку межу між позикою/кредитом та інвестицією проблематично з огляду на ряд чинників:

- до традиційних і широко поширених об'єктів інвестування належать боргові цінні папери, передусім, облігації. Останні «засвідчують відносини позики» згідно з легальним їх визначенням (п. 2 ч. 1 ст. 195 ЦК України, п. 2 ч. 5 ст. 3 Закону України від 23 лютого 2006 р. «Про цінні папери та фондовий ринок»). Відносини облігаціонера та емітента облігацій ближчі до відносин позикодавця і позичальника порівняно з відносинами власника так званих «інвестиційних» (тобто, пайових) цінних паперів [135, с. 49] та їх емітента. Як власник боргових цінних паперів, так і позикодавець є кредиторами суб'єкта господарювання-реципієнта капіталовкладень; у разі ліквідації останнього їх вимоги задовольнятимуться в рамках однієї (четвертої) черги (ст. 112 ЦК України). Тимчасом, вимоги власника пайових цінних паперів, як учасника суб'єкта господарювання, підлягають задоволенню лише після задоволення вимог кредиторів (ч. 4 ст. 61 ГК, ч. 3 ст. 111 ЦК);

- твердження про те, що у порівнянні з інвестицією кредит «є чимось чужим, тимчасовим для особи, яка його отримала» [166, с. 6], не завжди справджується. Поширеною, у тому числі в Україні, є практика, коли материнські підприємства (зазвичай іноземні) віддають перевагу наданню кредитів дочірнім підприємствам замість

інвестування в їх статутні капітали. Коли строк користування кредитом формально спливає, борг підлягає рефінансуванню; таким чином, кредитний капітал може перебувати в користуванні дочірнього підприємства протягом потенційно необмеженого часу. У цій ситуації кредитування пов'язане з наявністю відносин прямого інвестування; згідно з усталеними міжнародно-правовими підходами, наданий кредит враховуватиметься в складі прямих інвестицій у дочірнє підприємство.

Позиція, згідно з якою умовою визнання позик інвестиціями є їх зв'язок з іншими операціями, які передбачають «безспірне» інвестування, характерна для міжнародного інвестиційного права. Так, НАФТА відносить до інвестицій, що охоплюються дією угоди, позику підприємству у разі, якщо підприємство є афілійованою особою інвестора або первинний строк погашення позики не менший ніж три роки (ст. 1139).

У праві ЄС Директива Ради 88/361/ЕЕС від 24 червня 1988 р. про імплементацію Статті 67 Договору встановлює умови віднесення позик до прямих інвестицій. Так, Номенклатура руху капіталів, на яку посилається ст. 1 Директиви, різновидом прямих інвестицій<sup>18</sup> визначає довгострокові позики, що передбачають участь (*of a participating nature*), тобто, позики на період більше ніж 5 років, які здійснюються з метою встановлення або підтримання тривалих економічних зв'язків, наприклад, позики, які надаються компанією її дочірнім підприємствам або пов'язані з угодою про розподіл продукції. Надання капіталу у позику строком не менше як п'ять років визнається ознакою інвестиційного позикового/кредитного договору і у вітчизняній юридичній літературі [21, с. 5].

Разом з тим, Стандартне визначення прямих іноземних інвестицій ОЕСР (п. 23) рекомендує включення до обсягу прямих інвестицій також і короткострокових позик та торговельних кредитів

---

<sup>18</sup> Прямими інвестиціями, згідно з Номенклатурою, є інвестиції усіх видів, що здійснюються з метою встановлення або підтримання тривалих і прямих зв'язків між особою, що надає капітал, та підприємцем чи підприємством, яким капітал надається для провадження господарської діяльності. Ця концепція має розумітися у найширшому сенсі.

прямого інвестора підприємству прямого інвестування, оскільки часто неможливо чітко розрізнити короткострокове фінансування, як-от позика, що підлягає поверненню на вимогу, але насправді ніколи не повертається, і довгострокове фінансування;

- вагома роль у наданні позик з метою фінансування інвестиційної діяльності в Україні належить міжнародним фінансовим організаціям, як-от: Міжнародний банк реконструкції та розвитку (МБРР), Європейський банк реконструкції та розвитку (ЄБРР), Європейський інвестиційний банк (ЄІБ) та ін. Нормативні документи, що визначають правове становище та засади діяльності цих установ [51; 261; 278; 293], закріплюють і їхні широкі повноваження щодо контролю за цільовим використанням вкладених коштів, що характерно саме для інвестиційної діяльності.

На підставі викладеного, вважаємо, що умовами віднесення позик до інвестицій є здійснення їх з «інвестиційною метою»: а) встановлення або підтримання довгострокових господарських відносин з реципієнтом; б) фінансування інвестиційної діяльності реципієнта. Очевидно, що не повинні вважатися інвестиціями ні позики, що залучаються урядами і не «прив'язані» до конкретних інвестиційних проектів (наприклад, позики stand-by МФВ), ні кредити, що залучаються юридичними чи фізичними особами під цілі здійснення операційної діяльності чи споживчі цілі.

Як і у випадку з позиками, існують економічні і юридичні аргументи проти визнання інвестиціями *банківських вкладів*. В економічних теоріях інвестицій розміщення вільних коштів на депозитному рахунку в банку є альтернативою їх інвестуванню в реальні активи. Будівництво нових виробничих потужностей, придбання капітального обладнання, верстатів тощо матиме сенс тоді, коли прибутковість їхнього використання перевищуватиме прибутковість банківського депозиту [398].

Попри це, у юридичній літературі позиція щодо визнання банківських вкладів інвестиціями знаходить підтримку [56, с. 28; 275, с. 16–17]. Розгорнуте обґрунтування інвестиційного характеру відносин банківського вкладу запропоноване О.М. Антиповою. Як вказує авторка, у договорі банківського вкладу перша частина відносин сторін пов'язана з відчуженням інвестором грошових коштів



та придбанням ним як активу права вимоги до банку щодо повернення еквівалентної суми і сплати відсотків, а друга – з виконанням банком вимоги інвестора щодо виплати грошей. Якщо не розрізняти дві частини в рамках цього договірною правовідношення, то може виникнути ілюзія, що об'єктом вкладень тут виступають саме гроші, що виключало б можливість віднесення їх до інвестиційних. Між тим у цьому процесі провідну роль відіграє опосередкованість обміну грошей, при якому гроші відчужуються в обмін на придбання вимоги, що встановлює обов'язок банку повернути більші гроші, яка [вимога] існує як самостійний об'єкт прав, і лише потім відбувається процес реалізації вимоги і отримання грошей вкладником [6, с. 73].

Закон України від 7 грудня 2000 р «Про банки і банківську діяльність» [180] (ст. 1) визначає *вклад* як кошти, які розміщені клієнтами на їх іменних рахунках у банку на договірних засадах на визначений строк зберігання або без зазначення такого строку і підлягають виплаті вкладнику відповідно до законодавства України та умов договору. Уявляється, що принцип обов'язкового повернення вкладу, закріплений у даному визначенні, виключає інвестиційний ризик, що є необхідною ознакою інвестиційної діяльності.

Згідно з ч. 2 ст. 7 Закону «Про інвестиційну діяльність» інвестор самостійно та на власний розсуд, з урахуванням ризиків, визначає цілі, напрями, види й обсяги інвестицій. Тобто при здійсненні інвестиційної діяльності інвестор контролює напрями використання цінностей, що ним вкладаються, та добровільно приймає на себе ризики, пов'язані з інвестицією, у тому числі ризик їх втрати. Проте особа, яка розмістила кошти на вкладному (депозитному) рахунку, позбавлена можливості контролювати напрями використання уповноваженим банком цих коштів [281, с. 75].

Актом вітчизняного законодавства, що прямо пов'язує поняття інвестиції та банківського вкладу, є Положення про порядок іноземного інвестування в Україну, затверджене постановою Правління Національного банку України від 10 серпня 2005 р. № 280, яким запроваджена особлива форма здійснення іноземних інвестицій у грошовій формі в Україні – інвестиційний вклад. *Інвестиційним вкладом* визнаються кошти, які іноземний інвестор-юридична

особа з метою отримання процентів розміщує на вкладному (депозитному) рахунку в уповноваженому банку на підставі укладеного в письмовій формі договору банківського вкладу на строк не менше ніж один календарний рік без права дострокового розірвання цього договору та зменшення суми вкладу протягом зазначеного строку за умови, що це обумовлено в договорі (п. 11). За словами Директора Департаменту валютного регулювання Національного банку України О.А. Щербакової, головного розробника вказаного Положення, «запроваджені зміни були спрямовані на стимулювання припливу іноземного капіталу як альтернативного джерела кредитування економіки України» [312, с. 8].

Р.М. Сухий звертає увагу на те, що при цьому відкриття рахунків у банках України юридичним особам-нерезидентам, які не є інвесторами, заборонено ст. 6 Закону України «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні». Необхідність урегулювання питання щодо довгострокового залучення капіталу в Україну та, як наслідок, збільшення пропозиції іноземної валюти з метою підтримання стабільності національної грошової одиниці зумовили *вимушене ототожнення* Національним банком України інвестиційної діяльності з іншими майновими правовідносинами, фактичну підміну поняття розміщення коштів на вкладному (депозитному) рахунку та здійснення інвестиції і запровадження такого виду вкладу, як інвестиційний, що дало змогу відкривати рахунки юридичним особам-нерезидентам, які фактично не здійснюють інвестиційної діяльності (більш адекватним шляхом вирішення проблеми було б внесення змін до Закону «Про платіжні системи та переказ коштів в Україні» в частині кола суб'єктів, які мають право відкривати банківські рахунки) [281, с. 74].

Щодо міжнародно-правового контексту, то слід згадати, що абсолютна більшість МІУ, спрямованих на захист капіталовкладень, закріплює широке визначення інвестицій, яке охоплює будь-що, що має економічну цінність, без будь-яких обмежень, зокрема, «грошові вимоги»; ясна річ, що таке визначення покриває усі без винятку банківські вклади. Тут у черговий раз зустрічаємося з нехтуванням доктринальною чистотою концепції інвестицій на користь

приватних інтересів іноземних капіталовласників, що, як і в інших подібних випадках, є несхвальним.

Вважаємо, що вкладні (депозитні) операції не можна ототожнювати з інвестиціями з огляду не тільки на їх різну економічну природу, а й на суто правові чинники. Регулювання відносин банківського вкладу є складовою монетарної (грошово-кредитної) політики держави як комплексу взаємопов'язаних, спрямованих на забезпечення зростання і стабільності економічної системи заходів щодо регулювання грошового обігу, які здійснює держава через центральний банк. Це обумовлює значно більшу роль методу владних приписів у механізмі регулювання, при цьому приватні інтереси капіталовласників можуть відходити на задній план.

Так, під час світової фінансової кризи 2008–2009 років Національним банком України вживалися резонансні регуляторні заходи, спрямовані на обмеження відтоку капіталів з банківської системи України і підтримання у такий спосіб її ліквідності. Постановою Правління від 11 жовтня 2008 р. № 319 [194] Національний банк України заборонив банкам достроково виконувати свої зобов'язання за договорами із залучення коштів, незалежно від категорії клієнта (п. 2.4). 4 грудня 2008 р. Національний банк скасував цей документ постановою № 413 [228], у якій зобов'язав банки «вжити всі необхідні заходи з забезпечення позитивної динаміки зростання обсягів депозитів з метою недопущення дострокового повернення коштів, розміщених вкладниками» (остаточно так званий мораторій на дострокове повернення депозитів було скасовано 15 травня 2009 р.). У разі прямого визнання законодавцем банківських вкладів інвестиціями постало б питання про застосування спеціальних гарантій захисту інвестицій. При цьому описаної ситуації стосувалися б такі з зазначених гарантій: щодо стабільних умов інвестиційної діяльності; у разі примусових вилучень інвестицій (видом останніх є непрямі вилучення (непряма експропріація), тобто втручання у здійснення інвестором своїх прав до такої межі, коли ці права втрачають свою цінність); щодо припинення інвестиційної діяльності.

Відносини банківського вкладу є самостійним предметом правового регулювання поряд з інвестиційними відносинами, яке у кожному з випадків характеризується власними особливостями завдань

і засобів, у тому числі гарантій. Так, вкладники-фізичні особи користуються гарантіями, встановленими Законом України від 20 вересня 2001 р. «Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб» [254].

Належність до інвестицій *операцій з похідними (деривативами)* так само належить до дискусійних питань. Зокрема, під час розробки проекту Багатосторонньої угоди з інвестицій в рамках ОЕСР одна з експертних груп рекомендувала включити до негативного списку деривативи (пізніше ця позиція була уточнена – деривативи, базовий актив за якими не визнається інвестицією) [449], однак в остаточному тексті Угоди деривативи увійшли до списку інвестицій.

Ми вважаємо недоцільним відносити деривативи до інвестицій з низки причин. По-перше, інвестиції є капіталовкладеннями, які підлягають спеціальному загалом сприятливому правовому регулюванню в силу їх особливої суспільної корисності. Тимчасом, суспільна корисність деривативів є дискусійною. Висловлена точка зору, що, на відміну від створеного заради пристрасті та примхи учасників азартного ризику, біржова чи інша фінансова гра сторін ризикових підприємницьких договорів має суспільно корисний характер, їх учасники беруть участь у грі з метою отримання прибутку на ринку строкових зобов'язань, що також сприяє формуванню оподатковуваних доходів, позитивно впливає на забезпечення стабільності національної валюти [5, с. 451]. З іншого боку, деривативи, що покликані захистити інвестора від нестабільності та неефективності ринку, самі сприяють виникненню і/або посиленню цієї нестабільності. Так, дельта-хеджування породжує ефект стадної поведінки: як тільки ринок починає рухатися в тому чи іншому напрямку, дельта-хеджери відразу реагують на тенденцію, укладаючи контракти на купівлю, якщо ціни ростуть, і на продаж, якщо вони падають, що призводить до виникнення ризику нестабільності, якого не існувало раніше [112, с. 158]. Значне поширення деривативів, не забезпечених реальними вартостями (передусім у США) стало однією з передумов світової фінансової кризи 2008–2009 років. По-друге, дохід від операцій з деривативами, що має суто спекулятивний характер, не відповідає природі доходу від інвестицій, що заснований на господарському використанні вкладених ресурсів. По-третє,

п. 4 Положення (Стандарту) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти» [169] визначає похідний фінансовий інструмент як фінансовий інструмент: розрахунки за яким провадитимуться у майбутньому; вартість якого змінюється внаслідок змін відсоткової ставки, курсу цінних паперів, валютного курсу, індексу цін, кредитного рейтингу (індексу) або інших змінних, що є базисними; який не потребує початкових інвестицій.

#### **1.4. Інвестиційні правовідносини: поняття, особливості, структура**

Одним з основних, фундаментальних понять правової науки є правовідношення. Це та форма, у якій абстрактна норма права набуває реального буття, втілюючись в реальному, конкретному суспільному відношенні. Правовідношення виражає, відтак, особливий вид зв'язку права із суспільними відносинами, що ним регулюються, у якому діалектично поєднується абстрактність норми з конкретністю даного життєвого відношення [303, с. 6].

Одним з найбільш спірних питань загальної теорії правовідношення є співвідношення правовідношення з фактичним суспільним відношенням, що є предметом правового регулювання. Суть цієї проблеми влучно виразив О.С. Іоффе: «Донедавна ні в кого не викликало сумнівів визначення правовідношення як суспільного відношення, урегульованого нормами права. З цього неминуче випливає висновок, що всіляке суспільне відношення, у тому числі й відношення суспільного виробництва, будучи підданим правовому регулюванню, набирає вигляду правового відношення. Але правове відношення є відношенням ідеологічним, тоді як суспільно-виробничі відносини є економічними, матеріальними відносинами. Тому виникає питання, чи можна стверджувати, що матеріальні (економічні) відносини в результаті їх юридичного врегулювання стають відносинами ідеологічними (правовими)?» [63, с. 650–651]. Не маючи змоги детально висвітлити наукову дискусію з зазначеного

питання, вкажемо на існування двох основних точок зору щодо співвідношення правовідношення та фактичного суспільного (у тому числі економічного, інвестиційного) відношення:

а) суспільне відношення, урегульоване нормою права, являє собою правовідношення. Правовідношення розглядається як та *форма*, якої набувають фактичні відносини, будучи врегульованими нормами права, тобто, воно є єдністю економічного змісту та юридичної форми. Класичне визначення правовідношення в рамках цього підходу належить Р.О. Халфіній: правовідношення – це конкретне, реальне суспільне відношення, що набуло правової форми і є результатом реалізації норми права [303, с. 31];

б) правовідношення є самостійним відносно фактичного суспільного відношення феноменом. В результаті правового регулювання відбувається не перетворення одних відносин в інші, а виникнення нових, раніше не існуючих ідеологічних відносин – правових, які не поглинають собою економічні відносини, а лише їх закріплюють, спрямовуючи в потрібному напрямку [115, с. 52].

В рамках другого підходу Ю.К. Толстой вказує, що традиційне для юридичної науки визначення правовідношення як урегульованого правом суспільного відношення, учасники якого виступають як носії прав та обов'язків, має принаймні два істотних недоліки. Воно, по-перше, не дозволяє розмежувати правовідношення і те суспільне відношення, що лежить в його основі, і, по-друге, не відповідає на питання, для чого взагалі виникає правовідношення, яку службову роль в процесі впливу норм права на поведінку людей воно відіграє. Правильніше, на думку автора, визначати правовідносини як особливі ідеологічні відносини, що виникають в результаті настання передбачених правовою нормою юридичних фактів, через які норма права регулює фактичні суспільні відносини [287, с. 17, 20].

У господарсько-правовій літературі знайшли відображення обидва описані погляди на категорію правовідношення. Так, на позиціях визначення *господарських правовідносин* як урегульованих нормами права суспільних відносин, які виникають у сфері господарювання щодо організації та безпосереднього здійснення господарської діяльності, перебувають О.М. Вінник, В.В. Лаптев, В.С. Мартем'янов [22, с. 27–28; 100, с. 101; 110, с. 34].

Натомість, Г.Л. Знаменський обстоює розуміння правовідносин як особливого виду суспільних відносин, що виникають в результаті впливу норми права на фактичні, реальні відносини в суспільстві і становлять проміжну ланку між нормою права та фактичними суспільними відносинами. На його думку, «традиційне» визначення правовідношення як «конкретного, реального суспільного відношення, що набуло правової форми і є результатом реалізації норми права» призводить до змішування правового чинника та об'єкта його впливу замість чіткого їх розрізнення. За Г.Л. Знаменським, стадії господарсько-правового регулювання можна представити в такій послідовності: господарсько-правові норми – господарські правовідносини – господарська діяльність (господарські відносини). Основне призначення господарських правовідносин в механізмі господарсько-правового регулювання полягає в індивідуалізації вимог правових норм в частині взаєморозташування суб'єктів, наділення їх правами та обов'язками. Реалізуються ці права та обов'язки в конкретній господарській діяльності, в фактичних господарських відносинах [59, с. 57, 61].

Г.Л. Знаменський вказує також на те, що в господарсько-правових нормах, які і у відповідних правовідносинах, відображаються не тільки економічні інтереси окремих учасників господарської діяльності, але й загальний економічний інтерес суспільства. При цьому в правових нормах вимагає закріплення пріоритет загального інтересу [59, с. 60]. Цілком очевидно, що в основі кожного інвестиційного відношення як фактичного економічного відношення лежить приватний інтерес інвестора щодо отримання ефекту (найчастіше – прибутку) від інвестицій. Коло ж публічних інтересів, які підлягають врахуванню в інвестиційно-правових нормах, а відтак – і в інвестиційних правовідносинах, надзвичайно широке і залежить від виду інвестицій/форми інвестиційної діяльності (це, зокрема, інтереси щодо забезпечення розширеного відтворення в матеріальному виробництві, запобігання непродуктивному відпливу капіталів за кордон, реалізації інвестиційних проектів згідно з вимогами технічного регулювання, дотримання кращих принципів корпоративного управління, недопущення зловживань з коштами індивідуальних інвесторів з боку професійних (інституційних) інвесторів тощо). Чи буде

при цьому теоретично достатнім твердження, що «в результаті юридичного врегулювання матеріальні (економічні) відносини повністю зберігаються, але набувають нової форми – форми ідеологічного (правового) відношення» [63, с. 653], якщо ідеологічне «наповнення» інвестиційного правовідношення цілком інше, ніж у відповідного йому фактичного інвестиційного відношення?

Ще один аргумент проти розуміння правовідношення як урегульованого правом суспільного відношення наводить О.П. Віхров: правовідносини є відносинами *правомірними*, такими, що відповідають встановленим правовим вимогам. Навряд чи обґрунтовано називати правовими реальні конкретні відносини, що регулюються нормами права, в яких поведінка суб'єктів включає як правомірні, так і неправомірні шляхи реалізації інтересів цих суб'єктів [27, с. 19]. Натомість, правовідношення являє собою *модель* поведінки суб'єктів, яка розкриває індивідуальну можливість поведінки (суб'єктивне право) або індивідуальну необхідність поведінки [286, с. 107].

Можливість відхилення реальної поведінки суб'єкта або її результату від закладеної у правовідношенні абстрактної моделі з очевидністю є вразливим місцем погляду на правовідношення як фактичне суспільне відношення, урегульоване правом. Намагаючись вирішити цю проблему, Р.О. Халфіна вказувала: якщо уявляти правовідношення тільки як логічно абстраговану форму реального відношення, то не виникає проблеми співвідношення реальної поведінки з вимогами норми, однак таке дослідження не виявляє усієї глибини і складності реального співвідношення реальної форми і змісту. Це спонукало авторку включити до структури правовідношення, поряд з правами та обов'язками суб'єктів, ще і їх реальну поведінку у співвідношенні з правами та обов'язками як самостійний елемент цієї структури [303, с. 102–103, 211].

Структура (елементи) правовідношення буде предметом нашої уваги нижче, однак попередньо зауважимо, що включення до такої структури реальної поведінки суб'єктів ще більше ускладнює розмежування правовідношення і фактичного суспільного відношення та визначення місця правовідношення в механізмі правового регулювання. Останньому аспекту слід приділити особливу увагу, зважаючи на те, що сучасна юридична наука значною мірою



продовжує експлуатувати радянські напрацювання теорії правовідношення. Тимчасом, в зарубіжній юридичній літературі поняття правовідношення або не розглядається, або тлумачиться обмежено, займаючи другорядне значення в системі понять. Р.О. Халфіна пояснювала це заінтересованістю панівного класу в тому, щоб норми права не співвідносилися з їхньою реалізацією, а саме таке співвідношення відбувається в процесі аналізу правовідношення [303, с. 18]. Очевидна неприйнятність такого пояснення за сучасних умов змушує шукати нове обґрунтування наукової цінності поняття правовідносин.

На наш погляд, методологічна недостатність наявних досліджень правовідносин полягає у використанні дослідниками теоретичної бази виключно самої юридичної науки. Тимчасом, вирішення питання про форму економічного, у тому числі інвестиційного відношення передбачає врахування результатів також і економічної науки. Особливий інтерес при цьому становлять економічні вчення, що приділяють увагу впливу соціальних регуляторів на економічні процеси, як-от інституціоналізм та неінституціоналізм, та інтегративна дисципліна – економіка права. При цьому правові норми, поряд з іншими соціальними регуляторами, охоплюються поняттям *інституцій*<sup>19</sup>.

Згідно з класичним визначенням одного з засновників неінституціоналізму Д. Норта інституції включають в себе всі форми обмежень, створених людьми для того, щоб надати певної структури людським відносинам. До інституцій належать формальні обмеження (закони, конституції), неформальні обмеження (загальноприйняті умовності, кодекси поведінки), та чинники їх примусового впровадження. Усі разом вони утворюють спонукальну структуру суспільств і економік [123, с. 18]. Інституційне середовище в межах конкретної країни може характеризуватися домінуванням формальних

---

<sup>19</sup> Ми підтримуємо точку зору щодо необхідності використання терміну «інституція», а не «інститут», для перекладу англ. «*institution*». Детальніше з цього питання див.: Кармазіна М., «Інститут» та «інституція»: проблема розрізнення понять / М. Кармазіна, О. Шурбована. – Політичний менеджмент. – 2006. – № 4. – С. 10–19 [63].

або неформальних інституцій, що має різні наслідки в площині реалізації і захисту прав та інтересів суб'єктів правовідносин.

Інституції впливають на економічний процес тим, що справляють вплив на витрати обміну і виробництва. Поряд з застосовуваною технологією вони визначають трансакційні і трансформаційні (виробничі) витрати, які разом утворюють загальні витрати виробництва [123, с. 20–21]. Заслугою іншого провідного неінституціоналіста Р. Коуза є встановлення принципового зв'язку між інституціями, трансакційними витратами та неокласичною економічною теорією. Так звана теорема Коуза, що належить до ключових теоретичних положень неінституціоналізму та економіки права, встановлює: якщо права власності чітко визначені, і правомочностями, що з них випливають, можна вільно обмінюватися, а також якщо трансакційні витрати (що включають витрати збору інформації, витрати ведення переговорів та витрати реалізації прав) рівні нулю, то розміщення ресурсів буде ефективним і незмінним, яким би не був первісний розподіл прав власності [130, с. 81]. Таким чином, за нульових трансакційних витрат економічні агенти приймають рішення, які максимізують сукупне багатство, незалежно від інституційних домовленостей. Лише за позитивних трансакційних витрат (що, втім, завжди має місце в реальних умовах) інституції мають значення для досягнення ефективного розміщення ресурсів [458].

Ці висновки економістів спростовують тезу, згідно з якою «реальне суспільне відношення, якщо цей вид відносин урегульований правом, може виступати тільки як правовідношення [303, с. 101]», оскільки чітко вказують, що фактичне економічне відношення за певних, хоч би й теоретично сконструйованих, умов може просто не потребувати правового регулювання. Динаміка економічного відношення у такому разі забезпечуватиметься виключно раціональним вибором індивідів в цілях максимізації багатства, описаним неокласичною економічною теорією. Таким чином, якщо й характеризувати правовідношення як форму економічного відношення, то лише як *можливу* його форму.

Та обставина, що право є лише одним з соціальних регуляторів (інституцій), які впливають на фактичне економічне відношення, є ще однією проблемою теорії правовідношення як «єдності

економічного змісту та юридичної форми». Р.О. Халфіна відзначала, що «в житті суспільства діють різні сукупності, або системи, норм: норми моралі, технічні норми й ін. Однак у теорії й практиці не склалося узагальненого поняття, що відповідає відносинам, урегульованим даною системою норм, як специфічної форми реалізації норми. Таке поняття виникає лише щодо права як сукупності норм. Чому ж саме тут виникає і розвивається таке поняття, що представляє собою одне з фундаментальних понять науки і практики? Це обумовлено місцем права в житті суспільства й особливостями правової норми, виконання якої забезпечується можливістю застосування державного примусу» [303, с. 51–52].

Антитезою цьому слугують міркування Д.Норта про те, що простіше описати формальні правила, створювані товариством, та слідувати їм, ніж описати неформальні правила, якими люди структурують свої взаємовідносини, та слідувати цим правилам. Однак навіть у найрозвиненіших економіках формальні правила становлять невелику (хоч і дуже важливу) частину тієї сукупності обмежень, які формують опції вибору. Неформальні обмеження, що виникають в процесі обміну, надають цьому процесові життєздатність завдяки зниженню витрат оцінки і забезпеченню дотримання умов обміну. Якби не було обмежень, то асиметричність інформації і, відповідно, розподілу вигоди вимагала б відволікання значних додаткових ресурсів для оцінки і навіть перешкоджала б здійсненню обміну взагалі, оскільки дотримання його умов було б неможливо проконтролювати. Неформальні обмеження можуть набирати форми взаємних домовленостей про способи зниження витрат оцінки (наприклад, шляхом стандартизації методів зважування і вимірювання) і підвищувати ефективність контролю за виконанням договорів з боку третіх осіб за рахунок застосування останніми певних механізмів примусу і покарання або використання інформаційних мереж, які дозволяють третім особам добре орієнтуватися в економічній обстановці (кредитні рейтинги, добре оснащені комерційні бюро та ін.). Ті організації й інструменти, які роблять ефективними норми комерційної поведінки (тобто неформальні обмеження), є дуже важливою частиною процесу розвитку складних форм обміну протягом усієї історії [123, с. 56, 62–63].

Цілком підтримуючи визнання особливої ролі права в системі соціальних регуляторів, вважаємо, що множинність останніх дозволяє говорити про правовідношення як форму економічного відношення лише з певною часткою умовності, оскільки така «форма» охоплює лише окремий аспект змісту економічного відношення. На нашу думку, термінологічно правильніше говорити про правовідношення як про спосіб вияву економічного відношення саме у правовій площині або про опосередкування правовідношенням економічного відношення.

Викладене дає змогу зробити такі висновки щодо співвідношення інвестиційного правовідношення та інвестиційного відношення:

- інвестиційне відношення є економічним відношенням, що виникає в результаті прийняття його суб'єктами економічно значущих рішень у їх приватних інтересах, а інвестиційне правовідношення – ідеологічним відношенням, що виникає в результаті настання передбачених правовою нормою юридичних фактів і втілює публічний інтерес;
- інвестиційне правовідношення є проявом інвестиційного відношення у правовій площині і являє собою індивідуальну модель поведінки суб'єктів інвестиційного відношення;
- інвестиційне правовідношення займає власне місце в системі соціальних регуляторів інвестиційних відносин поряд з нормами права, від яких відрізняється саме своїм індивідуальним характером.

Поняття *інвестиційних правовідносин* (як спеціальне відносно загальнотеоретичного поняття правовідносин) зазвичай розглядається в рамках комплексних досліджень з інвестиційно-правової проблематики. Так, О.М. Вінник визначає інвестиційні правовідносини через *інвестиційні відносини*, розуміючи під останніми різновид або складову господарських відносин, які виникають між інвестором та іншими учасниками інвестиційного процесу (виконавцями, посередниками, фінансовими установами, органами господарського керівництва) щодо підготовки, реалізації інвестицій та отримання певного соціально-економічного ефекту (в т.ч. прибутку) з метою задоволення приватних інтересів учасників інвестування та публічних інтересів, для забезпечення збалансованого врахування яких

застосовується значний рівень державного регулювання [22, с. 23]. На думку В.В. Гущина та О.А. Овчиннікова, інвестиційні правовідносини являють собою сукупність суспільних відносин, які виникають щодо залучення, використання та контролю за інвестиціями і здійсненням інвестиційної діяльності, а також відносини, пов'язані з відповідальністю інвесторів за дії, що суперечать законодавству [38, с. 107]. І.З. Фархутдінов та В.А. Трапезніков вбачають в інвестиційних правовідносинах суспільні відносини, пов'язані з інвестиціями та інвестиційною діяльністю, врегульовані нормами цивільного права, внаслідок чого у учасників цих правовідносин виникають майнові і особисті немайнові права та обов'язки [299, с. 117].

Зустрічається і точка зору, що заперечує існування особливого єдиного інвестиційного відношення/правовідношення. Її прибічники виходять з того, що інвестиційне право, при всій своїй очевидній своєрідності, не є самостійною галуззю права, оскільки не має самостійного предмета дослідження та методу правового регулювання. Це не більше ніж специфічна галузь законодавства. Відносини, що виникають у зв'язку зі здійсненням інвестиційної діяльності, найрізноманітніші за своєю природою – це і цивільні, диспозитивні, і адміністративні, владні відносини. Інколи вони достатньо тісно переплетені між собою, як, наприклад, у випадку державного планування конкретного інвестиційного договору, але ніколи не утворюють самостійного, єдиного «інвестиційного відношення». Враховуючи різноманітний характер інвестиційних відносин, можна зробити висновок про те, що правова форма цих відносин також може бути різноманітною. В залежності від конкретної ситуації це і державний, адміністративний акт, і міжнародний договір або звичайний цивільний договір [75, с. 126].

За умови розгляду інвестиційного відношення з точки зору господарсько-правової концепції, яка виходить з єдності публічно-правових і приватно-правових елементів регулювання, єдність інвестиційного відношення (правовідношення) не викликає жодних теоретичних заперечень. Поряд з цим слід погодитися з В.В. Кудрявцевою, яка відзначає складну правову природу інвестиційних правовідносин, що є функціональною, інтегративною і, загалом, вторинною характеристикою правовідносин, які виступають як корпоративні, зобов'язальні, речові тощо [90, с. 82].

Узагальнення вищенаведених доктринальних поглядів дозволяє дійти таких висновків. Інвестиційні правовідносини складаються: а) щодо безпосереднього здійснення інвестиційної діяльності як господарської діяльності та окремих інвестицій; б) щодо організації (керівництва) інвестиційної діяльності та здійснення окремих інвестицій. Використовуючи термінологію ст. 3 ГК України, можна вести мову відповідно про майново-господарські інвестиційні правовідносини (*майново-інвестиційні правовідносини*) та організаційно-господарські інвестиційні правовідносини (*організаційно-інвестиційні правовідносини*).

Майново-інвестиційні правовідносини добре висвітлені у спеціальній літературі з інвестиційно-правової проблематики, оскільки їм приділяється основна (або виключна) увага у роботах цивілістичного спрямування, а також у роботах (як цивільно-, так і господарсько-правових), присвячених інвестиційному договору. Значно менш дослідженими є організаційно-інвестиційні правовідносини, зокрема, з огляду на відносну новизну концепції організаційно-господарських правовідносин у господарсько-правовій науці.

Організаційно-господарські правовідносини регулюють фактичні організаційно-господарські відносини. У свою чергу, організаційно-господарські (або господарсько-управлінські чи управлінсько-господарські) відносини у сучасній господарсько-правовій теорії розглядаються як один з основних видів господарських відносин. Як вказує О.П. Віхров, характерними рисами організаційно-господарських відносин є те, що вони: складаються у процесі управління господарською діяльністю; сторонами цих відносин виступають, з одного боку, органи, які здійснюють таке управління (суб'єкти організаційно-господарських повноважень), а з другого – суб'єкти господарювання; самі ці відносини мають господарсько-управлінський (організаційно-господарський) характер, є відносинами «по вертикалі». При цьому не є організаційно-господарськими відносини, які складаються між окремими органами державної влади та органами місцевого самоврядування, хоч і наділеними господарською компетенцією, але без безпосередньої участі суб'єктів господарювання (субординаційні, координаційні чи інші відносини між різними органами державної влади, органами місцевого самоврядування, навіть

якщо вони складаються у сфері господарювання і спрямовані на організацію та оптимізацію господарських зв'язків) [26, с. 61–62].

Співвідношення понять «організація», «управління», «регулювання» є предметом дискусії в юридичній, зокрема і в господарсько-правовій, науці. Не ставлячи за мету викладення усіх існуючих точок зору на це питання, яке в силу своєї складності об'єктивно допускає плюралізм вирішень, підтримаємо позицію І.М. Кравець, згідно з якою управління господарською діяльністю та регулювання господарської діяльності є двома різними формами організації господарської діяльності. При цьому *управління* господарською діяльністю – це комплекс необхідних заходів, що реалізуються на підставі права власності на майно, на базі якого провадиться господарська діяльність, або делегованих повноважень з метою ефективного її здійснення (збільшення доходу від використання такого майна, збільшення вартості та/або кількості майна, досягнення певного соціально-економічного ефекту). У свою чергу, *регулювання* господарської діяльності – це встановлення уповноваженими органами господарського керівництва умов здійснення цієї діяльності суб'єктами господарювання всіх форм власності з метою гарантування свободи підприємництва, обмеження монополізму з захисту економічної конкуренції, з одночасним здійсненням контролю за дотриманням встановлених правил, норм і застосування відповідальності за їх порушення [84, с. 39–40].

Таке бачення співвідношення понять «управління» та «регулювання» (господарської діяльності) є виправданим з огляду на необхідність чіткого розрізнення владного впливу, який заснований на правомочностях власника і здійснюється в його, власника, інтересах, та владного впливу, який не пов'язаний з реалізацією правомочностей власника і здійснюється в інтересах, які визнаються загальними в межах сфери впливу. Дотичним до поняття «управління господарською діяльністю» є поняття «управління майном» як організація найбільш раціонального, ефективного використання власником належних йому об'єктів в умовах обмеженості ресурсів (порівняно з потребами в них соціумів) і альтернативності напрямів їх використання, що виступає невід'ємною складовою економічного панування власника над цими об'єктами [111, с. 7].

Вищесказане є теоретичним підґрунтям для розмежування:

*управління інвестиційною діяльністю* як організації інвестором та/або реципієнтом найбільш раціонального і ефективного використання вкладених інвестицій в межах сфери власного господарювання. В економічній науці відповідна галузь знань отримала назву інвестиційного менеджменту. Інвестиційний менеджмент являє собою систему принципів і методів розробки і реалізації управлінських рішень, пов'язаних із здійсненням різноманітних аспектів інвестиційної діяльності підприємства [12, с. 46].

*регулювання інвестиційної діяльності* як встановлення різноманітними суб'єктами організаційно-господарських повноважень норм і правил, що поширюються на усіх учасників інвестиційних відносин в межах сфери регулювання.

Уявляється, що інвестиційними слід іменувати лише відносини/правовідносини, які виникають з приводу конкретного капіталовкладення (інвестиції). Якщо іменувати інвестиційними відносини/правовідносини, до складу яких не входить інвестиція як об'єкт (предмет), то ім'я поняття просто не відповідатиме його фактичному змісту. Тому належатимуть до інвестиційних правовідносини, що виникають при здійсненні органами господарського керівництва *управління* інвестиційною діяльністю (наприклад, щодо управління уповноваженими суб'єктами державними корпоративними правами). У цьому разі можливо ідентифікувати конкретну інвестицію як об'єкт управлінського впливу.

Тимчасом правовідносини, пов'язані зі здійсненням органами господарського керівництва *регулювання* господарської діяльності, повинні визнаватися інвестиційними не в усіх випадках, а лише тоді, коли засіб регулювання (наприклад, певна реєстраційно-дозвільна процедура) становить умову або складову процесу здійснення конкретної інвестиції.

Щодо кваліфікації як інвестиційних правовідносин, пов'язаних з відповідальністю інвесторів за дії, що суперечать законодавству, слід відзначити наступне. Традиційним загальнотеоретичним критерієм класифікації правовідносин, у тому числі господарських, є *характер впливу на поведінку суб'єктів*, відповідно до якого розрізняють регулятивні та охоронні господарські правовідносини.



Регулятивні господарські правовідносини реалізують у сфері господарювання регулятивні функції права – статичну і динамічну, і виникають на основі правомірної поведінки учасників господарських відносин. Охоронні господарські правовідносини реалізують охоронну функцію права, виникають на основі протиправних дій і опосередковують застосування заходів господарсько-правової відповідальності і захисту суб'єктивних прав та законних інтересів учасників господарського життя [27, с. 152].

Інвестиційні правовідносини переважно належать до регулятивних правовідносин – тобто, правовідносин, які реалізують в інвестиційній сфері регулятивні функції права – статичну і динамічну, і виникають на основі правомірної поведінки суб'єктів інвестиційної діяльності. Це, однак, не означає применшення ролі охоронних правовідносин в системі інвестиційних правовідносин. Така роль визначається особливою значущістю гарантій захисту інвестицій в механізмі інвестиційно-правового регулювання, насамперед, гарантій у разі примусових вилучень інвестицій. Зважаючи на хитку межу між регуляторними заходами, які вживаються державами у легітимних публічних цілях на підставі внутрішнього права, та непрямую (фактичною, «повзучою») експропріацією інвестицій, що породжує обов'язок виплати компенсації згідно з міжнародним правом, та неоднозначну практику міжнародних інвестиційних арбітражів, існує значна ймовірність «неочікуваного» для держави виникнення охоронного інвестиційного правовідношення.

Разом з тим, викликає сумнів належність до інвестиційних тих правовідносин, що виникають на основі протиправних дій інвесторів та інших суб'єктів інвестиційної діяльності і опосередковують застосування до них заходів відповідальності. Безумовно, інвестори, здійснюючи свою діяльність з метою отримання прибутку, не завжди враховують суспільні (публічні) інтереси – суспільства в цілому, територіальної громади, окремих прошарків населення тощо стосовно безпечних і належних умов життя, праці, харчування. Прагнучи отримати максимальний прибуток, інвестори можуть порушувати при цьому вимоги щодо: якості продукції, робіт, послуг, які надаються іншим учасникам господарського життя та громадянам; збереження довкілля, раціонального використання природних ресурсів; дотримання умов містобудування; дотримання умов праці

найманих працівників; дотримання норм антимонопольного законодавства; підтримання конкурентного середовища на ринку інвестицій та утримання від недобросовісної конкуренції [22, с. 56]. Однак усі перераховані правопорушення виникають на постінвестиційній стадії і не стосуються здійснених капіталовкладень. Акт капіталовкладення тісно пов'язаний з правопорушенням тільки в обмеженому колі випадків (наприклад, коли здійснення інвестиції являє собою концентрацію, яка потребує отримання дозволу відповідно до ст. 24 Закону України «Про захист економічної конкуренції», і такий дозвіл не отримується). Втім, і в цьому випадку порушенням є не саме капіталовкладення, а неотримання дозволу на концентрацію.

За порушення законодавства та умов укладених договорів до суб'єктів інвестиційної діяльності застосовуються господарсько-правові, цивільно-правові та інші види санкцій, які, маючи певні галузеві особливості, не набувають жодної додаткової специфіки в інвестиційній сфері. Скажімо, відшкодування збитків, заподіяних неналежним виконанням інвестиційного договору, нічим не відрізняється від відшкодування збитків за договором купівлі продажу, підряду та ін. Це пов'язано з тим, що специфіка інвестиційно-правового регулювання виявляє себе саме в площині спрямування суспільно-корисної поведінки суб'єктів інвестиційної діяльності, насамперед, інвесторів. Відтак вважаємо, що застосування санкцій за правопорушення у сфері господарювання відбувається за межами інвестиційних правовідносин.

Принципово важливим, на нашу думку, є також розуміння *інвестиції як поняття з позитивним змістом*. Вкладення коштів або майна в об'єкти видів діяльності, прямо заборонених законами, не можна іменувати інвестиціями. Є внутрішньо суперечливими і неправильними вирази «неправомірні», «незаконні інвестиції» тощо. У разі, коли презумпція законності капіталовкладення спростовується, це капіталовкладення вже не вважатиметься інвестицією, інвестиційні правовідносини не матимуть місця.

### **Склад інвестиційного правовідношення**

Склад (структура, елементи) правовідношення, у свою чергу, є предметом дискусії в юридичній науці. Найбільш поширеним

у теорії права та галузевих юридичних науках є включення до складу правовідношення трьох елементів, якими є: суб'єкти, об'єкт, зміст [283, с. 478]. Ця ж триада елементів використовується вченими і при дослідженні інвестиційних правовідносин [6, с. 64; 38, с. 107–109].

**Суб'єкти інвестиційних правовідносин.** Відповідно до ч. 1 ст. 5 Закону «Про інвестиційну діяльність» суб'єктами (інвесторами і учасниками) інвестиційної діяльності можуть бути громадяни і юридичні особи України та іноземних держав, а також держави. Ця норма описує лише частину суб'єктів інвестиційних правовідносин, оскільки термін «суб'єкти інвестиційної діяльності», на нашу думку, охоплює лише тих суб'єктів, які безпосередньо здійснюють інвестиційну діяльність як вид господарської діяльності. Іншими словами, це – виключно суб'єкти господарювання. Суб'єктами ж інвестиційних правовідносин, окрім суб'єктів господарювання, можуть виступати і негосподарюючі суб'єкти, що здійснюють окремі інвестиції, а також органи державної влади і місцевого самоврядування, що здійснюють організаційно-господарські повноваження в сфері інвестиційної діяльності.

З урахуванням змісту чинного законодавства України та положень спеціальної літератури вважаємо, що *систему суб'єктів інвестиційних правовідносин* становлять:

1. Суб'єкти, які безпосередньо здійснюють інвестиції та/або інвестиційну діяльність, або причетні до їх здійснення:

**інвестори.** Особливості визначення поняття інвестора були предметом нашого дослідження раніше, на підставі чого *інвестор* визначений нами як суб'єкт господарських відносин, який в установленому законодавством порядку зобов'язується здійснити та/або фактично здійснює на власний ризик вкладення в об'єкти власної господарської діяльності або діяльності іншого суб'єкта господарювання (реципієнта інвестицій) належних йому на праві власності чи іншому праві цінностей, які можуть виступати інвестиціями, з метою отримання прибутку та/або іншого корисного ефекту в результаті їх господарського використання, а також здійснює контроль за господарським використанням вкладених інвестицій [155, с. 49];

**реципієнти (одержувачі) інвестицій.** За визначенням В.Ю. Полатая реципієнт – це суб'єкт інвестиційної діяльності, що є власником або володіє на іншому праві об'єктом інвестиційної

діяльності, в який вкладаються ці цінності, або який разом з інвестором бере участь у здійсненні спільної інвестиційної діяльності [166, с. 10]. Більш точною уявляється дефініція О.Р. Кібенко, згідно з якою одержувач інвестицій – це особа, яка отримала від інвестора у власність або в користування майно, майнові права та інші цінності, що мають ринкову вартість, і використовує їх у власній господарській діяльності, включаючи подальше інвестування [73, с. 220]. З цього випливає, що, на відміну від інвестора, який може бути і негосподарюючим суб'єктом, реципієнт з необхідністю повинен мати статус суб'єкта господарювання, інакше він не зможе забезпечити господарське використання інвестицій;

**посередники у здійсненні інвестицій.** О.Р. Кібенко визначає інвестиційного посередника як суб'єкта підприємницької діяльності, що на договірних підставах отримав від інвестора майно, майнові права та інші цінності для подальшого інвестування, яке здійснюється на професійних засадах [73, с. 220]. У такій інтерпретації поняття інвестиційного посередника повністю зливається з поняттям професійного (інституційного) інвестора, що порушує принцип класифікації суб'єктів інвестиційної діяльності за функціональною ознакою.

У господарсько-правовій літературі правові питання посередництва у сфері господарювання найґрунтовніше досліджені В.В. Резніковою, яка визначає *посередництво (посередницьку діяльність)* як підприємницьку діяльність, що полягає в наданні посередником послуг суб'єктам господарювання при здійсненні ними господарської діяльності шляхом посередництва від власного імені, із виконанням юридичних та/або фактичних дій в інтересах та за рахунок суб'єкта, якому такі послуги надаються. Видом посередництва є *фінансове посередництво*, яким традиційно визнається господарська діяльність з акумуляції та перерозподілу наявного в суспільстві вільного капіталу та реалізації фінансових операцій, що супроводжують ці процеси [262, с. 657]<sup>20</sup>. При цьому *фінансові посередники*

---

<sup>20</sup> Вужче визначення фінансового посередництва закріплене в ч. 3 ст. 333 ГК України, згідно з якою фінансове посередництво – це діяльність, пов'язану з отриманням та перерозподілом фінансових коштів (не фінансових активів загалом – авт.), крім випадків, передбачених законом, і здійснюється установами банків та іншими фінансово-кредитними установами.

визначаються як інституційні інвестори фінансового ринку, що, окрім виконання суто посередницьких функцій, можуть самостійно акумулювати вільний капітал та здійснювати інвестування за рахунок власних і залучених коштів [262, с. 480].

Згідно з Директивою Європейського Парламенту та Ради 2004/39/ЄС «Про ринки фінансових інструментів, що вносить зміни в Директиви Ради 85/611/ЄЕС і 93/6/ЄЕС та Директиву 2000/12/ЄС Європейського Парламенту та Ради і припиняє дію Директиви Ради 93/22/ЄЕС» вимоги до «інвестиційної фірми» як професійного учасника ринку інвестиційних послуг, який діє на підставі ліцензії (щодо організаційної структури, капіталу, управління, забезпечення захисту інтересів роздрібних інвесторів як споживачів інвестиційних послуг, прозорості діяльності, дотримання принципу «найкращого виконання», надання клієнту (роздрібному інвестору) необхідної інформації [23, с. 71–72] тощо) пов'язані зі здійсненням професійної інвестиційної діяльності загалом, а не лише з наданням посередницьких послуг в рамках цієї діяльності.

Вважаємо, що професійні інвестори в рамках функціональної класифікації суб'єктів інвестиційної діяльності охоплюються загальним поняттям «інвестор». До посередників як виду суб'єктів інвестиційної діяльності доцільно відносити тих суб'єктів, які виконують у процесах інвестування посередницьку функцію, але при цьому не мають ознак професійного інвестора (наприклад, торговці цінними паперами, інвестиційні консультанти). Від професійних інвесторів їх відрізняє насамперед те, що вони не несуть інвестиційного ризику, їх винагорода (прибуток) не залежить від кінцевого результату здійснення інвестиційної діяльності;

**інші суб'єкти** (замовники, забудовники, підрядники, виконавці тощо). Коло таких суб'єктів визначається специфікою конкретних інвестиційних відносин/правовідносин.

**2.** Суб'єкти організаційно-господарських повноважень в сфері інвестиційної діяльності. І.М. Кравець обґрунтоване поняття *суб'єкта організаційно-господарських повноважень* як такого суб'єкта господарських правовідносин, який здійснює управління господарською діяльністю суб'єктів господарювання та/або її регулювання (складовою яких є контроль) за наявності для цього правових підстав

та фактичних можливостей. До суб'єктів організаційно-господарських повноважень належать: 1) органи державної влади та органи місцевого самоврядування; 2) господарські об'єднання; 3) власники майна унітарних підприємств та контролюючі власники корпоративних прав; 4) інші суб'єкти, яким організаційно-господарські повноваження делеговані власником відповідного майна [84, с. 49, 52–53].

В основу наведеного поділу суб'єктів інвестиційних правовідносин покладений функціональний критерій – тобто, яку функцію виконує той чи інший суб'єкт у фактичних інвестиційних відносинах. При тому, що загалом такий підхід є типовим для джерел спеціальної літератури з проблематики інвестицій, окремі автори заперечують його теоретичну правильність. Так, на думку О.М. Антипової, терміни, якими [російський] законодавець назвав суб'єктів інвестиційної діяльності, можуть використовуватися лише для позначення сторін певних інвестиційних правовідносин, але не суб'єктів інвестиційних правовідносин як таких. Авторка вважає, що іменування сторони правовідношення не має сенсу без закріплення за нею відповідного комплексу прав та обов'язків. Необхідно спочатку визначити, яким у даному конкретному випадку буде зміст договору. Від того, що сторони договору, змістом якого виступає безоплатна передача речі у власність, будуть названі, наприклад, «інвестор» і «користувач», такий договір не перестане бути договором дарування [6, с. 80–81].

Вважаємо, що наведена аргументація є внутрішньо суперечливою. З одного боку, приймається поняття «інвестиційні правовідносини», з іншого боку, стверджується, що суб'єкти цих правовідносин не можуть мати прав та обов'язків, що впливали б саме з інвестиційного характеру цих правовідносин та були б характерні для усіх інвестиційних правовідносин. Виходить, що інвестиційні правовідносини не мають власного змісту? Вважаємо, що функціональний поділ суб'єктів є оригінальною рисою саме інвестиційних правовідносин, яка визначається тим, що кваліфікаційною характеристикою інвестицій є саме їх функція в процесах суспільного відтворення.

**Об'єкт інвестиційних правовідносин.** Уявляється доцільним спочатку розглянути поняття *об'єкта інвестиційного відношення* як фактичного економічного відношення, після чого встановити співвідношення цього об'єкта з об'єктом інвестиційного правовідношення.

З економічної точки зору об'єктами інвестицій є активи, яким властива можливість їх використання в процесі виробництва нової вартості або такі, що надають можливість отримання частини нової вартості, яка буде вироблена контрагентом суб'єкта, що здійснює вкладення, або третьою особою [6, с. 49]. Вкладення інвестиції в об'єкт (на противагу передачу її суб'єкту) у юридичній літературі справедливо визнають ознакою інвестиції, що вирізняє її з поміж інших форм руху капіталів та товарно-матеріальних цінностей [166, с. 11]. Правова регламентація об'єктів інвестицій має неабияке значення ще й в силу того, що легальний перелік таких об'єктів, логічно доповнюючи визначення власне інвестицій, виконує функцію конкретизації сфери дії інвестиційного законодавства.

Відповідно до ч. 1 ст. 4 Закону України «Про інвестиційну діяльність» *об'єктами інвестиційної діяльності* можуть бути будь-яке майно, в тому числі основні фонди і оборотні кошти в усіх галузях та сферах народного господарства, цінні папери, цільові грошові вклади, науково-технічна продукція, інтелектуальні цінності, інші об'єкти власності, а також майнові права. Вважаємо, що у цій нормі законодавець повинен вести мову про *об'єкти інвестицій* (в операційному аспекті) або інвестування, але не інвестиційної діяльності. Вираз «об'єкт інвестиції» чітко вказує на те, що об'єкт виступає кваліфікаційною характеристикою самої інвестиції (тобто, інвестиція має місце за умови, що капітал вкладається в об'єкт, передбачений інвестиційним законом). Тимчасом, інвестиційна діяльність (у широкому розумінні) є комплексом різноманітних дій і операцій, значна частина з яких сама по собі в принципі не передбачає вкладення капіталу (наприклад, отримання ліцензії), тож об'єкти інвестиційної діяльності не співпадають з об'єктами власне інвестицій. Теоретично можна говорити, що об'єктом інвестиційної діяльності суб'єкта господарювання є *інвестиційний проект (проекти)*, на реалізацію якого (яких) ця діяльність спрямована.

У Законі України «Про інвестиційну діяльність» законодавець відмовився від будь-яких обмежень кола об'єктів інвестицій за видами таких об'єктів. Відтак функція конкретизації сфери дії інвестиційного законодавства переліком об'єктів інвестицій не виконується. Натомість встановлені обмеження іншого характеру,

які викликають деякі критичні зауваження. Так, згідно з ч. 2 ст. 4 Закону забороняється інвестування в об'єкти, створення і використання яких не відповідає вимогам санітарно-гігієнічних, радіаційних, екологічних, архітектурних та інших норм, встановлених законодавством України, а також порушує права та інтереси громадян, юридичних осіб і держави, що охороняються законом. У частині, що стосується порушення інвестором вимог законодавства та прав інших суб'єктів ця норма не вносить нічого нового порівняно з загальними нормами про межі свободи підприємництва (ст. 43 ГК України) та межі здійснення цивільних прав (ст. 13 ЦК України); що ж до порушення чужих інтересів, то воно доволі часто супроводжує цілком правомірні дії з інвестування (так, поглинання господарського товариства може суперечити інтересам його міноритарних учасників), тож доречно вести мову лише про закріплення в законодавстві певних гарантій для суб'єктів, інтереси яких страждають в результаті інвестування.

На противагу Закону «Про інвестиційну діяльність» Податковий кодекс України (п. 14.1.86 ст. 14) містить стислий і вичерпний перелік об'єктів інвестицій: *основні засоби, нематеріальні активи, корпоративні права та цінні папери*. Загальною проблемою закритих переліків є небезпека того, що до них не будуть включені деякі елементи, що повинні були б ними охоплюватися; втім, слід визнати, що положення Податкового кодексу достатньо вдало передає ідею об'єктів інвестицій як капітальних цінностей, економічні вигоди від володіння якими пов'язані не зі споживанням, а з подальшим господарським використанням їх як таких (для реальних активів) або з використанням коштів, отриманих внаслідок їх розміщення (для фінансових активів).

Як вже відзначалося у цій роботі, у міжнародному інвестиційному праві поняття «об'єкт інвестиції» та «інвестиція» не розмежовуються. Власне інвестиція визначається через активи, що набуваються інвестором в результаті вкладення капіталу. Внаслідок цього сфера дії («покриття») МІУ визначається насамперед переліком об'єктів інвестицій. З-поміж представлених у МІУ моделей визначення інвестиції через перелік її об'єктів особливої уваги заслуговує модель «інвестиція-господарський актив» (*enterprise-based*



*model*, детальніше див. у підрозділі 1.1 цієї роботи), згідно з якою об'єкти інвестицій є об'єктами *господарської діяльності* самого інвестора або підприємства – реципієнта, закріплена, зокрема, в НАФТА і ДЕХ.

Вважаємо, що модель «інвестиція-господарський актив» повинна бути використана і в Законі України «Про інвестиційну діяльність». Тобто, визначення об'єктів інвестицій має поєднувати певний перелік категорій активів з вказівкою на господарське використання таких активів суб'єктом господарювання – інвестором або реципієнтом інвестицій. Введення до визначення об'єктів інвестицій ознаки їх господарського використання має важливе методологічне значення для побудови концепції інвестиційного права загалом. Одним з чинників низької регулятивної ефективності Закону «Про інвестиційну діяльність» є, на нашу думку, недостатня його спеціалізація, а саме: поширення дії цього Закону на капіталовкладення як у господарській, так і негосподарській сферах. Запровадження критерію господарського використання активів для визнання їх об'єктами інвестицій чітко позиціонує Закон «Про інвестиційну діяльність» як акт господарського законодавства, що дозволить йому зайняти більш конкретне місце в механізмі реалізації інвестиційної політики держави.

Крім того, вважаємо, що визначення об'єктів інвестицій повинно включати широкий позитивний список, що охоплює усі форми активів, призначених для господарського використання – як матеріальних, так і нематеріальних, та обмежений негативний список. Це дозволить уникнути проблем, які провокуються відкритим позитивним списком (необґрунтовано розширюється сфера дії спеціального інвестиційного законодавства) та закритим списком (має перевагу регулятивної чіткості, однак породжує ризик залишення поза межами регулювання деяких необхідних елементів).

Окремим аспектом, який повинен бути закріплений у визначенні об'єктів інвестування, є правовий зв'язок інвестора з цими об'єктами. Альтернативними шляхами є визначення характеру такого зв'язку за допомогою категорій права власності або контролю. Поширенням у юридичній літературі є фактичне ототожнення понять інвестицій та власності. Так, О.Г. Богатирьов, спираючись на

думку ряду зарубіжних дослідників, зазначає, що інвестиції повинні розглядатися як синонім власності, тобто як сукупність прав та інтересів щодо володіння, користування і розпорядження майном у різноманітних видах та формах: «Власність – це один з головних елементів правового поняття інвестиції» [13, с. 12]. На думку Н.Н. Вознесенської, з правової точки зору іноземні інвестиції – це іноземна приватна або державна власність, що має відповідний статус в міжнародному та національному праві [29, с. 46]. На позиціях визначення права власності на майно як «основної складової інвестиції» перебувають і такі представники вітчизняної правової науки, як А.В. Омельченко та В.Ю. Полатай (останній автор уточнює, що інвестиції – це цінності, які належать особі на праві власності чи іншому похідному від нього праві) [131, с. 13; 166, с. 7].

Концентрація виробництва в сучасних економічних системах, поширення відносин залежності між юридично самостійними суб'єктами господарювання обумовлює все ширше використання у юридичних конструкціях категорії *контролю*. Прихильники визначення інвестицій як активів, що прямо чи опосередковано контролюються інвестором, вважають, що такий підхід надає максимальний захист прав та законних інтересів інвесторів, забезпечує найбільшу гнучкість в управлінні потоками капіталів та запобігає відверненню інвестиційних потоків від країн, що розвиваються [449].

Приклад умов, за яких інвестиції на території Договірної сторони вважаються такими, що прямо чи непрямо контролюються інвестором іншої Договірної сторони, знаходимо у Заключному акті Конференції Європейської Енергетичної хартії 1994 р.: контроль над інвестицією означає фактичний контроль, існування якого визначається з урахуванням усіх значущих чинників у кожному конкретному випадку. Такими чинниками, поміж інших, є: а) фінансова участь, включаючи пайову участь, в об'єкті інвестування; б) здатність справляти суттєвий вплив на керівництво і діяльність об'єкта інвестування; в) здатність справляти суттєвий вплив на обрання членів ради директорів або іншого органу управління. У разі виникнення сумніву щодо того, чи контролює, прямо чи непрямо, інвестор інвестицію, інвестор, який заявляє про існування такого контролю, несе тягар доказування відповідних обставин [379].

З метою досягнення найбільшої регулятивної гнучкості вважаємо за доцільне якнайбільш широко визначити правовий зв'язок інвестора з набутими в результаті інвестування активами за допомогою категорії контролю. Доцільність такого підходу визначається і тим, що він цілком узгоджується з сучасною концепцією активів як об'єктів господарського (зокрема, бухгалтерського) обліку. Так, згідно зі ст. 1 Закону України від 16 липня 1999 р. «Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні» [181] активи – це ресурси, контрольовані підприємством в результаті минулих подій, використання яких, як очікується, приведе до надходження економічних вигод у майбутньому (по-суті, воно дуже близьке до визначення об'єктів інвестування).

Таким чином, пропонується визначити об'єкт інвестиції наступним чином: *«Об'єкт інвестиції означає будь-який актив, яким інвестор володіє або який контролює внаслідок здійснення інвестиції, зокрема:*

*а) майновий комплекс суб'єкта господарювання або його відокремленого підрозділу<sup>21</sup>;*

*б) пайові цінні папери та інші інструменти участі в суб'єкті господарювання, а також права, що впливають з такої участі;*

*в) боргові цінні папери суб'єктів господарювання, іпотечні цінні папери, та права, що з них впливають;*

*г) позики, що надаються суб'єктам господарювання з метою встановлення або підтримання довгострокових відносин з ними, чи з метою фінансування їх інвестиційної діяльності;*

*д) об'єкти інтелектуальної власності, що використовуються у господарській діяльності, а також права, що впливають з володіння ними;*

*е) нерухоме або рухоме майно, придбане в очікуванні або використовуване з метою отримання прибутку (доходу) або іншою господарською метою;*

*ж) права, що впливають з вкладення коштів або інших ресурсів в господарську діяльність, у тому числі на підставі договорів*

---

<sup>21</sup> В міжнародно-правових актах у цьому випадку йдеться про володіння підприємством («enterprise»), однак для господарсько-правової науки, яка визнає підприємство суб'єктом права, таке формулювання навряд чи є прийнятним.

*про спільну інвестиційну діяльність, концесійних та інших інвестиційних договорів.*

*Однак об'єктами інвестування не визнаються:*

*а) грошові вимоги, що випливають з поточних операцій;*

*б) товари, придбані з метою перепродажу;*

*в) похідні (деривативи)».*

Об'єкт інвестицій/інвестування є об'єктом інвестиційного відношення як фактичного економічного відношення і потребує співставлення з об'єктом інвестиційного правовідношення. Слід відзначити, що питання про *об'єкт правовідношення* є чи не найбільш спірним в загальному вченні про останнє. Дискусію викликає як належність об'єкта до елементів правовідношення, так і визначення самого поняття «об'єкт правовідношення».

У теорії права склалися два підходи до розуміння об'єкта правовідносин: *плюралістичний*, згідно з яким об'єктами правовідносин є матеріальні та нематеріальні блага (варіант: а також дії суб'єктів), з приводу яких суб'єкти вступають у правовідносини, та *моністичний*, згідно з яким такими об'єктами є діяльність/фактична поведінка суб'єктів, фактичні суспільні відносини, на які спрямований регулюючий вплив правовідносин. В рамках моністичного підходу допускається наявність у правовідношення і спеціального об'єкта (предмета) – речей або продуктів духовної творчості, з приводу яких це правовідношення встановлюється [287, с. 65].

Обрання одного з двох зазначених підходів значною мірою залежить від розуміння співвідношення правовідношення і фактичного суспільного відношення. Автори, які розглядають правовідношення як форму фактичного суспільного відношення, вважають також, що об'єкт правовідношення співпадає з об'єктом фактичного суспільного відношення, врегульованого правом [6, с. 64], що схиляє на користь плюралістичного підходу в силу об'єктивної множинності об'єктів фактичних суспільних відносин. Якщо ж виходити з того, що правовідношення – це особливе ідеологічне відношення, за допомогою якого норма права впливає на фактичне суспільне відношення, то з цього слідує, що і норма права, і правовідношення мають один і той самий об'єкт, яким є фактичне суспільне відношення [287, с. 54] (моністичний підхід).

Проблема *об'єкта господарських правовідносин* дотепер не отримала достатньо детальної розробки. Представники господарсько-правової науки здебільшого лише констатують належність до таких об'єктів тих чи інших явищ об'єктивної реальності. Об'єкти господарських правовідносин зазвичай характеризуються відповідно до плюралістичного підходу: а) як речі та нематеріальні блага, використовувані при веденні господарської діяльності (О.М. Вінник), або б) як речі, нематеріальні блага, дії зобов'язаних суб'єктів та власне діяльність суб'єкта права (В.С. Мартем'янов, Г.Л. Знаменський) [110, с. 36; 304, с. 72]. Натомість, О.П. Віхров вважає більш обґрунтованою моністичну точку зору, згідно з якою об'єктом правовідношення може бути тільки те, що здатне реагувати на відповідний правовий вплив, тобто, фактична поведінка суб'єктів. Це відповідає розумінню правовідносин як засобу правового впливу на фактичні суспільні відносини, як запропонованої державою моделі правової поведінки суб'єкта [27, с. 122–123].

Уявляється теоретично виправданим конструювати об'єкт інвестиційних правовідносин відповідно до моністичного підходу, виділяючи при цьому: загальний об'єкт – фактичне інвестиційне відношення та спеціальний об'єкт – об'єкт господарської діяльності, у який вкладається капітал (об'єкт інвестиції). Це дозволяє одночасно вирішити два завдання: підтвердити місце інвестиційного правовідношення в механізмі правового регулювання (індивідуалізація вимог правових норм в частині взаєморозташування суб'єктів, наділення їх правами та обов'язками) та приділити достатню увагу об'єкту інвестиції, який відіграє важливу роль в правовому вченні про інвестиції.

У літературі висловлюються і оригінальні погляди на об'єкт інвестиційних правовідносин. Зокрема, з точки зору І.А. Вдовіна, таким об'єктом виступає передбачуваний прибуток (або інший корисний результат), що є цільовою установкою, яка визначає поведінку суб'єктів інвестиційної діяльності [18, с. 147]. Ця позиція не може бути підтримана, оскільки прибуток являє собою узагальнюючий показник фактичних результатів фінансово-господарської діяльності суб'єкта господарювання, а не об'єкт правового впливу.

Щодо належності об'єкта правовідношення до його елементів, то це питання позитивно вирішується більшістю науковців, хоч висловлюються і окремі заперечення. Так, Ю.К. Толстой зазначає: якщо визначати об'єкт правовідношення, як те, на що спрямоване правовідношення і що здатне реагувати на вплив останнього, то не можна розглядати об'єкт як елемент, тобто складову частину самого правовідношення, оскільки правовідношення не може бути спрямоване саме на себе [287, с. 67]. Ця аргументація не є достатньо переконливою: так само можна сказати, що суб'єкти на можуть вважатися елементом, тобто складовою правовідношення, тому що правовідношення якраз і виникає між ними. Відтак ми не бачимо суттєвих теоретичних перешкод у віднесенні об'єкта до елементів правовідношення.

**Зміст інвестиційних правовідносин.** Зміст будь-якого правовідношення становлять суб'єктивні права і юридичні обов'язки його суб'єктів. У Законі України «Про інвестиційну діяльність» зміст інвестиційних правовідносин розкривають статті 7 («Права суб'єктів інвестиційної діяльності») та 8 («Обов'язки суб'єктів інвестиційної діяльності»). Нескладно помітити, що переважна частина прав та обов'язків, перелічених у цих статтях, є загальними правами та обов'язками у сфері господарської (передусім підприємницької) діяльності (фактично усі положення ст. 7, ч. 2 та 3 ст. 8), інша частина стосується тільки інвестиційної діяльності у формі капітального будівництва (ч. 1 ст. 8). Тобто, права та обов'язки, вказані законодавцем, не можуть виступати кваліфікуючими ознаками змісту інвестиційних правовідносин і вказують лише на їхню господарсько-правову природу.

На думку О.М. Антипової, склад інвестиційних правовідносин становлять права і обов'язки суб'єктів, які забезпечують інвестору можливість реалізації належних йому прав на споживання, використання або відчуження об'єктів цивільних прав, що мають грошову оцінку, якій кореспондує виникнення у нього прав на об'єкти інвестиційних правовідносин в результаті їх створення (покращення) або придбання на мінових оплатних підставах [6, с. 93].

Це визначення викликає ряд критичних зауважень – як термінологічного характеру (не характеризують інвестиційні правовідносини терміни «споживання», «цивільні права»), так і концептуального

характеру, оскільки не описує ні передінвестиційної, ані експлуатаційної стадії інвестиційного процесу. Крім того, воно стосується тільки правовідносин, які виникають щодо безпосереднього здійснення інвестиційної діяльності (горизонтальні, майнові інвестиційні правовідносини). Тимчасом, інвестиційні правовідносини як вид господарських правовідносин складаються і щодо організації (керівництва) інвестиційною діяльністю.

Вважаємо, що *інвестиційні правовідносини* можна визначити як господарські правовідносини, що складаються між інвесторами, іншими суб'єктами інвестиційної діяльності та суб'єктами організаційно-господарських повноважень, змістом яких є суб'єктивні права та юридичні обов'язки майнового та організаційного характеру щодо підготовки до вкладення інвестицій, безпосереднього інвестування та господарського використання вкладених інвестицій, спрямовані на регулювання фактичних інвестиційних відносин з метою створення сприятливих правових умов здійснення інвестиційної діяльності.

## **1.5. Інвестиційне право як підгалузь господарського права України**

У господарсько-правовій літературі звертають увагу на те, що господарська діяльність є граничним поняттям, в рамках якого окремі її сфери (види) потребують поглибленого регулювання та слугують або принаймні здатні слугувати системоутворюючим критерієм для окремих комплексних галузей та/або підгалузей права, зокрема, інвестиційного права [11, с. 94].

У юридичній науці Союзу РСР питання про інвестиційне право як структурний елемент системи радянського права не ставилося в силу вельми обмеженого використання цією наукою власне концепції інвестицій. До 80-х років XX ст. термін «інвестиції» для аналізу процесів соціалістичного відтворення практично не використовувався, основною сферою його застосування були перекладні роботи зарубіжних авторів та дослідження в галузі капіталістичної

економіки [60, с. 20]. Поняттям – відповідником інвестицій в радянському законодавстві та доктрині виступали «капітальні вкладення» – витрати на створення нових, розширення, реконструкцію і технічне переозброєння діючих підприємств і основних фондів, впровадження технічного прогресу в будівництво об'єктів виробничого і невиробничого призначення, виконання проектно-вишукувальних робіт. Галузь матеріального виробництва, що забезпечує розширене відтворення основних виробничих і невиробничих фондів для усього народногосподарського комплексу іменувалася «капітальним будівництвом». Так само позначалася і сама виробнича діяльність з забезпечення розширеного відтворення [92, с. 5].

Згідно з чинним законодавством України, поняття «інвестиції» та «капітальні вкладення» є загальним і частковим: інвестиції у відтворення основних фондів і на приріст матеріально-виробничих запасів здійснюються у формі капітальних вкладень (ч. 2 ст. 1 Закону України «Про інвестиційну діяльність»). Разом з тим, ще більш важливою, ніж неспівпадіння обсягів понять, є різна концептуальна наповненість радянської концепції капітальних вкладень та ринкової концепції інвестицій. Як випливає, у тому числі, і з наведеного вище визначення капітальних вкладень, домінуючим в теоретичних поглядах на капітальні вкладення і в практичній діяльності був витратний підхід, скільки він відображав специфіку функціонуючого в умовах адміністративно-командної економіки господарського механізму. Його характерну особливість становило те, що основне значення надавалося виробничій стадії руху коштів як вихідному пунктові інвестиційної діяльності, применшувалася роль грошової форми обороту основного капіталу, функціонування якої обмежувалося рамками тільки будівельного комплексу. Таким чином, оборот інвестицій розглядався поза зв'язком з кінцевими народногосподарськими результатами. Акцент на витратній стороні інвестицій, ігнорування стадії перетворення ресурсів у витрати, яка повинна передувати виробничій стадії руху коштів, викривляли дійсну логіку та послідовність інвестиційного процесу, звужували загальний простір руху інвестицій [60, с. 20–21]. Правове регулювання здійснення капітальних вкладень не приділяло уваги питанням регулювання руху капіталів та гарантування капіталовкладень, окрім того, було замкнене в дуже специфічній економічній системі окремої країни.



В останні роки існування Союзу РСР концепція інвестицій отримала ширше поширення в науковому обігу, почала використовуватися в нормативно-правових актах, як-от<sup>22</sup>: постанови Ради міністрів СРСР від 13 січня 1987 р. «Про порядок створення на території СРСР і діяльності спільних підприємств, міжнародних об'єднань та організацій СРСР та інших країн-членів РЕВ» та «Про порядок створення на території СРСР і діяльності спільних підприємств за участю радянських організацій та фірм з капіталістичних країн та країн, що розвиваються», Указ Президента СРСР від 26 жовтня 1990 р. «Про іноземні інвестиції в СРСР». Перше легальне визначення інвестицій було дане в Основах законодавства про інвестиційну діяльність в СРСР, прийнятих Верховною Радою СРСР 10 грудня 1990 р. [134] (не встигли набрати чинності, але стали основою для відповідних законів держав-колишніх республік СРСР, включаючи Україну). У цих актах намітився ринковий підхід до аналізу сутності, форм та принципів здійснення інвестиційної діяльності, були здійснені спроби рецепції певних міжнародно-правових підходів. У свою чергу, активізувалася і розробка питань, пов'язаних з інвестиціями, юридичною наукою.

На пострадянському просторі ініціатором точки зору про існування особливої галузі права – інвестиційного – виступив О.Г. Богатирьов, який визначив цю галузь як «сукупність юридичних норм, що регулюють інвестиційні відносини в умовах існування внутрішнього та міжнародного ринків інвестицій». Аргументами на користь інвестиційного права як галузі виступили: «наявність відособленої групи інвестиційних відносин; усвідомлення особливої суспільної необхідності та значущості інвестиційних відносин в системі економічних відносин в період переходу до ринкової економіки та прийняття законодавчого рішення про регулювання цих відносин; наявність нормативного матеріалу відповідної кількості і якості; наявність особливого методу правового регулювання інвестиційних

---

<sup>22</sup> Детальний огляд радянського періоду розвитку інвестиційного законодавства див., напр.: Притика Ю.Д. Правове регулювання іноземних інвестицій в Україні: навчальний посібник / Ю.Д. Притика. – К.: ТОВ «Юридичний світ», 2010 [176, с. 8–17].

відносин, що виражається в поєднанні публічно-правового і приватно-правового регулювання» [13, с. 23, 52–53].

На сьогодні можна констатувати, що термін «інвестиційне право» міцно увійшов до лексики вітчизняної, а також російської юридичної науки, про що свідчать хоча б назви численних опублікованих підручників та навчальних посібників [22; 38; 131; 270; 299; 307; 311]. Але при цьому відсутній єдиний погляд на місце інвестиційного права у системі права, галузеву належність його норм.

Так, на думку В.В. Гущина та О.А. Овчиннікова, інвестиційне право є новою комплексною галуззю права, що являє собою сукупність правових норм, які регулюють суспільні відносини з приводу залучення, використання і контролю за інвестиціями та здійснюваною інвестиційною діяльністю, а також відносини, пов'язані з відповідальністю інвестора за дії, що суперечать законодавству [38, с. 87]. Втім, конкретних аргументів на користь самостійності інвестиційного права як галузі автори не наводять.

І.З. Фархутдінов, В.А. Трапезніков вважають, що інвестиційне право втілюється у своєрідних, притаманних тільки цій галузі, формах та методах правового регулювання. Його галузеві методи, що складають комплексний механізм правового впливу і забезпечення, засновані на двох елементарних началах – централізованому і диспозитивному регулюванні. Однак очевидне невизнання авторами господарсько-правової концепції спонукає їх до висновку, який фактично заперечує єдність публічно-правових і приватно-правових елементів регулювання в інвестиційному праві, – «базовою правовою системою регулювання інвестиційних відносин є цивільне право» [299, с. 6–7].

С.С. Жилінський справедливо вказує, що для наукового пізнання настільки складного і багатогранного явища, як інвестиційні відносини необхідно мати єдину теоретико-правову основу їх правового регулювання незалежно від галузевої приналежності відповідних юридичних норм. Це дозволяє системно представити правовий механізм державного впливу на інвестиційні відносини в цілому. Наявність єдиної основи створює наукові передумови для виявлення порівняних переваг і недоліків конкретних видів правового регулювання інвестиційних відносин, удосконалення одних видів

регулювання за рахунок накопичуваної позитивної практики інших видів і тим самим для підвищення ефективності не тільки правового регулювання усієї сукупності інвестиційних відносин, але й функціонування кожного інвестиційного відношення [50, с. 11–12].

Втім, і в цьому випадку невизнання автором господарсько-правової концепції змушує його суперечити самому собі, «розкладати» інвестиційне право по різних галузях права. На його думку, інвестиційні відносини за їх юридичною природою поділяються на публічно-правові і приватно-правові. Для глибшого проникнення в юридичну природу інвестиційних відносин потрібно в кожній з двох груп права виявити галузі, що складають в них ядро регулювання інвестиційних відносин (галузь-лідер). В групі галузей приватного права з усією очевидністю домінує цивільне право, публічного – фінансове право, предмет якого – суспільні відносини щодо утворення, витрачання і використання державою і муніципальними утвореннями грошових коштів, що забезпечують безперерйне функціонування цих владних структур [50, с. 65–67].

У літературі звертається увага на те, що поділ права на приватне і публічне має першорядне значення для визначення типу, методології правового регулювання, але не відповідає практичним потребам відособлення менш великих сукупностей правових норм у системі права (у тому числі й інвестиційного права – авт.), і необхідність пояснення правовою наукою змішаного (приватно-публічного) регулювання суспільних відносин постала досить давно [136, с. 180]. У зв'язку з цим видається, що тільки *господарсько-правова концепція*, яка передбачає комплексне застосування приватно-правових та публічно-правових елементів регулювання господарських відносин з метою забезпечення балансу приватних та публічних інтересів у сфері господарювання, спроможна пояснити феномен інвестиційного права як окремого елемента правової дійсності.

З господарсько-правових позицій інвестиційне право визначає О.М. Вінник. На думку авторки, наявність: 1) власного предмета регулювання (інвестиційних відносин, що складаються щодо безпосереднього здійснення інвестування, його організації, управління та контролю, і переважно є різновидом господарських відносин); 2) методів правового регулювання, аналогічних методам господарського права, що забезпечують збалансоване врахування та захист

публічних та приватних інтересів (метод автономних рішень, метод владних приписів, метод координації або узгодження, метод рекомендацій); 3) інвестиційного законодавства як нормативно-правової основи (джерела) інвестиційного права; 4) різноманітності інвестиційних відносин, зумовленої, зокрема, численністю форм інвестування дозволяють згідно з канонами юридичної науки визнати інвестиційне право підгалуззю господарського права. Відповідно, інвестиційне право визначається авторкою як підгалузь господарського права, що регулює інвестиційні господарські відносини за участю інвесторів та інших учасників інвестування із застосуванням методів правового регулювання, притаманних господарському праву, і базується на інвестиційному законодавстві як підгалузі господарського законодавства [22, с. 54].

Для дослідника, який перебуває на вихідних позиціях науки господарського права, визначення інвестиційно-правового регулювання саме як господарсько-правового є найбільш очевидним вирішенням проблеми. Менш очевидним, однак, є місце інвестиційного права в межах самого господарського права, співвідношення його з іншими підсистемами, що виділяються в господарському праві, як-от: будівельне право, корпоративне право, правове регулювання фондового ринку, правове регулювання зовнішньоекономічної діяльності тощо.

Слід відзначити, що доктринальні визначення поняття інвестиційного права даються переважно в навчальній літературі, а відтак підпорядковані системі і структурі викладення матеріалу в рамках відповідних учбових курсів. Останні, у свою чергу, зазвичай намагаються охопити якнайширше коло праввідносин, тим чи іншим чином пов'язаних з вкладанням та реалізацією інвестицій, причому під останніми розуміється якнайширше коло капіталовкладень.

Має рацію С. Теньков, який, коментуючи легальне визначення інвестиційної діяльності, вказує, що так само можна визначити будь-яку підприємницьку, господарську діяльність [282, с. 177] – адже інвестиційна діяльність здійснюється в усіх галузях і сферах господарювання та з використанням численних правових форм найрізноманітнішими суб'єктами. Якщо відносити до інвестиційного права усі правові норми, що прямо чи опосередковано стосуються усіх

аспектів інвестиційної діяльності, існує небезпека його розчинення в господарському праві загалом.

На нашу думку, виділяти інвестиційне право як структурний елемент системи права має сенс, якщо мати на увазі відносно обмежену сукупність правових норм, що характеризується більш-менш очевидною концептуальною єдністю. Але виділити таку сукупність за предметною ознакою вкрай складно, зважаючи на об'єктивну динамічність самого поняття «інвестиція», контекстозалежність його визначення.

Плідним для відмежування інвестиційно-правового регулювання від суміжних сегментів правового регулювання є розгляд інвестиційних відносин як елементів інвестиційного ринку, здійснений В.В. Кудрявцевою. Як зазначає авторка, інвестиційний ринок як елемент системи економічних відносин виділено не за предметною (ринок нерухомості, ринок цінних паперів, ринок засобів виробництва, ринок тих чи інших послуг), а за функціональною ознакою, за місцем в циклі економічного відтворення. Функціональна природа інвестиційного ринку дозволяє визначити його як певну надсистему над ринками окремих об'єктів права, у тому числі і різних видів фінансових активів, що не поглинає їх цілком, а об'єднує у разі відповідності правовідносин з такими об'єктами за їх інвестиційним призначенням в межах підприємницького обігу. При цьому далеко на всі відносини, пов'язані зі здійсненням банківських операцій, з емісією та обігом цінних паперів тощо можна назвати інвестиційними [90, с. 82–84, 86–87].

Уявляється, що сутність інвестиційного права так само неможливо виявити, спираючись виключно на предметну ознаку. Інвестиційно-правове регулювання – це передусім ракурс і перспектива регулювання певної сукупності суспільних економічних відносин. В основі інвестиційної діяльності – операції, пов'язані з рухом капіталу, рушійною силою яких, у свою чергу, є економічна мотивація інвестора до примноження цього капіталу. Відтак *інвестиційне право* – це система правових норм, спрямована на регулювання умов та процесу руху капіталу від інвестора до реципієнта інвестицій, визначення статусу інвестора та встановлення режиму капіталу як цінностей, що визнаються інвестиціями, з метою створення сприятливих правових умов здійснення інвестиційної діяльності.

Інвестиційно-правові норми встановлюють:

1) *правові умови започаткування інвестиційної діяльності*, зокрема: доступні організаційно-правові форми господарювання; заборони або обмеження будь-яких видів/форм інвестицій; заборони або обмеження здійснення інвестицій у певних галузях/сферах або на певних територіях; обмеження граничної участі іноземних інвесторів; типи процедур допуску іноземних інвестицій, а саме: повідомні або перевірочні/дозвільні процедури; вимоги до виробництва (*performance requirements*), як-от: обов'язковий трансфер технологій, обов'язкове використання місцевої сировини та робочої сили (локалізація виробництва), необхідність експортувати певну частку виробленої продукції (хоч вимоги до продуктивності стосуються постінвестиційної стадії, технічно вони є умовами започаткування інвестиційної діяльності);

2) *правовий режим інвестиційної діяльності*, зокрема: способи та порядок укладання інвестиційних договорів; правовий режим інвестиційних проєктів, у тому числі забезпечення їх підготовки та реалізації за принципом «єдиного вікна»; державна експертиза інвестиційних програм (проєктів); заходи державної підтримки інвестиційної діяльності; спеціальні режими інвестиційної діяльності; надання іноземним інвесторам національного режиму та режиму найбільшого сприяння; правовий режим інвестицій як майнових цінностей.

3) *гарантії прав та законних інтересів інвесторів (гарантії захисту інвестицій)*, а саме: у разі зміни законодавства; у разі примусового вилучення інвестицій, а також від незаконних дій органів влади та їх посадових осіб; у разі припинення інвестиційної діяльності; переказу прибутків та використання доходів від іноземних інвестицій; вирішення спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами; інші гарантії;

4) *правові умови припинення інвестиційної діяльності*, зокрема: умови повернення інвестицій; забезпечення вільного переказу прибутків, доходів та інших коштів, одержаних на законних підставах внаслідок здійснення іноземних інвестицій.

За такого підходу до інвестиційного права не належатимуть норми та правила, які, хоч і мають значення для провадження інвестиційної діяльності і впливають на прийняття інвесторами інвестиційних

рішень, але не визначають безпосередньо умови та процес руху капіталів та правовий режим капіталовкладень. Це, наприклад, норми та правила щодо: державного замовлення і державних закупівель; встановлення ставок і порядку стягнення податків і зборів; патентування певних видів підприємницької діяльності; технічного регулювання у сфері господарювання; застосування нормативів і лімітів; регулювання цін та тарифів; захисту економічної конкуренції (за винятком регулювання відносин концентрації); банкрутства; охорони праці та довкілля; боротьби з корупцією.

Запропонована ідея може бути пояснена на прикладі встановлення співвідношення інвестиційного права з будівельним та корпоративним правом.

Зв'язок інвестиційного та *будівельного права* виявляється у тому, що *капітальне будівництво* традиційно розглядається не лише як галузь економіки, сфера матеріального виробництва, а й як форма інвестиційної діяльності, що полягає у здійсненні її суб'єктами практичних дій щодо реалізації інвестицій у будівельну продукцію [22, с. 211]. За визначенням Юридичної енциклопедії, будівельне право – це сукупність правових норм, якими регулюються суспільні відносини в галузі цивільного і господарського будівництва. Ці норми містяться у законах України, указах Президента України, постановах Кабінету Міністрів України тощо. Значну частину будівельного права становлять будівельні норми і правила, стандарти у сфері будівництва тощо. Об'єктом будівельного права є суспільні відносини у сфері проектування, розміщення і будівництва житлових будинків, господарських та інших споруд. Метод будівельного права – комплексний. Провідними для нього є методи господарського, цивільного та адміністративного права. Будівельне право ще не сформулося у самостійну галузь права. Відповідне чинне законодавство досить розгалужене, але не кодифіковане [319].

Остання характеристика невдовзі може зазнати змін, оскільки Постановою від 30 червня 2010 р. № 2376-VI [237] Верховна Рада України прийняла за основу проект Містобудівного кодексу України [259]. Аналіз цього проекту, так само як і чинних актів будівельного законодавства України, зокрема, законів України: від 16 листопада 1992 р. «Про основи містобудування» [230], від 14 жовтня

1994 р. «Про відповідальність за правопорушення у сфері містобудівної діяльності» [183], від 20 травня 1999 р. «Про архітектурну діяльність» [179], від 7 лютого 2002 р. «Про Генеральну схему планування території України» [187], від 17 лютого 2011 р. «Про регулювання містобудівної діяльності» [238] свідчить про те, що переважна більшість їх норм не мають ніякого відношення до регулювання процесів руху капіталів.

Так, ключовим поняттям Закону «Про регулювання містобудівної діяльності» є *планування і забудова територій* як діяльність державних органів, органів місцевого самоврядування, юридичних та фізичних осіб, яка передбачає: 1) прогнозування розвитку територій; 2) забезпечення раціонального розселення і визначення напрямів сталого розвитку територій; 3) обґрунтування розподілу земель за цільовим призначенням; 4) взаємоузгодження державних, громадських та приватних інтересів під час планування і забудови територій; 5) визначення і раціональне взаємне розташування зон житлової та громадської забудови, виробничих, рекреаційних, природоохоронних, оздоровчих, історико-культурних та інших зон і об'єктів; 6) встановлення режиму забудови територій, на яких передбачено провадження містобудівної діяльності; 7) розроблення містобудівної та проектної документації, будівництво об'єктів; 8) реконструкцію існуючої забудови та територій; 9) збереження, створення та відновлення рекреаційних, природоохоронних, оздоровчих територій та об'єктів, ландшафтів, лісів, парків, скверів, окремих зелених насаджень; 10) створення та розвиток інженерно-транспортної інфраструктури; 11) проведення моніторингу забудови; 12) ведення містобудівного кадастру; 13) здійснення контролю у сфері містобудування. З очевидністю, далеко не всі правовідносини в межах перерахованих питань складаються за участю конкретного інвестора і з приводу його конкретної інвестиції. Не можуть, на нашу думку, вважатися інвестиційно-правовими і технічні норми у сфері будівництва, які відіграють надзвичайно важливу роль у будівельному праві.

Поряд з цим, ті норми будівельного права, які присвячені питанням інвестування/фінансування капітального будівництва (закони України від 19 березня 2003 р. «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном про будівництві житла і операціях з нерухомістю» [253] та «Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим



іпотечним боргом та іпотечні сертифікати» [218], від 22 грудня 2005 р. «Про іпотечні облигації» [219], Порядок державного фінансування капітального будівництва, затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2001 р. № 1764 [207] щодо), та регулюють порядок підготовки і реалізації конкретних інвестиційних проектів, є водночас інвестиційно-правовими.

*Корпоративне право* нерозривно пов'язане з інвестиційним, оскільки корпоративна форма є однією з ключових економіко-правових форм інвестиційної діяльності. Як вказує французька дослідниця М.-А. Фрізо-Роше, інвестор і акціонер часто є двома різними термінами, що позначають одну й ту саму особу: інформація, що надається акціонеру, у внутрішній перспективі, ідентична інформації, яка забезпечується інвестору, у зовнішній перспективі. У класичному трактуванні акціонер використовує цю інформацію політично, оскільки він бере участь у спільній корпоративній справі; тимчасом інвестор оцінює цю інформацію фінансово, оскільки він оцінює перспективи повернення вкладеного капіталу. Однак традиційне розмежування між політичним та фінансовим викликає сумніви. В одному напрямку, від фінансового до політичного, єдиним ефективним політичним правом, яке міноритарний акціонер може протиставити діям менеджменту, що його не влаштовують, є право залишити компанію шляхом продажу належних йому акцій – що є використанням його фінансових прав. В іншому напрямку, від політичного до фінансового, оцінка перспектив повернення інвестиції полягає у передбачуванні майбутньої результативності компанії – що означає оцінку політичних рішень, які визначатимуть її майбутнє [386, с. 100].

Основною функцією корпоративного права є врахування основних потреб власне самих товариств. Це не означає ігнорування інтересів осіб, які мають справу з товариством (акціонерів, інших інвесторів та кредиторів товариства), але при здійсненні захисту їх інтересів слід завжди пам'ятати про інтереси товариства і знаходити необхідну рівновагу між цими двома важелями [72, с. 35–36]. Якщо в центрі уваги корпоративного права закономірно перебуває корпорація (товариство), то в центрі уваги інвестиційного – інвестор, його інтереси щодо отримання бажаного ефекту від інвестицій. Безумовно, не можна стверджувати, що задоволення інтересів інвестора

може здійснюватися за рахунок нехтування інтересами товариства як реципієнта інвестицій. Однак якщо не вважати інтереси інвестора пріоритетними в інвестиційно-правовому регулюванні, доволі складно буде обґрунтувати специфіку такого регулювання, а отже, і доцільність виокремлення інвестиційного права як елементу системи права.

Інвестиційне право як підгалузь господарського права зберігає таку загальну властивість господарського права, як комплексний характер. Господарське право є комплексною галуззю права, в якій зібрані правові норми різних галузей права, приурочені до одного предмету правового регулювання – господарських відносин. При цьому господарське право, крім запозиченого з інших галузей, має досить об'ємний власний (оригінальний) нормативний матеріал (інститут внутрішньогосподарських, в тому числі корпоративних, відносин, інститут банкрутства, інститут антимонопольного регулювання господарської діяльності тощо) [36, с. 97–98]. Так само й інвестиційне право об'єднує правові норми різних галузей права та підгалузей самого господарського права<sup>23</sup>, які стосуються інвестиційної діяльності та інвестицій як операцій, пов'язаних з рухом капіталу.

Розглянемо детальніше чинники, які можуть обґрунтовувати виокремлення інвестиційного права як феномену системи права. Як вказує С.С. Алексєєв, юридична своєрідність підрозділів структури права виражається в показниках потрійного роду: 1) регулятивні властивості (метод регулювання, прийоми впливу, механізм та ін.); 2) інтелектуально-вольовий зміст (принципи права, загальні положення та ін.); 3) зовнішня форма права (певна відособленість у законодавстві) [4, с. 22].

***Регулятивні властивості інвестиційного права.*** Належність інвестиційних відносин до господарських визначає і методологію регулювання цих відносин. Питання методу господарського права в господарсько-правовій літературі вирішується неоднозначно: зокрема, вказують, що у господарському праві діють три основні

---

<sup>23</sup> Про це йдеться також у роз'ясненні Міністерства юстиції України від 8 травня 2012 р. «Інвестиційне законодавство України: стан, проблеми, перспективи» [65].

методи правового регулювання (метод автономних рішень, метод владних приписів, метод рекомендацій) [313, с. 23–24]; що вказані три методи знаходяться у певному взаємозв'язку і співвідпорядкованості, чим обумовлена деяка цілісність такої сукупності методів [175, с. 28–29]; що ключовий метод господарського права, здатний інтегрувати всі інші методи, полягає у рівному підпорядкуванні всіх суб'єктів господарювання суспільному господарському порядку [304, с. 31]. Підтримуємо позицію, згідно з якою положення про рівне підпорядкування всіх суб'єктів господарювання суспільному господарському порядку може розглядатися як принцип (близький до принципу законності), але не метод регулювання господарських відносин [175, с. 30]. Водночас, слід відмітити, що кожна з зазначених точок зору вказує на притаманне регулюванню господарських відносин комплексне застосування приватно-правових та публічно-правових елементів такого регулювання з метою забезпечення балансу приватних та публічних інтересів у сфері господарювання.

Разом з тим, інвестиційне право характеризується і регулятивною особливістю, яка визначає його специфіку в межах господарського права і може бути названа *позитивним стандартом регулювання*. Регламентуючи правові форми, що опосередковують рух капіталу (іншими словами, створюючи умови для того, щоб майно могло самореалізуватися саме як капітал, здатний приносити дохід), суспільство (а точніше держава) з самого початку повинно забезпечити формування таких правових умов, які гарантували б власнику майна (як правило, грошових коштів) – потенційному капіталістові, по-перше, повернення первинно авансованого капіталу, а по-друге, можливість реалізації його (капіталу) споживної вартості, тобто, отримання прибутку [299, с. 118].

Найбільш загальною метою інвестиційно-правового регулювання є створення сприятливого інвестиційного клімату. За визначенням Світового банку, інвестиційний клімат є сукупністю локально-специфічних чинників, які визначають сприятливі можливості і стимули для того, щоб фірми продуктивно інвестували, створювали робочі місця і розширювалися. Сприятливий інвестиційний клімат є таким, що приносить вигоди кожному у двох відношеннях. По-перше, він слугує суспільству в цілому, а не лише фірмам,

зокрема, у зв'язку з його впливом на забезпечення зайнятості, зниження цін та розширення бази оподаткування. По-друге, він охоплює всі фірми, а не лише великі або впливові [545, с. 20]. Очевидно, що сприятливий інвестиційний клімат є наслідком досягнення балансу публічних і приватних інтересів у сфері інвестиційної діяльності.

Безумовно, забезпечення публічних інтересів вимагає застосування численних обмежень і заборон, що встановлюються на користь суспільства, національної економіки, типових законних інтересів інших учасників інвестування та суспільних відносин взагалі [22, с. 77], які становлять невід'ємну і важливу частину інструментарію інвестиційного права. Разом з тим, загальна спрямованість, «тональність» спеціального інвестиційно-правового регулювання (якщо таке існує) з необхідністю повинна бути не обмежувальною, а заохочувальною. Не треба забувати, що для абсолютної більшості суб'єктів господарювання (непрофесійних інвесторів) інвестиційна діяльність не є основною (операційною) діяльністю, що є головною метою створення цих суб'єктів і забезпечує основну частку їх доходу, тож може і не здійснюватися або здійснюватися в мінімальних обсягах за несприятливих обставин. Що ж до професійних інвесторів, то їх створення і функціонування має сенс виключно за умови достатньої інвестиційної активності непрофесійних інвесторів (інвесторів першого рівня). Ефективне інвестиційно-правове регулювання має бути в змозі «переконати» потенційного інвестора: а) інвестувати, відмовившись від поточного споживання; б) інвестувати в економіку саме цієї країни (в нашому випадку – України); в) інвестувати у відповідності з пріоритетами економічної політики цієї ж країни. Це ми і маємо на увазі, вказуючи, що інвестиційне право засноване на позитивному стандарті ставлення до інвестора як капіталовласника. В парадигмі інвестиційного права усі застосовувані правові засоби повинні оцінюватися з точки зору їх ролі як стимулів до інвестування – позитивних або негативних.

Позитивний стандарт визначає і структуру механізму інвестиційно-правового регулювання, значна роль у якій належить засобам, які надають інвесторам додаткові можливості реалізації і захисту їхніх прав. Тимчасом як такі засоби є різноманітними, можна виділити дві відносно відособлені їх групи: гарантії захисту інвестицій та інвестиційні стимули.

Роль *гарантій* в механізмі інвестиційно-правового регулювання, на перший погляд, очевидна: вони є основними засобами, завдяки яким виконується одне з головних завдань інвестиційного права – захист капіталовкладень. Норми-гарантії становлять основу змісту МІУ, спрямованих на захист капіталовкладень, і піддаються значній міжнародно-правовій уніфікації. Наслідком такої уніфікації є поява набору типових гарантій, які вважаються загальноприйнятими стандартами ставлення приймаючої держави до інвестора, як-от: надання інвесторам та/або інвестиціям режиму найбільшого сприяння та національного режиму, «швидка, адекватна та ефективна компенсація» у разі примусових вилучень інвестицій (так звана «формула Халла»<sup>24</sup>); «негайний і безперешкодний переказ» за кордон коштів у зв'язку з інвестиційною діяльністю; розгляд спорів між інвестором та приймаючою державою інвестиційним арбітражем. Гарантіям присвячені окремі розділи законів України «Про інвестиційну діяльність» та «Про режим іноземного інвестування», які в цілому наслідують усталені міжнародно-правові підходи.

*Стимулювання інвестиційної діяльності* безспірно належить до ключових тем інвестиційно-правової проблематики. Прибічники ліберальної ідеології державного регулювання економіки (на міжнародному рівні представлені Світовим банком та міжнародними організаціями – членами групи Світового банку) традиційно ставлять під сумнів доцільність вибіркового державного втручання з метою заохочення інвестиційної діяльності та спрямування капіталопотоків у певні сектори економіки. Натомість уряди повинні спрямовувати свою активність на усунення глибинних причин негативних чинників діяльності компаній, як-от: неадекватність інфраструктури, неврегульованість прав власності, бюрократія, корупція тощо). Питання застосування інвестиційних стимулів як засобів державного регулювання інвестиційної діяльності детально розглядатиметься

---

<sup>24</sup> Формула «швидкої, адекватної та ефективної компенсації» (*«prompt, adequate and effective compensation»*) на позначення повної компенсації була вперше вжита Державним секретарем США Корделлом Халлом під час здійснення програми націоналізацій у Мексиці у листі до мексиканського уряду, датованому 21 липня 1938 р.

у розділі 2 цієї роботи, однак слід визнати, що рівень, безперервність та інтенсивність дискусії з цих питань сама по собі є підтвердженням особливої ролі інвестиційних стимулів в механізмі інвестиційно-правового регулювання, що є проявом позитивного стандарту як особливості цього регулювання.

Позитивний стандарт регулювання може пояснити і таку особливість, як значна роль міжнародно-правової складової у механізмі інвестиційно-правового регулювання. Іноземні інвестори не задовольняються засобами захисту їхніх капіталовкладень, що пропонуються у законах приймаючих держав. По-перше, приймаюча держава може в односторонньому порядку змінити умови будь-якого захисту, що надається згідно з її законодавством. Цей ризик закладений в асиметричному відношенні між приватним інвестором та суверенною державою. По-друге, іноземні інвестори піддаються загрозі дискримінації, насамперед порівняно з національними інвесторами. Найбільш ефективним механізмом усунення цих чинників є запровадження міжнародно-правового механізму вирішення інвестиційних спорів, у якому приватний інвестор наділяється правом позову до приймаючої держави про виплату компенсації або відшкодування збитків у разі порушення цією державою його прав та законних інтересів [366, с. 55].

***Інтелектуально-вольова єдність інвестиційного права*** забезпечується наявністю низки системоутворюючих концепцій, понять, принципів, які поширюються рівною мірою на усі регламентовані цією галуззю відносини, а відтак в сукупності становлять загальну частину інвестиційного права. Дослідники, що приділяють увагу структурі інвестиційного права, до певної міри одностайні у визначенні змісту його загальної частини. Так, О.Г. Богатирьов включає до загальної частини інвестиційного права такі правові інститути, як: інвестиції та інвестиційна діяльність, об'єкти та суб'єкти інвестиційної діяльності, правове регулювання інвестиційної діяльності (регулювання приватного та змішаного інвестування, регулювання державного інвестування), інвестиційний договір, гарантії прав інвесторів і захист інвестицій [13, с. 55]. На подібних позиціях (з окремими розбіжностями) перебувають О.М. Вінник [22, с. 34] та Д.В. Задихайло [56, с. 22].

Інший аспект інтелектуально-вольової єдності інвестиційного права – це *єдність між національно-правовим та міжнародно-правовим рівнями регулювання*. Сучасний стан правового регулювання інвестиційної діяльності значною мірою (якщо не передусім) обумовлений глобалізацією світової економічної системи, основу якої становить взаємопроникнення окремих національних економік через створення і діяльність транснаціональних корпорацій, спільних підприємств, придбання цінних паперів іноземних емітентів, трансфер технологій тощо. За таких умов правовий простір, в межах якого відбувається регулювання інвестиційної діяльності, характеризується складною взаємодією і взаємопроникненням двох шарів (рівнів) регулювання – національно-правового та міжнародно-правового.

Аналіз спеціальної літератури з інвестиційно-правової проблематики спонукає до висновку про недостатність спроб системного осмислення сучасного стану правового регулювання інвестиційної діяльності. Залежно від галузевої спрямованості відповідних досліджень, їх автори зосереджуються або на національно-правовому, або на міжнародно-правовому рівнях регулювання. Відносно нечисленні роботи, у яких досліджуються як національно-правові, так і міжнародно-правові засоби регулювання, переслідують цим компаративістські цілі і присвячені тільки іноземним інвестиціям.

На нашу думку, особлива значущість міжнародно-правового компоненту інвестиційного права, неможливість ігнорування його при дослідженні конкретних проблем правового регулювання інвестиційної діяльності обумовлена трьома головними чинниками:

1) *глобалізація (передусім економічна) як загальний формуючий чинник сучасної правової системи*. Висловлена точка зору, що глобалізація багато у чому стирає межі між внутрішньою і зовнішньою сферами економічної діяльності, перетворюючи зовнішні фактори у внутрішні [95, с. 66–67]. І.І. Лукашук вбачає у цьому певне перебільшення. На його думку, внутрішньодержавна правова система сприймає не міжнародне право як особливу систему, а лише зміст його норм. У результаті відповідні норми міжнародного права зберігають свій статус, не зазнаючи будь-яких змін. У відповідності до них створюються норми внутрішнього права. В цьому і полягає суть процесу «інкорпорації», «включення» норм міжнародного

права в право внутрішньодержавне. Будучи «включеними» в правову систему держави, міжнародні норми діють як частина цієї системи і забезпечуються притаманним саме цій системі механізмом. Механізм дії міжнародного права для цього непридатний [103, с. 115–116].

Уявляється, що необхідно розрізняти *формальний* аспект механізму взаємодії міжнародного (у тому числі інвестиційного) та внутрішньодержавного права (тобто як «внутрішньодержавна правова система сприймає міжнародне право»), і фактичний спектр впливів міжнародного права на правове становище суб'єктів інвестиційної діяльності. В останньому контексті міжнародні детермінанти правового режиму інвестиційної діяльності з необхідністю взаємопов'язані, взаємозалежні і взаємодіючі з національними детермінантами, а їх виокремлення з сукупної реальності доречно тільки для аналітичних цілей [515, с. 15].

Так, наприклад, на перший погляд міжнародне право може регулювати тільки іноземне інвестування. Насправді, вплив міжнародно-правового регулювання виходить далеко за межі власне відносин, пов'язаних з вкладенням іноземного капіталу. По-перше, в глобальному економічному просторі межа між іноземними та національними інвестиціями стає все більш умовною: їх розмежування проводиться за формальним критерієм – державною належністю інвестора, але капітал може частково або повністю походити з приймаючої країни. По-друге, міжнародно-правові приписи, які обмежують регуляторну свободу держав щодо вжиття протекціоністських заходів, впливають на економічне і правове становище передусім не іноземних, а національних суб'єктів господарювання. По-третє, вищі стандарти захисту іноземних інвестицій, закріплені в МІУ, а також доступ до спеціальних механізмів вирішення інвестиційних спорів, означають дискримінацію вітчизняних інвесторів порівняно з іноземними (детальніше про це див. підрозділи 3.3–3.5 цієї роботи);

## *2) історичні особливості формування інвестиційного права.*

Саме науці міжнародного права належить першість у теоретичному обґрунтуванні виокремлення інвестиційного права як специфічного явища правової дійсності. «Міжнародне інвестиційне право» розглядається тут як підгалузь міжнародного економічного права. Значна кількість інвестиційно-правових понять, концепцій і підходів, які



наразі використовуються національними законодавцями (зокрема, і українським), мають міжнародно-правове походження, а в деяких аспектах (регулювання транскордонного руху інвестицій, захист іноземних інвестицій) міжнародно-правове регулювання зберігає пріоритет.

Як зазначають з цього приводу Д. Карро та П. Жюйар, в багатьох галузях формування норми внутрішнього права передує формуванню міжнародно-правової норми. Нічого подібного не відбувається в галузі інвестиційного права: навпаки, у цьому випадку формування норм міжнародного права передує формуванню норм внутрішнього права, коли мова йде, принаймні, про правила щодо ліквідації перешкод на шляху вільного руху інвестицій. Причина проста: жодна держава не піде на ліквідацію таких перешкод відносно будь-якої іншої держави або багатьох держав, якщо така акція не буде взаємною. Однак взаємність не проголошується в односторонньому порядку, вона забезпечується міжнародно-правовими засобами.

З цього впливають два наслідки. З одного боку, у цьому випадку надзвичайно велика питома вага норм міжнародного права, які носять двосторонній або багатосторонній характер. З іншого боку, якщо норми внутрішнього права дійсно зорієнтовані на усунення перешкод для вільного руху інвестицій, це зроблено швидше у розрахунку на приведення у відповідність норм національного права з існуючими міжнародними зобов'язаннями держави, ніж в інтересах власного руху інвестицій [68, с. 349];

3) *недостатність розуміння міжнародного інвестиційного права як «вірця» для національного.* Таке розуміння є типовим і може бути проілюстрованим міркуваннями І.З. Фархутдінова: «В умовах наростаючого вільного руху капіталів внутрішнє право усе більшою мірою взаємодіє з міжнародним інвестиційним правом. Останнє виступає як гарант і як загальний «правовий стандарт» для національних інвестиційних законодавств. При цьому важливо, що імплементація міжнародних інвестиційних норм в національному праві можлива лише в тих випадках, коли інвестиційне законодавство тієї чи іншої держави відповідає міжнародному інвестиційному праву [300, с. 83].

У цих міркуваннях не відображений той факт, що міжнародні дисципліни здатні виступати не тільки джерелом цивілізованих

стандартів і найкращої практики інвестиційно-правового регулювання, а й суттєвою загрозою регуляторній свободі держави, перешкодою для реалізації легітимних цілей державної політики. В умовах глобалізації світової економічної системи норми міжнародного права справляють усе глибший і не завжди конструктивний вплив на правовий господарський порядок окремо узяті країни, причому інвестиційної сфери це стосується якнайбільшою мірою. Як вказує німецький дослідник С. Шілл, міжнародне інвестиційне право є не тільки чи не найшвидше зростаючою сферою міжнародного регулювання і вирішення спорів, але й галуззю, яка стикається з суттєвими викликами і критикою з боку держав, інвесторів, громадянського суспільства, неурядових організацій і науковців-юристів [493, с. 3].

Важливість вивчення міжнародних інвестиційно-правових дисциплін для науки саме господарського права пов'язана якраз з увагою останньої до питань належного забезпечення і захисту публічних інтересів, що здійснюється передусім шляхом державного регулювання господарської (у тому числі інвестиційної) діяльності. При цьому напрацювання національної господарсько-правової науки поряд з іншими галузевими науками можуть і повинні використовуватися для удосконалення самого міжнародно-правового регулювання.

*Зовнішньою формою інвестиційного права є інвестиційне законодавство* як система нормативно-правових актів та правових норм, що регулюють відносини щодо безпосереднього здійснення інвестиційної діяльності і окремих інвестицій та їх організації.

На думку В.В. Кудрявцевої, інвестиційне законодавство має виконувати такі важливі внутрішні системні функції, як: 1) спрямування всієї системи законодавства про ринки окремих товарів, що можуть виступати інвестиціями, на задоволення саме інвестиційного попиту. Така спрямованість стосується усіх елементів організації ринку, включаючи функціонування суб'єктів ринкової інфраструктури та особливостей державного регулювання в цій сфері; 2) застосування додаткових юридичних засобів, що підсилюють, підвищують ефективність усіх правових механізмів, які забезпечують урегульованість саме інвестиційного компоненту функціонування відповідних ринків, через визначення статусу інвестора, надання йому конкретних

гарантій тощо; 3) адаптація відповідних механізмів правового регулювання відносин щодо названих ринків для застосування загальних засобів державного регулювання інвестиційної діяльності, які здійснювали б вплив саме на активізацію інвестиційних відносин, відсікаючи від них, наприклад, відносини споживчого і, тим більше, спекулятивного характеру; 4) визначення напрямків подальшого розвитку законодавства про ринки в контексті подальшого розвитку законодавства про інвестиційний ринок [90, с. 85–86].

Інвестиційне законодавство України характеризується переважно екстенсивним характером розвитку. Це обумовлюється як об'єктивними чинниками – надзвичайною різноманітністю видів та форм інвестицій та необхідністю правової регламентації нових для України інвестиційних відносин, так і суб'єктивними – значним лобістським потенціалом багатьох питань правового регулювання інвестиційної сфери, а то й недостатньою увагою законодавця до упорядкування такого регулювання. Відзначають, що стан, обсяг та структура сучасного інвестиційного законодавства України дозволяє говорити про необхідність його систематизації у *формі кодифікації* [56, с. 21; 90, с. 113–114].

Функцію кодифікаційного акта інвестиційного законодавства в Україні наразі фактично виконує доволі лаконічний Закон від 19 вересня 1991 р. «Про інвестиційну діяльність». Будучи одним з перших законів незалежної України, цей Закон відіграв величезну роль у переході від адміністративно-командних до ринкових засад господарювання. Однак його регулятивний потенціал недостатній для обслуговування завдань побудови розвиненої ринкової економіки, яка поєднувала б високу технологічність, соціальну орієнтацію та інтегрованість у глобальний контекст. У зв'язку з цим висловлена пропозиція прийняття Інвестиційного кодексу України.

Ідея прийняття Інвестиційного кодексу України має певну історію. 7 лютого 2002 р. у Верховній Раді України був зареєстрований проект такого кодексу за № 9048 [258], який, однак, парламентом не обговорювався. Власний «макет» Інвестиційного кодексу запропонував Д.В. Задихайло [56, с. 22–25]. Обґрунтуванню необхідності прийняття Інвестиційного кодексу України як засобу підвищення

ефективності правового регулювання інвестиційних відносин присвячена дисертація В.В. Кудрявцевої [90]. У квітні 2012 р. про початок роботи над новим проектом Інвестиційного кодексу України оголосило Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України [42].

На нашу думку, вразливість позиції прихильників Інвестиційного кодексу України пов'язана з автоматичним асоціюванням загальних аргументів на користь кодифікації інвестиційного законодавства України з певним шляхом такої кодифікації. Інвестиційне право як підгалузь господарського права саме по собі є комплексною правовою спільністю. Як зазначає С.С. Алексєєв, комплексній галузі (а відтак – і підгалузі – авт.) відповідає кодифікований акт, нормативні узагальнення якого не йдуть далі формулювання деяких принципів, окремих загальних понять та прийомів регулювання [4, с. 63]. Уявляється, що у випадку інвестиційного права такі узагальнення цілком може вмістити оновлений Закон «Про інвестиційну діяльність». Через надзвичайну різноманітність інвестиційних відносин інвестиційному праву об'єктивно не властива глибока інтегрованість усього нормативного матеріалу, достатня для формування повноцінної загальної частини кодексу. На нашу думку, інституційна побудова чинного Закону «Про інвестиційну діяльність» (загальні положення/визначення термінів, засади здійснення інвестиційної діяльності, державне регулювання інвестиційної діяльності, гарантії для суб'єктів інвестиційної діяльності) сама по собі є цілком адекватною – перегляду потребує конкретне змістове наповнення окремих інститутів.

З іншого боку, правове регулювання окремих видів інвестиційних відносин потребує високої спеціалізації, а відтак має здійснюватися не главами особливої частини Інвестиційного кодексу (тоді обсяг такого кодексу перевищив би розумні межі), а спеціальними законами, що регулюють відповідні види господарської діяльності. Вирішення ж вузькоспеціальних питань, що стосуються лише певних інвестиційних відносин, у кодифікованому акті є не лише недоцільним, а й може призвести до негативних наслідків. Так, Законом від 15 грудня 2005 р. ст. 4 Закону України «Про інвестиційну

діяльність» була доповнена новою частиною третьою, згідно з якою об'єктами інвестиційної діяльності не можуть бути об'єкти житлового будівництва, фінансування спорудження яких здійснюється з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, у тому числі в управлінні. Інвестування та фінансування будівництва таких об'єктів може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, недержавні пенсійні фонди, а також через випуск безпроцентних (цільових) облігацій, за якими базовим товаром виступає одиниця такої нерухомості. С. Теньков слушно зауважує: наприклад, громадянин бажає замовити будівництво для себе окремого будинку за індивідуальним проектом. Невже тепер будівельна організація повинна створювати під цей будинок окремий фонд спільного інвестування, засновувати недержавний пенсійний фонд чи випускати безпроцентні цільові облігації [282, с. 179]. На заперечуючи актуальності проблеми попередження зловживань з коштами, які інвестуються у будівництво, вважаємо, що механізм запобігання таким зловживанням має встановлюватися спеціальним законодавством. Тимчасом, кодифікований закон має зосереджуватися на питаннях, що однаковою мірою стосуються усіх (або, принаймні, переважної частини) інвестиційних відносин.

Крім того, питання про прийняття нового кодексу слід вирішувати з урахуванням складу, співвідношення та змісту існуючих кодифікованих актів. Особливістю господарського законодавства України є його кодифікованість, що виражається в наявності Господарського кодексу України. Слід погодитися з В.В. Кудрявцевою, що ГК України, хоч і містить у собі визначення окремих засад правового регулювання інвестиційних відносин (у сферах капітального будівництва, інноваційної діяльності, іноземного інвестування, концесійної діяльності та ін. – авт.), не може буди формою їх системної, цілісної та завершеної кодифікації [91, с. 83]. Разом з тим, так чи інакше, ГК заклав основи регулювання господарської (у тому числі, й інвестиційної) діяльності на засадах поєднання публічно-правових та приватно-правових інструментів. У країнах, де аналоги ГК відсутні, з огляду на очевидну недостатність приватноправового

(цивілістичного) інструментарію для виконання завдань інвестиційного розвитку ціль публічно-приватного врегулювання інвестиційних відносин має досягатися іншими шляхами, – як-от шляхом прийняття Інвестиційного кодексу, що мало місце в Республіці Білорусь. Однак в Україні прийняття Інвестиційного кодексу неминуче супроводжуватиметься дублюванням нормативного матеріалу з ГК. Аргументи ж щодо вилучення відповідних норм з ГК є неприйнятними, оскільки інвестиційні відносини пронизують усю господарську діяльність<sup>25</sup>; таке вилучення надзвичайно збіднить ГК та позбавить його внутрішньої цілісності. Можна сказати, що у вітчизняній системі кодифікованих актів відсутня ніша, яку міг би зайняти Інвестиційний кодекс.

Для підтвердження сказаного звернемося до зарубіжного досвіду регулювання інвестиційних відносин. Ступінь відособленості інвестиційного законодавства є різною в системах законодавства різних країн, втім, можна виділити *три моделі організації інвестиційно-правового регулювання*:

- *спеціальне інвестиційне законодавство відсутнє*. Ця модель характерна для ряду (не всіх) розвинених країн, які характеризуються стабільним функціонуванням ринкових інститутів та усталеними традиціями охорони та захисту прав та законних інтересів учасників правовідносин, що забезпечує і привабливий (як правило, ліберальний) інвестиційний клімат (як-от США, Австрія, Великобританія, Німеччина, Франція, Італія, Іспанія, Швейцарія). Як вказує І.З. Фархутдінов, у країнах з розвинутою ринковою економікою правове регулювання інвестиційних відносин із застосуванням нормативних актів, що стосуються безпосередньо регулювання усіх

---

<sup>25</sup> На цю обставину звертали увагу члени Робочої групи з торгівлі та інвестицій СОТ при обговоренні проекту майбутньої Багатосторонньої інвестиційної угоди: «...інвестиція є горизонтальною концепцією загального застосування до практично усіх видів господарської діяльності, як це і відображено в угодах СОТ, що вже так чи інакше регулюють окремі її елементи. Обговорюючи сферу дії будь-якої майбутньої угоди, у тому числі її дефініції, потрібно уникнути надто штучного «дроблення» видів діяльності, а також забезпечити узгодженість між цими угодами» (п. 6) [350].

товарно-грошових відносин, не привело до виділення з системи правового регулювання економічних відносин особливого, інвестиційного права. Але це не означає, що в економічно розвинених країнах відсутні інвестиційні відносини і правові норми, що регулюють ці відносини [300, с. 61]. Прикладами законів загальної дії, які містять окремі норми, присвячені інвестиціям, є: Монетарний і фінансовий кодекс Франції [442], Кодекс федеральних регулювань США [534];

- наявне спеціальне законодавство лише щодо іноземних інвестицій. Цю модель використовує велика кількість країн, що перебувають на різних щаблях економічного розвитку: розвинені країни (Австралія, Канада, Нова Зеландія, Японія); країни з перехідною економікою (Болгарія, Польща, Словаччина, Чехія, Угорщина), країни, що розвиваються, у тому числі так звані нові індустріальні країни (Мексика, Туреччина) [428, с. 131–134].

Спеціальне законодавство про іноземні інвестиції може бути організоване у вигляді так званих «інвестиційних кодексів». Такі кодекси характерні для країн, що розвиваються (країни Африки, Південно-Східної Азії та Латинської Америки). «Перша хвиля» прийняття інвестиційних кодексів була пов'язана зі звільненням цих країн з-під колоніальної залежності, що породило проблему врегулювання відносин між новими національними урядами та капіталовласниками з колишніх метрополій. Відтак ці кодекси конструюють правові режими саме іноземних інвестицій, передусім – режими оподаткування [29, с. 14–20]. Така практика не може бути запозичена Україною, оскільки наша держава з прийняттям Закону від 17 лютого 2000 р. «Про усунення дискримінації суб'єктів господарювання, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» [247] однозначно відмовилася від надавання спеціальних податкових режимів за ознакою походження капіталу;

- наявні кодифікаційні акти інвестиційного законодавства, аналогічні вітчизняному Закону «Про інвестиційну діяльність», які формально стосуються будь-яких інвестиційних відносин за участю будь-яких суб'єктів. Ця модель зустрічається виключно в країнах СНД і, з очевидністю, походить від вже згадуваних Основ законодавства про інвестиційну діяльність в СРСР від 16 грудня 1990 р.

(наприклад, Грузія – Закон від 12 листопада 1996 р. «Про сприяння і гарантії інвестиційної діяльності» [124], Казахстан – Закон від 8 січня 2003 р. «Про інвестиції» [128], Молдова – Закон від 18 березня 2004 р. «Про інвестиції у підприємницьку діяльність» [127]).

На пострадянському просторі вирізняється Республіка Білорусь, де 22 липня 2001 р. був прийнятий Інвестиційний кодекс (діє в редакції від 18 липня 2006 р.) [62]. Він подібний не до інвестиційних кодексів країн, що розвиваються, а до інвестиційних законів решти країн СНД. До його загальної частини віднесені положення про основні поняття, що застосовуються в сфері інвестиційної діяльності, державне регулювання інвестиційної діяльності, гарантії прав інвесторів та захист інвестицій; до особливої частини – про спеціальні режими інвестиційної діяльності та про режим іноземного інвестування. Цей кодекс так само не претендує на врегулювання усього масиву інвестиційних відносин, оскільки не регулює питання здійснення фінансових інвестицій.

Чи не є проведений стислий огляд зарубіжного досвіду свідченням недоцільності кодифікації інвестиційного законодавства загалом? Думається, що ні, адже Закон України «Про інвестиційну діяльність» давно посів своє місце у структурі законодавства і правосвідомості, відмова від цього закону викличе може бути сприйнята громадськістю як погіршення правових умов інвестиційної діяльності. У будь-якому разі, усе більша кількість країн віддає перевагу більшій прозорості правового режиму інвестиційної діяльності; відповідно, кількість національних правових систем з добре організованим і легко доступним інвестиційним законодавством зростає з плином часу [515, с. 73]. Втім, це не є аргументом саме на користь прийняття Інвестиційного кодексу України.

Уточнення місця інвестиційного права в системі права України, виявлення його характерних рис сприятиме структуруванню і поглибленню спеціалізації подальших наукових досліджень інвестиційних відносин, зміцнить їх методологічну основу, що, у свою чергу, позитивно впливатиме на якість регулювання цих відносин законодавством.



## РОЗДІЛ II РЕГУЛЮВАННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

### 2.1. Поняття та економіко-правові підстави державного регулювання інвестиційної діяльності. Державна інвестиційна політика та її моделі

Одним з ключових понять, що характеризує економічну сферу життя суспільства, є поняття «організація». Організація господарської діяльності – це система заходів, спрямованих на раціональне поєднання в часі в просторі всіх елементів господарської системи відповідного рівня: економіки країни, господарської системи певного регіону, організаційно оформленої групи суб'єктів господарювання і навіть господарської організації низової ланки економіки [25, с. 5–6]. Формою організації господарської діяльності є її *регулювання* органами господарського керівництва [84, с. 39–40].

Регулювання господарської, у тому числі інвестиційної діяльності, аж ніяк не вичерпується державним регулюванням. Характерною рисою розвиненої ринкової економіки є активне творення правил господарювання самими суб'єктами останнього (саморегулювання господарської діяльності, яке виходить далеко за рамки традиційного договірної регулювання). При цьому відбувається інтенсивне взаємопроникнення державного регулювання і саморегулювання, проявами якого є: узаконене делегування функцій державного регулювання саморегулювальним організаціям, затвердження уповноваженими державними органами примірних договорів, установчих документів і навіть кодексів корпоративної поведінки (як-от Принципи корпоративного управління, затвержені рішенням Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 11 грудня 2003 р. № 571 [208]), поширення формулярного права тощо. Слід мати на увазі також те, що державне регулювання та саморегулювання в рамках економічної і політичної системи окремо узяті країни разом складають *національно-правовий рівень* регулювання, який тісно взаємодіє з *міжнародно-правовим рівнем*.

Разом з тим, не можна не визнавати того, що держава в особі її органів є хоч і не єдиним в ринкових умовах господарювання, але найбільш впливовим суб'єктом регулюючого впливу в сфері господарської, у тому числі інвестиційної діяльності. Так, зокрема, О.М. Вінник вказує, що «соціальна орієнтація ринку – це комплексне завдання, провідна роль в реалізації якого належить державі: лише вона володіє необхідними для цього важелями і відповідно – методами публічно-правового регулювання, що забезпечують досить значний рівень збалансованого врахування приватних інтересів (як рушійної сфери підприємництва – основи ринкової економіки) і публічних інтересів, що забезпечують нейтралізацію негативних рис/ проявів ринкових відносин, запобігання зловживанню підприємцями своїми можливостями, свободами, інтересами» [24, с. 39].

Проблема впливу держави на зміст і форми економічних ринкових відносин та його адекватного правового забезпечення була і залишається центральною не тільки для господарсько-правової науки, а й тією чи іншою мірою для всієї юридичної науки як такої [53, с. 149]. Проблематиці державного регулювання господарської діяльності, його оптимального співвідношення з ринковою саморегуляцією присвячена значна кількість наукових публікацій і дисертацій [173, с. 61–102], висновки яких складають теоретичне підґрунтя для дослідження спеціальних питань державного регулювання інвестиційної діяльності.

Поняття державного регулювання господарської діяльності не отримало однозначного визначення в господарсько-правовій літературі. На думку В.С. Щербини, державне регулювання господарської діяльності – це здійснення державою в особі її компетентних органів комплексу економіко-правових та організаційних (управлінських) заходів щодо упорядкування діяльності господарських організацій та фізичних осіб-підприємців з метою реалізації економічної політики, виконання цільових економічних та інших програм і програм економічного і соціального розвитку шляхом застосування різноманітних засобів і механізмів такого регулювання [274, с. 6].

І.М. Кравець визначає регулювання господарської діяльності як встановлення уповноваженими органами господарського керівництва умов здійснення цієї діяльності суб'єктами господарювання

всіх форм власності з метою гарантування свободи підприємництва, обмеження монополізму з захисту економічної конкуренції, з одночасним здійсненням контролю за дотриманням встановлених правил, норм і застосування відповідальності за їх порушення, відмежовуючи його [регулювання] від управління господарською діяльністю як реалізації необхідних заходів на підставі права власності на майно або делегованих повноважень [84, с. 39–40].

Н.С. Саніахметова вказує, що регулювання економіки є інструментом, що використовується державою для впливу на діяльність в сфері економіки, але це не єдиний інструмент, що використовується з такою метою. Регулювання – це форма державного впливу на економіку, при порушенні встановлених законодавством вимог якої може бути застосована відповідальність. Воно в цілому спрямоване на певне звуження можливостей вибору того чи іншого варіанта поведінки. На думку авторки, важливою характеристикою регулювання економіки на відміну від інших елементів державного впливу на неї слід вважати те, що воно здійснюється шляхом застосування норм, які підтримуються реалізацією санкцій. Державне регулювання економіки не ґрунтується на економічних стимулах для досягнення його мети. Інші інструменти державного впливу на економіку (оподаткування, субсидювання) спрямовані на зміни у діяльності суб'єктів шляхом застосування економічних стимулів або використання інших прийомів (наприклад, поширення державними органами інформації, що впливає на поведінку в сфері економіки)<sup>26</sup> [267, с. 10–11].

Погоджуємося з В.С. Щербіною, що подібне протиставлення державного впливу на економіку і державного регулювання економіки є некоректним, оскільки державне регулювання – це, по суті, механізм державного впливу на економіку, що здійснюється у різних формах (у тому числі планування і прогнозування, оподаткування

---

<sup>26</sup> Тут авторка, очевидно, розвиває точку зору теоретика права Ю.А. Тихомирова, на думку якого державне регулювання називається одним з напрямів державного впливу на розвиток економічних процесів у сучасний період нарівні із плануванням (програмуванням) організаційної діяльності, стимулюванням і контролем, державним моніторингом, державним протекціонізмом (підтримкою приватного підприємництва), правовою організацією державного сектора ринкової економіки [284, с. 7].

тощо), різними методами, шляхом застосування різноманітних засобів (інструментів) [3, с. 48]. Ці засоби (інструменти) тісно взаємодіють: зокрема, надання економічних, у тому числі інвестиційних стимулів може бути поставлене у залежність від виконання суб'єктом господарювання певних умов, які являють собою обмеження господарської діяльності; надання пільг як виду стимулів може супроводжуватися санкціями за нецільове використання заощаджених коштів.

Сама конструкція виразу «державне регулювання господарської діяльності» вказує на те, що об'єктом такого регулювання як цілеспрямованого владного впливу уповноважених державних органів є господарська діяльність. У свою чергу, об'єктом державного регулювання інвестиційної діяльності є інвестиційна діяльність як вид господарської діяльності.

Раніше нами було з'ясовано, що інвестиційну діяльність можливо і доцільно розглядати у двох значеннях: *широкому* – як комплекс різноманітних дій, що здійснюються на різних стадіях інвестиційного процесу, та *вузькому* – як сукупність (систему) операцій, пов'язаних з рухом капіталу. Державне регулювання інвестиційної діяльності так само можна розглядати у широкому і вузькому розумінні. Згідно з широким підходом державне регулювання інвестиційної діяльності включатиме встановлення уповноваженими державними органами умов і правил, які прямо або опосередковано стосуються усіх стадій та аспектів інвестиційної діяльності. З очевидністю, у такому разі дуже складно провести межу між державним регулюванням інвестиційної діяльності та державним регулюванням господарської/підприємницької діяльності загалом.

Згідно з вузьким підходом державне регулювання інвестиційної діяльності включатиме лише ті засоби, які регулюють умови та процес руху капіталу від інвестора до реципієнта інвестицій та правовий режим цього капіталу як цінностей, що визнаються інвестиціями. Основними сегментами такого регулювання виступатимуть:

- допуск капіталу, в тому числі іноземного, у певні галузі та сфери економіки;
- процедури інвестування;
- правовий режим інвестицій як майнових цінностей;

- гарантії прав та законних інтересів суб'єктів інвестиційної діяльності.

Виділення широкого і вузького значення поняття державного регулювання інвестиційної діяльності уявляється необхідним з наступних міркувань. Широке значення відображає реальну картину регуляторного впливу держави на інвестиційні відносини як об'єктивно існуючі економічні відносини. Вузьке значення слугує аналітичним цілям, дозволяючи сконцентрувати увагу дослідника інвестиційно-правової проблематики або розробника політики, у тому числі законодавця, на ключовому сегменті зазначеного регуляторного впливу. На нашу думку, необхідний фокус відсутній у переліку засобів регулювання умов інвестиційної діяльності, встановленому в ч. 3 ст. 12 Закону «Про інвестиційну діяльність», який мало чим відрізняється від переліку засобів державного регулювання господарської діяльності загалом, наведеного в ч. 2 ст. 12 ГК України.

Світовий досвід підтверджує, що державне регулювання при-  
таманне не лише централізованій, а й ринковій економіці [274, с. 4].  
Більше того, як зазначає В.К. Мамутов, глобальною тенденцією є  
підвищення ролі державного регулювання економіки, що отримало  
вираження в посиленні публічних засад у правовому регулюванні  
господарської діяльності в нових кодифікаційних актах, прийнятих  
у ряді країн на стику століть, а також у ряді регуляторних актів,  
прийнятих у зв'язку зі світовою фінансовою кризою 2008–2009 ро-  
ків [107, с. 5]. У зарубіжній юридичній літературі для позначення  
зміни ролі держави в економічній сфері у посткризовий період про-  
понується термін «нова регуляторна ера» [465, с. 559]. Державне  
регулювання саме інвестиційної діяльності займає у цьому контек-  
сті особливе місце, оскільки світова фінансова криза являла собою  
передусім кризу ринків капіталів.

### **Провали ринку як підстави державного регулювання ін- вестиційної діяльності**

Традиційно публічно-правовим підґрунтям безпосереднього  
впливу держави на економічні процеси вважають так звані «провали  
ринку», тобто необхідність втручання держави пояснюється дис-  
порціями і дисфункціями, що виникають у процесі самостійного

функціонування ринкового економічного механізму [54, с. 19]. «Провали ринку» є концепцією економічної теорії, яка вказує на те, що розподіл товарів і послуг вільним ринком не є ефективним [437, с. 11], і має важливе методологічне значення для дослідження об'єктивних підстав державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної діяльності.

Тимчасом як у різних джерелах спеціальної літератури конкретний перелік провалів ринку різниться, вважаємо, що в проблемному контексті державного регулювання інвестиційної діяльності найбільше значення мають такі їх типи: ринкова влада; екстерналії; публічні блага; асиметрична інформація; моральний ризик; транзакційні витрати. Здійснимо короткий огляд зазначених провалів ринку та їх основних регуляторних імплікацій.

**Ринковою владою** є здатність одного економічного агента (або невеликої групи агентів) справляти суттєвий вплив на ціни або інші ринкові умови, у яких він діє [437, с. 12] (видом ринкової влади є монопольна влада). Загальновизнано, що вільна, нічим не обмежувана дія ринкових сил з часом неминуче призводить до концентрації ринкової влади. Встановленню ринкової влади можуть сприяти і дії держави, як-от видача патентів та визнання інших видів монопольних прав. Спектр пропозицій щодо обмеження ринкової влади засобами державного регулювання є доволі широким, від активного впровадження конкурентного законодавства і до фінансування науково-дослідної і дослідно-конструкторської діяльності з метою заміни патентного підходу до інтелектуальної власності іншими механізмами [392, с. 8].

Слід звернути увагу також на те, що умовою виникнення і збереження монопольної влади є обмеження доступу на ринок нових суб'єктів господарювання. Тимчасом, встановлення обмежень допуску інвестицій (зокрема, іноземних інвестицій у формі створення підприємства або участі у ньому) є традиційним засобом державного регулювання інвестиційної діяльності у багатьох країнах.

Проблемі правової регламентації економічної (ринкової) влади значну увагу приділяє Д.В. Задихайло, на думку якого дефінітивно-кваліфікуючого значення повинні набути, через їх інкорпорацію до чинного законодавства, наступні поняття: приватна і публічна

економічна влада; критерії концентрації економічної влади; розподіл економічної влади; оптимізація розподілу економічної влади в економічній системі суспільства; кваліфікаційні ознаки зрощування політичної, економічної та інформаційної влади; кваліфікуючі ознаки транснаціональної корпорації тощо [52, с. 148].

*Зовнішніми ефектами (екстерналіями)* в економічній науці називають вплив будь-якої діяльності або угоди на третю сторону, яка не бере участі у даній діяльності або угоді. Цей вплив не враховується повною мірою в ринкових цінах, оскільки створює зовнішні ефекти одна сторона, а витрати (вигоди) несе інша сторона [130, с. 260]. Такий вплив може бути негативним або позитивним. Негативні екстерналії, створювані одним економічним агентом (або їх групою), спричиняють витрати для багатьох інших, які є вищими, ніж витрати одного (забруднення довкілля, вичерпання природних ресурсів в результаті все більшого залучення їх в господарський обіг, диспропорції у виробництві та ін.). У випадку позитивних екстерналій приватні витрати вищі, ніж колективні. Суб'єкти господарювання схильні до здійснення видів діяльності, які генерують негативні екстерналії, і неохоче інвестують у галузі/сфери, що характеризуються позитивними екстерналіями (як-от базові сировинні галузі або здійснення фундаментальних наукових досліджень). За наявності як позитивних, так і негативних екстерналій ринки функціонуватимуть ефективніше за умови здійснення державного регулювання.

Стандартною відповіддю економістів на цей провал ринку є заклик «інтерналізувати екстерналії»: наприклад, знайти спосіб покласти на суб'єктів господарювання усі витрати, які нестиме суспільство внаслідок їхньої діяльності. Відомі успішні приклади інтерналізації екстерналій засобами державного регулювання, як-от: створення ринків квот на викиди парникових газів. Разом з тим, інтерналізація екстерналій може бути ускладнена багатьма чинниками: суб'єкти, які створюють негативні екстерналії для суспільства, часто залишаються безкарними, оскільки володіють політичною та економічною владою; визначення точного розміру вигод і витрат складне, може бути дорогим і, знову ж таки, ускладненим конфліктом інтересів; малоймовірною є можливість створення та підтримання регуляторних систем інтерналізації екстерналій для кожного ринку [392, с. 4–6].

З іншого боку, необхідність здійснення державного регулювання може обґрунтовуватися саме позитивними екстерналіями. Так, один з суттєвих теоретичних аргументів на користь державної підтримки іноземного інвестування пов'язаний з поширенням технологій та інших спеціальних знань внаслідок здійснення інвестицій транснаціональними корпораціями. Разом з тим, надання інвестиційних стимулів виключно іноземним фірмам зазвичай не є ефективним шляхом підвищення національного добробуту через те, що запозичення іноземних технологій і навичок місцевою індустрією не є автоматичним наслідком іноземного інвестування. Потенційні позитивні екстерналії реалізуються тільки тоді, коли вітчизняні фірми мають можливість і мотивацію інвестувати у впровадження іноземних технологій і навичок. Таким чином, для виправдання державної підтримки іноземного інвестування необхідно водночас підтримувати інвестування вітчизняними фірмами [340, с. 19].

Варто також відзначити, що в ряді випадків проблема екстерналій може бути успішно вирішена самими суб'єктами ринку без втручання держави. Якщо, наприклад, науково-дослідна діяльність одного суб'єкта господарювання позитивно впливає на інших суб'єктів у тій самій галузі, ці суб'єкти можуть об'єднати свої ресурси і розпочати спільний інвестиційний (інноваційний) проект. Кожен суб'єкт нестиме частину видатків і отримувати частину прибутків, пов'язаних з реалізацією проекту. З точки зору держави створення сприятливих умов для самостійної інтерналізації екстерналій самими суб'єктами господарювання, що їх створюють, як правило, є кращою альтернативою безпосередньому втручанням.

**Публічним благом** є таке благо (товар), використання якого одним суб'єктом не зменшує можливостей його використання іншими суб'єктами і при цьому неможливо перешкодити будь-кому отримувати вигоди від цього блага. Класичними прикладами публічних благ є національна безпека, публічні шляхи сполучення, система загальної освіти та медичної допомоги, судова система тощо. Оскільки відмовити будь-кому в отриманні вигод від публічних благ неможливо, їх зазвичай не можна купити і продати на ринку. Навіть якщо окремі суб'єкти погодилися б платити за ці блага, якби це було необхідним, вони не мають стимулів платити, оскільки їх



не можна виключити з-під дії блага, що породжує так звану проблему безбілетника. Термін «безбілетник» (*free rider*) використовується в економічному аналізі для позначення суб'єкта, який отримує вигоди від зусиль, що вживаються іншою стороною, не сплачуючи за них [392, с. 2–3].

Проблема безбілетника обумовлює недоінвестування виробництва публічних благ (це можна розглядати і як проблему позитивних екстерналій). У зв'язку з цим тягар забезпечення суспільства публічними благами лягає передусім на державу в особі державних господарюючих і негосподарюючих суб'єктів, діяльність яких, однак, часто буває недостатньо ефективною. Більш ефективними зазвичай є пов'язані з участю недержавних суб'єктів господарювання засоби уникнення або трансформування проблем публічних благ, зокрема, з використанням механізмів державно-приватного партнерства.

**Асиметричність інформації** означає, що один суб'єкт ринку володіє більшим обсягом інформації щодо певного предмету, аніж інший. В умовах асиметрії інформації ринки можуть функціонувати неефективно, навіть коли існують передумови для взаємовигідних обмінів. Вперше (у 1970 р.) увагу на труднощі, що виникають на ринку у зв'язку з асиметрією інформації на переддоговірній стадії, звернув увагу Дж. Акерлоф, лауреат Нобелівської премії з економіки (2001 р.) «за аналіз ринків з несиметричною інформацією». Він розглянув негативний вплив асиметрії інформації на ринковий обмін на прикладі ринку автомобілів, що були у вжитку. На цьому ринку продаються хороші автомобілі, які на американському жаргоні називаються «сливи», та погані автомобілі («лимони»). Продавці володіють більшою інформацією про якість автомобілів, аніж покупці. Однак, оскільки покупці не можуть провести різницю між «сливами» і «лимонами», то і хороші, і погані автомобілі продаються за однією (середньою) ціною. Дж. Акерлоф стверджує, що у цій ситуації на ринку залишаться переважно лимони, а хороші автомобілі, можливо, взагалі не пропонуватимуться для продажу [2, с. 92]. Аналогічно, на фондовому ринку торгівля може не відбуватися через асиметричність інформації. Виявляючи своє бажання продати цінний папір за ціною  $x$ , інформований продавець показує, що насправді він коштує менше, ніж  $x$ ; покупці, знаючи, що продавець продасть, тільки якщо вони перепалять, відмовляються брати участь у торгівлі [516, с. 13].

Асиметричність інформації властива багатьом формам здійснення інвестиційної діяльності, причому дефіцит інформації часто виникає на боці ключового суб'єкта цієї діяльності – інвестора. Не дивно, що в інвестиційному праві велике значення має забезпечення права інвестора на отримання суттєвої інформації про об'єкти та результати інвестування, необхідної для прийняття оптимальних інвестиційних рішень. Традиційно в юридичній літературі, законодавстві та міжнародно-правових актах основну увагу приділяють режиму розкриття інформації на ринках цінних паперів (забезпеченню прозорості цих ринків). Це пояснюється економічною сутністю цінного паперу, який, з одного боку, є представником реально функціонуючого в економіці, або дійсного, капіталу, з іншого – капіталом сам по собі, але капіталом фіктивним. Вказана обставина обумовлює: визначальну роль інформації про емітента цінних паперів, його фінансово-господарське становище, ризики у діяльності тощо для прийняття адекватного інвестиційного рішення.

З метою визначення мінімуму інформації, необхідної для розкриття, у багатьох країнах застосовується концепція *важливості (суттєвості) інформації*. Ця концепція відображена, зокрема, у Рекомендаціях з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України [235] (розділ 2) та Принципах корпоративного управління України (розділ 4). Суттєвою вважається інформація, ненадання або недостовірне надання якої може впливати на господарські рішення, які приймаються користувачами такої інформації [472]. Прийнятою у світі є точка зору, що загальних кількісних стандартів суттєвості, які були б сформульовані з урахуванням усіх обставин, що можуть виникнути у господарській діяльності підприємств, не може існувати. Враховуючи це, рекомендується розкривати будь-яку інформацію, яка з точки зору емітента може вплинути на прийняття інвестиційних рішень, тобто є суттєвою [235].

Оскільки прозорим або, навпаки, непрозорим може бути будь-який інвестиційний ринок, проблему реалізації інвесторами зазначеного права не можна обмежувати лише ринком цінних паперів. На нашу думку, норми, спрямовані на забезпечення права інвестора на отримання суттєвої інформації щодо об'єкта інвестування повинні міститися в усіх законах, які регулюють залучення інвестицій

в умовах конкуренції потенційних інвесторів (наприклад, в рамках державно-приватного партнерства), оскільки за таких умов існує висока ймовірність порушення зазначеного права інвесторів з боку суб'єкта, який організує залучення інвестицій<sup>27</sup>.

Тимчасом як державне регулювання повинне зменшувати асиметричність інформації та (особливо) унеможливити зловживання нею, воно не здатне і не повинне повністю усувати явище асиметричності інформації. Інформація має вартість, тобто, може виступати товаром, який користується попитом. Суб'єкти ринку можуть безпосередньо інвестувати у придбання інформації або наймати агентів, які є більш поінформованими, аніж вони самі. Асиметричність інформації є об'єктивною передумовою здійснення професійної інвестиційної діяльності.

Поняття *морального ризику* виникло у страховій справі і відобразило той факт, що страхування може підвищувати ймовірність нещасного випадку, оскільки у застрахованої особи знижуються стимули до вжиття запобіжних заходів. В економічній теорії, яка запозичила це поняття зі страхової справи, воно застосовується у тих випадках, коли одна сторона угоди має стимули до здійснення дій, що можуть завдати шкоди інтересам іншої сторони, однак сама особа, яка завдає шкоду, не несе пов'язаних з цим витрат [130, с. 262]. Лауреат Нобелівської премії з економіки П. Кругман описав моральний ризик як «будь-яку ситуацію, у якій одна особа приймає рішення про те, скільки ризику прийняти, тимчасом як хтось інший нестиме витрати, якщо справи підуть погано» [444]. Моральний ризик є особливим випадком асиметрії інформації. Зокрема, він може виникнути, якщо сторона, ізольована від ризику, володіє більшою інформацією про свої дії і наміри, ніж сторона, яка платить за негативні наслідки ризику.

---

<sup>27</sup> Поодинокі норми такої спрямованості вже закріплювалися в законодавстві України. Так, відповідно до ст. 20 Закону України від 6 березня 1992 р. «Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію)», невиконання вимог щодо змісту інформації, передбаченої статтею 15 цього Закону, та терміну її опублікування може бути підставою для припинення або визнання недійсними угод, укладених на аукціоні, конкурсі [236].

Основними шляхами вирішення проблеми морального ризику засобами державного регулювання є структурування стимулів з урахуванням поведінки, яка ними провокується, та моніторинг поведінки адресатів стимулів на предмет можливих зловживань. Однак державне регулювання само може створювати моральний ризик. Так, вкладники та інші кредитори фінансових установ, знаючи про існування компенсаційних схем, можливість отримання цими установами рефінансування з боку уряду, центрального банку тощо, а також розраховуючи на те, що відповідні фінансові установи є «надто великими, щоб зазнати краху»<sup>28</sup>, не виявлятимуть достатньої обачності, а самі ці установи, у свою чергу, прийматимуть вищі ризики, аніж приймали б за інших умов.

Через призму морального ризику розглядаються також гарантії для іноземних інвесторів, встановлені у міжнародних інвестиційних угодах. Практично, такі гарантії виступають формою страхування інвесторів від шкоди, спричиненої майбутньою поведінкою держави. Це створює моральний ризик – інвестори можуть започатковувати проекти без адекватної оцінки створюваних цими проектами екстерналій, а також супутній ризик того, що майбутнім урядам доведеться відшкодовувати ці екстерналії, коли вони почнуть кристалізуватися [341].

**Трансакційні витрати** суб'єкта господарювання включають в себе витрати, пов'язані з отриманням необхідної інформації про стан ринкової кон'юнктури, пошуком контрагентів, укладенням угод, захистом прав власності [54, с. 27]. Поняття трансакційних витрат було обґрунтоване неінституціоналістом, нобелівським лауреатом Р. Коузом у статті «Проблеми соціальних витрат» (1960 р.) [83, с. 92–149]. Р. Коуз стверджував, що за нульових трансакційних витрат розподіл юридичних прав не впливає на ефективність розміщення ресурсів і структуру виробництва, оскільки сторона, яка

---

<sup>28</sup> «Надто великі, щоб зазнати краху» (*too big to fail*) – неформальний термін у сфері регулювання та публічної політики, передусім у США, який означає, що певні фінансові установи є настільки великими і взаємопов'язаними, що їхній провал буде руйнівним для економіки, відтак уряд зобов'язаний підтримувати їх у випадку труднощів [532].

цінує право вище, завжди може купити це право у сторони, яка цінує його нижче, якщо первісно це право їй не належало. Однак у реальному світі з ненульовими трансакційними витратами первісний розподіл прав має значення, оскільки високі трансакційні витрати можуть перешкодити тій стороні, яка цінує право вище, викупити його у тієї сторони, яка цінує право нижче.

Нормативна версія теореми Коуза вказує, як слід чинити суду, що вирішує спори в умовах високих трансакційних витрат, які заважають досягненню приватних домовленостей (а також суб'єктам державного регулювання при прийнятті регуляторних рішень – авт.). В умовах позитивних трансакційних витрат ефективність кінцевого розподілу ресурсів не є незалежною від вибору правової норми, тому перевагу слід віддати такому первісному розподілу прав, який мінімізує вплив трансакційних витрат [130, с. 40–41].

Слід відзначити, що Р. Коуз вважав помилковим підхід до державного втручання як єдиного способу вирішення проблем, що виникають на ринку. Ринок, фірма і держава розглядаються ним як альтернативні форми організації економіки, вибір між якими повинен здійснюватися залежно від їхніх порівнянних можливостей економити трансакційні витрати [83, с. 109–112].

Крім перерозподілу трансакційних витрат, важливим завданням законодавця є зниження їхнього сукупного рівня, що далеко не завжди має місце при прийнятті нових нормативно-правових актів. Так, наприклад, І.М. Кучеренко вказувала, що прийняття Закону України «Про фінансово-кредитні механізми і управління майном при будівництві житла та операціях з нерухомістю» не тільки не гарантувало набуття права власності на житло інвесторами – учасниками фондів фінансування будівництва, а навпаки – зробило будівництво більш дорогим, оскільки прибуток від цього отримує вже не тільки забудовник, якій раніше міг напряму укладати інвестиційні договори, але й управитель фонду, а також страхові компанії, які страхують певні ризики [98, с. 106].

Поряд з загальними провалами ринку можна виділити низку специфічних саме для інвестиційної сфери «провалів ринку капіталів», що можуть викликати недоінвестування певних галузей або сфер економіки, як-от: часова перевага, уподобання ліквідності,

короткозорість інвесторів, домашнє упередження (зазначені чинники розглядалися у цій роботі раніше).

Разом з тим, не можна вважати, що об'єктивні підстави державного регулювання господарської/інвестиційної діяльності вичерпуються необхідністю виправлення провалів ринку. Слід звернути особливу увагу на те, що вихідною для розуміння провалів ринку є інша економічна концепція – *ефективність* або *оптимальність* (у різних джерелах ці слова позначають одне і те саме поняття). Оптимальний стан економічної системи означає такий розподіл ресурсів, коли будь-який їх перерозподіл призведе до чистих втрат сукупного багатства. Найбільш поширеним у сучасному економічному аналізі права є використання *критерію ефективності Парето*, згідно з яким рішення суду (або закон) слід визнати ефективним, якщо поліпшення стану хоча б одного члена суспільства не призводить до погіршення стану жодного з решти його членів. На думку М.І. Одінцової, цей критерій виявляється малоприматним для вирішення практичних завдань. У реальному світі вкрай складно знайти будь-яку угоду або політичний крок, які відповідали б критерію покращення за Парето, оскільки будь-яка угода або зміна законодавства обов'язково викличе у кого-небудь негативну реакцію [130, с. 10]. Нобелівський лауреат Дж. Стігліц з цього приводу вказує, що згідно з наївним поглядом, покращення за Парето є одномоментною, статичною зміною політики. Насправді, це частина послідовної політики, і хоч реформа може бути сприятливою для усіх груп на ранніх стадіях процесу, вона може підривати інтереси однієї або кількох груп на більш пізніх стадіях. Ці потерпілі групи часто є достатньо далекоглядними, щоб передбачити погіршення свого становища в майбутньому, а відтак чинять перешкоди нібито покращенню за Парето [516, с. 8]. Похідним від критерію ефективності Парето є критерій Калдора-Хікса, відповідно до якого стану А слід віддати перевагу порівняно зі станом В, якщо ті, хто отримує вигоду від переходу до стану А, можуть компенсувати втрати тих, хто їх поніс у зв'язку з цим переходом, і все одно залишитися у вигапі [130, с. 11]. При цьому береться до уваги загальний добробут, а не вигоди кожної окремої особи.

Власне критерії ефективності (оптимальності) вказують на світоглядну і методологічну обмеженість концепції ефективності.

Економіка у стані фінансового колапсу може відповідати спрощеному визначенню оптимальності, яке вимагає лише розподілу активів на користь тих, хто цінує їх найбільше. Існує цілий ряд цільових орієнтирів, які знаходяться поза межами концепції ефективності, як-от: запобігання економічним кризам, прискорений (форсований) розвиток певних галузей промисловості, забезпечення сталого розвитку тощо. Крім того, повсякденне вживання терміну «провали ринку» може стосуватися нездатності ринку продукувати деякі бажані якості, *відмінні від ефективності*. Наприклад, «провалом ринку» інколи називають значну несправедливість у розподілі суспільних благ, однак якщо ця ситуація не буде неефективною за Парето, вона не вважатиметься і провалом ринку згідно з домінуючою економічною теорією. Тобто, насправді досягнення справедливості, хоч, безсумнівно, і є однією з основних цілей державного регулювання, взагалі не пов'язане з темою виправлення провалів ринку.

Щодо поняття справедливості в контексті державного регулювання, то привертає увагу розуміння поняття регулювання, що склалося у французькій правовій доктрині: організація відносин між особами з нерівними можливостями для того, щоб за підтримки права ці відносини могли встановитися іншим, *справедливішим* чином [386, с. 95]. За словами французької авторки М. Фрізо-Роше, «це справді регулювання в його класичному розумінні, яке полягає в організації відносин між різними силами без намагання усунути первісну причину нерівності носіїв інтересів. Насправді, якби дисбаланси між силами були усунуті повністю, ми повернулися б до режиму одноголосного прийняття рішень, що не є прийнятним, оскільки система більше не була б ефективною і жодного рішення не можна було б прийняти [386, с. 95–96].

В економічному аналізі права справедливість та ефективність зазвичай розглядаються як протилежні поняття. Ефективність і справедливість, звісно, не завжди конфліктують одне з одним. Однак ефективне правове рішення може і не бути справедливим, а справедливе рішення може бути неефективним. Наприклад, скасування Законом України від 25 березня 2005 р. «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005 р.» та деяких інших законодавчих актів України» [184] пільг, що надавалися

в рамках спеціальних режимів інвестиційної діяльності у спеціальних економічних зонах (СЕЗ) та територіях пріоритетного розвитку (ТПР), було економічно ефективним, але несправедливим з точки зору інтересів конкретних інвесторів, яким відповідними законами про СЕЗ та ТПР гарантувалася незмінність спеціальних режимів протягом встановлених у цих законах тривалих строків. У корпоративному праві широко представлені механізми, що характеризуються домінуванням міркувань як ефективності, так і справедливості. Так, механізми захисту прав міноритарних акціонерів засновані передусім на міркуваннях справедливості, а механізм витіснення міноритарних акціонерів (наразі не закріплений в законодавстві України), сутність якого полягає у законодавчо встановленому праві особи, що отримала контроль над акціонерним товариством, примусово викупити акції в акціонерів, що залишилися в меншості [72, с. 322], – ефективності.

Як вказує М.І. Одінцова, сучасна правова система у спрощеному вигляді може бути представлена як така, що складається з двох великих «відділів». Один з них відповідає за ефективність, сюди належить, наприклад, право, що регулює обмін товарами і надання послуг. Інший «відділ», до якого належить податкове право і соціальне право, відповідає за розподільчу справедливість [130, с. 19]. З очевидністю, цей поділ, як і більшість дихотомічних поділів, страждає на значний ступінь умовності. Втім, не підлягає сумніву, що інвестиційне право належить до першого з зазначених «відділів». В основі прийняття інвестиційних рішень суб'єктами інвестиційної діяльності лежать економічні міркування, прагнення максимізації корисності. Інвестиційна діяльність, у свою чергу, є основним джерелом економічного зростання. Відтак економічна ефективність є обов'язковою умовою застосування регуляторних заходів в інвестиційній сфері (неефективні регуляторні заходи не повинні застосовуватись). Справедливість рішень є додатковим тестом на придатність регуляторних рішень, відтак ефективність є необхідною, але не обов'язково достатньою умовою. Пошук необхідного балансу між ефективністю та справедливістю є однією з центральних проблем державного регулювання інвестиційної діяльності, яка знаходить своє відображення у державній інвестиційній політиці.



Характеристика провалів ринку як об'єктивних підстав державного регулювання буде неповною, якщо не згадати, що сама здатність державного регулювання виправляти провали ринку є предметом інтенсивної дискусії в економічній науці. Тимчасом як представники неокласичної та кейнсіанської економічних шкіл вважають, що держава спроможна виправити неефективний ринковий наслідок, ряд інших шкіл економічної думки (як-от чиказька школа, школа суспільного вибору, австрійська школа) не погоджуються з цим [437, с. 10–12]. Так, зазначають, що пропонований у підручниках аналіз регулювання як виправлення провалів ринку заснований на парадигмі досконалого ринку. При цьому припускається, що суб'єкт регулювання, який володіє досконалим знанням та діє у публічному інтересі, може виправити провал ринку. Цей підхід виявляється неспроможним з трьох міркувань: по-перше, суб'єкт регулювання не може знати, яким був би результат досконалого ринку, якби такий ринок існував – тобто, він не знає цілі, у яку прагне потрапити; по-друге, нерационально припускати, що суб'єкт регулювання володіє досконалим знанням; по-третє, суб'єкт регулювання може діяти не у публічному інтересі [522, с. 5]. Спроби виправити провали ринку засобами державного регулювання можуть призводити до «провалів регулювання». На нашу думку, належне сприйняття цієї критики у правовій перспективі полягає не в запереченні регуляторних можливостей держави, а в усвідомленні їх обмеженості, необхідності співставлення наслідків провалів ринку і провалів регулювання, порівняння заходів державного регулювання з альтернативами само-регулювання.

Підсумовуючи сказане щодо «провалів ринку», слід зазначити, що це – важлива аналітична концепція у дослідженні проблематики державного регулювання господарської/інвестиційної діяльності. Аналіз провалів ринку створює теоретичну основу для структурування завдань державного регулювання, добору відповідних цим завданням засобів та з'ясування меж регуляторних можливостей держави. Багаж економічної науки, напрацьований щодо провалів ринку, може скласти значну допомогу розробникам політики, законодавцю і суб'єктам регуляторної діяльності. Бачення того чи іншого регуляторного інструмента як засобу виправлення провалу ринку

дозволяє більш чітко визначити його здатність «потрапити у ціль» та передбачити небажані наслідки застосування. Разом з тим, виправлення провалів ринку – це обмежений простір, де реалізується тільки одна ціль державного регулювання – оптимізація ринку.

Таким чином, об’єктивними підставами державного регулювання інвестиційної діяльності є необхідність виправлення загальних провалів ринку, специфічних провалів ринку капіталів та вирішення інших регуляторних завдань, структура, пріоритети та спосіб вирішення яких визначаються обраною моделлю *державної інвестиційної політики*.

### **Державна інвестиційна політика: поняття, об’єкт, цілі, принципи**

Державна економічна політика є одним з головних понять, які описують і концептуалізують регуляторний вплив держави у сфері господарювання. Напрямом останньої є *державна інвестиційна політика*, якій належить провідна роль у забезпеченні економічної системи фінансовими ресурсами, необхідними для здійснення якісних її трансформацій.

Термін «політика»/«державна політика» характеризується значною полісемією. Як зазначають британські фахівці у сфері державної політики Б. Гогвуд та Л. Ган, хоч використання терміна «політика» як символу сфери діяльності та участі уряду є типовим і, вочевидь, виправданим, це може служити лише відправною точкою. Автори вдаються до наступної категоризації вживання терміна «політика»: як позначення сфери діяльності; як вираження загальної мети або бажаного стану речей; як конкретні пропозиції; як рішення уряду; як формальне затвердження; як програма; як продукт; як результат; як теорія моделі причини і результатів; як процес [35, с. 26–34]. Вважаємо за доцільне виходити з розуміння політики як *процесу*, оскільки воно найбільш широким і відтак меншою мірою страждає на методологічні обмеження.

ГК України, Глава 2 якого присвячена основним напрямом та формам участі держави і місцевого господарювання у сфері господарювання, не дає окремої дефініції державної економічної політики. Втім, виходячи з визначень *економічної стратегії* та *економічної*

*тактики* як двох форм її реалізації (ч. 2,3 ст. 9), можна дійти висновку, що під державною економічною політикою розуміється визначення пріоритетних цілей народного господарства, засобів та способів їх реалізації. При цьому правове закріплення економічної політики здійснюється шляхом визначення засад внутрішньої і зовнішньої політики, у прогнозах і програмах економічного і соціального розвитку України та окремих її регіонів, програмах діяльності Кабінету Міністрів України, цільових програмах економічного, науково-технічного і соціального розвитку, а також відповідних законодавчих актах (ч. 4 ст. 9).

Таким чином, згідно з ГК зміст поняття державної економічної політики фактично вичерпується прогнозуванням і плануванням. Стадія фактичного впровадження «цілей, засобів та способів їх реалізації», очевидно, охоплюється поняттям «державне регулювання господарської діяльності». І справді, ч. 1 ст. 12 ГК встановлює, що засоби державного регулювання господарської діяльності застосовуються *для реалізації економічної політики*. Подібну думку висловлює і Д.В. Задихайло, вказуючи, що державна економічна політика реалізується через застосування державою окремих відносно усталених комплексів приватноправового та публічно-правового регулювання [53, с. 154].

Таке бачення співвідношення державної економічної політики та державного регулювання господарської діяльності, хоч і підкріплене авторитетом законодавця, не відповідає розумінню державної політики як процесу. Процес політики складається з таких етапів, які має пройти певна проблема: 1) рішення виробити рішення (пошук проблеми або окреслення плану дій); 2) рішення з приводу способу рішення (фільтрація проблеми); 3) визначення проблеми; 4) прогнозування; 5) формулювання цілей та пріоритетів; 6) аналіз варіантів; 7) впровадження політики, моніторинг і контроль; 8) оцінювання та перегляд; 9) підтримування, наступництво або припинення політики [35, с. 14]. Таким чином, *державна економічна політика як процес включає у себе і стадію впровадження засобами державного регулювання*. Тобто, економічна політика повинна розглядатися і як фактична діяльність держави в особі уповноважених органів у сфері економіки, а не лише те, що держава пообіцяла або санкціонувала

у встановленому законом порядку. З очевидністю, продукти діяльності держави на практиці можуть не узгоджуватися з положеннями прогностичних і програмних документів. Навряд чи є сенс говорити про дещо як про «політику», якщо насправді цього не відбувається.

Попри те, що поняття «державна економічна політика» є ширшим за «державне регулювання господарської діяльності», буде неточним визначити їх співвідношення лише як співвідношення цілого і частини, оскільки обидва поняття мають власні смислові відтінки. Якщо для державної економічної політики визначальним є парадигматичний аспект (якою держава бачить свою роль в економіці), то для державного регулювання – інструментальний аспект (за допомогою яких засобів (інструментів) здійснюється вплив на економічну систему).

Відповідно до ч. 1 ст. 10 ГК України *інвестиційна політика* належить до основних напрямів економічної політики поряд з структурно-галузевою, амортизаційною політикою, політикою інституційних перетворень, ціною, антимонопольно-конкурентною, бюджетною, податковою, грошово-кредитною, валютною та зовнішньоекономічною політикою. За визначенням В.І. Кухаря, державна інвестиційна політика являє собою системну і цілеспрямовану діяльність визначених державних органів зі створення та реалізації спеціального алгоритму заходів щодо розвитку інвестиційного ринку або окремих його сегментів за допомогою формування відповідного за змістом нормативно-правового забезпечення інвестиційних відносин, застосування необхідних засобів їх державного регулювання та прямої участі держави як суб'єкта цих відносин, що базуються на узгодженій моделі такого ринку, яка закріплена у Державній програмі інвестиційного розвитку. При цьому *об'єктом державної інвестиційної політики є інвестиційний ринок* як система суспільно-економічних відносин, спрямованих на забезпечення процесу відтворення конкурентоспроможного виробництва товарів та послуг через механізм задоволення інвестиційного попиту, за рахунок інвестиційної пропозиції відповідних інвестиційних товарів, що сформувався в процесі акумуляції інвестиційного потенціалу [97, с. 6–7].

Позитивною рисою цього визначення є включення у поняття державної інвестиційної політики стадії фактичного впровадження.

Разом з тим, уявляється, що поняття «інвестиційного ринку» не є оптимальним для визначення об'єкта державної інвестиційної політики. Слід звернути увагу на те, що дефініція інвестиційного ринку дається на основі низки економічних понять. Однак сама економічна наука вказує на те, що ринок не є єдиною моделлю організації економічних (у тому числі інвестиційних відносин), при цьому альтернативною моделлю розглядається *фірма*. Так, згідно з класичною позицією Р. Коуза існування фірми обумовлене економією на трансакційних витратах. Координація діяльності всередині фірми замінює ринкову координацію, коли трансакційні витрати, пов'язані з використанням цінового механізму, стають значними [129, с. 286]. Тобто, у багатьох випадках створення підприємства і безпосереднє управління ним на основі відносин власності або корпоративних прав обійдеться дешевше, аніж здійснення тієї самої діяльності на підставі договорів з іншими економічними агентами.

Обсяг трансакцій, які здійснюються всередині фірм, – це, напевно, величина того ж порядку, як і обсяг угод, що реалізуються на ринку. Крупні компанії – це величезні господарства з тисячами учасників. Тільки одна ця обставина вимагає приділяти значну увагу неринковим способам організації трансакцій. Фірми завжди відігравали центральну роль у зростанні і процвітанні економіки. Поряд з технологічними інноваціями організаційні інновації справляли значний вплив на зростання добробуту нації. Тому аналіз, наприклад, законодавства, яке визначає інституційну структуру, тільки з точки зору ринкової перспективи уявляється надто вузьким [129, с. 283]. В рамках інвестиційно-правової проблематики останнє означає, що визначення об'єктом державної інвестиційної політики тільки інвестиційного ринку залишає поза межами такої політики здійснення суб'єктами господарювання інвестицій у власну господарську діяльність.

Як вказує О.Х. Юлдашев, політика як діяльність спрямована на моделювання іншої (не політичної) діяльності – об'єкта політичного впливу [318, с. 8]. Тобто, *об'єктом державної інвестиційної політики є інвестиційна діяльність*, що здійснюється будь-якими суб'єктами цієї діяльності у всіх галузях і сферах економіки, з використанням будь-яких видів інвестицій та правових форм цієї діяльності.

При цьому визначальним для розуміння цілей державної інвестиційної політики є взаємозв'язок понять інвестицій/інвестиційної діяльності та *капіталу*.

Ч. 1 ст. 10 ГК встановлює, що інвестиційна політика спрямована на створення суб'єктам господарювання необхідних умов для залучення і концентрації коштів на потреби розширеного відтворення основних засобів виробництва, переважно у галузях, розвиток яких визначено як пріоритети структурно-галузевої політики, а також забезпечення ефективного і відповідального використання цих коштів та здійснення контролю за ним. Уявляється, що у цій нормі законодавець не відмежувався від властивого радянському законодавству та доктрині розуміння інвестицій як «капітальних вкладень», у якому домінував витратний підхід (характеристика такого підходу давалася у підрозділі 1.5 цієї роботи). Звернемо увагу також на те, що, на думку законодавця, державна інвестиційна політика не повинна опікуватися інвестиціями у фінансовому секторі, а також інвестиціями у тих галузях реального сектора, які не належать до «пріоритетів структурно-галузевої політики».

У ринкових умовах державна інвестиційна політика повинна виходити з поняття капіталу в широкому сенсі як цінності, що приносить потік доходу [96, с. 266]. Сучасний економіст Е. де Сото, розмірковуючи над інтелектуальним спадком Адама Сміта, вказує, що «капітал – це не нагромаджена купа активів, а потенціал, який вона має для розгортання нового виробництва. Цей потенціал, звісно, абстрактний. Він має бути оформлений і уречевлений, перш ніж його можна використати» [39, с. 47]. Капітал потребує процесу, що виражає економічний потенціал активу у формі, яку можна використати для додаткового виробництва. Саме формалізовані відносини власності становлять процес, форми і норми, які перетворюють активи на капітал [39, с. 49–50]. Тобто, державна інвестиційна політика повинна бути спрямована передусім на *створення ефективного правового механізму руху капіталів та забезпечення захисту (гарантування) капіталовкладень* (загальні завдання державної інвестиційної політики). Лише після створення безперервного правового простору, який сприяє реалізації економічного потенціалу активів, доречно вести мову про «накачування» коштами окремих галузей/сфер економіки.

Ці міркування знаходять підтвердження в міжнародному праві. Так, Монтеррейський консенсус Міжнародної конференції з фінансування розвитку ООН 2002 р. [443] встановлює, що для залучення і розширення притоку продуктивного капіталу країни повинні продовжувати вживати зусиль щодо забезпечення прозорого, стабільного і передбачуваного інвестиційного клімату при належному забезпеченні дотримання договорів і повазі до прав власності, заснованих на раціональній макроекономічній політиці і діяльності інституцій, що надають як вітчизняним, так і міжнародним підприємствам можливість діяти ефективно, прибутково та з максимальним внеском у розвиток. Особливі зусилля вимагаються в таких пріоритетних сферах, як економічна політика та регуляторна база, необхідні для заохочення та захисту інвестицій (п. 21).

На основі Монтеррейського консенсусу в рамках ОЕСР були розроблені Основи політики щодо інвестицій 2006 р. [473]. Цей документ, що має рекомендаційний характер (а для України становить інтерес вже в силу того, що членами ОЕСР є країни, які досягли значних успіхів у залученні інвестицій) охоплює 10 сфер політики, які вважаються визначальними у створенні здорового середовища для усіх інвесторів, від малих та середніх до багатонаціональних підприємств. Цими сферами є: інвестиційна політика; сприяння інвестуванню (нерегуляторна діяльність держави – авт.); торгівля; конкуренція; оподаткування; корпоративне управління; політика заохочення відповідальної ділової поведінки; розвиток людських ресурсів; розвиток інфраструктури і фінансового сектора; публічне управління. В рамках кожної з цих сфер політики країнам пропонується перелік питань, які допомагають визначити, чи сприяє їхня політика інвестиціям. Таким чином, визнається, що на якість інвестиційного клімату впливає широкий спектр різних напрямів державної політики, що вимагає взаємоузгодженості між цими напрямками, їх концептуальної єдності. Цей інтеграційний підхід дозволяє виявляти «слабкі ланки» загальної економічної політики держави, які потребують реформування.

Щодо власне інвестиційної політики Основи політики щодо інвестицій ОЕСР встановлюють, що її якість «прямо впливає на рішення усіх інвесторів, як малих так і великих, вітчизняних або

іноземних. Прозорість, захист прав власності та недискримінація є принципами інвестиційної політики, які лежать в основі зусиль щодо створення здорового інвестиційного середовища для всіх» [473, с. 13]. Слід визнати, що ці принципи є репрезентативними щодо основних викликів, на які повинна реагувати державна інвестиційна політика.

*Прозорість* є необхідною умовою прийняття інвесторами поінформованих рішень; *захист прав власності та інших прав щодо інвестицій* є необхідною умовою залучення активів у трансакції, тобто, перетворення їх на капітал, здатний генерувати додаткову вартість; *недискримінація* є необхідною умовою глобалізації процесів руху капіталів і отримання переваг, пов'язаних з міжнародним співробітництвом. Ступінь відповідності інвестиційної політики зазначеним принципам Основи пропонують визначати за наступним переліком питань:

1) які заходи вжиті державою для забезпечення того, що закони та інші нормативно-правові акти, які стосуються інвестицій та інвесторів, включаючи малі і середні підприємства, та їх застосування і примусове впровадження є ясними, прозорими, легкодоступними і не надміру обтяжливими?

2) які заходи вжиті державою щодо прогресивного запровадження своєчасних, безпечних та ефективних методів реєстрації прав власності на землю та інші об'єкти?

3) чи прийняла держава закони та інші нормативно-правові акти, спрямовані на захист прав інтелектуальної власності, та чи існують ефективні механізми їх примусового впровадження? Чи є рівень захисту таким, що заохочує інноваційну та інвестиційну діяльність вітчизняних іноземних фірм? Які заходи вжиті державою щодо задоволення потреб в інтелектуальній власності з боку малих та середніх підприємств?

4) чи є система примусового забезпечення виконання договорів ефективною і доступною для усіх інвесторів? Які альтернативні способи вирішення спорів прийняті у державі для забезпечення якнайширших можливостей захисту за розумною ціною?

5) чи підтримується державою політика своєчасної, адекватної та ефективної компенсації у разі експропріації, яка до того ж відповідає її міжнародно-правовим зобов'язанням? Які явні і добре



визначені межі можливості експропріювати встановлені державою? Чи існують незалежні канали для оцінки реалізації цієї можливості або її оспорювання?

6) чи вжиті державою заходи щодо утвердження недискримінації як загального принципу, що лежить в основі законів та інших нормативно-правових актів, які регулюють інвестиції? Чи має держава механізми забезпечення прозорості існуючих дискримінаційних обмежень іноземних інвестицій та періодичного перегляду пов'язаних з ними витрат у співвідношенні з задуманою публічною метою? Чи переглядає держава обмеження вільного руху капіталів та прибутків та їхній вплив на залучення іноземних інвестицій?

7) чи співпрацюють органи, що здійснюють інвестиційну політику, з відповідними органами в інших державах з питань реалізації міжнародних договорів про сприяння та захист інвестицій? Чи здійснює держава періодичний перегляд існуючих міжнародних інвестиційних договорів та зобов'язань з метою визначення, чи створюють їх положення більш сприятливі умови для інвестицій? Чи існують засоби забезпечення ефективного дотримання державою зобов'язань згідно з міжнародними інвестиційними договорами?

8) чи ратифікувала і застосовує держава міжнародні договори з питань арбітражного розгляду інвестиційних спорів? [473, с. 13].

Ці питання фактично деталізують завдання державної інвестиційної політики. Щодо їх змісту слід звернути увагу на відсутність: *по-перше*, вказівок на пріоритетність одних галузей економіки, видів інвестицій та інвесторів, правових форм інвестиційної діяльності над іншими, *по-друге*, акцентів на пільгах та інших селективних втручаннях держави в інвестиційну діяльність. На нашу думку, це не означає, що держава не може або не повинна встановлювати пріоритетні напрями власного економічного розвитку та здійснювати державну підтримку господарської діяльності в рамках таких пріоритетних напрямів. Втім, останнє належить до простору передусім структурно-галузевої, а не інвестиційної політики – остання повинна зосереджуватися на обслуговуванні загального правового механізму продуктивного функціонування капіталу, створенні інвестиційного клімату, сприятливого для усіх категорій інвесторів.

## Моделі державної інвестиційної політики

У самому понятті державної економічної політики вже закладений достатньо високий рівень узагальнення з огляду на парадигматичний характер цього поняття («політика» передбачає певну закінченість і відносну узгодженість поглядів широкого кола суб'єктів на роль держави в економіці). Тому логічним є вироблення *моделей* державної економічної політики як узагальнених репрезентацій дійсності, які полегшують опис, тлумачення і розуміння її явищ. З огляду на те, що інвестиційна діяльність здійснюється переважною кількістю суб'єктів господарювання в усіх галузях та сферах економіки, вважаємо, що критерії виділення моделей державної економічної та інвестиційної політики співпадають.

У економічній та юридичній літературі вживається низка близьких за значенням термінів: економічні моделі, моделі економічного розвитку, економічні стратегії держави, теоретичні моделі інвестиційної діяльності тощо. На нашу думку, термін «моделі державної економічної/інвестиційної політики» є оптимальним для правового дослідження з наступних міркувань: 1) в основі виокремлення таких моделей лежить характер державного, у тому числі правового, впливу на економіку; 2) «політика» є найбільш загальним поняттям для позначення державного впливу і має обов'язковий правовий аспект; 3) державну політику характеризує насамперед *стратегія* як одна з її форм (ст. 9 ГК України), тому наукові напрацювання щодо стратегій стосуються і моделей державної політики.

Традиційно серед моделей державної економічної політики/економічних стратегій виділяють *ліберальну модель/стратегію*. Вважають, що ліберальна модель ґрунтується на незначному втручанні держави в діяльність господарюючих суб'єктів, більшість з яких є недержавними, характеризується максимальною свободою підприємництва, мінімальною участю держави у вирішенні соціальних завдань. Державне регулювання в основному обмежується макроекономічними процесами [118, с. 98–99]. У зовнішньоекономічному аспекті «ліберальна стратегія означає, що економіка держави стає все більш відкритою для вільного руху товарів і капіталів» [19, с. 23].

Усі інші моделі/стратегії зазвичай розглядаються у протиставленні їх ліберальній як такі, що передбачають вищий ступінь

втручання держави в економіку. Так, А.С. Музиченко альтернативно ліберальній моделі вважає *модель соціально-орієнтованого ринку*, яка характеризується більшим ступенем державного втручання, наявністю значного державного сектора [118, с. 98–99]. О.М. Ведута поряд з ліберальною стратегією виділяє *регульовану стратегію*, коли держава встановлює контроль за рухом товарів і капіталів, та *мобілізаційну стратегію*, коли у випадку необхідності виживання держава змушена посилювати пряме втручання у виробництво і зовнішньоекономічні зв'язки [19, с. 23]. І.А. Вдовін протиставляє ліберальній моделі державно-розподільчу (або адміністративно-командну) модель інвестиційної діяльності [18, с. 46].

У зазначених класифікаціях очевидні деякі термінологічні недоречності: виходить, що в ліберальній економіці не здійснюються соціальні програми або вона взагалі не є регульованою. Крім того, за сучасних умов розрізнення моделей державної економічної, у тому числі інвестиційної політики навряд чи може ґрунтуватися на *ступені* державного втручання як деякому кількісному чиннику. У посткризовому періоді такий ступінь є вельми значним навіть у державах, які традиційно асоціюються з ліберальною економічною політикою (як-от США). Вважаємо, що диференціація моделей державної інвестиційної політики повинна здійснюватися за комплексним критерієм, який охоплює: а) економічну концепцію або підхід, що лежить в основі моделі і визначає її мету; б) регуляторний стиль, який обумовлений відповідною економічною концепцією або підходом.

Здійснимо короткий огляд традиційних поглядів на моделі державної інвестиційної політики, починаючи з ліберальної моделі. Ліберальний характер інвестиційної політики передбачає, зокрема, скасування або пом'якшення обмежень допуску, об'єктів, форм інвестицій тощо. У глобальному вимірі ліберальну інвестиційну політику активно пропагують Світовий банк, МВФ та СОТ. Ілюстративним у цьому плані є документ Світового банку «Доповідь про світовий розвиток 2005: Кращий інвестиційний клімат для всіх» [545]. Доповідь схвалює пасивну державну політику щодо регулювання інвестиційної діяльності, у тому числі контролю за її здійсненням. Роль держави та державного регулювання має полягати

у сприянні вільному функціонуванню ринкових сил. У Доповіді зазначається, що країни, які розвиваються, зазвичай інтенсивніше регулюють багато сфер, де здійснюються іноземні інвестиції, порівняно з розвиненими країнами. Наголошується, що державне регулювання в економіці може бути виправданим тільки у відповідь на провал ринку, і навіть у цьому випадку очікувані вигоди від державного втручання повинні перевищувати пов'язані з ним витрати (Глава 5).

Доповідь про світовий розвиток 2005 ставить під сумнів корисність селективних інтервенцій (вибіркових втручань) держави з метою заохочення і спрямування інвестицій. Окремі країни Східної Азії мають успішну історію здійснення селективних інтервенцій, однак її повторення за сучасних умов посиленої конкуренції між країнами є малоймовірним. Більше того, захист, що створюється такими втручаннями, є тимчасовим за регуляторним задумом, однак його буде складно припинити у майбутньому з огляду на вкорінення відповідних інтересів інвесторів. З іншого боку, особливі привілеї та монопольні прибутки підриватимуть прагнення фірм до інновацій та ефективності (Глава 8).

Стверджується також, що селективні інтервенції держави, спрямовані на заохочення інвестицій у певні сфери/галузі промисловості, часто виказують неспроможність досягти поставлених цілей. Успіх таких заходів є більш ймовірним, «коли вони доповнюють, а не намагаються замінити ширші покращення інвестиційного клімату». Відтак, замість того, щоб встановлювати пріоритети селективних інтервенцій, держави повинні спрямовувати свою енергію на усунення глибоких причин перешкод для ведення господарської діяльності (як-от: неадекватність інфраструктури, нечіткість прав власності, бюрократія, корупція тощо), у зв'язку з чим такі втручання не будуть потрібними (Глава 8).

Описаний підхід викликає критику його противників, згідно з якою в інтерпретації Світового банку (або СОТ) він прямо обслуговує інтереси розвинених країн, нехтуючи або принаймні применшуючи той факт, що обіцяні вигоди від лібералізації в інвестиційній сфері для країн, що розвиваються, по великому рахунку досі не настали. Прямі іноземні інвестиції продовжують надходити переважно до розвинених країн і лише невеликої частини країн, що розвиваються.

Насправді, порівняно з часткою прямих іноземних інвестицій, що припадає на розвинені країни, частка країн, що розвиваються, загалом, і найбільш розвинених країн, зокрема, зменшується [335, с. ii].

На додачу до падаючих обсягів прямих іноземних інвестицій, якість цих інвестицій у співвідношенні з їх впливом на розвиток приймаючих економік продовжує викликати занепокоєння багатьох країн, що розвиваються. Інвестиційна лібералізація країн змушує країни, що розвиваються, покінчити, наприклад, з вимогами використовувати місцеву сировину, матеріали, технології, робочу силу тощо (*performance requirements*) та іншими регуляторними інструментами, спроможними забезпечити отримання безпосередніх вигод розвитку від іноземного інвестування з точки зору збереження капіталу, передачі технологій і нарощування людського потенціалу. Робиться висновок, що досвід і фактичні дані щодо впливу прямих іноземних інвестицій у різних країнах – як розвинених, так і країн, що розвиваються – з плином часу свідчить, що активне і дієве втручання держави може бути необхідним для того, щоб отримувати вигоди розвитку від прямих іноземних інвестицій [335, с. 14].

Модель державної інвестиційної політики, яка передбачає значні селективні інтервенції держави в інвестиційну сферу може бути названа *інтервенційною*. Характерною рисою інтервенційної моделі є застосування спеціальних режимів господарської/інвестиційної діяльності. Крайньою формою інтервенційної моделі є мобілізаційна модель, яка застосовується в умовах дефіциту необхідних для розвитку ресурсів та/або у разі випередження виникаючих перед соціумом завдань ступеню зрілості внутрішніх чинників або суб'єктів. Це визначає необхідність форсованих темпів розвитку, що в свою чергу зумовлює його неорганічний, вимушений характер [55, с. 165]. На думку Д.В. Задихайла, за наявних глобальних умов Україна просто приречена на застосування мобілізаційної моделі економічного розвитку, яка має своїм підґрунтям економічний націоналізм [55, с. 165–166].

Коментуючи зазначену дискусію, вважаємо за потрібне вказати на методологічну обмеженість самого способу її ведення. Лібералізація правового режиму іноземних інвестицій (насамперед, в частині їх допуску) є лише одним з елементів певної моделі

державної інвестиційної політики. Вважаємо за доцільне називати цю модель не ліберальною, а *оптимізаційною*, оскільки в її основі лежить концепція *оптимальності* (ефективності), яка належить до базових концепцій економічної науки (передусім, панівної неокласичної економічної теорії) і розглядалася вище. Суб'єкт регулювання, що переслідує завдання оптимізації, схильний зберігати або створювати вигоди від торгівлі і генерувати або використовувати сильні сигнали від ринкових цін. У разі виявлення провалу ринку він прагне втручатися якнайвужче і, при цьому, лише тоді, коли очікувані вигоди від втручання перевищуватимуть асоційовані з ним витрати [505, с. 2, 11]. Крім того, він тяжіє до інтерпретації своєї місії як досягнення цілей шляхом розміщення ресурсів з найнижчими негайними витратами – цим і обумовлений *ліберальний регуляторний стиль* в рамках моделі.

Оптимізаційна модель справді здатна породжувати ряд проблем політики, однак проблема неконтрольованого потоку іноземних інвестицій, на нашу думку, не є центральною. Лібералізація правового режиму іноземних інвестицій, як і інвестиційної діяльності загалом, є корисним явищем. Вона є необхідною для створення конкурентного середовища, яке Йозеф Шумпетер називав «творчою руйнацією» – середовищем, у якому фірми мають сприятливі можливості і стимули впроваджувати свої ідеї, боротися за успіх і процвітати або занепадати [545, с. 2–3]. Ґрунтовні емпіричні дослідження підтверджують позитивну кореляцію між скасуванням бар'єрів щодо здійснення інвестиційної діяльності і зростанням обсягів інвестицій [367; 368]. Це не обов'язково стосується країн, що розвиваються – так, зазначають, що нижчий рівень зростання ВВП європейських країн ОЕСР порівняно з іншими країнами ОЕСР, насамперед, США у 2-й половині 1990-х років був пов'язаний з більшою зарегульованістю європейських економік [322, с. 1]. Відсутність відчутних наслідків інвестиційної лібералізації в окремих країнах, що розвиваються, пов'язана не з хибністю ідеї вільного руху капіталів, а з відсутністю інших чинників сприятливого інвестиційного клімату (як-от стабільність правового регулювання, надійна і прозора система реєстрації прав власності та інших майнових прав, ефективні механізми примусового виконання зобов'язань, боротьба з бюрократією та корупцією тощо).

Коректна оцінка оптимізаційної моделі можлива, якщо розглядати її саме з точки зору її економічного підґрунтя, що має об'єктивний характер, а не з точки зору одного з проявів, який викликає значну кількість суб'єктивних упереджених суджень (лібералізації правового режиму іноземних інвестицій). Тоді стають більш очевидними суттєві, відносно незалежні від політичної кон'юнктури позитивні і негативні риси цієї моделі. Так, надзвичайно важливим і перспективним її інструментом є вигодо-витратний аналіз (*cost-benefit analysis*) як метод оцінки пропонованих регуляторних заходів, а також чинних заходів з перспективою можливого їх перегляду (засади вигодо-витратного аналізу та можливості і проблеми його використання як методу оцінки регуляторних заходів розглядаються в підрозділі 2.3 цієї роботи). З іншого боку, аналіз, сфокусований на економічній оптимальності (ефективності), оперує унітарними цілями, кількісними вимірами та прямолінійними правилами, що зменшує його здатність охоплювати широке коло питань і обставин. Крім того, оптимальність часто означає статичну ефективність або мінімізацію витрат стосовно окремої цілі, а відтак байдужа до принципово важливого виміру навчання та інновацій. Оптимізація може пристосуватися до відомого майбутнього, а також майбутнього, що включає актуарно вимірюваний «ризик», але не рідкісні, крупномасштабні події (як-от: війни, техногенні катастрофи або парадигмозмінюючі технологічні відкриття) [505, с. 4].

Можна навести негативний приклад практичного впровадження оптимізаційної моделі, який стосується розвинутої країни і не пов'язаний з лібералізацією правового режиму іноземного інвестування. Йдеться про регулювання ринку фінансових послуг в США у період, що передував світовій фінансовій кризі 2008–2009 років. Дерегуляційний процес у банківському секторі США розпочався наприкінці 1970–х років і досяг кульмінації у 1999 р. у зв'язку зі скасуванням Банківського закону 1933 р. Протягом цього часу послабився регуляторний фокус на уникненні криз та соціальних пріоритетах, і зросла стурбованість статичною ефективністю. Бачення ринку як рушія ефективності підтримувалося різними теоріями «ефективних ринків капіталу». Ці теорії вихваляли здатність ринків розподіляти фінансові вимоги так, щоб мінімізувати несистематичний ризик

(ризик, якого можна уникнути завдяки диверсифікації) і задовольняти різноманітні ризикові і часові уподобання індивідуальних заощаджувачів та інвесторів. Водночас, вони запевняли у вищій здатності ринку розподіляти капітал, агрегуючи різноманітні судження розпошених торговців щодо відносної вартості проектів [505, с. 14].

Крайньою, однак важливою маніфестацією таких поглядів стала промова Алана Грінспена, голови ради директорів Федеральної резервної системи США, на тему «Оптимальне регулювання капіталу» у 1998 р. А Грінспен заявив, що «розумний принцип встановлення регуляторних стандартів щодо надійності полягає у тому, щоб діяти так само, як діяв би ринок, якби не існувало сітки безпеки [страхування депозитів і послуг кредитора останньої інстанції] і ринок був повністю інформований» [393, с. 167]. Подібні погляди не були унікальними для США. У 2009 р. Агентство з фінансових послуг Великобританії, аналізуючи причини світової фінансової кризи вказувало: «Засадничим припущенням регулювання у фінансовому секторі в США, Великобританії і усьому світі було те, що фінансові інновації за визначенням корисні, оскільки ринкова дисципліна витіснить будь-які непотрібні або деструктивні інновації» [526, с. 49].

Регуляторний режим, який склався у дерегуляційну еру, скасував або послабив обмеження щодо допуску на ринок фінансових послуг, переліку послуг, відсоткових ставок та інвестицій. Його головною відповіддю на ключові провали ринку були обов'язкові мінімальні вимоги до капіталу (у свою чергу, достатньо обмежені і прості). Основна ідея такого регулювання полягала у тому, що адекватні приватні капіталовласники утримуватимуться від прийняття надмірних ризиків і братимуть участь у визначенні політики менеджерів. Допоки акціонери банку матимуть суттєвий економічний інтерес у збереженні платоспроможності банку, можна очікувати, що вони «триматимуть в узді» ризикову діяльність [505, с. 15].

Світова фінансова криза 2008–2009 років та посткризові процеси засвідчили, що в дерегуляційну еру була переоцінена раціональність капіталовласників, недооцінена волатильність фінансових ринків та приділялася недостатня увага цілям запобігання кризам. В економіці права ситуація, за якої індивідуально раціональні рішення призводять до руйнівного загального результату, має назву



«дилеми ув'язнених» (*prisoner's dilemma*<sup>29</sup>). Коли існує загроза фінансовій системі, поведінка індивідів стає егоїстичною, оскільки кожен з них прагне отримати від системи усе можливе до її колапсу, роблячи, таким чином колапс більш ймовірним. Ця небезпека змушує державу грати запобіжну роль страховика депозитів та кредитора останньої інстанції.

Викликає інтерес критика оптимізаційної моделі, представлена у зарубіжній літературі з науки управління (менеджменту), тим більше, що ці напрацювання дотепер не використовувалися вітчизняною господарсько-правовою наукою. Теоретики менеджменту негативно оцінюють надмірну стурбованість економістів оптимальністю і вимагають уваги до контрастуючої цінності, яку називають надійністю, міцністю або стійкістю. Вони наполягають на якості або надійності як кінцевих результатах регулювання, при цьому мінімізація витрат та максимізація прибутку є другорядними. Згідно з таким підходом суб'єкт регулювання є більш чутливим до зворотної реакції з боку регульованих організацій та втручатиметься суттєвим чином, використовуючи засоби позитивного та негативного стимулювання з метою впровадження їх прозорої самооцінки та самовиправлення та здійснюючи постійний моніторинг їх діяльності для виявлення діагностичних індикаторів [505, с. 2–4, 11–12].

Важливість зворотних зв'язків у процесах регулювання економіки/інвестиційної діяльності визнається багатьма вченими і в різних контекстах. Так, І.А. Вдовін вказує на актуальність проблеми побудови комбінованої теоретичної моделі інвестиційної діяльності, яку називає комунікативною моделлю. В умовах формування правової держави і громадянського суспільства комунікація державних і недержавних інститутів задіяних в інвестиційних правовідносинах забезпечує досягнення оптимального балансу в цій сфері [18, с. 70]. У зарубіжній юридичній літературі детально розроблена

---

<sup>29</sup> Дилема ув'язнених – це найпростіша і основоположна «гра» в теорії ігор, яка описує певний тип соціальної взаємодії. У цій «грі» переслідування кожним з гравців особистої вигоди призводить до неефективного для групи результату. Вона використовується як стандартний приклад, що показує, чому для максимізації суспільного добробуту необхідні зовнішні засоби забезпечення співробітництва індивідів.

концепція «*респонсивного регулювання*» (*responsive regulation*, англ. *response* – відповідь, відгук). Респонсивне регулювання є авторитетним напрямом, який описує і приписує, якою повинна бути діяльність з впровадження регуляторних актів, щоб найкраще заохочувати їх дотримання. Прихильники респонсивного регулювання вважають, що для того, щоб бути дієвою, ефективною і легітимною, регуляторна політика повинна застосовувати не чисто стримуючий і не чисто коопераційний підхід. Швидше, респонсивне регулювання пропонує принциповий спосіб, у який поєднуються висновки численних теорій дотримання і впровадження правил, включаючи як той, згідно з яким люди дотримуються правил, лише коли вважають, що це відповідає їхнім власним інтересам, так і ті, згідно з якими люди дотримуються правил з нормативних або соціальних причин [454, с. 376].

Регулювання повинне відповідати (респондувати) структурі економіки, оскільки різні структури обумовлюють різні ступені і форми регулювання. Держава повинна також враховувати різноманітні мотивації регульованих суб'єктів. Результативне регулювання повинне промовляти до різноманітних цілей регульованих фірм, господарських асоціацій та індивідів у їх межах. У свою чергу, самі засоби регулювання можуть впливати на економічну структуру (наприклад, кількість фірм у галузі) і на мотивації регульованих суб'єктів. Респонсивне регулювання не є чітко визначеною програмою або набором приписів щодо найкращого способу регулювання. Навпаки, вважається, що найкраща стратегія залежить від контексту, регуляторної культури та історії. Респонсивність є швидше ставленням, яке уможливорює розквіт різних регуляторних підходів [329, с. 4].

Модель державної економічної/інвестиційної політики, яка використовує респонсивний регуляторний стиль, можна назвати *гармонізаційною* з огляду на тяжіння до комплексного вирішення регуляторних завдань, зокрема, забезпечення одночасної ефективності економічної системи та її стабільності, надійності, а також врахування міркувань справедливості. Уявляється, що саме гармонізаційна, а не інтервенційна модель є належною альтернативою чисто оптимізаційній моделі. При цьому, якщо оптимізаційна та інтервенційна моделі протиставляються одна одній як взаємовиключні, то гармонізаційна модель дозволяє інкорпорацію регуляторних заходів,

спрямованих на забезпечення стабільності, надійності економічної системи загалом і ринку капіталів зокрема у більш широкій оптимізаційний контекст. Вважаємо, що саме такий підхід повинен бути покладений в основу державної інвестиційної політики в Україні, оскільки він дозволяє використати переваги оптимізаційної моделі з корекцією іманентних їй недоліків.

## **2.2. Проблеми формування системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності**

Самі по собі правові засоби, закріплені у чинному законодавстві, не можуть забезпечити господарську діяльність без відповідного високоякісного організаційного механізму їх застосування у практиці, що включає наявність певної організаційної структури, повноважень відповідних органів, належної компетенції їх кадрів тощо. Для досягнення організованості правових засобів недостатньо лише нормативної регламентації, а необхідне належне їх застосування, що неможливо без організаційного аспекту, тобто ефективного функціонування державних органів, які застосовують правові засоби [267, с. 15].

Для характеристики системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності уявляється доцільним скористатися розробленим І.Г. Побірченком поділом органів державної влади («органів господарського керівництва») на органи загальної, галузевої та спеціальної (функціональної) компетенції [305, с. 31].

*Органи загальної компетенції* – це органи, які в межах підвідомчої їм території здійснюють загальне керівництво й координацію діяльності органів галузевої і функціональної компетенції, підприємств, установ, організацій та інших суб'єктів. Вони несуть відповідальність за стан справ на відповідній території (на всій території України, території Автономної Республіки Крим, області, району, міста) [1, с. 74]. До органів загальної компетенції належать: Верховна Рада України, Кабінет Міністрів України, Верховна Рада та Рада міністрів Автономної Республіки Крим, місцеві державні адміністрації.

Найвищим органом, який здійснює державне регулювання інвестиційної діяльності, є *Верховна Рада України*. До повноважень Верховної Ради України належить, зокрема: прийняття законів, у тому числі з питань інвестиційної діяльності; затвердження та контроль за виконанням Державного бюджету України; затвердження загальнодержавних програм економічного розвитку; затвердження рішень про надання Україною позик і економічної допомоги іноземним державам та міжнародним організаціям, а також про одержання Україною від іноземних держав, банків і міжнародних фінансових організацій позик, не передбачених Державним бюджетом України, здійснення контролю за їх використанням; надання у встановлений законом строк згоди на обов'язковість міжнародних договорів України та їх денонсація (ст. 85 Конституції України [78]). Виключно законами України визначаються/встановлюються, зокрема: правовий режим власності; правові засади і гарантії підприємництва; засади зовнішньоекономічної діяльності, митної справи; засади створення і функціонування фінансового, грошового, кредитного та інвестиційного ринків; статус національної та іноземних валют на території України; порядок утворення та функціонування вільних та інших спеціальних зон (ст. 92 Конституції України).

*Кабінет Міністрів України*: забезпечує проведення фінансової, цінової, інвестиційної та податкової політики; розробляє і здійснює загальнодержавні програми економічного розвитку України; організовує і забезпечує здійснення зовнішньоекономічної діяльності України, митної справи; спрямовує і координує роботу міністерств, інших органів виконавчої влади тощо (ст. 116 Конституції України). Повноваження Верховної Ради та Ради міністрів Автономної Республіки Крим визначені ст. 26 та 38 Конституції Автономної Республіки Крим, затвердженої Законом України від 23 грудня 1998 р. [201], а повноваження місцевих державних адміністрацій – Главою 2 (передусім ст. 17 «Повноваження в галузі соціально-економічного розвитку») Закону України від 9 квітня 1999 р. «Про місцеві державні адміністрації» [223].

Органи загальної компетенції становлять основу системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності. Значна кількість правових питань здійснення інвестиційної діяльності (на

загальнодержавному рівні) вирішується законами України та постановами Кабінету Міністрів України, що є загалом позитивним явищем, оскільки високий рівень прийняття відповідних рішень вказує на їх вищу якість, незалежність від вузьковідомчих інтересів. Це знижує небезпеку виникнення так званої «регуляторної пастки», що належить до найсуттєвіших проблем державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної діяльності.

Теорія регуляторної пастки асоціюється з лауреатом нобелівської премії Дж. Стіглером, який є одним з головних її розробників. Згідно з цією теорією, «регулювання придбавається індустрією та розробляється і здійснюється передусім для її блага» [368, с. 4]. Регуляторна пастка є формою «провалів регулювання», оскільки стимулює великі фірми до продукування негативних екстерналій. Ймовірність такої пастки є ризиком, якому регуляторний орган підлягає за своєю природою. Це означає, що регуляторний орган повинен бути захищений від зовнішнього впливу максимально можливою мірою. Як альтернатива, краще взагалі не створювати певний орган, аніж він потрапить до пастки, внаслідок чого слугуватиме регульованим суб'єктом, а не тим, інтереси яких мав би захищати. Орган, що потрапив до регуляторної пастки, зазвичай гірший, ніж відсутність регулювання, оскільки підриває авторитет державної влади [480].

Разом з тим, очевидно, що органи загальної компетенції не в змозі охопити своїм регулюванням вузькоспеціалізовані питання здійснення інвестиційної діяльності, обумовлені економіко-правовою формою та/або сферою її здійснення, що визначає необхідність функціонування органів галузевої та спеціальної (функціональної) компетенції.

*Органи галузевої компетенції* реалізують державну політику у відповідній галузі. Галузь – це поєднання об'єктів управління під керівництвом відповідного органу виконавчої влади за ознаками виробничої єдності незалежно від їх географічного розташування [1, с. 74]. На нашу думку, галузева компетенція не характерна для органів державного регулювання інвестиційної діяльності. Це пов'язано з тим, що інвестиційна діяльність здійснюється не за галузевим принципом. Натомість вона пронизує усі галузі та сфери економіки, при цьому функціонування капіталу у цих галузях та сферах підпорядковується певним спільним законам та закономірностям.

Органом, який має галузеву компетенцію, але при цьому з очевидністю належить до системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності, є Міністерство регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України (Мінрегіон України), Положення про яке затверджене Указом Президента України від 31 травня 2011 р. № 633/2011 [205].

Мінрегіон України визначено головним органом у системі центральних органів виконавчої влади з формування та забезпечення реалізації державної житлової політики і політики у сфері будівництва, архітектури, містобудування та житлово-комунального господарства. З цього випливає, що далеко не всі повноваження Мінрегіону є повноваженнями щодо державного регулювання інвестиційної діяльності. Слід враховувати, що власне капітальне будівництво розуміють у двох значеннях – як комплексну галузь економіки і як форму інвестиційної діяльності, причому друге значення є значно вужчим за колом охоплених відносин. Таким чином, до державного регулювання інвестиційної діяльності мають відношення лише ті повноваження Мінрегіону України, які стосуються встановлення порядку здійснення суб'єктами інвестиційної діяльності практичних дій щодо реалізації інвестицій у будівельну продукцію.

*Органи спеціальної (функціональної) компетенції* забезпечують реалізацію державної політики в певній сфері, здійснюють керівництво з питань, які мають загальний характер для всіх чи багатьох галузей господарства [1, с. 75]. Система органів державного регулювання інвестиційної діяльності нараховує достатньо велику кількість органів спеціальної (функціональної) компетенції, при чому серед них є як традиційні для системи органів державної виконавчої влади в Україні, так і новітні органи.

До традиційних органів державного регулювання інвестиційної діяльності, які мають спеціальну (функціональну) компетенцію, належить Міністерство економічного розвитку і торгівлі України (Мінекономрозвитку України), яке діє на підставі Положення, затвердженого Указом Президента України від 31 травня 2011 р. № 634/2011 [222]. Мінекономрозвитку України є головним органом у системі центральних органів виконавчої влади з формування та забезпечення реалізації широкого спектру напрямів державної економічної політики,

у тому числі й інвестиційної політики (п. 1 Положення). До основних завдань Мінекономрозвитку належить формування державної політики у сфері інвестиційної діяльності та управління національними проектами (стратегічно важливими проектами, що забезпечують технологічне оновлення та розвиток базових галузей реального сектору економіки України) (п. 3).

Державне регулювання ринку цінних паперів, зокрема, щодо інвестування у цінні папери здійснює Національна комісія з цінних паперів та фондового ринку України (НКЦПФР) відповідно до Закону України від 30 жовтня 1996 р. «Про державне регулювання ринку цінних паперів» [191]. Положення про НКЦПФР затверджене Указом Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1063/2011 [225].

У сфері надання фінансових послуг (до яких належать, зокрема, професійні послуги на ринках інвестиційних послуг – п. 6 ч. 1 ст. 1 Закону України від 12 липня 2001 р. «Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг» [226]) регуляторними повноваженнями наділена Національна комісія, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг України (Нацкомфінпослуг). Положення про Нацкомфінпослуг затверджене Указом Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1070/2011 [252].

У сфері забезпечення захисту економічної конкуренції державне регулювання здійснює Антимонопольний комітет України відповідно до Закону України від 26 листопада 1993 р. «Про Антимонопольний комітет України» [178]. Зокрема, у ряді випадків інвестиційні операції кваліфікуються як концентрація суб'єктів господарювання відповідно до ст. 22 Закону України «Про захист економічної конкуренції». Концентрація без попереднього дозволу, в разі якщо отримання такого дозволу є обов'язковим, визнається порушенням законодавства про захист економічної конкуренції і тягне за собою відповідальність, встановлену законом.

Національний банк України, який відповідно до ч. 1 ст. 44 Закону України від 20 травня 1999 р. «Про Національний банк України» [224] діє як уповноважена державна установа при застосуванні законодавства України про валютне регулювання і валютний контроль, регулює процедурні питання здійснення іноземних інвестицій в Україні у вигляді валютних цінностей.

Розмежування повноважень між традиційними органами державного регулювання інвестиційної діяльності є відносно ustalеним і не викликає у нас принципових критичних зауважень. Цим ми не стверджуємо, що розподіл повноважень між відповідними органами державної влади є досконалим, і пропозиції щодо його покращення не мають права на існування. Так, у Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні, схваленій розпорядженням Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р [244], зазначається, що однією з провідних тенденцій на світових ринках капіталу є об'єднання державних органів, що комплексно регулюють усі їх складові та здійснюють консолідований нагляд за фінансовими установами (мегарегулятор). В умовах України утворення мегарегулятора означає об'єднання в єдиному органі повноважень НКЦПФР та Нацкомфінпослуг. Вважаємо, однак, що аналіз відповідних пропозицій виходить за рамки нашого дослідження.

До новітніх вузькоспеціалізованих органів державного регулювання інвестиційної діяльності, які виникли на базі традиційних міністерств в останні роки, належать: Державне агентство з питань науки, інновацій та інформатизації України (Держінформнауки України), Державне агентство з екологічних інвестицій України (Держекоінвестагенство України), Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України (Держінвестпроект України). Особливої уваги заслуговує компетенція останнього органу з огляду на те, що інвестиційна діяльність становить основний предмет його відання, а його повноваження формально стосуються будь-яких економіко-правових форм та аспектів цієї діяльності.

### **Правове становище Держінвестпроекту України**

Указом Президента України від 30 грудня 2005 р. № 1873/2005 було утворене Державне агентство України з інвестицій та інновацій (Держінвестицій) як центральний орган виконавчої влади зі спеціальним статусом та спеціально уповноважений центральний орган виконавчої влади у сфері *інноваційної* (на той момент не інвестиційної загалом) діяльності. Створення Держінвестицій відразу викликало критичні експертні оцінки. Вказували, що воно в принципі



є непотрібним, зайвим утворенням: «напрям адміністративного, бюрократичного пошуку розв'язання проблеми інвестицій засвідчив свою неефективність», «що стосується портфельних інвесторів, то державний орган тут малоефективний, бо на ринку вже існує низка приватних фондів, які давно знають український ринок цінних паперів, що стосується крупного інвестора, то у випадку, якщо йому цікавий той чи інший актив – ця зацікавленість не залежить від держави» [86, с. 9].

У 2010 році параметри діяльності Держінвестицій зазнали змін. Постановою Кабінету Міністрів України від 17 травня 2010 р. № 356 [189] Державне агентство України з інвестицій та інновацій було перейменоване на Державне агентство України з інвестицій та розвитку. Держінвестицій отримало статус центрального органу виконавчої влади у сфері інвестиційної діяльності. Було визначено, що Держінвестицій у своїй діяльності взаємодіє з Мінекономіки як головним (провідним) органом у системі центральних органів виконавчої влади із забезпечення реалізації державної інвестиційної політики.

Нарешті, Указом Президента України від 9 грудня 2010 р. № 1085/2010 «Про оптимізацію системи органів центральної виконавчої влади» [229] Державне агентство України з інвестицій та розвитку та Державне агентство України з управління національними проектами були реорганізовані у Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України (Держінвестпроект України). Чинне Положення про Держінвестпроект України затверджене Указом Президента України від 12 травня 2011 р. № 583/2011 [190]. Аналіз Положення вказує на численні проблеми визначення місця цього органу в системі органів державного регулювання інвестиційної діяльності.

Повноваження Держінвестпроекту, визначені Положенням про нього, можуть бути згруповані у декілька блоків. Так, в силу *програмно-координаційних повноважень* Держінвестпроект: забезпечує реалізацію державної політики у сфері інвестиційної діяльності, державно-приватного партнерства та управління національними проектами; розробляє пропозиції щодо вдосконалення актів законодавства з питань, що належать до його компетенції; бере участь у підготовці пропозицій щодо формування і реалізації державної податкової, митної, бюджетної політики; готує пропозиції щодо

формування Державного бюджету України і загальнодержавних програм економічного та соціального розвитку України, Програми діяльності Кабінету Міністрів України; формує і подає Міністерству фінансів України пропозиції щодо реалізації державних цільових програм тощо.

Програмно-координаційні повноваження є традиційним елементом будь-якого вітчизняного положення про орган центральної виконавчої влади. Відповідні повноваження Держінвестпроекту відповідають його статусу як «головного органу в системі центральних органів виконавчої влади із забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестиційної діяльності та управління національними проектами» (п. 1 Положення про Держінвестпроект). Водночас, як зазначалося вище, згідно з Положенням про Міністерство економічного розвитку та торгівлі України Мінекономрозвитку так само визначається «головним органом у системі центральних органів виконавчої влади з формування та забезпечення реалізації... інвестиційної... політики». У Положенні про Держінвестпроект будь-які приписи щодо порядку взаємодії цього органу та Мінекономрозвитку відсутні.

*Повноваження щодо управління національними проектами* «успадковані» Депржінвестпроектом від поглинутого ним Державного агентства України з управління національними проектами, яке було створене і проіснувало. Так, Держінвестпроект: здійснює у межах своїх повноважень контроль за додержанням вимог законодавства з питань підготовки і реалізації національних та інвестиційних проектів; забезпечує процес формування і виконання національних проектів з пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку, визначених Президентом України; координує діяльність центральних і місцевих органів виконавчої влади, державних підприємств, установ та організацій щодо реалізації та впровадження національних проектів; виступає замовником (або визначає замовника) розроблення попередніх техніко-економічних обґрунтувань і техніко-економічних обґрунтувань національних проектів, землевпорядної, містобудівної, техніко-економічної та проектно-кошторисної документації під час підготовки і реалізації національних проектів; забезпечує моніторинг та здійснення технічного нагляду за реалізацією національних та інших проектів у сфері своєї

діяльності; забезпечує у межах компетенції проведення експертизи національних, інвестиційних та інших проектів; забезпечує управління національними проектами; формує базу даних національних проектів і їх складових та забезпечує функціонування Державного реєстру національних проектів.

«Національний проект» є відносно новою концепцією законодавства України. На законодавчому рівні дефініція і визначення правового режиму таких проектів відсутні. Відповідно до Положення про проекти із пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку (національні проекти), затвердженого постановою Кабінету Міністрів України від 8 грудня 2010 р. № 1255 [206], *національний проект* – це проект із пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку, що має стратегічно важливе значення для забезпечення технологічного оновлення та розвитку окремої галузі реального сектору економіки, розвитку регіону, розв’язання соціальних проблем, а також впливає на покращення якості життя громадян України, а також внесений до переліку проектів із пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку та до Державного реєстру національних проектів. Перелік проектів готується Держінвестпроектом та затверджується Кабінетом Міністрів України.

Як зазначається в документі «Інвестиційна реформа: Концепція», розглянутому Держінвестпроектом за участі Президента України 6 квітня 2011 р., національні проекти покликані виконати функцію майданчиків для практичної реалізації економічних реформ. Національні проекти здійснюються за інноваційними технологіями та фактично народжують нові індустрії (LNG, сміттєпереробка, очистка води, альтернативна енергетика тощо). Практично всі національні проекти реалізуються у партнерстві з приватними компаніями або за рахунок приватних інвестицій та передбачають поворотний механізм використання бюджетних коштів. В окремих випадках можуть надаватися державні гарантії для реалізації національних проектів, але лише за умови їх реалізації на прибутковій основі [64, с. 8–11].

Особливість повноважень цього блоку полягає у тому, що це – повноваження саме щодо управління конкретними національними

проектами, а не щодо визначення їх правового режиму, яке здійснюється на вищому рівні. Крім того, виходячи за змісту Інвестиційної реформи, передбачається здійснення Держінвестпроектном діяльності, яка не підлягає безпосередній детальній правовій регламентації, а саме: «персонального супроводу стратегічних інвесторів за прикладом успішних країн» [64, с. 5, 15];

Повноваження Держінвестпроектну *в сфері державної підтримки інвестиційної діяльності*, у тому числі реалізації національних проектів, обмежуються «внесенням пропозицій» (щодо надання державної підтримки у підготовці і реалізації національних та інших проектів, що належать до сфери його компетенції; щодо порядку конкурсного відбору інвестиційних та інших проектів розвитку, що потребують державної підтримки та ін.). Законом України № 4218-VI від 22 грудня 2011 р. були внесені зміни до Закону України «Про інвестиційну діяльність» [185], згідно з якими був вперше встановлений загальний механізм державної підтримки реалізації інвестиційних проектів (ч. 3 ст. 2, ст. 12-1, 12-2). Усі конкретні регуляторні повноваження в рамках такого механізму надані законодавцем Кабінету Міністрів України та Мінекономрозвитку, але не Держінвестпроектну.

Не узгоджується з чинним законодавством повноваження Держінвестпроектну, згідно з яким він готує та вносить на розгляд Кабінету Міністрів України пропозиції щодо утворення спеціалізованих державних інвестиційних фінансово-кредитних установ для фінансової підтримки програм і проектів, затверджує статuti таких установ, визначає порядок формування та використання коштів підпорядкованих йому спеціалізованих державних фінансово-кредитних установ і здійснює контроль за їх діяльністю. Єдиним законом України, у якому йдеться про подібні установи, є Закон України від 4 липня 2002 р. «Про інноваційну діяльність» [214]. Згідно з цим Законом створена Державна інноваційна фінансово-кредитна установа, Статут якої затверджений постановою Кабінету Міністрів України від 15 червня 2000 р. № 979 [139]. Засновником цієї Установи є держава в особі Кабінету Міністрів України, а Держінвестпроект визначено органом управління її майном (п. 3). Можливість створення інших спеціалізованих державних фінансово-кредитних установ, які займалися б фінансуванням інвестиційної діяльності, яка

не є інноваційною в розумінні Закону України «Про інноваційну діяльність» в Законі «Про інвестиційну діяльність» не передбачена.

У сфері державно-приватного партнерства повноваження Держінвестпроекту не розмежовані з відповідними повноваженнями Мінекономрозвитку України як спеціально уповноваженого органу з питань державно-приватного партнерства. Хоч текстуально формулювання повноважень не є тотожними, говорити про концептуальну різницю щодо їх рівня та характеру не доводиться (див. таблицю):

<b>Держінвестпроект України</b>	<b>Мінекономрозвитку України</b>
забезпечує реалізацію державної політики у сфері державно-приватного партнерства; готує в порядку, визначеному законодавством, пропозиції щодо здійснення проектів на умовах державно-приватного партнерства;	готує пропозиції та здійснює заходи щодо формування і реалізації єдиної державної політики у сфері державно-приватного партнерства;
готує і вносить на розгляд Кабінету Міністрів України пропозиції щодо переліку об'єктів державної власності, що можуть бути надані в концесію, та пропозиції щодо використання державного майна;	формує та подає в установленому порядку Кабінету Міністрів України проект переліку об'єктів державної власності, що можуть бути надані в концесію;
бере участь відповідно до законодавства в укладенні та виконанні договорів концесії, інших договорів, забезпечує розробку та реалізацію проектів державно-приватного партнерства;	проводить моніторинг ефективності діяльності органів виконавчої влади та органів місцевого самоврядування у сфері державно-приватного партнерства; організовує перевірки виконання договорів, укладених у рамках державно-приватного партнерства.

Вважаємо, що концепція державно-приватного партнерства виходить далеко за рамки власне інвестиційної діяльності, тож регуляторні повноваження у зазначеній сфері повинні належати Мінекономрозвитку України як органу широкій компетенції.

Зміст повноважень Держінвестпроекту *щодо підготовки та реалізації інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна»* визначається Законом України від 21 жовтня 2010 р. «Про підготовку

та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна» [233] (набрав чинності з 1 січня 2012 р.). Під *принципом «єдиного вікна»* Закон розуміє спосіб взаємодії уповноваженого органу і суб'єкта інвестиційної діяльності з метою підготовки та видачі пакета документів, який дає право на реалізацію інвестиційного проекту. У свою чергу, уповноваженим органом є регіональний центр з інвестицій та розвитку – державна бюджетна установа, що належить до сфери управління Держінвестпроекту, – таким чином, інституційна структура Держінвестпроекту зазнаватиме подальшого розвитку. Разом з тим, наявна редакція Закону не містить ані конкретизації сфери його дії (буквально в Законі йдеться про усі без винятку інвестиційні проекти), ані механізмів кореляції з іншими актами законодавства України (законами України від 1 червня 2000 р. «Про ліцензування певних видів господарської діяльності» [220], від 6 вересня 2005 р. «Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності» [196], будівельним законодавством та ін.). У зв'язку з цим видається нерéalістичним положення ч. 1 ст. 8 Закону, згідно з яким уповноважений орган у *дводенний строк* з дня складення оперативного плану дій щодо підготовки та реалізації інвестиційного проекту формує пакет документів, необхідних для реалізації проекту та видає заявникові зазначений пакет документів.

Слід відзначити, що в Законі «Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна» в принципі може йтися не про спрощення процедур видачі документів, необхідних для реалізації інвестиційного проекту (ці процедури аж ніяк не є предметом регулювання Закону), а лише про можливість надання заінтересованим суб'єктам інвестиційної діяльності адміністративних послуг з отримання для них пакету відповідних документів. Згідно зі світовою практикою, надання таких послуг здійснюється в рамках більш широкої функції сприяння інвестуванню, яка являє собою самостійний напрямок діяльності держави в царині залучення інвестицій, насамперед, прямих іноземних.

### **Правові засади сприяння інвестуванню**

Усталеним є таке визначення *сприяння інвестуванню* (*investment promotion*): це – діяльність щодо поширення інформації або

створення іміджу об'єкта інвестування та надання послуг, пов'язаних з інвестиціями, потенційним інвесторам [543, с. 1]. Хоч залучення іноземних інвестицій вимагає зусиль у багатьох сферах, саме технології сприяння забезпечують механізм, необхідний для донесення усіх цих зусиль до їх адресатів.

Сприяння інвестуванню є результатом конкуренції між країнами у намаганні залучити іноземні інвестиції, яка в сучасних умовах є особливою інтенсивною. Чинниками, що загострюють цю конкурентну боротьбу, називають потенційне зменшення постачання прямих іноземних інвестицій у поєднанні з зростаючою або, принаймні, стабільною потребою у їх надходженні та обмеженими можливостями отримання фінансування для розвитку від міжнародного банківського сектора [543, с. 2–3]. Конкуренція між країнами щодо залучення іноземних капіталовкладень спонукає до аналогій з конкуренцією між фірмами щодо ринкової частки – зокрема, уряди вдаються до маркетингових стратегій, подібних до застосовуваних приватними компаніями. Ця діяльність потребує особливого інституційного забезпечення, тож вихідним пунктом стратегій розвитку для багатьох країн стало заснування *агентств сприяння інвестуванню (АСІ)*. На 2010 рік членами Світової асоціації агентств сприяння інвестуванню (WAIPA) були більше ніж 250 національних та субнаціональних АСІ зі 160 країн [539, с. 23].

Ключовою характеристикою діяльності конкретного АСІ є його *ефективність*, тобто відношення залучених ним інвестицій до витрачених на це ресурсів. Водночас відзначають брак даних, що дозволили б об'єктивно оцінити інституційну ефективність АСІ: «Насправді дуже мало відомо про те, що ці агентства реально роблять у більшості країн, особливо у країнах, що розвиваються» [543, с. 3]. Спробою заповнити існуючу емпіричну прогалину є здійснене на базі Консультативної служби з іноземних інвестицій<sup>30</sup> статистичне

---

<sup>30</sup> Консультативна служба з іноземних інвестицій (Foreign Investment Advisory Service – FIAS) – спільна служба Світового банку та Міжнародної фінансової корпорації для надання допомоги урядам країн, що розвиваються, щодо покращення інвестиційного клімату для залучення прямих іноземних інвестицій (докладніше див.: <http://www.fias.net>).

дослідження результатів діяльності АСІ у 58 країнах світу з різним рівнем економічного розвитку [445], яке мало на меті з'ясування чотирьох основних питань щодо ефективності АСІ:

1) як впливає на ефективність сприяння інвестуванню обсяг витрат на це;

2) якою мірою впливає на ефективність сприяння інвестуванню бізнес-середовище у країні;

3) чи відрізняється ефективність сприяння інвестуванню залежно від видів діяльності, на яких передусім зосереджується АСІ;

4) чи впливають на ефективність сприяння інвестуванню такі характеристики конкретних АСІ, як їх структура, мандат, джерела фінансування та інституційні зв'язки?

*Вплив обсягу витрат на сприяння інвестуванню.* Виявлений позитивний зв'язок між витратами на сприяння інвестуванню та надходженнями іноземних інвестицій від країни до країни – у середньому, збільшення на 10 % бюджету АСІ пов'язане зі збільшенням на 7,5 % обсягів прямих іноземних інвестицій. Малі агентства (бюджет яких не перевищує 64 тис. дол. США) неефективні у залученні інвестицій. Очевидно, наявність порогу неефективності відображає суттєві фіксовані витрати, пов'язані з певними видами діяльності, такими, наприклад, як реклама чи відрядження. Високобюджетні агентства стикаються з власними проблемами ефективності, які, однак, навряд чи актуальні для поточного моменту в Україні.

*Вплив якості інвестиційного клімату.* Якість інвестиційного клімату та рівень розвитку країни суттєво впливають на показники діяльності АСІ. Чим кращий інвестиційний клімат (вищий рівень розвитку), тим вища ефективність АСІ. У країнах з поганим інвестиційним кліматом сприяння інвестуванню може бути навіть контрпродуктивним. У разі, якщо сподівання інвестора, залученого внаслідок застосування технологій сприяння, не справдяться, буде значно складніше переконати його повернутися до країни; до того ж, такий інвестор ймовірно буде поширювати свій негативний досвід серед інших потенційних інвесторів.

Програми сприяння інвестуванню мають найбільший успіх, коли вони сфокусовані на залученні інвестицій в експорто-орієнтоване виробництво. Разом з тим, не виявлено свідчень ефективності АСІ



у залученні інвесторів для обслуговування внутрішнього ринку [543, с. 141]. Очевидно, для таких інвесторів внутрішній ринок привабливий сам по собі; інвестування кудись-інде, ймовірно, не є прийнятною альтернативою. Однак фірми, зацікавлені в об'єктах інвестування для обслуговування світових або регіональних ринків, мають змогу вибирати з великої кількості країн, відтак сприяння інвестуванню може справляти вплив на їхні інвестиційні рішення. Враховуючи вагу експорто-орієнтованого виробництва в економіці України (біля 60 відсотків), слід визнати, що сприяння інвестуванню у нашій державі має значну перспективу.

*Вплив пріоритетів діяльності АСІ.* Хоч сприяння інвестуванню у кінцевому підсумку спрямоване на те, щоб привабити інвесторів, конкретні зусилля з сприяння переслідують чотири різні цілі, відповідно до яких виділяють такі *функції АСІ* [445, с. 22]:

- *формування іміджу (image-building)* є функцією зі створення уявлення про країну як про привабливе місце для міжнародного інвестування. Види діяльності, що традиційно пов'язуються з формуванням іміджу, охоплюють фокусовану рекламу, PR-заходи, пропагування «історій успіху» тощо;

- *надання послуг інвесторам (investor servicing)* стосується ряду послуг, що надаються у приймаючій країні для допомоги інвестору у прийнятті інвестиційних рішень, започаткуванні та підтримці господарської діяльності. Діяльність у цій сфері передбачає забезпечення інформацією, послуги за принципом «єдиного вікна» щодо отримання документів дозвільного характеру та різноманітну допомогу в отриманні земельних ділянок, комунальних послуг тощо;

- *нарощування інвестицій (investment generation)* передбачає визначення специфічних секторів та компаній з перспективою спонукання їх до інвестування. Види діяльності включають ідентифікацію потенційних інвесторів, пряму переписку, телефонні кампанії, проведення форумів інвесторів, семінарів та індивідуальних презентацій для визначеного кола інвесторів;

- *просування політики (policy advocacy)* полягає у підтримці АСІ ініціатив щодо покращення інвестиційного клімату та визначенні ним думки приватного сектора з цього питання. Види діяльності

охоплюють проведення опитувань і досліджень у приватному секторі, внесення пропозицій щодо удосконалення законодавства та лобіювання<sup>31</sup>.

З'ясовано, що просування політики справляє найзначніший вплив на надходження прямих іноземних інвестицій. Далі слідують формування іміджу, надання послуг інвесторам та, зі значним відривом, нарощування інвестицій. Висновок про те, що просування політики є найбільш ефективною функцією АСІ, кореспондує попередньому емпіричному результату, згідно з яким ефективність АСІ позитивно корелюється з якістю інвестиційного клімату. З іншого боку, порівняно низька ефективність функції нарощування інвестицій може бути пояснена необхідністю витратити значні кошти та залучити спеціалізовані знання високого рівня для успішного провадження цільових програм.

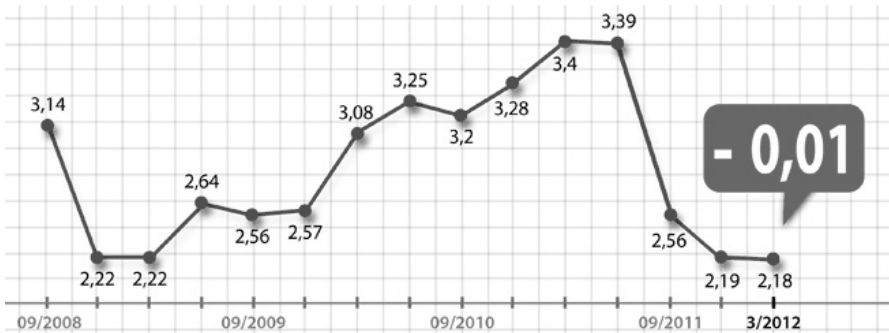
Міра, якою АСІ використовують один тип діяльності щодо сприяння на противагу іншому відповідає визначеній ним *стратегії сприяння*. Залежно від фокусу стратегій на поточний момент, вони можуть бути класифіковані на *стратегії формування іміджу* та *стратегії нарощування інвестицій* [543, с. 26]. Одним з факторів, що обумовлює вибір стратегії сприяння, є цикл розвитку країни. Концентрація зусиль на формуванні іміджу зазвичай супроводжує зміни державної політики у бік заохочення іноземного інвестування або створення агентства, основним завданням якого є залучення інвестицій. Коли з'являється відчуття того, що бажаний імідж сформований в уяві потенційних інвесторів, фокус програми сприяння зміщується у бік нарощування інвестицій.

Теперішній стан інвестиційного клімату в Україні явно вказує на доцільність дотримання стратегії формування іміджу. Про це свідчать, зокрема, дані Європейської бізнес асоціації (ЄБА), яка з вересня 2008 р. здійснює опитування компаній-членів ЄБА з метою визначення Індексу інвестиційної привабливості України. За результатами 15-ої хвили дослідження інвестиційного клімату в Україні, проведеного у березні 2012 р., у ході якого були опитані 149 керівників

---

<sup>31</sup> Щодо застосування різноманітних технологій сприяння детальніше див. вебсторінку Центру сприяння прямому іноземному інвестуванню Міжнародного агентства з гарантій інвестицій : <http://www.fdipromotion.com>.

компаній-членів ЄБА, оцінка поточного інвестиційного клімату досягла рекордно низької оцінки – 2,18 (за п'ятибальною шкалою) та зменшилась у порівнянні з попередньою хвилиною (див. графік) [66, с. 17].



Ці ж дані свідчать про передчасність повномасштабної реалізації стратегії нарощування інвестицій в Україні. Тимчасом, саме ця стратегія фактично закріплена в Програмі розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні, затвердженій постановою Кабінету Міністрів України від 2 лютого 2011 р. № 389 [209].

*Вплив інституційної структури та зв'язків АСІ.* На ефективність АСІ впливають його інституційна структура та механізми звітності. По-перше, надходження прямих іноземних інвестицій значно нижчі у країнах, де АСІ є частиною міністерства, а не незалежною структурою або змішаним приватно-публічним інститутом. По-друге, ефективність АСІ підвищується, коли воно звітує перед наглядовою радою, яка включає представників приватного сектора – чим більша їх кількість, тим вища ефективність АСІ. Нарешті, ефективність АСІ посилюється, коли воно звітує безпосередньо президенту або прем'єр-міністру країни.

Відтак центральне питання, яке постає перед урядами при організації сприяння інвестуванню, пов'язане з віднайденням належного поєднання публічного і приватного компонентів у здійсненні означеної діяльності. Справа у тому, що головним завданням, яке забезпечує функція сприяння інвестуванню, є «маркетинг країни» як місця для інвестування. Це завдання ближче до діяльності, яку провадять приватні компанії, аніж до звичайної урядової активності.

Необхідні для його виконання професійні навички зазвичай можуть бути отримані саме у приватному секторі і лише за винагороду, притаманну цьому секторові. Традиційні урядові організації, як правило, не надто успішні у реалізації такого завдання. Їм бракує менеджерів, знайомих з приватним сектором та професійними маркетинговими технологіями. Окрім того, урядові організації зазвичай не є гнучкими, ані достатньо автономними для проведення власної політики без політичного втручання з боку урядів, що змінюються. Тож ряд країн (наприклад, Ірландія, Малайзія, Шотландія, Сінгапур) обрав шлях заснування квазі-урядових агенцій: останні зазвичай мають власні ради директорів, звітують певному державному органу, не будучи його частиною, та наймають персонал поза межами інституту державної служби.

В Україні ідею створення структури, яка займалася б сприянням інвестуванню, намагалися реалізувати ще з початку 90-х років. У свій час сприянням інвестуванню займалися: Агентство міжнародного співробітництва та інвестицій (утворене постановою Кабінету Міністрів України від 19 січня 1994 р. № 16 [204]), ВАТ «Агентство з питань іноземних інвестицій» (утворене розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29 квітня 2004 р. № 259 [248]), Український центр сприяння іноземному інвестуванню (утворений постановою Кабінету Міністрів України від 2 серпня 2005 р. № 666 [251]) і, насамкінець, Національне агентство України з іноземних інвестицій та розвитку (Укрзовнішінвест) (утворене постановою Кабінету Міністрів України від 28 січня 2009 р. № 48 [250]). Однак постановою від 17 травня 2010 р. № 356 [189] Укрзовнішінвест був реорганізований шляхом його приєднання до Державного агентства України з інвестицій та розвитку. У свою чергу, постановою Кабінету Міністрів України від 30 червня 2010 р. № 570 [249] Український центр сприяння іноземному інвестуванню був ліквідований, а на його базі утворене Державне агентство України з управління національними проектами. Нарешті, Указом Президента України від 9 грудня 2010 р. № 1085/2010 «Про оптимізацію системи органів центральної виконавчої влади» Державне агентство України з інвестицій та розвитку та Державне агентство України з управління національними проектами були реорганізовані у Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України (Держінвестпроект

Україні). Таким чином, саме Держінвестпроект України на сьогодні формально виконує функцію сприяння інвестуванню.

Проведений вище аналіз повноважень Держінвестпроекту однозначно вказує на слабкість його регуляторної функції. Так званий «головний орган із забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестиційної діяльності» не приймає жодних нормативно-правових актів, що визначають правовий режим здійснення інвестиційної діяльності. У зв'язку з цим доцільною виглядає спеціалізація Держінвестпроекту на нерегуляторній функції сприяння інвестуванню, що, однак, потребує суттєвих змін у засадах функціонування цього органу.

На відміну від традиційних регуляторних функцій функція сприяння інвестуванню є нетрадиційною і, по суті, ближча до діяльності, типової для приватного сектора (як-от маркетингу). Вона потребує: постійної співпраці з приватним сектором; гнучкості для швидкого реагування на потреби інвесторів, пристосування до ринкових умов, що змінюються, та залучення рідкісних управлінських ресурсів; автономності для вироблення та впровадження стратегій сприяння інвестуванню, стабільних протягом тривалого періоду.

У згадуваній вище Концепції Інвестиційної реформи вказано, що для реалізації системи інформаційно-маркетингового забезпечення інвестиційної діяльності Укрнацінвестом (на сьогодні Держінвестпроект – авт.) буде створено за аналогією до більшості успішних країн окремий підрозділ – ІРА (*Investment Promotion Agency* – Агентство із залучення інвестицій) [64, с. 32]. Таким чином, визнається необхідність інституційного відокремлення функції сприяння інвестуванню. Разом з тим виникає питання, навіщо було руйнувати раніше створені структури, які займалися сприянням інвестуванню?

Проведене дослідження системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності дозволяє дійти наступних *висновків*:

- об'єктивною особливістю системи органів державного регулювання інвестиційної діяльності є галузева і функціональна різноманітність таких органів (як традиційних для системи органів центральної виконавчої влади в Україні, так і новітніх), з переважанням органів функціональної компетенції. Це пов'язано зі здійсненням

інвестиційної діяльності в усіх галузях і сферах економіки, різноманітністю форм інвестиційної діяльності і видів інвестицій, а також аспектів інвестиційної діяльності, які потребують державного регулювання;

- ця ж особливість ставить під сумнів доцільність функціонування Держінвестпроекту України як органу державного регулювання інвестиційної діяльності. Цей орган об'єктивно не спроможний перебрати на себе усі (або принаймні переважну більшість) повноважень державного регулювання інвестиційної діяльності навіть у реальному секторі. Разом з тим, Держінвестпроект поглинув функцію сприяння інвестуванню, яка, будучи нерегуляторною функцією з суттєвою специфікою, потребує інституційної відокремленості;

- у зв'язку зі слабкістю регуляторних повноважень Держінвестпроекту доцільним є його перетворення на класичне агентство сприяння інвестуванню з використанням кращого зарубіжного досвіду організації здійснення цієї функції. Належне концептуальне осмислення і інституційне оформлення функції сприяння інвестування в Україні є необхідною передумовою впровадження Закону України «Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна», а також державно-приватного партнерства при здійсненні національних та інших інвестиційних проектів;

- державне регулювання інвестиційної діяльності повинні здійснювати передусім традиційні галузеві і міжгалузеві міністерства та відомства відповідно до їх компетенції, а ефективність новітніх вузькоспеціалізованих органів центральної виконавчої влади (комітетів, агентств) потребує ретельної перевірки з наступною ліквідацією неефективних органів та поверненням їх повноважень до компетенції тих міністерств та відомств, на базі яких вони створювалися.

### **2.3. Правові засоби державного регулювання інвестиційної діяльності**

Специфіка регулюючого впливу держави в інвестиційній сфері виявляє себе у правових засобах (інструментах) державного регулювання інвестиційної діяльності. Виділення і класифікація

таких засобів має не лише теоретико-пізнавальне, а й практичне значення, оскільки дозволяє всебічно дослідити особливості регулюючого впливу держави на різних стадіях та у різних сегментах інвестиційного процесу, оцінити його інтенсивність, рівномірність, відповідність обраній економічній стратегії тощо.

Легальний перелік засобів державного регулювання інвестиційної діяльності закріплений у ч. 3 ст. 12 Закону України «Про інвестиційну діяльність». Так, регулювання умов інвестиційної діяльності здійснюється шляхом:

подання фінансової допомоги у вигляді дотацій, субсидій, субвенцій, бюджетних позик на розвиток окремих регіонів, галузей, виробництв;

державних норм та стандартів;

заходів щодо розвитку та захисту економічної конкуренції; роздержавлення і приватизації власності;

визначення умов користування землею, водою та іншими природними ресурсами;

політики ціноутворення;

проведення державної експертизи інвестиційних проектів;

інших заходів.

Слід відзначити, що цей перелік мало чим відрізняється від переліку засобів державного регулювання господарської діяльності загалом, наведеного в ч. 2 ст. 12 ГК України. Тільки державна експертиза інвестиційних проектів є спеціальним засобом регулювання саме інвестиційної діяльності. Уявляється, що в умовах дії ГК Закон «Про інвестиційну діяльність» як акт спеціального інвестиційного законодавства повинен зосереджуватися на розкритті специфіки власного предмета регулювання.

З метою якнайбільш повного дослідження регуляторних можливостей держави в інвестиційній сфері пропонується класифікувати засоби державного регулювання інвестиційної діяльності за низкою критеріїв.

**За формами державного регулювання**, в рамках яких застосовуються засоби, слід виділяти:

- засоби встановлення умов здійснення інвестиційної діяльності;

- засоби нагляду/контролю в інвестиційній сфері;
- гарантії прав та законних інтересів суб'єктів інвестиційної діяльності.

Господарсько-правова наука визначає *правові форми державного керівництва економікою* як врегульовані нормами права, відмінні за конкретними цілями і способом здійснення види діяльності держави (її органів) у сфері економіки [36, с. 93]. Це визначення цілком може бути прийняте нами за основу із застереженням, що державне керівництво економікою (або організація господарської діяльності) є поняттям ширшим, аніж державне регулювання господарської діяльності.

Згідно з ч. 1 ст. 12 Закону України «Про інвестиційну діяльність» *формами державного регулювання інвестиційної діяльності* є:

- управління державними інвестиціями;
- регулювання умов інвестиційної діяльності;
- контроль за її здійсненням усіма інвесторами та іншими учасниками інвестиційної діяльності.

Уявляється, що легальний перелік форм державного регулювання інвестиційної діяльності сформований за рахунок неоднопорядкових понять. Управління державними інвестиціями, яке здійснюється державою як власником капіталу, не може розглядатися як форма державного регулювання інвестиційної діяльності загалом (про необхідність розмежування регулювання та управління як двох різних форм організації господарської діяльності йшлося у підрозділі 1.4 цієї роботи). Вважаємо, що відправною точкою для визначення форм державного впливу на інвестиційні відносини повинні бути два історично обумовлені основні регулятивні завдання інвестиційного права, якими є регулювання руху інвестицій та їх гарантування. Першому завданню відповідають дві комплементарні форми державного регулювання інвестиційної діяльності, а саме: встановлення умов здійснення інвестиційної діяльності та нагляд/контроль за дотриманням цих умов.

*Встановлення умов здійснення інвестиційної діяльності* включає визначення правовими нормами правил здійснення інвестиційної діяльності та окремих інвестиційних операцій, правового становища суб'єктів інвестиційної діяльності, правового режиму інвестицій як



майнових цінностей, порядку укладання та виконання інвестиційних договорів, відповідальності за порушення правил здійснення інвестиційної діяльності, а також здійснення компетентними державними органами практичних дій щодо безпосереднього застосування зазначених правил (за винятком тих дій, які охоплюються формою нагляду/контролю).

*Контроль* у господарсько-правовій літературі традиційно визначається як встановлення компетентними органами ступеня відповідності фактичних напрямів і результатів діяльності суб'єктів господарського життя встановленим державою правилам, нормам і нормативам, а також виявлення порушень в діяльності цих суб'єктів, вжиття заходів щодо їх усунення, в т.ч. застосування господарсько-правових санкцій [36, с. 93].

Згідно зі ст. 1 Закону України від 5 квітня 2007 р. «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності» [231], державний нагляд (контроль) – це діяльність уповноважених законом центральних органів виконавчої влади, їх територіальних органів, органів місцевого самоврядування, інших органів в межах повноважень, передбачених законом, щодо виявлення та запобігання порушенням вимог законодавства суб'єктами господарювання та забезпечення інтересів суспільства, зокрема належної якості продукції, робіт та послуг, прийняттого рівня небезпеки для населення, навколишнього природного середовища. В.С. Щербина вказує, що таке визначення є дещо звуженим, оскільки не охоплює основний аспект здійснення державного нагляду (контролю) у сфері господарювання, який, власне, і становить його *зміст* – встановлення відповідності (невідповідності) діяльності (поведінки) суб'єктів господарювання встановленим приписам [315, с. 85–86].

На нашу думку, не є безспірним і ототожнення понять нагляду та контролю. Вживання цих понять як абсолютних синонімів може бути достатнім для цілей Закону «Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності», однак не для характеристики відповідної форми державного регулювання. У джерелах спеціальної літератури з державного управління наголошують на необхідності розрізнення контролю та нагляду як різних, хоч і близьких за своєю сутністю, видів державної діяльності.

При цьому виділяють такі ознаки нагляду: наглядові функції виконуються по відношенню до невідпорядкованих об'єктів; нагляд характеризується систематичністю, повнотою охоплення діяльності піднаглядного об'єкта, що дозволяє активно виявляти порушення законності на всіх рівнях реалізації повноважень [31, с. 12].

Другому завданню інвестиційного права відповідає єдина однойменна форма державного регулювання – *гарантування права законних інтересів суб'єктів інвестиційної діяльності (захист інвестицій)*. Існування цієї форми пов'язане з такими особливостями інвестиційної діяльності, як переважно довгостроковий характер та наявність інвестиційного ризику (неможливість передбачити заздалегідь, чи окупляться витрати), а в контексті іноземного інвестування – ще й з особливою вразливістю іноземного інвестора, що впливає з можливості односторонньої зміни приймаючою країною правового режиму іноземних інвестицій та загрози дискримінації [366, с. 55]. В інвестиційному праві (зокрема, міжнародному) гарантіям традиційно приділяється величезна увага; в свою чергу, в навчальній літературі з інвестиційного права гарантії зазвичай розглядаються в темах, присвячених державному регулюванню інвестиційної діяльності [22, с. 78–80; 299, с. 80–86]. Вважаємо, що в інвестиційній сфері гарантування набуває значення самостійної форми регуляторної активності держави; більше того, ця форма фактично виступає «візитною карткою» інвестиційно-правового регулювання.

У літературі з загальної теорії права з приводу гарантій як правових засобів висловлені такі міркування: по-перше, розглядати гарантії як елемент правової системи; по-друге, не ототожнювати їх з іншими поняттями: заходами охорони, заходами правового захисту, юридичною відповідальністю; по-третє, вивчати як самостійну категорію, що має власні риси, об'єкт впливу, а також систему, структуру, методи реалізації [283, с. 311].

Д.Е. Федорчук визначає *державні гарантії здійснення інвестиційної діяльності* як систему спеціальних охоронних норм господарсько-правового характеру, які спрямовані на забезпечення особливої сталості правового регулювання капіталовкладень та покликані додатково захистити інвесторів від настання і наслідків інвестиційних ризиків [301, с. 10–11]. Позитивними рисами цього

визначення є: вказівка на господарсько-правову природу гарантій для інвесторів; зв'язок з поняттям інвестиційного ризику; адресованість гарантій інвесторам (а не будь-яким іншим суб'єктам інвестиційної діяльності) як носіям інвестиційного ризику. Однак слід зауважити, що, по-перше, норми-гарантії не завжди є *охоронними* нормами, тобто, такими, що регламентують засоби юридичної відповідальності (так, *регулятивними* є норми – гарантії у разі зміни законодавства, правомірних вилучень інвестицій, припинення інвестиційної діяльності). По-друге, на забезпечення сталості правового регулювання капіталовкладень спрямовані не будь-які гарантії для інвесторів, а лише гарантії стабільності правового режиму інвестиційної діяльності. По-третє, не завжди коректно говорити про *захист* інвестора від інвестиційних ризиків, оскільки останні можуть мати об'єктивний характер (доцільніше вести мову про зниження рівня інвестиційного ризику, компенсацію такого ризику).

Точнішим, на нашу думку, є таке визначення *гарантій для інвесторів*: це – система господарсько-правових засобів, спрямованих на створення спеціальних можливостей реалізації та захисту прав та законних інтересів інвесторів з метою компенсації певних інвестиційних ризиків [155, с. 158].

Гарантії захисту інвестицій (передусім, іноземних) є предметом численних досліджень у вітчизняній юридичній науці [16; 20; 82; 269; 280; 301]. Разом з тим, у цих дослідженнях проблематика застосування гарантій зазвичай розглядається лише з точки зору приватних інтересів інвесторів (недостатність гарантій, труднощі їх практичного застосування, відмова надавати/дотримуватися гарантій тощо). Тимчасом, регулятивний вплив гарантій виходить далеко за межі завдання захисту капіталовкладень, і, відповідно, обслуговування приватних інтересів інвесторів. Недостатньо дослідженим аспектом є конфліктність надання гарантій та досягнення інших легітимних цілей правового регулювання. Так, вжиття державою цілого ряду заходів, спрямованих на захист життя та здоров'я населення, довкілля, економічної конкуренції, прав споживачів та інших публічних інтересів може розглядатися як примусове вилучення інвестицій, що породжує обов'язок виплати компенсації згідно з міжнародним правом; забезпечення негайного і безперешкодного

переказу за кордон коштів у зв'язку з інвестиційною діяльністю може погіршувати і без того незадовільний стан платіжного балансу країни; надання режиму найбільшого сприяння і, особливо, національного режиму може викликати широкий спектр небажаних наслідків, у тому числі, цілком не передбачуваних у момент прийняття відповідних зобов'язань.

*За роллю в механізмі правового регулювання* засоби поділяються на:

- стимулюючі (інвестиційні стимули);
- обмежувальні;
- нейтральні.

За визначенням А. Малька, *правовий стимул* є правовим спонуканням до законослухняного діяння, що створює для задоволення власних інтересів суб'єкта режим сприяння. *Правове ж обмеження* є правовим стримуванням протизаконного діяння, що створює умови для задоволення інтересів контрсуб'єкта та суспільних інтересів щодо охорони і захисту; це встановлені в праві межі, в яких особи повинні діяти. Автор вказує, що категорії стимулу та обмеження – кібернетичні, а дихотомія «стимул – обмеження» має не тільки загальнонауковий статус, а й притаманна масовій свідомості та повсякденній поведінці («пряник та кнут») [106, с. 71–72].

На нашу думку, розглядати будь-які засоби правового регулювання господарської/інвестиційної діяльності лише як стимули або обмеження немає підстав. В умовах ринкової конкуренції та конфлікту інтересів одні і ті ж самі правові засоби водночас можуть виступати стимулами для одних суб'єктів і обмеженнями для інших. Так, відповідно до ч. 3 ст. 4 Закону «Про інвестиційну діяльність» інвестування та фінансування будівництва об'єктів житлового будівництва з використанням недержавних коштів, залучених від фізичних та юридичних осіб, у тому числі в управлінні, може здійснюватися виключно через фонди фінансування будівництва, фонди операцій з нерухомістю, інститути спільного інвестування, а також шляхом випуску цільових облігацій, виконання зобов'язань за якими забезпечується одиницею такої нерухомості, відповідно до законодавства; інші способи фінансування будівництва таких об'єктів визначаються виключно законами. Ця норма є обмеженням можливостей

інвестування в будівництво для широкого кола суб'єктів, однак саме в силу цього вона ж стимулює створення і розвиток відповідних фінансових установ.

Крім того, значна частина правових приписів взагалі не мають ознак стимулів або обмежень, тобто є *нейтральними* щодо інтересів суб'єктів, яких вони стосуються. Прикладами можуть слугувати такі засоби правового регулювання інвестиційної діяльності, як державна експертиза інвестиційних проектів або державна реєстрація іноземних інвестицій. Зрозуміло, що у разі неадекватності, незбалансованості, непрозорості реєстраційних та дозвільних процедур вони де-факто виступатимуть обмеженнями відповідної діяльності, однак такий вплив не матиме нічого спільного з формально визначеними цілями цих заходів.

Зважаючи на значну роль *державної підтримки* в механізмі правового регулювання інвестиційної діяльності приділимо окрему увагу поняттю та класифікації інвестиційних стимулів. Визначення «інвестиційного стимулу» може бути дуже широким, охоплюючи практично будь-яку допомогу, яка пропонується державою інвесторам, або вужчим, охоплюючи лише окремі види допомоги інвесторам [404, с. 11]. Конференція ООН з торгівлі та розвитку (ЮНКТАД) визначає інвестиційні стимули як будь-які вимірювані економічні переваги, що надаються окремим підприємствам або категоріям підприємств з метою заохочення їх до певної поведінки [401, с. 56]. Під час переговорів з приводу проекту Багатосторонньої угоди про інвестиції ОЕСР пропонувався така дефініція інвестиційного стимулу для її застосування відносно прямих іноземних інвестицій: «інвестиційний стимул означає надання особливої переваги, пов'язаної з публічними витратами [фінансовим внеском] у зв'язку з заснуванням, придбанням, розширенням, управлінням, функціонуванням або супроводом інвестиції Договірної сторони або недоговірної сторони на своїй території» [404, с. 15]. У вітчизняній господарсько-правовій літературі Д.Е. Федорчук визначає інвестиційні стимули як певні винятки із загального режиму інвестиційної діяльності, що заохочують здійснення суб'єктом бажаних дій, передусім, шляхом використання економічних засобів створення зацікавленості, і застосовуються з метою заохочення капіталовкладень в певні сектори

економіки (на певні території розвитку) або для залучення особливо великих інвестицій [301, с. 109–110].

Наведені визначення дозволяють виділити такі характерні риси інвестиційних стимулів:

являють собою економічну перевагу, що надається державою суб'єкту інвестиційної діяльності<sup>32</sup>;

ця перевага є відступом від загальних умов здійснення інвестиційної діяльності (цю рису називають *специфічністю* інвестиційних стимулів у тому сенсі, що вони є специфічними для окремих суб'єктів або категорій суб'єктів інвестиційної діяльності [527, с. 3]; разом з тим, тут йдеться про специфічність у широкому розумінні, на відміну від специфічності як кваліфікуючої ознаки нелегітимних субсидій згідно з Угодою про субсидії і компенсаційні заходи СОТ);

ця перевага може бути виражена у грошовому вимірі;

умовою надання переваги є здійснення певних дій саме у зв'язку з інвестиціями (цим інвестиційні стимули відрізняються від операційних стимулів, до яких належить, наприклад, пільги по оподаткуванню поточних торговельних операцій).

Світовій практиці відомий широкий спектр інвестиційних стимулів. Згідно з найпоширенішим підходом, їх поділяють на дві групи: *фінансові стимули* та *фіскальні стимули*. Орієнтиром для визначення *фінансових стимулів* може слугувати положення п. 3 Міжнародного стандарту бухгалтерського обліку 20 «Облік державних субсидій і розкриття інформації про державну допомогу»: вони передбачають *передачу підприємству ресурсів* в обмін на дотримання у минулому або в майбутньому певних умов, пов'язаних з операційною діяльністю підприємства [320]. До фінансових стимулів належать, зокрема:

інвестиційні гранти («прямі субсидії» на покриття (повне або часткове) капітальних, виробничих або маркетингових витрат, пов'язаних з інвестиційним проектом);

кредитування інвестиційних проектів за рахунок бюджетних коштів;

---

<sup>32</sup> Це домінуюча точка зору, хоч існує й інша, згідно з якою стимулювання може бути не лише позитивним, а й негативним у формі відповідальності за порушення встановленого порядку інвестування [22, с. 77].

компенсація за рахунок бюджетних коштів відсотків за кредитами комерційних банків, що залучаються для реалізації інвестиційних проектів;

надання державних гарантій комерційним банкам, що здійснюють кредитування інвестиційних проектів;

страхування за рахунок бюджетних коштів окремих ризиків реалізації інвестиційних проектів.

Поширеною практикою є надання або субсидування державою «цільової інфраструктури» (залізничних колій, автомобільних доріг, виробничих майданчиків, очисних споруд тощо, збудованих спеціально для інвестиційного проекту), що часто поєднується з фінансовими «зусиллями» локальних, регіональних та національних властей, тож може розглядатися як різновид фінансових стимулів [464, с. 20–21].

**Фіскальні стимули** передбачають зменшення податкового тягара суб'єктів інвестиційної діяльності. На відміну від фінансових стимулів, вони не пов'язані з прямою передачею фінансових ресурсів суб'єктам інвестиційної діяльності. Основними видами фіскальних стимулів є: зменшення стандартної ставки податку на прибуток підприємств; податкові канікули; інвестиційний податковий кредит; прискорена амортизація основних засобів; звільнення від сплати ввізного мита при ввезенні певних товарів; відшкодування мита, сплаченого при ввезенні товарів, у разі наступного експорту цих товарів або використання їх у виробництві експортних товарів тощо.

Як фіскальні, так і фінансові стимули можуть надаватися автоматично (за дотримання кваліфікуючих умов) або зі значною долею розсуду адміністративного органу (розсуд часто розглядається як необхідна умова успішних переговорів з інвесторами, забезпечення ефективного визначення цілей стимулів та швидкого реагування на конкуренцію; з іншого боку, він зменшує прозорість і розширює простір для зловживань і корупції). Стимули можуть надаватися під умовою або безумовно, при цьому умовні стимули інколи пов'язуються з вимогами щодо виробництва (*performance requirements*), які зобов'язують інвестора дотримуватися, наприклад, певних рівнів використання місцевої сировини або експорту – у цьому разі стимули виступають компенсацією антистимулюючого ефекту вимог щодо виробництва [464, с. 21].

У теорії регулювання серед стимулів виділяють ще й так звані **регуляторні стимули**, тобто, адміністративні умови, які пропонуються державою суб'єктам господарювання і не пов'язані з особливим фінансовим або фіскальним впливом [381, с. 2]. До таких стимулів належать, зокрема: ринкові привілеї (преференційні державні контракти, надання монопольних прав, захист від імпортової конкуренції); пом'якшення або звільнення від дотримання екологічних, санітарних, безпекових, трудових стандартів; стабілізаційні застереження, які гарантують, що чинне законодавство не змінюватиметься на шкоду інвесторам.

Регуляторні стимули можуть тлумачитися більш вузько – як такі, що не включають ринкових привілеїв та деяких інших форм державного впливу [404, с. 7], або більш широко – як такі, що включають захист прав власності та інтелектуальної власності [381, с. 5]. Вважаємо, що: по-перше, поняття регуляторних стимулів повинне охоплювати усі стимули, не пов'язані з фінансовим або фіскальним впливом держави, що дозволяє створити струнку і вичерпну типологію стимулів; по-друге, повинна зберігатися ознака відступом від загальних умов здійснення інвестиційної діяльності, що виключає віднесення до стимулів загальних стандартів захисту прав власності.

**За характером впливу на поведінку суб'єктів** інвестиційної діяльності слід розрізняти:

- засоби команди-контролю;
- заохочувальні засоби;
- засоби ринкового впливу.

*Засоби команди-контролю (command & control regulations)* являють собою встановлення стандартів поведінки, недотримання яких тягне за собою застосування санкцій. Такі засоби мають свої *переваги*, до яких належать:

можливість швидкого впровадження,  
чітке визначення неприйнятної поведінки,  
демонстрація політичної рішучості суб'єкта регулювання;  
та *недоліки*:

небезпека виникнення «регуляторної пастки» – тісний зв'язок між суб'єктом та адресатом регулювання може призводити



до того, що суб'єкт регулювання починає діяти в інтересах адресата, а не в публічних інтересах,

легалізм – складність, негнучкість і надмірна обтяжливість встановлюваних правил,

складність визначення належних стандартів поведінки.

*Заохочувальні засоби (incentive-based regulations)* мають на меті модифікування поведінки адресатів регулювання шляхом зміни граничних витрат або граничних вигод, пов'язаних з певними рішеннями або діяльністю. *Перевагами* таких засобів є:

низька дискреція суб'єкта регулювання,

можливість вибору варіантів поведінки адресатами регулювання,

низькі витрати впровадження,

заохочення технологічних інновацій;

*недоліками* –

ймовірність створення складних і негнучких правил,

презюмування економічної раціональності, яка не завжди має місце,

складність прогнозування наслідків регулювання.

*До засобів ринкового впливу (market-based mechanisms)* відносять засоби конкурентного регулювання, укладання договорів з приватними партнерами на конкурсній основі, продаж ліцензій та квот на викиди шкідливих речовин, вимоги щодо розкриття інформації. *Перевагами* таких засобів є:

реагування підприємств на вимоги ринку, а не бюрократів;

гнучкість;

низькі витрати впровадження;

*недоліками* –

непевність і трансакційні витрати, пов'язані з застосуванням,

можливість створення бар'єрів для доступу на ринок,

залежність від прозорості і надійності інформації [479].

Розглянутий поділ засобів близький до традиційного для господарсько-правової науки поділу засобів (методів) державного керівництва економікою на адміністративні та економічні [36, с. 94]. З точки зору останнього, засоби команди-контролю виступають адміністративними засобами, заохочувальні засоби та засоби

ринкового впливу – економічними. Разом з тим, між двома останніми видами засобів є істотна різниця. В результаті дії заохочення вигода адресата регулювання отримується від держави (безпосередньо, коли йдеться про пряму фінансову підтримку, або опосередковано, коли йдеться, наприклад, про податкові пільги). Застосування засобів ринкового впливу не пов'язана з бюджетними втратами, їх дія заснована на використанні самими адресатами регулювання наявних на ринку можливостей з метою їх максимізації.

**За структурою** уявляється необхідним поділяти засоби на:

- дискретні;
- комплексні.

*Дискретні засоби* є відносно самостійними в механізмі правового регулювання, застосування кожного окремого засобу має власний регуляторний ефект, кожен засіб повинен піддаватися аналізу з точки зору співвідношення втрат і вигод від його застосування.

*Комплексні засоби* мають складну структуру – можуть бути розкладені на кілька окремих засобів, однак регуляторний ефект досягається внаслідок застосування усіх складових у їх взаємозв'язку. Прикладом комплексного засобу є спеціальний режим господарської/інвестиційної діяльності, який являє собою правовий режим, що визначає особливий порядок організації і здійснення господарської діяльності на певній території або у певній галузі економіки [57, с. 15]. Комплексний засіб повинен розглядатися як єдине ціле і для цілей аналізу з точки зору співвідношення втрат і вигод від його застосування.

**За обсягом впливу** можна виділити:

- засоби фундаментального впливу, тобто ті, що впливають на основи економічної системи, як-от: розмір ринку, доступність кваліфікованої робочої сили тощо;
- засоби селективного впливу, тобто ті, що переслідують короткострокові селективні цілі, як-от: прискорення розвитку окремих галузей економіки або залучення прямих іноземних інвестицій;
- міжнародно-правові засоби, які закріплюються в МІУ і застосовуються тільки у відносинах, що є предметом регулювання цих угод.

**За стадіями інвестиційного процесу** необхідно виділяти засоби, які застосовуються:

- на передінвестиційній стадії;
- на постінвестиційній стадії.

**Засоби, що застосовуються на передінвестиційній стадії,** стосуються допуску інвестицій і започаткування інвестиційної діяльності (заснування) (*admission and establishment*). «Право допуску» і «право заснування» часто вживаються як синоніми, хоч насправді це не так. Право допуску є правом входження в економічну систему або перебування у ній, тимчасом як право заснування стосується виду (форми) присутності, яка може бути дозволена [321, с. 12]. Втім, ця відмінність втрачає своє значення стосовно прямих інвестицій, які передбачають встановлення довгострокового відношення. У цьому випадку право допуску дорівнює праву заснування [474, с. 54].

У світі проведені численні емпіричні дослідження впливу обмежень допуску і заснування на динаміку інвестиційної діяльності у країні, що їх застосовує, які використовуються їх авторами для підтвердження або спростування певних теорій регулювання. До теорій, що виступають концептуальними рамками застосування відповідних засобів державного регулювання, належать, зокрема:

- теорія регулювання А. Пігу, відома ще під назвою підходу *руки, що допомагає (helping hand view)*, стверджує, що нерегульовані ринки характеризуються численними провалами, від монопольної ринкової влади і до екстерналій. Держава, яка переслідує цілі соціальної ефективності, протистоїть цим провалам і захищає суспільство за допомогою регулювання. Стосовно доступу на ринок ця теорія вказує, що держава здійснює ретельну перевірку нових економічних агентів, щоб впевнитися у придбанні споживачами високоякісних товарів у «бажаних» продавців. Регулювання знижує ймовірність таких провалів ринку, як виробництво низькоякісної продукції фірмами-одноденками і таких екстерналій, як забруднення довкілля. Підхід *руки, що допомагає*, передбачає, що жорсткіше регулювання ринкового доступу, вимірюване, зокрема, кількістю процедур, повинно асоціюватися з суспільно вищими результатами;
- підхід *руки, що хапає (grabbing-hand view)*, вважає державу менш добродійною, а регулювання – суспільно неефективним.

Такий підхід закладений в основу теорії регуляторної пастки Дж. Стіглера, згідно з якою «регулювання придбавається індустрією та розробляється і здійснюється передусім для її блага». Ця теорія вказує, що регулювання доступу на ринок стримує конкуренцію і збільшує прибутки функціонерів індустрії. Оскільки суворіше регулювання ринкового доступу створює перешкоди у такому доступі, воно повинно призводити до посилення ринкової влади і прибутків тих, хто нею володіє, а не до вигод для споживачів;

- інший варіант підходу руки, що хапає, який отримав назву підходу *квиткової каси (tollbooth view)* виходить з того, що регулювання здійснюється заради блага політиків і бюрократів (Е. де Сото). Політики використовують регулювання для сприяння «дружнім» фірмам та іншим політичним спонсорам, отримуючи за це внески до виборчих кампаній та голоси. Крім цього, існування значної кількості дозволів надає чиновникам можливість відмовляти у їх видачі і отримувати хабарі. Згідно з цією теорією, регулювання доступу на ринок якраз і дозволяє суб'єктам регулювання збирати хабарі з потенційних учасників ринку і не слугує соціальним цілям. Більш екстенсивне регулювання повинно асоціюватися з соціально нижчими наслідками, зокрема, корупцією [367, с. 1–3].

У 2000 р. були опубліковані результати першого у світовій практиці глобального за вибіркою дослідження регулювання заснування нових фірм у 85 країнах (автори: С. Д'янков, Р.Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силана та А. Шлейфер). Предметом аналізу стали дані щодо кількості процедур, офіційного часу та офіційних витрат, необхідних для того, щоб новостворений суб'єкт господарювання міг легально розпочати діяльність. Було виявлено, що суворіше регулювання доступу на ринок не асоціюється ані з більшими суспільними вигодами у вигляді якісніших товарів, нижчих рівнів забруднення довкілля тощо, ані з вищими прибутками фірм та недостатністю конкуренції. Натомість, суворіше регулювання доступу асоціюється зі значно вищими рівнями корупції та більшою відносною часткою неофіційної економіки. Тобто, результати дослідження не підтримали ні теорію руки, що допомагає, ні теорію регуляторної пастки, і засвідчили на користь теорії квиткової каси [367, с. 4–5].

Одним з авторів зазначеного дослідження економіст С. Д'яков започаткував один з найвідоміших проектів Світового банку – рейтинг «Ведення бізнесу» (*Doing Business*), який публікується щорічно починаючи з 2003 р. і оцінює сприятливість регуляторного середовища для заснування і діяльності суб'єктів господарювання у 185 країнах. Проект отримав широке визнання і використовується науковцями, політиками, експертами з розвитку, журналістами і бізнес-спільнотою для критики бюрократії і пропагування регуляторних реформ. За свідченням творця проекту С. Д'якова, у 2003–2008 роках 193 реформи відбулися в 116 країнах. Найбільш популярними в цей період були сім видів реформ: скорочення застарілих формальностей (до яких автор відносить, зокрема, обов'язковість печатки компанії), стандартизація установчих документів, скорочення вимог до мінімального розміру статутного капіталу, виведення реєстрації компаній з відання судів, запровадження добровільності використання нотаріальних послуг, запровадження «єдиного вікна» для реєстрації компаній, дозвіл онлайн-реєстрації [368, с. 9].

Україна традиційно посідає дуже низькі позиції у рейтингу «Ведення бізнесу», хоч останній на момент написання цієї роботи рейтинг засвідчив певне покращення порівняно з попередніми рейтингами (див. таблицю) [370]:

	Рейтинг «Ведення бізнесу 2013»	Рейтинг «Ведення бізнесу 2012»
<b>Сумарний рейтинг</b>	<b>137</b>	<b>152</b>
<b>За окремими показниками:</b>		
започаткування бізнесу	50	116
отримання дозволів на будівництво	183	182
реєстрація прав власності	149	168
захист інвесторів	117	114
система оподаткування	165	183
транскордонна торгівля	145	144
примусове виконання договорів	42	44
ефективність процедур банкрутства	157	158

Звернемо увагу, що найбільш значної позитивної динаміки (плюс 66 пунктів) зазнав показник «започаткування бізнесу», що є наслідком проведених в Україні новітніх реформ, зокрема: запровадження електронної реєстрації юридичних осіб та фізичних осіб-підприємців Законом України від 19 жовтня 2010 р. № 2609-VI; скасування свідоцтва про державну реєстрацію юридичної особи та фізичної особи – підприємця Законом України від 7 квітня 2011 р. № 3205-VI; запровадження принципу державної реєстрації юридичних осіб на підставі модельного статуту Законом України від 21 квітня 2011 р. № 3262-VI; спрощення окремих аспектів процедури започаткування підприємництва (у тому числі, скасування вимог до мінімального розміру статутного капіталу товариства з обмеженою відповідальністю) Законом України від 21 квітня 2011 р. № 3263-VI; затвердження Законом України від 19 травня 2011 р. № 3392-VI вичерпного Переліку документів дозвільного характеру у сфері господарської діяльності; прийняття нового Митного кодексу України від 13 березня 2012 р.; завершення принципу «єдиного вікна» при здійсненні державної реєстрації суб'єктів господарювання та взяття їх на облік в органах державної статистики, державної податкової служби, Пенсійного фонду України згідно з Законом України від 24 травня 2012 р. № 4839-VI тощо.

Власне методологія рейтингу «Ведення бізнесу» не є аксіоматичною і може викликати критику. Зокрема, окремі автори зазначають, що ця методологія є дефектною, оскільки бере до уваги лише початкові витрати часу і коштів, пов'язані з започаткуванням бізнесу. Вона цілком нехтує різноманітними вигодами, що їх забезпечують на майбутнє системи формалізації бізнесу як суб'єктам господарювання, так і державним органам. Понад усе, вона нехтує негативними наслідками низькоякісної формалізації в площині майбутніх трансакційних витрат та вирішення спорів. Крім того, ця методологія охоплює лише обов'язкові процедури, залишаючи поза увагою ті, що формально можуть не бути обов'язковими, але є широко поширеними і такими, яких складно уникнути. Натомість, вимірюючи ефективність правових і, особливо, формалізаційних процедур слід враховувати витрати і вигоди, що мають місце як *ex ante*, так і *ex post* [326, с. 9–10].

Таким чином, головним пріоритетом регуляторної реформи має бути не зменшення вартості формалізації бізнесу (витрат, які здійснюються одноразово), а зниження загальних трансакційних витрат господарської діяльності, що потребує підвищення цінності формалізації [326, с. 17].

Вважаємо, що критику методології рейтингу «Ведення бізнесу» слід взяти до уваги, однак не в плані визнання її хибності. Спрощення процедур допуску і заснування не означає автоматичного зниження цінності інформації, що отримується внаслідок цих процедур і підвищення майбутніх трансакційних витрат. Мова повинна йти про інше – спрощення зазначених процедур є лише однією з численних складових покращення якості державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної, діяльності. Як зазначається в одному з досліджень ОЕСР, «існує ризик того, що адміністративна симпліфікація відвертатиме зусилля від інших, інколи фундаментальніших реформ, які приносять навіть більші економічні і соціальні вигоди. Програми адміністративної симпліфікації не є заміною досконалої програми [підвищення] якості регулювання» [361, с. 100].

Заходи державного регулювання, які застосовуються *на пост-інвестиційній стадії*, є надзвичайно різноманітними. Спроби їх узагальненої характеристики здійснюються у спеціальній літературі різної спрямованості, відповідно до якої ці заходи можуть отримувати різні спільні назви. Так, наприклад, дослідження ЮНКТАД з питань міжнародного інвестиційного права оперують терміном «операційні заходи приймаючої країни» (*«host country operational measures»*). Концепція операційних заходів приймаючої країни охоплює величезний ряд заходів, які охоплюють усі аспекти інвестиційної діяльності (як-от право власності і контроль, найм робочої сили, постачання виробничих ресурсів, умови збуту продукції) і зазвичай набирають вигляду або обмежень, або вимог до виробництва (*performance requirements*). У широкому сенсі операційні заходи приймаючої країни включають не лише операційні обмеження або вимоги до виробництва, але й інвестиційні стимули та будь-які адміністративні вимоги, що можуть вплинути на інвестиційну діяльність [401, с. 7–8].

Операційні заходи приймаючої країни зазвичай існують в одній з двох основних форм. Першою формою є обмеження інвестиційної діяльності, що можуть бути поведінковими або кількісними; іншими словами, це зобов'язання *non facere*. Друга форма охоплює встановлювані державою умови, згідно з якими суб'єкти повинні досягати спеціальних цілей при здійсненні інвестиційної діяльності на її території. Це зобов'язання *facere*, що вимагають позитивних дій від інвесторів (або накладають позитивні умови щодо їх діяльності) [401, с. 10–11].

Для джерел, у яких центральними є питання взаємозв'язку інвестицій та торгівлі, характерним є термін «пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи» (ТРІМс) (*trade-related investment measures (TRIMs)*). Існує тенденція вживання цього терміну у дуже широкому значенні, внаслідок чого він охоплює практично усі заходи державного регулювання постінвестиційної стадії. Центр Об'єднаних Націй з транснаціональних корпорацій (ЮНСТК) та ЮНКТАД виділяють чотири категорії ТРІМс: інвестиційні стимули; вимоги до виробництва; корпоративні заходи (обмежувальна ділова практика); заходи країни інвестора [523, с. 12]. Інвестиційні стимули розглядалися нами вище; приклади корпоративних заходів (розподіл ринків; недопущення до торгів; відмова в укладанні угод; ексклюзивна торгівля; зв'язані продажі; фіксоване ціноутворення; диференційне ціноутворення; внутрішньокорпоративне ціноутворення (*transfer pricing*) [523, с. 12]) або являють собою порушення конкурентного законодавства, а відтак взагалі не можуть розглядатися як заходи державного регулювання інвестиційної діяльності, або мають надто віддалене відношення до інвестиційної діяльності у вузькому розумінні, яка є предметом нашої основної уваги; заходи країни інвестора (*home country measures*) являють собою спеціальний предмет дослідження [400] і так само навряд чи можуть бути висвітлені у цій роботі. Детальніше зупинимось на вимогах до виробництва (*performance requirements*), які, з очевидністю, є найбільш гетерогенною та дискутованою категорією ТРІМс. Основними відомими світовій практиці видами вимог до виробництва є:

вимоги участі національного капіталу (*local equity requirements*), згідно з якими місцеві інвестори повинні володіти певною часткою у капіталі підприємства;



обмеження грошових переказів (*remittance restrictions*), згідно з якими обмежується право іноземних інвесторів на репатріацію прибутків (доходів) від інвестицій з метою спонукання їх до реінвестування у місцеві проекти;

обмеження обміну валют (*foreign exchange restrictions*), згідно з якими можливість придбання інвестором іноземної валюти обмежені обсягами надходжень в іноземній валюті на користь цього інвестора;

обмеження виробництва (*manufacturing limitations*), згідно з якими інвестор позбавляється права виробляти певну продукцію в приймаючій країні;

вимоги трансферу технологій (*transfer-of-technologies requirements*), які вимагають передачі певних технологій місцевим підприємствам та здійснення певних обсягів/видів дослідних і впроваджувальних робіт у приймаючій країні;

вимоги місцевого продажу (*domestic sales requirements*), згідно з якими інвестор зобов'язаний реалізовувати частину вироблюваної продукції на місцевому ринку;

вимоги локального виробництва (*manufacturing requirements*), згідно з якими іноземні інвестори повинні виробляти певну продукцію у приймаючій країні;

вимоги цільового виробництва (*product-mandating requirements*), згідно з якими інвестор зобов'язується виробляти конкретний вид продукції (типовим прикладом цього виду вимог вважається концепція спеціальних економічних зон у Китаї [332, с. 8]);

вимоги балансу торгівлі (*trade-balancing requirements*), згідно з якими інвестор зобов'язаний оплачувати імпорتنі поставки за рахунок надходжень від експортних операцій;

вимоги місцевого вмісту (*local content requirements*), згідно з якими інвестор зобов'язаний використовувати у виробництві продукції певну кількість/частку місцевої сировини, комплектуючих тощо;

вимоги щодо експорту (*export performance requirements*), згідно з якими інвестор зобов'язаний експортувати певну частку вироблюваної продукції з метою збільшення надходжень іноземної валюти в економіку приймаючої країни.

Свобода держав застосовувати заходи державного регулювання на постінвестиційній стадії обмежується міжнародним правом, причому значно суттєвіше, ніж на передінвестиційній стадії (це пов'язано з тим, що абсолютна більшість МІУ встановлюють зобов'язання держав-учасниць щодо лише постінвестиційної стадії, тимчасом регулювання допуску інвестицій і започаткування інвестиційної діяльності (передінвестиційна стадія) визнається суверенним правом цих держав, яке може здійснюватися ними на їх власний розсуд). На багатосторонньому рівні найважливіші норми, що забороняють використання певних операційних заходів, містяться в угодах СОТ. ГАТТ не містить спеціальних приписів щодо інвестицій; однак певні заходи, які стосуються інвестицій і водночас впливають на торгівлю товарами, охоплюються принципом національного режиму (ст. III ГАТТ, передусім, частина 4<sup>33</sup>) та загальною заборонаю кількісних обмежень (ст. XI.2 ГАТТ). Взаємозв'язок торгівлі й інвестицій та відповідні зобов'язання країн-членів СОТ знайшли детальніше відображення в спеціальній Угоді про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи (ТРИМС) [296]. Відповідно до ст. 2 цієї Угоди, без порушення інших прав та обов'язків згідно з ГАТТ 1994 жоден з членів не повинен застосовувати ніякий ТРИМ, що суперечить положенням ст. III або ст. XI ГАТТ 1994. Ілюстративний перелік заборонених ТРИМС міститься у Додатку до цієї Угоди:

1) До ТРИМС, які суперечать зобов'язанню щодо національного режиму, передбаченому в ч. 4 ст. III ГАТТ 1994, належать ті, що вимагають:

а) купівлі або використання підприємством продукції вітчизняного походження чи з будь-якого вітчизняного джерела, визначеної або по конкретних видах продукції, або обсягом чи вартістю

---

<sup>33</sup> Товарам, що походять з території будь-якої сторони, імпортованим на територію будь-якої іншої сторони, повинен надаватися режим не менш сприятливий, ніж режим, який надається аналогічним товарам національного походження, щодо всіх законів, правил та вимог, які стосуються внутрішнього продажу, пропозиції до продажу, купівлі, транспортування, розподілу чи використання товарів.

продукції, або часткою, що вироблена на місці, в загальному обсязі чи вартості продукції (вимога локального вмісту);

б) щоб закупівлі чи використання підприємством імпортованих товарів обмежувалися обсягами, пов'язаними з обсягом чи вартістю місцевої продукції, яку воно експортує (вимога балансу торгівлі).

2) До ТРІМС, що суперечать зобов'язанню загального скасування кількісних обмежень, передбаченому у ч. 1 ст. XI ГАТТ 1994, належать ті, що обмежують:

а) імпорт підприємством продукції, яка використовується або має відношення до його місцевого виробництва, взагалі чи у обсязі, що залежить від обсягу або вартості місцевої продукції, яку воно експортує (вимога балансу торгівлі);

б) імпорт підприємством продукції, яка використовується або має відношення до його місцевого виробництва, шляхом обмеження його доступу до валюти обсягом, пов'язаним з надходженням валюти від діяльності підприємства (обмеження обміну валют);

с) експорт чи продаж для експорту підприємством продукції, визначеної або по конкретних видах продукції, або обсягом чи вартістю продукції, або часткою, що вироблена на місці, в загальному обсязі чи вартості продукції (вимога місцевого продажу).

Угода ТРІМС поширюється як на іноземних, так і на національних інвесторів і забороняє не лише ті ТРІМС, які є обов'язковими вимогами за своєю природою, але й ті, дотримання яких є необхідним для отримання економічних вигод (інвестиційних стимулів). Крім того, ТРІМС не диференціюються залежно від моменту їх застосування: заборона статті 2 Угоди стосується як заходів, що застосовуються на момент започаткування інвестиційної діяльності, так і тих, що застосовуються пізніше. З іншого боку, можна виділити дві риси Угоди ТРІМС, які визначають обмеженість її дії: по-перше, вона забороняє лише певне коло найбільш одіозних ТРІМС, а саме: вимоги місцевого вмісту, вимоги балансу торгівлі, обмеження обміну валют та вимоги місцевого продажу; інші заходи, у тому числі заборонені деякими МІУ, дією Угоди ТРІМС не охоплюються; по-друге, Угода застосовується тільки до інвестиційних заходів, пов'язаних з торгівлею товарами. Про заходи, які стосуються торгівлі послугами, йдеться у Генеральній угоді з торгівлі

послугами (ГАТС) [401, с. 19]. З вступом до СОТ Україна не застосує жодних заходів, що суперечать Угоді ТРІМС<sup>34</sup>.

Загальна оцінка заходів державного регулювання, що застосовуються на постінвестиційній стадії, ускладнена з кількох міркувань. По-перше, ці заходи є надзвичайно різноманітними, а їх характеристики значною мірою відрізняються. По-друге, оскільки ці заходи застосовуються у різних галузях і сферах економіки, дані про частоту їхнього використання та їхній вплив погано піддаються узагальненню. По-третє, такі заходи зазвичай є частиною ширшого контексту інвестиційних стимулів та обмежень, внаслідок чого їх вплив може бути складно відділити від впливу інших заходів. Насамкінець, загальна оцінка таких заходів передбачає наявність теоретичного підґрунтя аналізу, яке складно виробити, враховуючи різні рівні розвитку і економічні структури країн, що ці заходи застосовують [401, с. 59].

### **Вигодо-витратний аналіз заходів державного регулювання інвестиційної діяльності**

Один з найбільш поширених і авторитетних у світовій практиці підходів до регуляторної реформи вимагає від суб'єктів регулювання застосування *вигодо-витратного аналізу (cost-benefit analysis)* до пропонуванних регуляторних заходів, а також до чинних заходів з перспективою можливого їх перегляду. Вигодо-витратний аналіз є аналітичною процедурою, яка оцінює чисту економічну корисність певного регуляторного заходу. Він конвертує усі витрати і доходи, пов'язані з реалізацією цього заходу, у грошовий вимір і визначає, чи переважають вигоди над витратами [360, с. 1]. Цей підхід може бути застосований до неринкових «публічних благ», як-от якість

---

<sup>34</sup> У зв'язку з вищесказаним, навряд чи Угода ТРІМС може розглядатися як така, що несе суттєві загрози інтересам приймаючих країн, як про це йшлося, зокрема, у період, що передував вступу України до СОТ. У джерелах, що розглядають проблематику ТРІМС з точки зору інтересів глобальної економіки, навпаки, дуже скептично оцінюється потенціал Угоди ТРІМС в царині усунення перешкод для міжнародної торгівлі. «Чим менша мета, тим менші досягнення. Мандат Угоди про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи та її практичні імплікації не можуть бути описані інакше» [332, с. 22]

довкілля, так само як і до ринкових товарів і послуг, хоч грошовий вимір неринкових благ є набагато проблематичнішим. Різновидом вигодо-витратного аналізу є аналіз ефективності витрат (*cost-effectiveness analysis*), де наслідок регуляторного рішення приймається як даний, а шляхом аналізу намагаються визначити найменш витратний спосіб досягнення цілі [419, с. ES-1].

Теоретичним підґрунтям вигодно-витратного аналізу є положення економічної теорії права про оцінку правових норм з точки зору економічної ефективності. У свою чергу, критерієм ефективності виступає критерій максимізації багатства. Суспільство досягає мети максимізації сукупного багатства у разі, якщо блага належать людям, які готові і спроможні заплатити за них максимальну ціну. У відповідності з цим критерієм правомочність передається тій стороні, яка готова заплатити за неї більше. Хоч це правило і не застосовується в дійсності, його мета – показати, як міркує законодавець при прийнятті рішення. Він повинен передати право тій стороні, яка *готова заплатити* вищу ціну [130, с. 12].

Місце вигодо-витратного аналізу в парадигмі державного регулювання піддається різним оцінкам (прикметно, що дискусії навколо цього методу є найбільш гострими у США, які є його «батьківщиною»). Згідно з найбільш категоричною точкою зору, вигодо-витратний аналіз спроможний і повинен давати пряму відповідь на питання, чи варто впроваджувати певний регуляторний захід. Якщо такий захід проходить вигодо-витратний тест краще, ніж альтернативи, він повинен бути впроваджений, якщо ні – від нього слід відмовитися. Ця точка зору, однак, заснована на спірному уявленні про економічну ефективність як єдину мету і бажаний результат регуляторної політики.

Більш поміркований погляд вказує, що вигодо-витратний аналіз забезпечує статистичну базу для оцінки економічної ефективності проекту, однак така ефективність є лише одним з чинників, що повинні братися до уваги суб'єктом регулювання. Тим не менше, такий аналіз необхідний для виявлення закладених у виборі регуляторного заходу суперечностей, як-от: наскільки значними будуть втрати ефективності на користь інших цінностей, які є намір врахувати.

Необхідно погодитися з тим, що практичним інструментом регуляторної політики вигодо-витратний аналіз виступатиме лише тоді, коли матиме значення механізму вето. Тобто, суб'єкти регулювання повинні бути зобов'язані відмовлятися від вжиття заходів, які не проходять вигодо-витратного тесту. Таким чином, вигодо-витратний аналіз поставатиме як метод, що не здатен забезпечити безумовного «так», але здатен забезпечити безумовне «ні» при прийнятті рішення щодо регуляторного заходу. Інакше цей метод залишатиметься чисто теоретичною концепцією [360, с. 2–3].

Останній підхід уявляється цілком придатним для оцінки пропонуванних або чинних заходів державного регулювання інвестиційної діяльності. Оскільки мета таких заходів суто економічна (акумуляція капіталу в певних галузях та/або сферах народного господарства), немає потреби враховувати чинники, які не піддаються кількісному вимірюванню – соціальні, духовні та психологічні цінності. Таким чином, можна з певністю стверджувати про неприйнятність заходів державного регулювання інвестиційної діяльності, які не проходять вигодо-витратного тесту.

Слід відзначити також, що, хоч оскільки зазвичай вигодо-витратний аналіз пов'язують з оцінкою тільки підзаконного регулювання, він може відігравати конструктивну роль і в оцінці перспективних законодавчих актів. Ключовим викликом застосування цього методу в останньому випадку є ідентифікація специфічних вимог, що впливають з букви нового закону. Часто нові законодавчі акти тільки встановлюють загальні цілі, тож підзаконне регулювання і судова практика є необхідними для того, щоб виробити працездатну правову інтерпретацію законодавчих вимог. Застосування вигодо-витратного аналізу на етапі законотворення може бути корисним не тільки у виявленні потенційних наслідків законодавчих вимог, а й у спонуканні до більш ретельного обмірковування того, чого насправді вимагатиме буква закону (включаючи непередбачувані наслідки) [419, с. 51].

Більшість розвинених країн запровадили певні вимоги застосування вигодо-витратного аналізу до заходів державного регулювання, щонайменше у рамках певних сфер або програм. Так, у США вигодо-витратний аналіз є частиною регуляторного процесу протягом

більш як тридцяти років. Зокрема, Виконавчий наказ 12866, виданий Президентом США В. Клінтоном 30 вересня 1993 р. [482], зобов'язує федеральні агентства здійснювати вигодо-витратний аналіз усіх значних регуляторних заходів<sup>35</sup>. Бюро управління і бюджету США розробило керівництва з вигодо-витратного аналізу, які інструктують федеральні агентства з приводу того, як потрібно його здійснювати. Попри присутність критики цього методу<sup>36</sup>, загалом визнається, що він глибоко вкорінений в регуляторному процесі США, і навряд чи щось зміниться протягом найближчих десятиліть. Що ж до наукового співтовариства, особливо юридичного, то воно усе більше зосереджується на покращенні вигодо-витратного аналізу, аніж на спробах витіснити його з регуляторного процесу [503, с. 2]. До країн, де прийняті урядові керівництва з вигодо-витратного аналізу регуляторних заходів, належать Австралія [328] та Канада [345].

За межами країн загального права вигодо-витратний аналіз набуває все більшої ваги в регуляторному процесі Європейського

---

<sup>35</sup> «Значний регуляторний захід» означає будь-який регуляторний захід, який може:

- 1) справляти щорічний вплив на економіку у розмірі 100 млн. дол. чи більше, або негативно впливати суттєвим чином на економіку, сектор економіки, продуктивність, конкуренцію, зайнятість, довкілля, публічне здоров'я або безпеку, або державні органи чи територіальні громади;
- 2) створювати серйозну несумісність або іншим чином втручатися у дію, що здійснюється або планується іншим державним органом;
- 3) суттєвим чином змінювати бюджетний вплив наданих прав, грантів, позик або права та обов'язки їх реципієнтів, або
- 4) піднімати нові питання права або політики, що впливають з законних повноважень, пріоритетів Президента або принципів, визначених у цьому Виконавчому листі (п. f) розділу 4 Виконавчого наказу).

<sup>36</sup> Так, наприклад, американські фахівці – члени Центру прогресивної реформи вказують на численні методологічні і концептуальні вади, притаманні способу, у який вигодо-витратний аналіз застосовується до регуляторних заходів, спрямованих, зокрема на охорону здоров'я, забезпечення безпеки і захист довкілля. Як альтернативний метод ними пропонується «прагматичний аналіз регуляторного впливу» (*«pragmatic regulatory impact analysis»*), який відрізняє врахування якнайширшого спектру чинників і викладення аргументації у формі опису, а не розрахунків [514, с. 3–4].

Союзу. У червні 2002 р. Європейська Комісія (ЄК) оголосила про заміну раніше здійснюваного нею секторального аналізу регуляторного впливу інтегрованим процесом оцінки впливу (*Impact assessment*), який передбачає *ex ante* дослідження потенційних соціальних, економічних та екологічних впливів пропозицій ЄК. Також він включає перевірку дотримання принципів субсидіарності та пропорційності, так само як і вимогу проведення консультацій з заінтересованими особами. З того часу оцінка впливу лежить в основі Програми кращого регулювання ЄК [336].

Одна з найважливіших засад застосування засад застосування оцінки впливу ЄК полягає у тому, що результати оцінки впливу розглядаються як частина, але не визначають кінцевого політичного рішення. Як вказано в Повідомленні ЄК про оцінку впливу 2002 р. [353], «Оцінка впливу є допомогою у прийнятті рішень, а не заміною політичному рішенню» (п. 1.2).

Кожна оцінка впливу, здійснювана ЄК, повинна пройти деякі аналітичні кроки:

- дослідження проблеми політики, включаючи розгляд того, яким чином вона розвиватиметься та впливу будь-яких дій, вже вжитих або тих, що вживаються;
- визначення чітких цілей політики, які мають пряме відношення до проблеми. По суті, цілями політики є «бажані впливи», які повинні бути визначені достатньо чітко для того, щоб дозволяти ефективний моніторинг і оцінку їхнього досягнення;
- визначення низки альтернативних підходів або опцій, кожен з яких має потенціал досягнення цілей політики. При цьому настійно заохочується включення підходів або опцій політики, які є альтернативами традиційним формам регулювання (спів- або саморегулювання, інструменти ринкового впливу тощо).
- кожна з опцій політики, визначена як спроможна досягти поставлених цілей, повинна бути проаналізована з точки зору її потенційних економічних, соціальних та екологічних впливів. У деяких випадках прийнятним є аналіз впливів, суто описовий або якісний за своєю суттю. Однак, коли впливи видаються суттєвими або суперечливими, слід докладати зусиль до присвоєння цим впливам кількісних або монетарних значень;



- кожен з аналізованих підходів або опцій необхідно порівняти з точки зору їхніх потенційних впливів та їхньої спроможності досягати поставлених цілей в принципі (критерій результативності), досягати цілей з мінімальними витратами (критерій ефективності) та узгодженості з іншими напрямками політики [485, с. 17–18]. Прийняте ЄК Керівництво з оцінки впливу (2009 р.) [403] встановлює, що трьома найбільш відповідними методами такого порівняння є вигодо-витратний аналіз (повний або частковий), аналіз ефективності витрат та мультикритеріальний аналіз.

*Повний вигодо-витратний аналіз* повинен застосовуватися, коли найбільш значуща частина як витрат, так і вигод може бути виражена у кількісному і грошовому вимірі, а також коли наявний певний ступінь свободи вибору щодо міри, якою повинні бути досягнуті цілі. Захід вважається виправданим, коли від втручання можна очікувати чистих вигод.

*Частковий вигодо-витратний аналіз* може здійснюватися, коли лише частина витрат і вигод може бути виражена у кількісному і грошовому вимірі. Результуючі чисті витрати повинні бути протиставлені якісній оцінці інших витрат і вигод.

*Аналіз ефективності витрат* повинен застосовуватися, коли регуляторна ініціатива передбачає фіксовану мету (певний рівень або ціль, які повинні бути реалізовані на визначену дату). Він вимагає обрахування витрат, необхідних для досягнення мети, а потім порівняння витрат, властивих різним шляхам її досягнення. Цей метод є альтернативою вигодо-витратному аналізу у тих випадках, коли вигоди регулювання складно оцінити в грошовому вимірі. Аналіз ефективності витрат має результатом ранжування регуляторних опцій за критерієм «витрати на одиницю ефективності» кожного заходу.

Термін «*мультикритеріальний аналіз*» охоплює широкий спектр прийомів, спільними для яких є мета поєднання позитивних і негативних впливів у єдиних рамках, що дозволяє простіше порівняння альтернативних сценаріїв. По суті, він застосовує вигодо-витратні міркування до випадків, коли існує необхідність оцінки впливів, які є сумішшю якісних, кількісних та монетарних даних, і де мають місце різні ступені визначеності [403, с. 45–47].

Починаючи з 2005 р. усі позиції, включені до Щорічної стратегії (*Annual Policy Strategy*) та Законодавчої і робочої програми (*Legislative and Work Programme*) ЄК підлягають оцінці впливу. Разом з тим, оцінка впливу проводиться також щодо важливих ініціатив, які не фігурують у цих ключових програмних документах [485, с. 18].

В Україні законодавчу основу оцінки впливу регуляторних заходів становить Закон України від 11 вересня 2003 р. «Про засади державної регуляторної політики» [198], відповідно до ст. 1 якого *державна регуляторна політика у сфері господарської діяльності* є напрямом державної політики, спрямованим на вдосконалення правового регулювання господарських відносин, недопущення прийняття економічно недоцільних та неефективних регуляторних актів, зменшення втручання держави у діяльність суб'єктів господарювання та усунення перешкод для розвитку господарської діяльності. До регуляторних органів Законом віднесені Верховна Рада України (тобто, об'єктами оцінки регуляторного впливу є і закони України), органи виконавчої влади та окремі «нетипові» суб'єкти регулювання господарських відносин.

Одним з принципів державної регуляторної політики з-поміж визначених ст. 4 зазначеного Закону є *ефективність* – забезпечення досягнення внаслідок дії регуляторного акта максимально можливих позитивних результатів за рахунок мінімально необхідних витрат ресурсів суб'єктів господарювання, громадян та держави. Разом з тим, Закон не містить положення про недопущення прийняття регуляторних актів, які є економічно неефективними або скасування тих, які виявили неефективність.

Ст. 8 зазначеного Закону встановлює, що стосовно кожного проекту регуляторного акта його розробником готується аналіз регуляторного впливу. Етапи здійснення такого аналізу зовні доволі подібні до описаних раніше етапів оцінки впливу в ЄС. Разом з тим, у Законі відсутні конкретні вказівки на те, який саме *метод* аналізу регуляторного впливу (вигодо-витратний аналіз, аналіз ефективності витрат, мультифакторний аналіз тощо) необхідно застосовувати і у яких випадках. Не розроблено і офіційного Керівництва з оцінки регуляторного впливу, аналогічного тим, що існують в розвинених

країнах. Крім того, слід визнати нереалістичним положення Закону, згідно з яким аналізу регуляторного впливу піддається кожен регуляторний захід, оскільки за такого підходу зазначений аналіз завідомо перетворюється на бюрократичну формальність. Насправді, якісний аналіз впливу є витратною процедурою, здійснення якої виправдане лише у випадках, коли йдеться про найважливіші («суттєві») регуляторні заходи.

Таким чином, можна констатувати, що, попри дію Закону України «Про засади державної регуляторної політики у сфері господарської діяльності» реальної методологічної основи оцінки заходів державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної, діяльності не створено. У зв'язку з цим пропонується:

- у сфері державного регулювання господарської діяльності загалом: визначення кола регуляторних заходів, які підлягають оцінці впливу; визначення методів оцінки впливу (основним методом повинен виступати вигодо-витратний аналіз, інші методи можуть застосовуватися за чітко визначених умов); визначення наслідків непроходження регуляторним заходом передбаченого методом аналізу тесту (за загальним правилом – неможливість прийняття заходу або скасування заходу); прийняття офіційного Керівництва з оцінки регуляторного впливу;

- у сфері державного регулювання інвестиційної діяльності: доповнення Закону України «Про інвестиційну діяльність» нормою, згідно з якою не допускається застосування заходів державного регулювання інвестиційної діяльності, якщо внаслідок такого застосування не досягатиметься перевищення вигод над витратами суб'єктів господарювання, громадян, суспільства та держави.

## **2.4. Інвестиційний договір як засіб саморегулювання інвестиційної діяльності**

Договір є однією з головних правових форм господарських зв'язків та синтетичним актом правореалізації, в якому такі форми реалізації права, як дотримання, виконання і використання, комбінуються залежно від виду відносин, які опосередковуються договором

[11, с. 70]. Відповідно до Закону України «Про інвестиційну діяльність» договір є основним правовим документом, що регулює взаємовідносини між суб'єктами інвестиційної діяльності. Укладання договорів, вибір партнерів, визначення зобов'язань, будь-яких інших умов господарських взаємовідносин, що не суперечать законодавству, є виключною компетенцією суб'єктів інвестиційної діяльності (ст. 9). Інвестиційні договори відіграють вирішальну роль у визначенні умов інвестиційного проекту і становлять ключовий інструмент управління ним. Вони встановлюють розподіл ризиків, витрат і вигод, пов'язаних з проектом. Вони ж визначають міру, якою інвестиція забезпечує зростання публічних доходів і сприяє досягненню інших цілей розвитку приймаючої економіки.

В інвестиційній сфері укладаються договори, різні за своїм спрямуванням: одні з них опосередковують вкладення інвестицій, інші – виконують допоміжну роль, забезпечуючи надання учасникам інвестиційної діяльності різного роду послуг, що не є обов'язковою складовою інвестиційного процесу. Першу категорію договорів умовно можна назвати *інвестиційними* або договорами інвестиційного характеру [22, с. 177] (терміни «інвестиційний договір» та «договір інвестиційного характеру» ми вважаємо синонімами і живатимемо перший з них як більш лаконічний і такий, що має відповідник у зарубіжній юридичній літературі і практиці (*investment contract*)).

Визначення інвестиційного договору у юридичній літературі зазвичай дають на основі переліку його кваліфікуючих ознак; ці ж ознаки слугують підставою для висновків про місце інвестиційного договору в системі договорів. На думку О.Е. Сімсон, такими ознаками є: 1) закріплення факту вкладення інвестиції (майна, майнових прав і інших цінностей, що мають ринкову вартість); 2) вкладення здійснюється інвестором безпосередньо в об'єкт інвестування чи шляхом передачі їх реципієнту для реалізації інвестицій; 3) об'єктами інвестування є такі об'єкти підприємницької діяльності, як основні фонди, обігові кошти, статутний капітал; 4) мета – одержання прибутку від використання інвестиції, що може бути пов'язаний з прибутком інвестованого підприємства, а може бути і не пов'язаний; 5) довгостроковий характер; 6) ризиковий фактор,

пов'язаний з довгостроковим використанням інвестиції в підприємницькій діяльності. При цьому авторка відзначає, що не ставить задачу формулювання нового виду договорів, що раніше не існував у національному праві [275, с. 14].

О.М. Вінник справедливо критикує низку положень О.Е. Сімсон, вказуючи, що: навряд чи інвестиційний договір завжди фіксує факт вкладення інвестицій, оскільки здебільшого є консенсуальним, а не реальним (тобто вважається укладеним при досягненні сторонами згоди щодо всіх істотних умов договору); недоцільно також обмежувати об'єкт інвестування лише об'єктами підприємництва, а мету інвестування – лише отриманням прибутку; важко беззастережно визнати характерною ознакою інвестиційного договору його довгостроковість. Авторка пропонує власну систему ознак інвестиційних договорів, що дозволяють кваліфікувати їх як окрему групу договорів: особливий суб'єктний склад – однією зі сторін договору є інвестор або уповноважена ним особа; спрямування договору на реалізацію інвестицій і досягнення запланованого соціально-економічного ефекту; оплатність договору: за практичні дії щодо реалізації інвестицій виконавець отримує плату за рахунок вкладених інвестором коштів, а інвестор – запланований ним результат інвестування; ризикований характер: інвестор несе основні ризики, пов'язані з вибором виду інвестицій, об'єкта та форми інвестування, виконавців тощо; форма договору – письмова, а в передбачених законом випадках – нотаріально посвідчена; особливості змісту договору, в якому (крім звичайних умов) мають зазначатися: характеристики інвестицій, об'єкт та економіко-правова форма інвестування; строки вкладення інвестицій та виконання практичних дій, спрямованих на їх реалізацію; зобов'язання сторін щодо виконання зазначених практичних дій; розподіл між сторонами ризиків, пов'язаних з інвестуванням [22, с. 178–180].

На думку В.В. Кафарського, особливостями інвестиційного договору є: 1) передумова укладення договору – наявність інвестиційного проекту; 2) довготривалий характер відносин сторін; 3) обов'язкове здійснення інвестицій у формі вкладення майнових та інтелектуальних цінностей в об'єкти підприємницької та інших

видів діяльності; 4) комерційна заінтересованість або досягнення певного соціального ефекту (за умови здійснення державних інвестицій); 5) цільове використання коштів інвестора; 6) спільна (часткова) власність на вкладене майно і на результат інвестиційної діяльності; 7) за інвестиційним договором цінності у вигляді інвестицій, як правило, вкладаються в об'єкти права, а не надаються суб'єктам права. Специфіка позиції автора полягає в обстоюванні самостійності інвестиційного договору як договірної форми. Основною підставою виокремлення інвестиційного договору в особливий договірний вид є інвестиційна мета, яка охоплює реалізацію інвестиційного проекту та визначає спрямованість договірної зобов'язання [69, с. 9–10].

Коротко розглянемо зміст терміну «договірний вид». Як вказують С.В.Бервено та Р.А. Майданик, застосування кількох критеріїв при формуванні класифікацій договорів передбачає їх поділ на однорідні класифікаційні утворення (рід, тип, види тощо), що вимагає виявлення їх поняття та встановлення співвідношення між собою. Рід – це найбільш загальна категорія, якій відповідає сам договір як унікальний регулятор суспільних відносин. Категорія «тип» має застосовуватися для позначення найбільш повної за обсягом групи договорів, які мають ідентичну спрямованість. Складовими елементами категорії «тип» виступають менші за обсягом класифікаційні утворення – підтип, вид та підвид [47, с. 324–325].

Різноманітність інвестиційних відносин є настільки значною, що договори, які їх опосередковують, не можуть бути зведені навіть до одного договірної форми, не кажучи вже про класифікаційні одиниці нижчого порядку. Так, здійснення інвестицій може здійснюватися на підставі: договору про передачу майна (придбання основних засобів, цінних паперів); договору про виконання робіт (створення основних засобів підрядним способом); договору про спільну діяльність (заснування господарської організації, здійснення спільної діяльності без створення юридичної особи) та ін. У зв'язку з цим вважаємо, що поняття «інвестиційний договір» не позначає жодної класифікаційної групи договорів. Це поняття, яке узагальнює усі відомі законодавству і комерційній практиці договори, які опосередковують вкладення інвестицій.

З огляду на це уявляється недоречною сама постановка питання про «кваліфікуючі ознаки» інвестиційного договору. Кваліфікуючі ознаки має інвестиція як внесок і операція, ці ж ознаки виступатимуть формуючими чинниками для інвестиційного договору як зобов'язання. Однак інвестиційні договори не мають жодних ознак, які справджувалися б для кожного договору в межах їх сукупності і характеризували б при цьому саме договірну конструкцію, а не загальну концепцію інвестиції. Для обґрунтування цього положення звернемося до конкретних «ознак інвестиційного договору», які виділяються в юридичній літературі і наводилися вище.

*Стороною договору є інвестор або уповноважена ним особа.* Ця особливість суб'єктного складу безсумнівно є кваліфікуючою ознакою для інвестиції як операції. «Інвестор» є передусім найменуванням функції суб'єкта у процесах суспільного відтворення, а не стороною договору (попри те, що інколи так само може іменуватися і сторона договору). В конкретних договірних правовідносинах інвестори «можуть виступати в ролі вкладників, кредиторів, покупців, а також виконувати функції будь-якого учасника інвестиційної діяльності» (ч. 3 ст. 5 Закону «Про інвестиційну діяльність»), набуваючи при цьому специфічний саме для цих правовідносин комплекс прав та обов'язків. З точки зору договірної конструкції правове становище, скажімо, інвестора (замовника) за договором підряду на капітальне будівництво, інвестора за угодою про розподіл продукції та інвестора на ринку цінних паперів немає нічого спільного.

Те саме стосується і *вкладення інвестиції в об'єкт господарської (у тому числі підприємницької) діяльності*. Об'єкти господарської діяльності, у які можуть вкладатися інвестиції, надзвичайно різноманітні; характеристики об'єкта інвестування, зокрема, є критерієм поділу інвестицій на реальні (капітальні) і фінансові, які опосередковуються цілком різними договорами. Крім того, існують випадки, коли об'єкти прав, в принципі, за своїми економічними і правовими характеристиками, визнані об'єктами інвестиційних правовідносин, не можуть виступати у такій якості в рамках конкретного інвестиційного правовідношення [6, с. 75].

Можна зробити припущення, що різні інвестиційні договори об'єднує не об'єкт інвестицій з точки зору його власних характеристик, а та обставина, що інвестиція «не передається суб'єкту,

а вкладається в об'єкт» [69, с. 10; 166, с. 6]. Втім, коректність цієї тези є спірною, оскільки в конкретному договірному правовідношенні особа реципієнта зазвичай є не менш важливою, аніж об'єкт інвестицій, або ж навіть визначає економічну цінність цього об'єкта. Так, економічна цінність цінного паперу як об'єкта інвестицій визначається результатами фінансово-господарської діяльності його емітента як реципієнта інвестицій.

*Спрямування договору на реалізацію інвестицій і досягнення запланованого соціально-економічного ефекту (інвестиційна мета).* О.М. Вінник слушно вказує, що в результаті виконання договірних зобов'язань цього ефекту може й не бути, а лише створюються умови та засоби для його досягнення [22, с. 179]. Тобто, розуміння інвестиційної мети потребує виходу за рамки договірної конструкції. Вважаємо, що інвестиційна мета є характеристикою інвестиційної діяльності у широкому розумінні як єдності усіх стадій інвестиційного процесу, а інвестиційний договір є лише одним із засобів (інструментів) її досягнення (причому для досягнення єдиної інвестиційної мети може укладатися не один, а декілька, або й значна кількість інвестиційних договорів). Що ж до спрямованості (мети) власне інвестиційного договору, то тут йдеться про дещо інше – передачу майна, виконання робіт, координації спільних дій сторін тощо. Як зазначалося вище, спрямованість договору є підставою для групування договорів за *типами*; тобто, ознака спрямованості швидше роз'єднує інвестиційні договори, аніж об'єднує їх у деяку спільність.

*Довгостроковий характер* не може вважатися кваліфікуючою ознакою інвестиційного договору з огляду на теоретичну і практичну неприйнятність позиції, згідно з якою інвестиціями є лише довгострокові капіталовкладення (див. підрозділ 1.2 цієї роботи). Інша справа, що саме з довгостроковими інвестиційними договорами пов'язаний ряд спеціальних проблем економічного і суто правового характеру, які не властиві або меншою мірою властиві короткостроковим договорам (ймовірність опортуністичної поведінки сторони договору, зміна економічних та правових обставин, що мають значення для виконання договору тощо).

Особливу увагу слід приділити такій ознаці, як *ризиковий характер* інвестиційного договору, оскільки саме вона, як уявляється,



є однією з найбільш складних для розуміння. Наявність особливого *інвестиційного ризику*, рівень якого перевищує рівень регулярного підприємницького ризику, є фундаментальною особливістю інвестиційної діяльності. Юридичне поняття ризику ґрунтовно досліджується, зокрема, у цивілістичній літературі [5], передусім – в рамках зобов'язального права. Включення ризику як самостійного елемента договірної зобов'язання виступає критерієм доктринального поділу оплатних договорів на мінові (комутативні) та ризикові (алеаторні). За визначенням І.С. Тімуш, ризикові (алеаторні) договори є правочинами із зниженим ступенем вірогідності очікуваного зустрічного виконання зобов'язання, в яких розмір чи саме існування зустрічного надання поставлено в залежність від настання юридичного ризику – випадкової обставини, включеної до умов зазначених договорів, що спричиняється незбалансованістю прав і обов'язків зі ступенем їх правового захисту, іншими нетиповими умовами виконання зазначених зобов'язань [285, с.3]. О.Е. Сімсон вважає, що інвестиційні договори є саме ризиковими (алеаторними), при цьому до таких договорів віднесені: договори про спільну інвестиційну діяльність, установчий договір, договір на придбання акцій на первинному ринку цінних паперів не в процесі приватизації, ліцензійні угоди, договір франчайзингу, лізингу, кредитний договір і деякі договори на надання послуг як інвестиції [275, с. 13–14].

Така позиція уявляється суперечливою. Договори про спільну інвестиційну діяльність та засновницькі договори не є відплатними у класичному розумінні, оскільки не передбачають отримання зустрічного еквівалента від контрагента; відтак ці договори взагалі недоречно відносити до мінових або ризикових. Договір на придбання акцій однозначно не є ризиковим (алеаторним). Так, практично будь-яке вкладення капіталу в цінні папери пов'язане з ризиком. В економічному сенсі ризиком цінного папера як фінансового інструмента інвестування є ймовірність відхилення фактичного інвестиційного доходу від очікуваної його величини в ситуації невизначеності динаміки кон'юнктури відповідного сегменту інвестиційного ринку та майбутніх результатів господарської діяльності його емітента [12, с. 332]. Однак такий ризик істотно відрізняється від так

званого алеаторного ризику, тобто ризику, пов'язаного з алеаторними договорами. Особливість алеаторного ризику полягає у тому, що він юридично закріплений у вигляді певної умови договору, через яку на момент його укладення сторони не можуть точно визначити вигоду і збитки у разі виконання ними правочину [5, с. 95].

Ліцензійні договори, договори комерційної концесії (франчайзингу), договори лізингу, а також управлінські та консультаційні договори набувають алеаторного характеру лише у разі, якщо розмір платежів з боку отримувача цінності за договором не є фіксованим, а залежить від результатів господарського використання отриманої цінності. Але останнє не є типовим для перелічених договорів.

Окремої уваги заслуговує питання про наявність інвестиційного ризику в договорах підряду на капітальне будівництво. Такі договори традиційно вважаються інвестиційними [92]. Разом з тим, в новітній юридичній літературі належність таких договорів до інвестиційними ставиться під сумнів. Так, Д.В. Задахайло заперечує інвестиційний характер відповідних договорів на підставі того, що вони передбачають не вкладення, капіталізацію цінностей у процес виробництва, а придбання певних благ [56, с. 6]. Не вважає договір підряду на капітальне будівництво інвестиційним і О.Е. Сімсон, оскільки, на її думку, відносини по ньому не носять двостороннього інвестиційного зобов'язувального характеру. Одна сторона (інвестор) дійсно бажає вкласти кошти в реальний об'єкт інвестування, тобто проінвестувати основні фонди шляхом здійснення нового будівництва чи реновації. Інша сторона – підрядник зовсім не має на меті реалізацію інвестиції й одержання прибутку від її використання, її інтерес обмежується лише своєчасним здійсненням будівництва об'єкта і введення його в експлуатацію, а також одержання заздалегідь установлені плати за надані послуги, яка не залежить від використання будівельного об'єкта [275, с. 15]. Уявляється, що авторка порушує логічний закон суперечності, стверджуючи, що договір, спрямований на здійснення інвестування, не є інвестиційним.

На нашу думку, виявити інвестиційний характер договору підряду на капітальне будівництво можна, якраз використавши поняття інвестиційного ризику. На перший погляд, капіталовкладення

у капітальне будівництво не є особливо ризиковим, оскільки належне виконання договору підрядником забезпечується розвиненою і перевіреною практикою системою правових засобів<sup>37</sup>. Однак сукупний ризик капіталовкладень у капітальне будівництво виходить далеко за межі договірної конструкції підряду. Такий ризик обумовлений характером створюваних у процесі капітального будівництва цінностей – основних фондів. Останні є капітальними благами, які задовольняють потреби індивідів не безпосередньо (як такі), а в результаті використання у подальшому виробництві. У зв'язку з цим в економічній літературі вказують, що інвестиційний дохід за здійсненим реальним проектом формується, як правило, на постінвестиційній фазі, тобто, в процесі операційної діяльності підприємства. Відповідно формування позитивного грошового потоку за інвестиційним проектом відбувається в сфері товарного ринку, тобто безпосередньо пов'язане з ефективністю і ризиком комерційної діяльності підприємства [12, с. 245]. Саме у такому аспекті, а не в аспекті алеаторності, слід розглядати ризик інвестицій у будь-які реальні активи. Сутність ризику інвестицій у фінансові активи розглядалася нами вище, його особливість полягає у високому ступені зв'язку з майбутніми результатами діяльності емітента та змінами його фінансового стану.

Таким чином, інвестиційний ризик не можна визначати як алеаторний ризик (хоч в окремих випадках до складу інвестиційного ризику може входити і алеаторний ризик). Алеаторний ризик входить до змісту конкретного зобов'язання, а інвестиційний ризик у більшості випадків не локалізований в рамках окремо узятого зобов'язання, яке опосередковує акт інвестування. Значна (а то й

---

<sup>37</sup> Слід зробити такі застереження: по-перше, ми ведемо мову про договори будівельного підряду, стороною яких є інвестор, незалежно від того, чи співпадають особи інвестора і замовника (у разі, якщо інвестор не є стороною певного договору, говорити про інвестиційний характер такого договору справді немає підстав, тоді інвестиційним буде договір інвестора з замовником); по-друге, ми не торкаємося використання так званих фінансово-кредитних механізмів фінансування будівництва, оскільки ризики таких механізмів є специфічними і потребують окремого дослідження.

переважна) частина ризиків у зв'язку з інвестиціями генеруються на постінвестиційній стадії. Крім того, інвестування власної господарської діяльності взагалі не опосередковується договорами, але інвестиційний ризик тут зберігається, хоч і має дещо відмінну структуру.

Висловлена і точка зору, яка фактично заперечує правовий зміст поняття інвестиційного договору. Так, Є.А. Суханов стверджує: «...немає такого договору. За цим може стояти все що завгодно. Інвестиції – це типове економічне поняття. ... А економічні абстракції хороші для лозунгів, для мітингів, для економічних статей, але в законодавстві цілком не годяться» [137]. Уявляється принципово неправильною позиція, згідно з якою економічні витoki поняття «інвестиція» є перешкодою для використання правового наукою як власне цього поняття, так і понять, похідних від нього, включаючи «інвестиційний договір». Економічні поняття і підходи можуть і повинні використовуватися правовою наукою, на що неодноразово зверталася увага у цій роботі. Неможливо заперечувати те, що правова наука накопичила багатющий досвід використання поняття «інвестиція» як на національно-правовому, так і на міжнародно-правовому рівнях. Так, значна кількість країн світу, що перебувають на різних щаблях економічного розвитку, мають спеціальне інвестиційне законодавство, укладено більш як 3000 міжнародних дво- та багатосторонніх інвестиційних угод, діє Міжнародний центр з вирішення інвестиційних спорів, проведений величезний обсяг досліджень з інвестиційно-правової проблематики в рамках ЮНКТАД, Світового банку, ОЕСР та інших міжнародних організацій. Широку підтримку має позиція щодо існування інвестиційного права, хоч його місце у системі права і залишається дискусійним.

У свою чергу, інвестиційні договори займають власне місце в механізмі спеціального інвестиційно-правового регулювання. О.А. Беяневич звертає увагу на те, що договір є різновидом *правових засобів* – особливих юридичних утворень, які призначені для організації та регулювання відповідних суспільних відносин, розраховані на багаторазове використання, види та порядок застосування яких передбачені законодавством [11, с. 34]. З цим і слід пов'язувати смислове навантаження «інвестиційного договору» як правового поняття. Ім'я поняття «інвестиційний договір» вказує на те, що цей

договір є засобом саморегулювання діяльності суб'єктів інвестиційних відносин, і незалежно від того, про який договірний тип і вид йдеться, виступає правовим засобом забезпечення: а) економічної ефективності відношення між учасниками інвестиційної діяльності; б) сприятливого правового режиму вкладеного капіталу; в) оптимального розподілу інвестиційного ризику між сторонами. Не можна говорити, що визнання договору інвестиційним є умовою поширення на відносини сторін особливого правового режиму, оскільки договірні умови самі по собі є складовими такого режиму, що надається інвестиціям як капіталовкладенням у сфері господарювання.

Важливість договору як засобу саморегулювання відносин у сфері економіки підкреслюється наукою господарського права (на відміну від цивільно-правової науки, де договору як різновиду правочину здебільшого відводиться роль лише юридичного факту). Як вказує О.А. Беяневич, в умовах ринкової економіки господарський договір слугує основним засобом організації та регуляції відносин у сфері господарювання. Як гнучкий правовий регулятор він дає змогу враховувати специфіку окремого господарського зв'язку та узгоджувати його з типізованими моделями організації господарських зв'язків того чи іншого виду в рамках існуючого правового режиму [3, с. 350]. Розкриттю цієї ролі господарського договору слугує і визначення його *функцій*. При цьому функціями господарського договору за визначенням В.С. Щербини є передбачені або санкціоновані законом регулятивні властивості його як юридичного акта, завдяки яким врегульовуються відповідні господарських відносин. Господарському договору властиві загальні договірні функції (ініціативна, програмно-координаційна, інформаційна, гарантійна, правозахисна) та специфічні господарсько-договірні функції (правового забезпечення економічних потреб певних категорій споживачів, правового засобу реалізації державних замовлень, правового інструмента децентралізованого планування господарської діяльності) [313, с. 286].

Дослідженню ролі договору як засобу саморегулювання економічних відносин присвячує значну увагу і економічна наука. В неоінституціональній економіці договори (контракти) являють собою основний вид *інституціональних домовленостей*, тобто,

домовленостей між господарськими одиницями, що визначають способи координації і конкуренції [10, с. 28]. В термінах останніх контракт визначають як правило, що структурує в часі та/або просторі взаємодії між двома (або більшою кількістю) економічними агентами з приводу обміну правами власності на основі зобов'язань, добровільно узятих ними в результаті досягнутої згоди [10, с. 35].

Оскільки контракти являють собою свідомо вироблені правила, що структурують взаємодії їх сторін на деякий (визначений або невизначений) проміжок часу, кожен контракт можна розглядати як *план спільної діяльності* цих сторін. Якщо будь-яке правило постачає агентам, що його знають, лише деяку *дескриптивну* інформацію про *майбутні можливі* дії інших економічних агентів (в ситуаціях, що регламентуються відповідним правилом), контракт, будучи сукупністю взаємних обов'язків, несе в собі нормативну, директивну інформацію про дії, які повинні бути виконані сторонами в майбутньому.

Зрозуміло, що, як і інші правила, контракти можуть не виконуватися, тобто порушуватися тією стороною, яка вважатиме, що вигоди від розриву перевищують витрати, пов'язані з санкціями за невиконання зобов'язань. Однак ймовірність порушення контракту загалом можна оцінити як меншу порівняно з ймовірністю порушення інших правил. Адже контракт розробляється і укладається цілеспрямовано; це означає, що у його сторін є можливість врахувати у цьому плані спільних дій свої власні інтереси. Навпаки, багато правил орієнтовані на реалізацію інтересів їхніх розробників, тимчасом як виконувати такі правила повинні зовсім інші економічні агенти. Якщо такі правила покладають на останніх надмірні непродуктивні (для них) витрати, а контроль виконання не надто жорсткий, або санкції невеликі, правило не буде виконуватися зі значною ймовірністю [10, с. 37].

Розглядаючи регулятивну роль договору з власних методологічних позицій, господарсько-правова і економічна науки доповнюють аргументацію одна одної, сприяючи формуванню більш об'ємної картини договору як засобу саморегулювання економічних відносин. Одним з економічних явищ, яке, на нашу думку, виступає детермінантою регулятивних властивостей інвестиційного договору,

є специфічність інвестицій. Специфічність інвестицій є важливою концепцією економічних вчень, що приділяють увагу впливу соціальних регуляторів на економічні процеси, як-от неоінституціоналізм та економіка права, однак допоки не привертало увагу вітчизняних правознавців. Вперше поняття специфічності ресурсів було запроваджене в економічну теорію Г. Беккером у 1964 р. стосовно інвестицій у людський капітал. Якщо ресурс становить інтерес для багатьох виробників і його ринкова вартість мало залежить від того, де він використовується, то це ресурс загального призначення. Специфічним називається ресурс, який у разі припинення договору не може бути використаний в інших проектах без шкоди для своєї економічної цінності. Про міру специфічності ресурсу можна судити з того, наскільки скоротиться цінність ресурсу при його використанні деінде.

В неоінституціональній економічній теорії виділяють шість видів специфічності ресурсів: 1) специфічність місцезнаходження (*site specificity*), пов'язана з надто великими витратами на переміщення ресурсу; 2) специфічність фізичних активів (*physical asset specificity*), наявна при здійсненні інвестицій в активи (наприклад, обладнання) з певними характеристиками, які мають меншу цінність при їх використанні в інших проектах; 3) специфічність людського капіталу (*human asset specificity*), яка виникає, коли в процесі навчання на робочому місці працівники набувають спеціальних навичок; 4) специфічність цільових активів (*dedicated assets*), пов'язана з капіталовкладеннями у ресурси загального призначення, які, однак, призначені для одного-єдиного покупця, відмова якого від договору спричинить значні неліквідні запаси; 5) часова специфічність (*temporal specificity*) характеризує інвестиції, для яких суттєве значення має координація виробництва, коли цінність ресурсів, не поставлених вчасно, істотно знижується; 6) специфічність репутації (*brand name specificity*) стосується незворотних інвестицій у створення репутації або у торговельну марку, які втрачуть свою цінність, якщо товари чи послуги фірми виявляться низької якості [129, с. 244–246].

Економічне значення специфічних інвестицій полягає у тому, що вони створюють потенціал для опортуністичної поведінки з боку іншої сторони договору, яка отримала назву «вимагательство»

(*hold-up*). Тільки-но одна з сторін здійснила специфічну інвестицію, інша сторона отримує можливість скористатися специфічністю, щоб привласнити частину прибутку, на який розраховує перша сторона. Відповідно, оскільки сторони передбачають можливу втрату частини прибутку від здійснення специфічних інвестицій через вимагательство, вони втрачають стимули до здійснення ефективних специфічних інвестицій, що становить економічні втрати від вимагательства. Ці втрати, однак, можуть бути зменшені, оскільки сторони, свідомі ризику вимагательства, розробляють договірні домовленості, які дозволяють запобігти вимагательству. Специфічність інвестицій та асоційований з нею потенціал для вимагательства, відтак, є важливою економічною детермінантою договірних домовленостей [418, с. 1].

Для виникнення вимагательства потрібні лише дві умови: договір, що регулює відношення з приводу специфічних інвестицій, не покриває певних непередбачених змін у ринковому середовищі, і репутаційний капітал сторони недостатній, щоб запобігти її спробі збільшити власну частку прибутку, присвоївши частину специфічних для відношення активів. Існування вимагательства не обов'язково означає, що одна сторона обманує іншу сторону. Насправді, ймовірність поведінки у формі вимагательства фундаментальним чином впливає на увесь ринковий обмін та вибір договірних домовленостей їх сторонами [386, с. 5–6].

На думку одного з провідних теоретиків неінституціоналізму О. Уільямсона, ступінь специфічності інвестицій, поряд з повторюваністю трансакцій та невизначеністю, належить до головних чинників, які характеризують договірні відносини. Цей автор виділяє три основні *управлінські структури (governance structures)*, тобто способи організації договірних відносин: неспецифічну, напівспецифічну та високоспецифічну. Ринок є класичною неспецифічною управлінською структурою, в межах якої «безликі покупці і продавці зустрічаються на мить, щоб обмінятися стандартизованими товарами за рівноважними цінами». На противагу цьому, високоспецифічні управлінські структури відповідають особливим потребам, пов'язаним з трансакцією, особистості сторін мають тут велике значення. Напівспецифічні структури, природно, знаходяться десь посередині [544, с. 247–248]. Трьом видам управлінських структур відповідають *три види договорів*: класичний договір, неокласичний договір



та договір, заснований на відносинах (*relational contract*). Цю класифікацію договорів вперше запропонував правознавець Я. Макнейл [435], а потім О. Уїльямсон використав її у власній теорії економічної організації. Далі ми коротко розглянемо особливості зазначених управлінських структур у взаємозв'язку з відповідними їм договорами, після чого пов'яжемо їх з проблематикою інвестиційного договору.

1) *Ринкове управління: класичний договір*. Ринкове управління є головною управлінською структурою для неспецифічних трансакцій, як неповторюваних, так і повторюваних. Ринкове управління особливо ефективне у випадку повторюваних трансакцій, оскільки обидві сторони можуть спиратися виключно на власний досвід, вирішуючи, чи варто продовжувати відносини одна з одною, чи з невеликими втратами звернутися куди-інде. Презюмується легкість досягнення альтернативних домовленостей щодо придбання і поставки активів, оскільки такі домовленості є стандартизованими.

Неспецифічні, але неповторювані трансакції відрізняє те, що покупці і продавці меншою мірою можуть покласти на власний досвід, щоб забезпечити безпеку трансакції від опортунізму. Часто, однак, вони можуть скористатися рейтинговими послугами або досвідом інших покупців того самого активу. Таке рейтингування, здійснюване формальними та неформальними способами, стимулює сторони до відповідальної поведінки.

Відносини сторін у неспецифічних трансакціях, для яких ринок є головною управлінською структурою, опосередковуються *класичним договором*. Його риси: специфікою особистості сторони можна знехтувати; зміст відносин сторін визначається виходячи з писаних умов контракту; застосовуються формальні юридичні правила. Ринкові альтернативи є головним засобом захисту сторони від опортунізму з боку контрагента. Судовий розгляд використовується суто для задоволення позовів; концентровані зусилля щодо збереження відношення не вживаються, оскільки відношення між сторонами не підлягає незалежній оцінці [544, с. 248–249].

Класичний договір сам по собі негнучкий, у сторін немає наміру забезпечувати гнучке пристосування до умов, що змінюються, в рамках цього договору. Планування з метою пристосування до нових обставин повинно здійснюватися за межами договору, воно залишається внутрішньою справою кожної сторони [129, с. 255].

2) *Трьохстороннє управління: неокласичний договір*. Типами трансакцій, для яких необхідна трьохстороння управлінська структура, є неповторювані трансакції змішаного та високоспецифічного виду. Після того, як сторони таких трансакцій уклали договір, у них з'являється значна заінтересованість у досягненні його результату, особливо у випадках високоспецифічних інвестицій, альтернативна вартість яких (при вкладенні в інші проекти) значно нижча. Ринкових засобів впливу у цьому разі вже недостатньо, однак витрати на заснування трансакційно-специфічних управлінських структур можуть бути надмірними для неповторюваних трансакцій. Це обумовлює потребу у перехідній інституційній формі, якою є *неокласичний договір* [544, с. 249].

Неокласичний договір – це довгостроковий договір в умовах невизначеності. У такому договорі сторони не є безликими, особисті стосунки відіграють особливу роль, сторони знаходяться у взаємодії одна з одною, а джерелом додаткової цінності є безперервність договірного відношення. Чим тривалішими є відносини між сторонами і чим складніших предмет договору, тим менше значення надається ціні і якісним характеристикам на етапі укладення договору, і тим більше уваги приділяється правилам, які регулюватимуть відносини сторін, пристосування до непередбачених обставин, а також припинення їхніх відносин. Застосовуються не фіксовані ціни, а правила гнучкого ціноутворення [129, с. 257].

Неоінституціоналіст К. Менар виділив чотири характерні риси довгострокового неокласичного договору: 1) неокласичний договір може визначати механізм адаптації до непередбачених обставин; 2) він може створювати деяку зону толерантності, тобто, зону, де відбувається розподіл ризику; 3) він може передбачати розкриття інформації, наприклад, про непередбачені зміни витрат; 4) він містить умови, що передбачають звернення до третейського судді, а не до суду [129, с. 257–258]. О. Уільямсон називає управлінську структуру, якій відповідає неокласичний договір, *трьохстороннім управлінням* саме тому, що у разі виникнення розбіжностей між сторонами вони віддають перевагу не судовому розгляду, який ймовірно зруйнує відношення між ними, а посередництву третьої сторони (арбітра) в оцінці виконання та вирішенні спору [544, с. 249–250].

3) *Трансакційно-специфічне управління: договір, заснований на відносинах (relational contract)*. Прогресивне збільшення тривалості і складності відносин між сторонами спричиняє витіснення навіть неокласичних адаптаційних процесів процесами більшою мірою трансакційно-специфічного, адміністративного характеру. Фікція дискретності відношення повністю усувається, оскільки воно набуває характеру «мініусупільства з обширним масивом норм поза тими нормами, що сконцентровані на безпосередньому процесі обміну». На противагу неокласичній системі, де відправною точкою пристосування до непередбачених обставин залишається початкова угода, за цього підходу такою відправною точкою є «саме відношення у тому вигляді, як воно розвинулося з плином часу. Це може включати або не включати початкову угоду; а якщо й включає, то початкова угода не обов'язково справляє значний вплив на його зміст» [435, с. 901, 890].

Типами трансакцій, для яких зазвичай розробляються спеціалізовані управлінські структури, є повторювані трансакції змішаного або високоспецифічного виду. Нестандартизований характер таких трансакцій робить переважний розрахунок на ринкове управління ризиковим, тимчасом як повторюваність виправдовує витрати на заснування спеціалізованої управлінської структури. Можна виділити два типи високоспецифічних управлінських структур: двосторонні структури, де зберігається автономія сторін, та уніфіковані структури, де трансакція усувається з ринку і організується в рамках однієї фірми на засадах влади-підпорядкування (вертикальна інтеграція);

*а) двостороннє управління* придатне для організації змішаних трансакцій, які стосуються активів з різним ступенем спеціалізації активів. Відповідно, отримання певних необхідних компонентів від сторони за договором може бути вигідним іншій стороні виходячи з міркувань масштабу виробництва порівняно з самостійним виробництвом цих компонентів (через вертикальну інтеграцію). Разом з тим, двостороннє управління програє вертикальній інтеграції у питанні адаптування відносин до обставин, що змінюються. Тимчасом як внутрішньофірмові адаптації можуть бути впроваджені шляхом використання владного примусу, зовнішнє постачання передбачає

здійснення усіх адаптацій через ринковий інтерфейс. Якщо потреба адаптаційних змін не була передбачена сторонами заздалегідь і прямо закріплена в контракті, що часто є неможливим або пов'язано з неприйнятними витратами, адаптації через ринковий інтерфейс можуть бути здійснені тільки шляхом досягнення послідовних взаємних домовленостей. З огляду на те, що у разі внесення адаптаційних пропозицій будь-якою з сторін їх інтереси зазвичай не збігаються, виникає дилема. З одного боку, обидві сторони мають стимули зберегти відношення, оскільки його припинення призведе до втрати транзакційно-специфічних вигод. З іншого боку, кожна з сторін привласнює окремий потік прибутку, тож навряд чи з готовністю пристане на будь-яку пропозицію змінити договір;

*б) уніфіковане управління: внутрішня організація.* Стимули вступати в договірні відносини зменшуються по мірі того, як зростає специфічність інвестицій, задіяних у транзакціях. Це пояснюється тим, що оскільки людські і фізичні активи спеціалізуються для цілей єдиного використання і, відповідно, втрачають трансферабельність на користь інших користувачів, ефект масштабу виробництва може бути повною мірою реалізований покупцем цих активів так само, якби він був їх стороннім постачальником. Вибір управлінської структури, таким чином, визначатиметься її кращими адаптативними можливостями. За таких обставин неминуче з'являється вертикальна інтеграція.

Перевагою вертикальної інтеграції є можливість послідовного впровадження адаптаційних змін без потреби консультуватися, доповнювати та переглядати міжфірмові договори. У разі, коли єдина господарська організація охоплює обидві сторони транзакції, презумпція максимізації загального прибутку забезпечена [544, с. 250–253].

У викладеній концепції економічної організації поняття інвестицій вживається у найбільш широкому з властивих економічній науці розумінні – для позначення будь-яких капіталовкладень, у тому числі здійснюваних в рамках поточних операцій. Якщо обмежити поняття інвестицій капіталовкладеннями певного виду, як це і робить юридична наука, то виявиться, що таким капіталовкладенням, як правило, властива специфічність. Неспецифічними можна вважати лише вкладення у високоліквідні фінансові активи. При

цьому спостерігається позитивна залежність між строком, на який вкладаються інвестиції, та їх специфічністю.

Вважаємо, що теорія економічної організації може бути з користю використана у господарсько-правовому дослідженні інвестиційного договору. По-перше, ця теорія розширює уявлення про функції договору як засобу саморегуляції відносин між сторонами, привертаючи увагу до функції усунення опортуністичної поведінки у формі вимагательства, небезпека якого зростає по мірі зростання специфічності інвестицій. По-друге, вона оригінально пояснює логіку вибору інвестора між договірною та корпоративною формами інвестиційної діяльності, пов'язуючи такий вибір з чинником, знову ж таки, специфічності інвестицій. По-третє, вона чітко вказує на особливу значущість організаційного (управлінського) аспекту в інвестиційних договорах, що надає додаткові аргументи для обґрунтування господарсько-правової природи інвестиційних договорів. Ми не стверджуємо, що ті самі завдання принципово не можуть бути вирішені засобами і понятійним апаратом самої господарсько-правової науки, однак використання економічних концепцій збагачує дослідження висвітленням аспектів, які до того залишалися у тіні, розширенням аргументації, а також виявленням суперечностей між економічною логікою відносин сторін та їх правовою регламентацією.

Одна з таких суперечностей полягає у тому, що теорія економічної організації однією з найважливіших рис способу організації відносин між сторонами (управлінської структури) вважає спроможність такого способу адаптуватися до змін у обставинах, які мають місце після встановлення відносин. Тимчасом, спеціальне інвестиційно-правове регулювання містить у своєму арсеналі цілий ряд засобів (які застосовуються як на національно-правовому, так і на міжнародно-правовому рівнях), що орієнтують сторін інвестиційного договору на консервацію початкового стану, формально закріпленого у цьому договорі. До таких засобів належать передусім так звані *стабілізаційні застереження* як положення інвестиційних договорів або законодавства, що дозволяють збереження у незмінному вигляді умов інвестиційної діяльності, які існували до прийняття державою нового законодавства [300, с. 251–256]. Більш гнучкою,

але водночас і такою, що має набагато ширшу сферу застосування, є концепція захисту *легітимних очікувань* інвесторів, які [очікування] можуть ґрунтуватися, у тому числі, і на укладених договорах. Світовій практиці відомі численні типи стабілізаційних застережень, так само як і численні інтерпретації концепції легітимних очікувань: загалом, чим ширша сфера їх дії, тим більшою мірою вони позбавлені економічної логіки, несуть суттєві загрози здійсненню регуляторних функцій держави, а також знижують адаптативний потенціал самих інвестиційних договорів, применшуючи їх роль як засобів саморегулювання інвестиційної діяльності (теорія і практика застосування стабілізаційних застережень і захисту легітимних очікувань розглядаються в підрозділі 3.4 цієї роботи).

Особливо гостро проблема належного виконання інвестиційним договором його функцій в загальному механізмі регулювання інвестиційних відносин (так само, як і застосування вищезгаданих інвестиційно-правових засобів) постає щодо договорів за участю держави та недержавного суб'єкта господарювання – інвестора, незалежно від державної належності останнього, які спрямовані на виконання державою своїх економічних та соціальних функцій (*інвестиційні договори публічної спрямованості*). Передусім йдеться про концесійні договори, угоди про розподіл продукції та інші договори, які за чинним законодавством України охоплюються концепцією державно-приватного партнерства. Ці договори є не просто комерційними угодами, а інструментом публічної політики, з огляду на що їх укладання і виконання зазвичай передбачає балансування конфліктуючих інтересів. Найбільш очевидним сценарієм при цьому є розбіжність інтересів сторін за договором (приватний інтерес інвестора проти публічного інтересу, уособлюваного державним партнером). Втім, кожна зі сторін договору може зіткнутися з необхідністю вирішення і внутрішнього конфлікту інтересів. Наприклад, до складу уряду (у широкому розумінні) приймаючої держави ймовірно входять органи з різними і потенційно конфліктними цілями, як-от національна нафтова компанія та міністерство, відповідальне за охорону довкілля. У зв'язку з цим принципово важливою для уряду є наявність чіткої стратегії переговорів з інвесторами, яка підтримується усіма ключовими урядовими підрозділами. Крім того,

може виникати конфлікт між інтересами осіб, на яких безпосередньо впливає здійснення проекту (наприклад, мешканців відповідної території) та ширшим публічним інтересом тощо.

На зазначені особливості інвестиційних договорів публічної спрямованості (передусім тих, що укладаються і виконуються у сфері розробки і експлуатації природних ресурсів) звертають значну увагу, зокрема, у літературі з питань сталого розвитку. Так, інвестиційні договори визначають, поміж іншого, баланс між міркуваннями економічного зростання та іншими опорами сталого розвитку, а саме, соціальними та екологічними аспектами. Будучи добре розробленими і виконуваними, ці договори сприятимуть максимізації внеску інвестицій (у тому числі іноземних) у досягнення цілей сталого розвитку. Але погано складені та впроваджувані договори можуть нав'язувати несприятливі умови приймаючій країні на довгі періоди часу, сіяти насіння спорів та підривати переслідування публічних цілей на зразок подолання бідності та екологічного відтворення [358, с. 3].

Усвідомлення важливості цих обставин спричинило розробку Міжнародним інститутом сталого розвитку Модельної міжнародної угоди про інвестиції для сталого розвитку [438]. Ця Модельна угода принципово відрізняється від типової конструкції (моделі) угод про взаємне сприяння та захист інвестицій як стандартних інструментів міжнародно-правового регулювання інвестиційних відносин. Тимчасом як останні орієнтовані виключно на обслуговування приватних інтересів іноземних інвесторів, Модельна угода інкорпорує низку механізмів, спрямованих на захист публічних інтересів в приймаючій державі від негативних аспектів діяльності цих самих інвесторів (див. підрозділ 2.5 цієї роботи).

Саме інвестиційних договорів публічної спрямованості стосується довготривала наукова дискусія щодо їх правової природи, в рамках якої протиставляються адміністративно-правова, цивільна та міжнародно-правова концепції. Ми не переслідуюмо мету детально висвітлити зазначену дискусію, оскільки це неодноразово здійснювалося в інших джерелах [7, с. 145–155; 300, с. 218–226]. Швидше, вважаємо за потрібне наголосити на найбільш принципових її аспектах, а також на певних вадах способу її ведення тією мірою, якою це уявляється необхідним для правильного розуміння явища інвестиційного договору.

Слід уточнити, що дискусія про правову природу інвестиційних договорів була започаткована і розвинена лише стосовно обмеженого кола інвестиційних договорів, а саме: договорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами, передусім в царині розвідки і видобутку корисних копалин. У сучасній юридичній літературі зазначена дискусія фактично поширена на усі інвестиційні договори публічної спрямованості. Виразне домінування публічно-правових елементів над приватноправовими у таких договорах вказує на неможливість їх розгляду в рамках традиційної цивілістичної парадигми і живить *адміністративно-правову концепцію* інвестиційного договору. Найбільш послідовно адміністративно-правова природа відносин між прямим іноземним інвестором та приймаючою державою обстоювалася В.П. Мозоліним, який в принципі відкинув договірну природу цих відносин, вказуючи, що правовою підставою їх виникнення є «бланкетні повноваження, які заздалегідь налаються державами своїм урядовим органам, або ж постанови індивідуального характеру, що їх приймають вищі органи держав з приводу конкретних іноземних інвестицій» [116, с. 98]. Більш помірковану позицію в рамках цього ж підходу зайняв М.І. Кулагін, який відзначав: «Повністю поділяючи і підтримуючи адміністративно-правове трактування природи інвестиційних угод, не можна погодитися з В.П. Мозоліним, коли він зводить адміністративні акти лише до однієї їх форми – адміністративних угод, і протиставляє адміністративні документи договірним. Помилково порівнювати якісно різнорідні поняття – зміст договору та його форму. Це невірне судження приводить автора до невиправданого заперечення договірного характеру угод про гарантії та концесійних договорів» [94, с. 52].

Слід звернути увагу, що зазначені точки зору сформувалися за основи законодавства і правозастосовчої практики зарубіжних країн. Зарубіжний досвід регулювання відносин, опосередковуваних інвестиційними договорами публічної спрямованості, очевидно, належить до ключових аргументів прибічників їх адміністративно-правової природи. Так, зокрема, ЮНКТАД вказує, що інвестиційні договори за участю держави зазвичай розглядаються як відмінні від звичайних комерційних договорів. Беручи до уваги суттєві міркування публічної політики, що лежать в їх основі, елемент публічно-правового регулювання та урядової дискреції зазвичай присутній



при обговоренні умов, укладанні, виконанні та припиненні таких договорів. Відмінність між звичайними комерційними договорами, сторонами яких є приватні особи, та договорами, що укладаються за участі приватної особи та держави або її органу, загалом визнається рядом національних правових систем (особливо у французькій концепції адміністративного договору («*contrat administratif*»), хоч особливості підходу варіюються від системи до системи [513, с. 3–4].

Зауваження про специфіку різних правових систем має принципове значення для оцінки адміністративно-правової концепції інвестиційного договору. Як вказує О.А. Беляневич, однією з причин поквапливого запровадження в законодавство Україна адміністративного договору з недостатньо чітко окресленим обсягом цього поняття є прагнення до запозичення іноземного досвіду, іноді мало опрацьованого та усвідомленого. Зокрема, доктрина адміністративного договору, досить розвинена у французькій адміністративістиці, є незвичною і складною для сприйняття у традиційних для українського правознавства термінах і поняттях [11, с. 487–488].

Певною зваженістю характеризується наукова позиція А.В. Асоскова, який визнає, з одного боку, те, що більша частина відносин, які виникають у зв'язку з укладанням, виконанням, та припиненням інвестиційного договору публічної спрямованості лежать в публічно-правовій площині, а з іншого боку, «невизначеність поняття адміністративного договору у вітчизняній (російській – авт.) правовій доктрині» [7, с. 146]. Втім, ці цілком слушні міркування приводять автора до спірного висновку про «необхідність розробки інституту адміністративного договору» [7, с. 152].

Згідно зі ст. 3 Кодексу адміністративного судочинства України [74] адміністративний договір – це дво- або багатостороння угода, зміст якої складають права та обов'язки сторін, що впливають із владних управлінських функцій суб'єкта владних повноважень, який є однією із сторін угоди. Разом з тим, Вищий господарський суд України звертає увагу на те, що не всі договори, укладені суб'єктами владних повноважень, їх посадовими чи службовими особами на реалізацію своїх повноважень, відносяться до адміністративних договорів. У разі вчинення правочину між суб'єктом владних повноважень і суб'єктом господарської діяльності, договірні відносини

сторін ґрунтуються на юридичній рівності, вільному волевиявленню та майновій самостійності. Тому до адміністративних договорів не відносяться договори, укладені за правилами Цивільного та Господарського кодексів України, інших актів цивільного або господарського законодавства [193]. До останніх з очевидністю належать і інвестиційні договори публічної спрямованості, які завжди укладаються з господарською метою і ґрунтуються на принципах: рівності перед законом державних та приватних партнерів; заборони будь-якої дискримінації прав державних чи приватних партнерів; узгодження інтересів державних та приватних партнерів з метою отримання взаємної вигоди; справедливого розподілу між державним та приватним партнерами ризиків, пов'язаних з виконанням укладених договорів тощо (ст. 3 Закону України «Про державно-приватне партнерство»). Таким чином, власне зміст законодавства України вказує на незастосовність концепції адміністративного договору до інвестиційних договорів публічної спрямованості в рамках вітчизняної правової системи.

*Цивільно-правова концепція* інвестиційного договору була обґрунтована Л.А. Лунцем [104, с. 59] та Н.Н. Вознесенською [28, с. 55–57], і наразі підтримується низкою сучасних вітчизняних дослідників [69; 71; 275]. Згідно з цією концепцією, інвестиційні договори носять цивільно-правовий характер, хоч і наділені певною специфікою. Та обставина, що ця специфіка є надто значною для того, щоб бути інкорпорованою традиційною цивілістичною парадигмою, свідомо применшується. Так, показовими є міркування Н.Н. Вознесенської з приводу угоди про розподіл продукції: «Угоди про розподіл продукції мають специфічні риси, не властиві зазвичай цивільно-правовим договорам. Ми маємо на увазі надмірну зарегульованість процесу укладання УРП, наявність великої кількості імперативних норм. Однак певна передвизначеність умов договору не суперечить цивільному праву» [29, с. 157]. Антитезою може слугувати думка О.В. Шаповалової: «Тлумачення Закону «Про угоди про розподіл продукції» винятково як цивільно-правового джерела дестабілізує стратегічну політику і перешкоджає державі реалізувати свої організаційно-господарські права та бути відповідальною за невиконання обов'язків [309, с. 129].

Уявляється, що прибічники цивілістичної концепції керуються насамперед абсолютизованим дихотомічним поділом права на приватне і публічне та вважають відповідні договори цивільно-правовими тільки тому, що вони не є адміністративними (або міжнародно-правовими, про що мова піде далі). Безпідставність протиставлення приватного і публічного переконливо доведена у вітчизняній господарсько-правовій літературі [11, с. 82–91], що позбавляє необхідності наводити відповідні аргументи у цій роботі.

*Міжнародно-правова концепція* стосується лише тих інвестиційних договорів, сторонами яких є *іноземний* інвестор та приймаюча держава (втім, як зазначалося раніше, якраз ці інвестиційні договори виступали початковим об'єктом розглядуваної дискусії). Необхідно відзначити, що цивілістична концепція історично виникла як антитеза саме міжнародно-правовій. Так, Л.А. Лунц, полемізуючи з зарубіжними вченими, що прирівнювали зобов'язання держави з інвестиційних договорів до міжнародно-правових зобов'язань, писав: «Доктрина, за якою угода між приватною особою, іноземною компанією та державою виводиться зі сфери цивільного права, має за свою передумову тезу про можливість для приватноправової організації і для окремої фізичної особи бути суб'єктом міжнародно-правових відносин – тезу, що перебуває в прямій суперечності до принципу державного суверенітету» [104, с. 59]. Разом з тим, слід мати на увазі, що в сучасних умовах так звана «інтернаціоналізація» інвестиційних договорів є не просто науковою теорією, а цілком реальним правовим явищем, відображеним в достатньо об'ємній практиці арбітражного розгляду інвестиційних спорів.

Власне теорія інтернаціоналізації інвестиційних договорів має певні варіації. Так, на думку деяких вчених-правознавців, окремі економічні договори держави, зокрема концесійні або інші довгострокові інвестиційні договори, набувають статусу міжнародних угод в силу їхніх специфічних особливостей, як-от: участь держави як однієї з сторін, виключна важливість предмету договору для національних інтересів держави, а також наявність застереження про міжнародний арбітраж. Тому подібні економічні договори підпадають під сферу дії міжнародного права і регулюються міжнародно-правовими принципами, наприклад, *pacta sunt servanda*. Інші юристи

виділяють відповідні інвестиційні договори зі сфери дії внутрішнього законодавства в окрему категорію договорів, класифікуючи їх як незалежну саморегульовану систему правових норм, що покликана регулювати весь спектр відносин між приймаючою державою та іноземною компанією. Окремі правознавці, загалом не притримуючись кваліфікації інвестиційних договорів як міжнародних, тим не менше, вважають, що одностороння зміна або припинення подібних зобов'язань становить порушення міжнародно-правових норм [99, с. 171–172].

Численні міжнародні інвестиційні угоди містять положення, які встановлюють обов'язок держави – сторони угоди дотримуватися зобов'язань, прийнятих по відношенню до іноземних інвесторів, перетворюючи, таким чином, цей обов'язок на міжнародно-правовий. Наприклад, у МІУ може бути встановлено, що приймаюча держава «дотримуватиметься будь-яких зобов'язань, набутих у зв'язку з інвестиціями», «гарантуватиме виконання зобов'язань...» тощо. Ці положення отримали назву «загальних застережень» (англ. *«umbrella clause»*), дослівно – «парасолькове застереження», оскільки вони поміщають договірні зобов'язання під захисну парасольку відповідної МІУ). Ці застереження долучають дотримання умов інвестиційних договорів приймаючою державою до матеріальних стандартів зазначеної угоди. Порушення інвестиційного договору перетворюється, таким чином, на порушення МІУ [496, с. 250].

Підрahoвано, що приблизно сорок відсотків чинних наразі МІУ містять загальні застереження. Загальні застереження часто присутні у двосторонніх інвестиційних угодах за участю таких країн, як Швейцарія, Нідерланди, Великобританія, Німеччина та США, тимчасом як Франція, Австралія та Японія включають такі застереження лише в поодинокі угоди за їх участю [409, с. 5–6]. Загальні застереження мають місце і у низці двосторонніх інвестиційних угод за участі України (хоч кількісно такі угоди не становлять більшості). Так, відповідно до ч. 2 ст. 8 Угоди між Україною і Федеративною Республікою Німеччина про сприяння здійсненню і взаємний захист інвестицій від 15 лютого 1993 р. кожна із Договірних сторін буде дотримуватись інших зобов'язань, які вона прийняла на себе відносно інвестицій громадян або товариств іншої Договірної сторони

на своїй території [289]. Ст. 11 Угоди між Україною та Швейцарською Конфедерацією про сприяння та взаємний захист інвестицій від 20 квітня 1995 р. встановлює, що будь-яка Договірна сторона постійно гарантуватиме дотримання взятих нею зобов'язань стосовно інвестицій інвесторів іншої Договірної сторони [291]. Згідно з ч. 2 ст. 9 Угоди між Кабінетом Міністрів України та Урядом Йорданського Хашимітського Королівства про взаємне сприяння та захист інвестицій від 11 листопада 2005 р. кожна Договірна сторона виконує будь-яке зобов'язання за контрактами, що вона могла взяти стосовно інвестора іншої Договірної сторони, що стосується інвестицій, схвалених нею на її території [288].

Останнє речення ст. 10 (1) Договору до Енергетичної хартії, учасницею якого є Україна, вимагає, щоб кожна Договірна сторона дотримувалася будь-яких зобов'язань, які вона прийняла щодо інвестора чи капіталовкладення інвестора будь-якої іншої Договірної сторони. Втім, існує можливість заявити про незастосування цього положення. Додаток 1А до Договору містить Перелік Договірних сторін, що не допускають подання інвестором чи Договірною стороною спору щодо останнього речення статті 10 (1) до Міжнародного арбітражу (4 країни – Австралія, Канада, Угорщина, Норвегія).

Попри те, що «загальне застереження» було відоме з 1950-х років, а його правове значення обговорювалося в науковій літературі, його оцінка міжнародним інвестиційним арбітражем вперше була дана у 2003 р. у справі *SGS v. Pakistan* [501], що ґрунтувалася на угоді про взаємне сприяння та захист інвестицій між Пакистаном та Швейцарією. Арбітраж відкинув доводи SGC з приводу того, що відповідне застереження зазначеної угоди прирівнює порушення договору до порушення міжнародного права: «Власне текст статті 11 [пакистансько-швейцарської ДІУ] не означає, що порушення договору, про які заявляє інвестор у зв'язку з договором, укладеним між ним та державою (який зазвичай відносять до предмету місцевого, а не міжнародного права) автоматично «підносяться» до рівня порушень міжнародного інвестиційного права» (п. 116).

Арбітраж зазначив, що «правові наслідки [широкого тлумачення загального застереження] є настільки далекосяжними і обтяжливими за своїм потенційним впливом на державу», що мало б

бути доведене «чітке і переконливе свідчення саме такого наміру сторін», чого, на думку арбітражу, не відбулося (п. 167, 173). Він вказав також, що інтерпретація загального застереження, здійснена позивачем, «дорівнювала б визнанню за аналогією того, що порушення необмеженого кола договорів за участю держави має розглядатися як порушення міжнародного договору» (п. 168).

Одночасно з позовом до Пакистану SGS подала аналогічний позов до Філіппін, заснований на філіппінсько-швейцарській ДІУ [502]. Арбітраж у цій справі дослідив інтерпретацію застереження згідно з рішенням у справі *SGS v. Pakistan* і визнав останнє рішення непереконливим та дуже обмежуючим, хоч і вказав на неоднаковість формулювань загальних застережень в обох випадках. Він встановив, що неспроможність приймаючої держави виконати зобов'язання, включаючи договірні, які вона прийняла у зв'язку з конкретними інвестиціями, є порушенням відповідної ДІУ, хоч питання обсягу і змісту таких зобов'язань і не є питаннями міжнародного права» (п. 128).

Арбітражна практика тлумачення загальних застережень і дотепер залишається непослідовною, хоч можна говорити про певні її тенденції, пов'язані з особливостями формулювання цих застережень у певних МІУ. Звичайне значення слів «дотримуватиметься будь-яких зобов'язань», очевидно, вказує на необхідність широкої інтерпретації, яка охоплюватиме усі зобов'язання, прийняті державою-учасницею угоди, включаючи договірні зобов'язання, якщо спеціально не зазначено іншого. Інші вирази, як-от «гарантуватиме дотримання...» або «підтримуватиме правові умови, за яких гарантуватиметься дотримання...» можуть спонукати до вужчої інтерпретації. Більшість міжнародних інвестиційних арбітражів, у разі, коли стикається з «належним» загальним застереженням, тобто таким, що сформульоване у широкий та всеохоплюючий спосіб, застосовує достатньо послідовне тлумачення, що охоплює усі зобов'язання держави, включаючи договірні. Разом з тим, визнається, що однозначних висновків щодо тлумачення загального застереження не можна дійти, зважаючи на постійну еволюцію арбітражної практики [409, с. 22].

Поміркований підхід до питання правових наслідків загальних застережень висловлений Т. Вельде, провідним фахівцем в галузі

міжнародного інвестиційного та енергетичного права. Він вказує, що міжнародне право має захищати права інвесторів у разі порушень договорів тільки в тих випадках, коли ці порушення пов'язані з використанням приймаючою державою своїх особливих суверенних повноважень. «Якщо центром тяжіння спору не є здійснення державних повноважень або використання державних прерогатив і природних переваг, а натомість йдеться про «звичайні» комерційні спори, тоді двостороння інвестиційна угода і загальне застереження не відіграють жодної ролі» [540].

На перший погляд, здається, що теорія інтернаціоналізації не має ніякого відношення до науки господарського права. Насправді, аргументи, які висуваються на підтримку цієї теорії, можуть бути використані і для обґрунтування господарсько-правового підходу до розуміння інвестиційних договорів публічної спрямованості. Так, щодо *підстав інтернаціоналізації* зазначають, що в результаті здійснення публічного контролю і дискреції в процесі укладення і виконання зазначених договорів баланс прав та обов'язків за цими договорами ймовірно складатиметься на користь державного партнера з міркувань економічної політики, які держава вважатиме цілком легітимними. Водночас, такий баланс може піддавати приватного партнера ризику втручання у його комерційні очікування, що мотивували його вступ до договору. Саме цей ризик прислужився до розвитку правил звичаєвого міжнародного права щодо відповідальності держави за порушення інвестиційних договорів за її участю. Головною причиною «інтернаціоналізації» таких договорів називають сумніви у неупередженості національних судів та прагнення нейтралізації іманентної переваги інститутів приймаючої країни, що впливає з їхніх суверенних повноважень приймати законодавство, яке може впливати на динаміку договірних відносин [513, с. 5]. Таким чином, теорія інтернаціоналізації акцентує увагу на першорядній важливості публічно-правового компоненту в інвестиційних договорах за участю держави так само, як і господарсько-правова доктрина, хоч і робить з цього власні своєрідні висновки.

Разом з тим, господарсько-правова наука може запропонувати власну ґрунтовну аргументацію для критики теорії інтернаціоналізації. Теза про це, що інтернаціоналізація несе загрози регуляторній свободі приймаючих держав, є очевидною і у різних аспектах

детально досліджується у цій роботі. Наразі хотілося б звернути увагу на інше: переведення договірних конфліктів у міжнародно-правову площину являє собою відмову від використання класичних інструментів національного договірного права, які є економічно ефективними, стимулюють сторін до відповідального і взаємовигідного структурування взаємних зобов'язань, оптимального розподілу ризиків. Не випадково економічна наука «за умовчанням» розглядає договори як *взаємно вигідні* або, суто економічною мовою, *Парето-ефективні*. Якщо договір може бути змінений таким чином, щоб підвищити очікувану корисність для кожної з сторін, це зі значною ймовірністю буде зроблено [504, с. 2]. Господарсько-правова наука, яка приділяє значну увагу договорам публічно-правової спрямованості, цілком свідома фактичної нерівності сторін у таких договорах, однак спроможна вирішувати цю проблему без звернення до наднаціональних правових механізмів засобами національного господарсько-договірного права, що підвищує вагу договору як засобу саморегулювання.

Як зазначає А.В. Асосков, складності, з якими стикаються дослідники при розгляді проблем інвестиційних договорів, неминуче ведуть до появи різноманітних *змішаних (еклектичних) підходів*, спрямованих на пошук компромісів між різними точками зору щодо правової природи інвестиційних договорів [7, с. 147]. Слід наголосити, що господарсько-правовий підхід ні в якому разі не є змішаним (еклектичним), оскільки наголошує на нерозривному, органічному поєднанні публічно-правових і приватноправових елементів в інвестиційних договорах, з превалюванням публічно-правових елементів в договорах публічної спрямованості.

Висновок про те, що інвестиційний договір має господарсько-правову природу, логічно впливає з визнання інвестиційної діяльності видом господарської діяльності, а інвестиційного права – підгалуззю господарського права, а також з об'єктивних особливостей відповідних договорів. Визнання господарсько-правової природи інвестиційного договору створює цілісну і несуперечливу основу для дослідження найрізноманітніших договорів, що опосередковують вкладення інвестицій в усіх можливих видах і формах – від разового придбання цінних паперів або корпоративних прав до здійснення великомасштабних і довготривалих інвестиційних проектів.



## 2.5. Загальна характеристика міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності

Сучасна світова економіка усе більш виразно набуває характеру єдиного, цілісного організму – глобального за своїми масштабами та наслідками. Потужними чинниками глобалізації світового господарства виступають транскордонний рух капіталів, міжнародна торгівля товарами та послугами, міграція робочої сили. Глобальна трансформація світу, являючи собою унікальний феномен ХХІ ст., обумовлює формування геоekonomіки як найяскравішого відображення процесу глобалізації та нової парадигми світоустрою. Однією з помітних віх сучасної системи міжнародних економічних відносин є зростання ролі міждержавного інвестиційного співробітництва, що викликане об'єктивною необхідністю посилення глобалізації на усіх рівнях [300, с. 10].

За таких умов дослідження проблем інвестиційно-правового регулювання без урахування міжнародно-правового компоненту інвестиційного права призводитиме не лише до неповного, а й просто неправильного, спотвореного бачення цих проблем (нагадаємо, що чинники, які визначають принципово важливу, а в окремих аспектах першорядну роль зазначеного міжнародно-правового компоненту розглядалися в підрозділі 1.5 цієї роботи). Наразі ми ставимо за мету дати найбільш загальну характеристику системи *міжнародних інвестиційних угод* як основного виду джерел міжнародного інвестиційного права<sup>38</sup>, сучасних тенденцій його розвитку та найбільш суттєвих впливів на внутрішній господарський правопорядок України,

---

<sup>38</sup> Як вказує І.З. Фархутдінов, не викликає жодних сумнівів те, що міжнародний договір виступає основним джерелом міжнародного публічного права, і передусім завдяки трьом чинникам. По-перше, договірна норма дозволяє достатньо чітко формулювати повноваження та обов'язки сторін, що сприяє недвозначному тлумаченню і застосуванню договірних норм. По-друге, на сучасному етапі договірним регулюванням охоплені всі без винятку сфери міжнародних відносин, воно послідовно і наступально витісняє з міжнародної практики звичаї. По-третє, договори найкращим чином забезпечують узгодження і взаємодію норм міжнародного права і внутрішньодержавного права [300, с. 64].

цілком усвідомлюючи, що міжнародно-правовому регулюванню інвестиційних відносин присвячена величезна кількість ґрунтовних спеціальних досліджень [99; 300; 371; 372; 453; 494; 495].

Наразі загальна кількість МІУ в світі становить близько 6000 [546, с. хііі]. МІУ є надзвичайно різноманітними, що робить нагальною потребу їх класифікації. Вважаємо за необхідне здійснювати класифікацію цих угод за такими основними критеріями: порядок укладання і кількість сторін; предмет регулювання; регулятивна мета.

***Залежно від порядку укладання та кількості сторін:***

- двосторонні інвестиційні угоди;
- регіональні інвестиційні угоди;
- багатосторонні інвестиційні угоди.

***Двосторонні інвестиційні угоди*** або угоди про взаємне сприяння та захист інвестицій є найбільш популярним міжнародно-правовим інструментом регулювання інвестиційних відносин. Перша ДІУ була укладена між Федеративною Республікою Німеччина та Пакистаном 25 листопада 1959 р. Зусилля Німеччини щодо укладання ДІУ (обумовлені втратою колоній в результаті Другої світової війни) невдовзі наслідували інші країни-експортери капіталу: Швейцарія у 1961 р., Нідерланди у 1963 р., Італія та Бельгійсько-Люксембурзький Економічний Союз у 1964 р., Швеція і Данія у 1965 р., Норвегія у 1966 р., Франція у 1972 р., Великобританія у 1975 р., Австрія у 1976 р. та Японія у 1977 р. [453, с. 43]. Втім, лише у 1980-х роках укладання ДІУ набуло значних масштабів, досягши справжнього буму в 1990-х, протягом яких кількість цих угод збільшилася у п'ятеро. Наразі кількість ДІУ досягла 3000 і продовжує зростати, хоч і дещо повільнішими темпами.

У ранній період майже усі ДІУ уклалися між багатими країнами ОЕСР та країнами, що розвиваються. Хоч зобов'язання договірних сторін були формально обопільними, фактично ДІУ розроблялися країнами-експортерами капіталу для захисту економічних інтересів власних суб'єктів за кодоном. З падінням Берлінської стіни та здобуттям незалежності колишніми радянськими республіками держави Східної Європи долучилися до укладання ДІУ – як з країнами ОЕСР, так і з країнами, що розвиваються. Так, Україна є стороною ДІУ з Австрією, Азербайджаном, Албанією, Алжиром,

Аргентиною, Бельгійсько-Люксембурзьким Економічним Союзом, Білоруссю, Болгарією, Боснією і Герцеговиною, Брунеєм, Великобританією, В'єтнамом, Вірменією, Гамбією, Гвінеєю, Грецією, Грузією, Данією, Екваторіальною Гвінеєю, Естонією, Єгиптом, Єменом, Ізраїлем, Індією, Індонезією, Іраном, Іспанією, Італією, Йорданією, Казахстаном, Канадою, Китаєм, Киргизстаном, Конго, Кореєю, Кубою, Кувейтом, Латвією, Литвою, Ліваном, Лівією, Македонією, Марокко, Молдовою, Монголією, Нігерією, Нідерландами, Німеччиною, Об'єднаними Арабськими Еміратами, Оманом, Панамою, Польщею, Португалією, Російською Федерацією, Сан-Марино, Саудівською Аравією, Сирією, Сінгапуром, Словаччиною, Словенією, Сполученими Штатами Америки, Туреччиною, Туркменістаном, Угорщиною, Узбекистаном, Фінляндією, Францією, Хорватією, Чехією, Чилі, Швейцарією, Швецією. Останнім часом найбільшого поширення набуло укладання ДІУ між самими країнами, що розвиваються<sup>39</sup>.

ДІУ є подібними одна до одної, починаючи з їхніх назв і закінчуючи структурою і змістом. Вони зазвичай включають: а) вступні положення, де визначається сфера дії ДІУ через дефініції понять «інвестиції» та «інвестор»; б) положення, що визначають матеріально-правові гарантії захисту, які надаються цим інвесторам та/або інвестиціям; в) механізми вирішення спорів як між договірними сторонами, так і між інвестором однієї договірної сторони та іншою договірною стороною; г) положення про суброгацію та про збереження більш сприятливих правил для інвесторів; ґ) заключні положення про порядок введення в дію і припинення угоди.

До ключових аспектів змісту ДІУ, регулювання яких характеризується значною одноманітністю, належать: національний режим і режим найбільшого сприяння на постінвестиційній стадії, справедливе і рівне ставлення, гарантії компенсації у разі експропріації інвестицій, гарантії вільного переказу капіталів, згода на арбітражне

---

<sup>39</sup> У 1990 р. існувало 42 ДІУ між країнами, що розвиваються. Їх число зросло до 679 на кінець 2006 р. – 26 % усіх існуючих на той момент ДІУ. Крім того, на кінець 2006 р. між країнами, що розвиваються було укладено понад 90 угод про вільну торгівлю, що містили інвестиційні розділи. Це відображає той факт, що країни, які розвиваються, усе більшою мірою стають експортерами капіталу [453, с. 58].

вирішення спорів між іноземним інвестором та приймаючою державою. Інші положення, як-от: недискримінація у питанні допуску іноземних інвесторів, заборона певних видів вимог до виробництва (*performance requirements*), зустрічаються лише у невеликій кількості ДІУ та можуть суттєво варіюватися (загалом такі положення властиві так званій американській моделі ДІУ на противагу більш традиційній європейській).

ДІУ пропагуються їхніми прихильниками як важливий спосіб залучення нових іноземних інвестицій, передусім прямих. Разом з тим, недостатня увага приділяється оцінці дійсного впливу цих угод на розподіл капіталу між країнами. З очевидністю, наявність ДІУ не є необхідною умовою для отримання іноземних інвестицій. Існує достатньо пар «домашня – приймаюча країна» з суттєвими потоками інвестицій, які не пов'язані ДІУ. Японія, другий за рахунком експортер капіталу в світі, уклала лише 4 ДІУ. США не мають ДІУ з Китаєм, найбільшим імпортером американського капіталу серед країн, що розвиваються. Бразилія, один з головних отримувачів прямих іноземних інвестицій, не ратифікувала жодної ДІУ. Куба не має ДІУ з Канадою та Мексикою, які є двома її найкрупнішими іноземними інвесторами; і навпаки, 60 % тих країн, з якими вона має ДІУ, не мають жодних інвестицій на Кубі. Крім того, існують численні приклади країн, які уклали значну кількість ДІУ, але не спромоглися залучити значні іноземні інвестиції, як-от країни Африки на південь від Сахари [397, с. 9–10]. На жаль, ілюстрацією останнього випадку може слугувати і Україна.

Міжнародні інвестиційні спори, вирішені або ті, що очікують на вирішення на підставі ДІУ, викликали занепокоєння щодо потенційної вартості цих угод для приймаючих країн – у плані як розмірів присуджуваних компенсацій, так і можливого звуження простору державного регулювання у зв'язку з тим, що останнє може погіршувати становище іноземних інвесторів. Висловлюється думка, що іноземні компанії намагатимуться використовувати умови ДІУ як прибутковий спосіб ведення бізнесу, вимагаючи компенсацій за ті ризики, які доводилося б нести самотужки за відсутності цих угод. Зважаючи на зростаючі побоювання з приводу потенційних та часто непередбачуваних втрат приймаючих країн від ДІУ,

усе більш важливим стає з'ясування того, чи приносять вони очікувані вигоди. З очевидністю, окремо узята участь країни навіть у значній кількості ДІУ не може замінити повноцінних внутрішніх реформ. Країни зі слабкими національними інституціями, включаючи ті, що стосуються захисту прав власності, навряд чи отримають суттєві додаткові переваги у зв'язку з укладанням ДІУ, на відміну від тих країн, які здійснили реформи і вже мають міцні внутрішні інституції. Та обставина, що ДІУ слугують не заміном, а додатком до національних інституцій, означає, що виграти від участі у них можуть ті країни, які найменше потребують їх як показника власних високих стандартів захисту прав інвесторів.

Місце *регіональних інвестиційних угод* в системі МІУ обумовлене двома ключовими тенденціями у розвитку сучасного світового господарства, які знаходяться у складній, неоднозначній, суперечливій взаємодії. Одна з них полягає у тому, що відбувається масштабний, форсований процес глобалізації економічної діяльності. Паралельно спостерігається небувале зростання регіональної та субрегіональної інтеграції – друга тенденція. Сучасний етап інтернаціоналізації національних економік визначається також формулою «відкритого регіоналізму», оскільки його мета полягає не у створенні та функціонуванні закритих торговельних союзів, а в розширенні сфери взаємної торгівлі, усуненні бар'єрів, що заважають вільному руху капіталів, ресурсів і людей. Іншими словами, регіональна економічна інтеграція за своїм характером і за своєю суттю, глобалізаційною спрямованістю виходить з рамки інтеграційного союзу, що діє на рівні того чи іншого регіону [300, с. 176 ]

Кількісно регіональних інвестиційних угод незрівнянно менше, ніж ДІУ, однак їх значення зростає і, з очевидністю, зростатиме надалі в світлі вищезазначених тенденцій. Прикладами таких угод є: Єдиний інвестиційний кодекс Андської групи Латиноамериканських країн 1970 р., Уніфікована угода про інвестиції арабського капіталу в арабських країнах 1980 р., Угода про співробітництво в сфері інвестиційної діяльності СНД 1993 р., Угода про інвестиційну зону Асоціації держав Південно-Східної Азії (АСЕАН) 1998 р., Інвестиційна угода про Спільну інвестиційну зону Спільного ринку Східної та Південної Африки (КОМЕСА) 2007 р. та ін.

Важливою подією в царині міжнародного інвестиційного права стало укладення Північноамериканської угоди про вільну торгівлю (НАФТА) у 1992 р. НАФТА є всеохоплюючою угодою між Канадою, Мексикою та Сполученими Штатами Америки, що регулює, поміж іншого, торгівлю товарами, послугами, державні закупівлі та інвестиції. Глава 11 НАФТА, присвячена інвестиціям, була унікальною на свій час з огляду на широту її покриття та положення про арбітражне вирішення спорів між державою-членом ОЕСР та особами іншою держави-члена ОЕСР. Хоч у свій час положення про інвестиційний арбітраж були включені до НАФТА за наполяганням США з метою захисту американських інвесторів у Мексиці, згодом ряд гучних позовів був заявлений проти самих США та Канади.

Група *багатосторонніх інвестиційних угод* представлена міжнародними договорами (угодами), які регулюють окремі аспекти транскордонного інвестування. Це, насамперед:

*Конвенція про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами від 18 травня 1965 р. (Вашингтонська конвенція)* [76]. Цією Конвенцією заснований Міжнародний центр з врегулювання інвестиційних спорів (МЦВІС) під егідою Світового банку, що стало ключовою віхою у створенні міжнародно-правової основи захисту іноземних інвестицій. Створенню МЦВІС передували дискусії щодо матеріально-правових стандартів захисту інвестицій в рамках міжнародних форумів, включаючи ООН, які виявили значні розбіжності щодо бачення таких стандартів різними країнами. У 1961 р. Арон Брохес, Генеральний радник Світового банку, запропонував створити механізм для неупередженого вирішення міжнародних інвестиційних спорів замість того, щоб шукати згоди з матеріально-правових стандартів ставлення до інвестицій/інвесторів. МЦВІС був задуманий як нейтральний форум для вирішення міжнародних інвестиційних спорів з бажаним наслідком створення «атмосфери взаємної довіри і стимулювання таким чином більшого притоку приватного іноземного капіталу до країн, які бажають його залучити» [453, с. 27].

МЦВІС не є постійно діючим арбітражем; швидше, він забезпечує правову і організаційну основу для арбітражного вирішення

спорів між державами – учасницями Вашингтонської конвенції (Договірними державами) та інвесторами, що кваліфікуються як особи інших Договірних держав. Вашингтонська конвенція перетворює згоду держави на арбітраж в рамках МЦВІС на її зобов'язання згідно з міжнародним правом. МЦВІС надає можливість вирішення міжнародних інвестиційних спорів без втручання внутрішньодержавних політичних або юрисдикційних органів подібно до того, як спір між державами може бути переданий на вирішення міжнародним судом або арбітражем.

Арбітраж в рамках МЦВІС можливий за дотримання чотирьох умов: 1) сторони спору повинні досягти письмової згоди про передачу такого спору для вирішення МЦВІС; 2) спір повинен виникнути між Договірною державою та особою іншої Договірної держави; 3) спір повинен бути правовим; 4) спір повинен виникнути безпосередньо з відносин, пов'язаних з інвестиціями, вкладеними у приймаючій Договірній державі (ст. 25 (1) Вашингтонської конвенції). Згода сторін про передачу спору для вирішення МЦВІС означає, якщо не передбачено іншого, відмову від використання інших засобів вирішення спорів (ст. 26). Зокрема, не можна вдаватися до засобів дипломатичного захисту щодо спорів, щодо яких досягнута згода про передачу на вирішення МЦВІС, за винятком випадків відмови Договірної держави виконувати рішення арбітражу МЦВІС. Крім того, оскільки держава погодилася на арбітраж МЦВІС, вона не може відкликати свою згоду в односторонньому порядку або вимагати вичерпання внутрішньодержавних засобів захисту перед зверненням до МЦВІС, якщо тільки це не було прямо визначено умовою згоди на арбітраж.

Однією з цілей Вашингтонської конвенції є «делокалізація» інвестиційних спорів шляхом підпорядкування арбітражного процесу в рамках МЦВІС та виконання арбітражних рішень виключно самій Вашингтонській конвенції, а не національному праву. Це, однак, не означає, що національне право взагалі не має значення при вирішенні спорів МЦВІС. Матеріальне право, яке підлягає застосуванню в інвестиційному спорі, значною мірою залежатиме від відношення між інвестором і приймаючою державою (наприклад,

спір може виникнути з договору, акта інвестиційного законодавства або МІУ). Рішення арбітражів МЦВІС є обов'язковими для сторін і можуть бути анульовані тільки *ad hoc* комітетом, створеним згідно з Вашингтонською конвенцією (ст. 52). Це має на меті запобігання перегляду по суті рішень арбітражів МЦВІС національними судами.

У 1978 р. МЦВІС створив Додатковий механізм, який дозволив Секретаріату МЦВІС адмініструвати арбітраж у спорах, де одна з сторін не є Договірною державою Вашингтонської конвенції або особою Договірної держави. Важлива відмінність між арбітражем згідно з Вашингтонською конвенцією та Правилами Додаткового механізму [402] полягає у тому, що національне право, а не Вашингтонська конвенція, регулює виконання рішень, прийнятих на підставі Правил Додаткового механізму. Ст. 19 Розкладу С зазначених Правил встановлює, що арбітражні провадження повинні проводитися тільки у країнах, що є учасницями Конвенції ООН про визнання та виконання іноземних арбітражних рішень (Нью-Йоркська конвенція);

*Сеульська конвенція про заснування Багатостороннього агентства з гарантій інвестицій від 11 жовтня 1985 р.* [272] Багатостороннє агентство з гарантій інвестицій, як і МЦВІС, входить до Групи організацій Світового банку і створене з метою стимулювання потоків інвестицій між країнами-членами і особливо у країни, що розвиваються, шляхом забезпечення страхування іноземних інвестицій, технічної допомоги і консультацій;

*Договір до Енергетичної хартії* є багатосторонньою угодою, укладеною з метою залучення інвестицій до енергетичних секторів колишнього Радянського Союзу та Східної Європи та, відповідно, їх інтеграції у ширші європейський та світовий ринки. Наразі ДЕХ підписали 51 країна та Європейський Союз; усі учасники ДЕХ ратифікували його, окрім Австралії, Білорусі, Ісландії, Норвегії та Росії. Крім того, 24 країни та 10 міжнародних організацій мають статус спостерігачів при Енергетичній Хартії. Положення ДЕХ щодо захисту інвестицій подібні до тих, що містяться в ДІУ, хоч стосуються тільки інвестицій в енергетичному секторі;

*угоди Світової організації торгівлі.* Світова організація торгівлі розпочала свою діяльність 1 січня 1995 р. на підставі Марракеської



угоди від 15 квітня 1994 р. [294], укладання якої стало результатом Уругвайського раунду багатосторонніх торговельних переговорів (1986–1994 рр.) на основі Генеральної угоди з тарифів та торгівлі 1947 р. У період, що передував створенню СОТ, регулювання міжнародних інвестицій у системі світової торгівлі обмежувалося положеннями ГАТТ щодо окремих інвестиційних заходів, пов'язаних з торгівлею (ТРІМС), передусім тих, що пов'язували можливість здійснення іноземних інвестицій з використанням вітчизняних товарів. Протягом Уругвайського раунду США наполягали на запровадженні жорсткіших дисциплін щодо ТРІМС та прийнятті правил, які лібералізували б ринковий доступ для інвестицій. Більшість учасниць ГАТТ, однак, відкинули цю пропозицію, натомість віддавши перевагу уточненню переліку заходів, які порушують існуючі зобов'язання згідно з ГАТТ. Угода про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи (Угода ТРІМС) як складова пакету, прийнятого за підсумками Уругвайського раунду підтвердила, що члени СОТ не можуть застосовувати інвестиційні заходи, які суперечать положенням ГАТТ про національний режим або порушують загальну заборону застосування кількісних обмежень імпорту або експорту товарів.

Іншим результатом Уругвайського раунду стала Генеральна угода з торгівлі послугами (ГАТС), яка лібералізувала міжнародну торгівлю послугами. Положення ГАТС щодо комерційної присутності як одного зі способів міжнародної поставки послуг, по суті, гарантують права іноземних інвесторів на здійснення інвестицій у секторах послуг, покритих зобов'язаннями, прийнятими згідно з цією Угодою. У зв'язку з цим ГАТС можна розглядати як першу багатосторонню угоду про лібералізацію руху інвестицій.

Разом з тим, універсальної за предметом регулювання багатосторонньої міжнародної угоди про інвестиції дотепер не існує. Історія безуспішних спроб укласти таку угоду нараховує більш ніж півстоліття. Гаванська хартія 1948 р., яка передбачала створення Міжнародної організації торгівлі, включала низку правил щодо міжнародних інвестицій, які виявилися чи не найбільш спірними положеннями цієї Хартії – і ключовим чинником її неприйняття. У наступні десятиліття як ООН, так і ОЕСР намагалися відродити ідею

багатостороннього «кодексу» іноземного інвестування. Одним з найбільш значущих результатів цієї діяльності стало розроблення в рамках ОЕСР Проекту Конвенції про захист іноземної власності 1967 р. [463], яка, хоч і ніколи не була відкрита для підписання, але послужила взірцем для європейської моделі ДІУ країн-експортерів капіталу.

У 1990-х роках ОЕСР відновила зусилля щодо прийняття багатосторонньої угоди про інвестиції. Її стратегія передбачала укладення угоди, яка встановлювала б високі стандарти захисту інвестицій, між країнами-членами ОЕСР та іншими бажаними країнами з наступним відкриттям цієї угоди для приєднання інших країн. Переговори щодо Багатосторонньої угоди про інвестиції ОЕСР тривали з 1995 по 1998 р. і співпали у часі з розглядом ряду резонансних справ за позовами інвесторів до приймаючих країн на підставі НАФТА. Остання обставина, а також розбіжності між учасниками переговорів з широкого переліку питань та критика міжнародно-правових стандартів захисту інвестицій з боку неурядових організацій спричинили відмову від Проекту Угоди та припинення переговорів.

Питання інвестицій було порушене також в рамках СОТ на Сінгапурській міністерській конференції 1996 р., коли Міністри з торгівлі дійшли згоди щодо створення Робочої групи з торгівлі та інвестицій, завданням якої мало бути вивчення взаємозв'язку між торгівлею та інвестиціями та «промацування ґрунту» для майбутніх переговорів щодо багатосторонніх правил про інвестиції (які виходили б за вузькі рамки вищезгадуваних ТРИМС та ГАТС). Припинення переговорів щодо Багатосторонньої угоди про інвестиції ОЕСР у 1998 р. посилювало заінтересованість ряду держав у наданні СОТ активної ролі в регулюванні міжнародних інвестицій. У Доській декларації 2001 р. члени СОТ визнали «потребу у багатосторонній правовій основі для забезпечення прозорих, стабільних та передбачуваних умов для довгострокового транскордонного інвестування». Декларація закликала Робочу групу зосередитися на ряді питань регулювання міжнародних інвестицій з тим, щоб формальне рішення про початок переговорів щодо можливого тексту відповідної угоди було прийняте на наступній Міністерській конференції у 2003 р. По мірі наближення останньої країни, що розвиваються, висловили

заперечення проти переговорів з «Сінгапурських питань» (торгівля й інвестиції, торгівля і конкуренція, прозорість державних закупівель та сприяння торгівлі). На Міністерській конференції 2003 р. Комісар з торгівлі ЄС погодився на виключення питання інвестицій з Доського порядку денного; пізніше це рішення було підтримане США. Тимчасом як запитаність багатосторонніх правил про інвестицій не зникла повністю, а деякі країни, передусім Японія та Європейський Союз, залишаються їхніми прихильниками, їх прийняття в рамках СОТ в близькому майбутньому навряд чи ймовірне.

***Залежно від предмету регулювання:***

- угоди, що регулюють виключно інвестиційні відносини (двосторонні угоди про взаємне сприяння та захист інвестицій);

- угоди про економічну інтеграцію, що регулюють, поміж іншого, і інвестиційні відносини. Угоди про економічну інтеграцію можуть бути визначені як угоди, що сприяють міжнародній торгівлі та транскордонному рухові факторів виробництва. Такі угоди можуть бути двосторонніми, багатосторонніми, регіональними, між-регіональними або наднаціональними. Глибина ринкової інтеграції, яку ставлять за мету зазначені угоди, в розрізі типів обмежень та перешкод, що усуваються ними, та видів діяльності, що ними покриваються, суттєво варіюється. Виділяють кілька різних моделей угод про економічну інтеграцію, хоч кожна з них може мати численні варіації:

- секторальні торговельні угоди – передбачають зниження митних тарифів або безмитну торгівлю між їх сторонами у певних секторах;

- невзаємні преференційні торговельні угоди – надають доступ до крупнішого ринку без вимоги взаємності;

- угоди про вільну торгівлю – країни-учасниці загалом усувають усі тарифні та нетарифні бар'єри у торгівлі між собою;

- митні союзи – країни-учасниці загалом усувають усі тарифні та нетарифні бар'єри у торгівлі між собою та встановлюють спільний зовнішній митний тариф на товари з третіх країн;

- спільні ринки – митний союз доповнюється усуненням бар'єрів щодо руху факторів виробництва;

економічні союзи – їх члени інтегрують усі або більшість напрямів своєї економічної політики [413, с. 2–3].

Тимчасом як кількісно угоди про економічну інтеграцію продовжують поступатися ДІУ, їхня роль у міжнародно-правовому режимі інвестицій наразі є набагато вагомішою, ніж десятиліття тому. Низка країн віддала перевагу закріпленню власних зобов'язань в царині іноземного інвестування не в ДІУ, а в ширшому контексті інтеграційних угод. Так, наприклад, Європейська Комісія, характеризуючи майбутню інвестиційну політику ЄС, зазначила, що положення про інвестиції у широких торговельних угодах впливають на торгівлю та потоки прямих іноземних інвестицій більш глибоко [533, с. 5].

***Залежно від регулятивної мети:***

- угоди, спрямовані на захист інвестицій;
- угоди, спрямовані на регулювання руху інвестицій;
- комплексні угоди.

Мету ***захисту інвестицій*** переслідують усі двосторонні інвестиційні угоди (угоди про взаємне сприяння та захист інвестицій). Попри назву них угод, функція *сприяння* інвестиціям здійснюється ними лише опосередковано. Це означає, що ці угоди передбачають залучення іноземних інвестицій шляхом надання гарантій їх захисту, а не застосування спеціальних заходів сприяння з боку домашніх та приймаючих країн.

Тимчасом як одні автори вважають таку ситуацію цілком закономірною («можна стверджувати, що рушійною силою будь-якої політики, спрямованої на сприяння інвестиціям, є забезпечення гарантій» [68, с. 338]), інші висловлюють занепокоєння з приводу філософії, що лежить в основі ДІУ, вказуючи, що останнім бракує постановки більш широкої мети. Навдивовижу рідкісним для цих угод є визначення переліку політичних і соціальних цілей, яким повинні підпорядковуватися інтереси іноземних інвесторів, або з якими, принаймні, вони повинні узгоджуватися на взаємовигідній основі [396, с. 25].

По мірі поширення арбітражного розгляду міжнародних інвестиційних спорів інвестиційні арбітражі стали звертатися до преамбул

ДІУ як орієнтирів для тлумачення матеріальних положень цих угод. Не дивно, що ряд арбітражів обрав тлумачення, забарвлене вузьким «інвесторочентричним» формулюванням мети ДІУ. Так, у справі *SGS v. Philippines* [502] витлумачив преамбулу ДІУ як таку, що приписує інтерпретувати неясні положення договору так, щоб сприяти захисту покритих інвестицій (п. 116).

Крім того, ДІУ встановлюють лише права інвесторів, але нічого не говорять про їхні обов'язки. Це означає, що приймаючі країни продовжують регулювати іноземне інвестування за допомогою свого внутрішнього законодавства, не вдаючись до прямого покладення на іноземних інвесторів зобов'язань згідно з ДІУ, наприклад, у царині корпоративної відповідальності, відповідальності за екологічну шкоду тощо.

*Угоди, спрямовані на регулювання руху інвестицій*, є малочисельними. Це пояснюється загальною обережністю країн як учасниць світової економічної системи щодо лібералізації руху капіталів (див. підрозділ 1.1 цієї роботи). Кодекс лібералізації руху капіталів ОЕСР, обов'язковий для 34 країн-членів ОЕСР, є єдиним багатостороннім інструментом (за винятком правил Європейського Союзу та Європейської економічної зони), який забезпечує лібералізацію повного спектру міжнародних операцій, пов'язаних з рухом капіталів. На момент прийняття Кодексу у 1961 р. предмет його регулювання був доволі обмежений. Поступово країни-учасниці розширювали перелік покритих цим регулюванням операцій, допоки він не охопив усі довго- і короткострокові капітальні операції між резидентами країн ОЕСР.

До угод цієї групи можна віднести і ті угоди СОТ, що регулюють окремі аспекти транскордонного інвестування, тобто, Угоду ТРИМС та ГАТС. Таке позиціонування цих угод впливає з загальної мети діяльності СОТ, якою у найбільш загальному вигляді є лібералізація міжнародної торгівлі. З іншого боку, саме у зв'язку з цим зазначені угоди СОТ сприяють більш вільному руху інвестицій лише тією мірою, якою це необхідно для цілей лібералізації торгівлі товарами (Угода ТРИМС) або послугами (ГАТС).

*Комплексні угоди* одночасно переслідують цілі як захисту інвестицій, так і регулювання їх руху в напрямку лібералізації.

З огляду на потенційну конфліктність цих цілей створення міжнародно-правового документа, який однаково успішно виконував би функцію як гарантування, так і регулювання руху інвестицій, є об'єктивно складним завданням. Ілюстрацією цього є невдалий досвід переговорів щодо Багатосторонньої угоди про інвестиції в рамках ОЕСР та аналогічної угоди в рамках СОТ.

Разом з тим, комплексність регулятивних цілей успішно досягається в угодах про економічну інтеграцію, у яких положення про інвестиції виступають лише частиною більш широкого контексту. Порівняно з традиційними ДІУ, угоди про економічну інтеграцію є набагато більш різноманітними за широтою охоплення, підходами і змістом. Новітні угоди намагаються охопити широкий перелік питань, до яких, поряд з захистом інвестицій і лібералізацією їх руху, належать торгівля товарами і послугами, права інтелектуальної власності, економічна конкуренція, державні закупівлі, тимчасовий в'їзд підприємців, прозорість, довкілля, права на працю. Особливо широкоохоплюючими та детальними є угоди, укладені останнім часом такими країнами, як Австралія, Чилі, Японія, Сінгапур та США [406, с. 9–10].

На основі здійсненого огляду системи МІУ можна виділити такі *характерні риси міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності* у сучасний період: 1) глобальний характер; 2) децентралізований характер; 3) динамічний розвиток; 4) поширення міжнародного інвестиційного арбітражу.

Про *глобальний характер* міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності можна говорити з огляду на те, що процесом укладання МІУ охоплені усі регіони світу. Наразі майже усі країни є сторонами хоча б однієї МІУ, а більшість з них є сторонами кількох, а то й багатьох МІУ.

На противагу 1970-м та 1980-м рокам, коли країни-експортери та імпортери капіталу займали непримиренні позиції у питанні стандартів захисту іноземних інвестицій, у сучасний період фундаментальні ідеологічні розбіжності з приводу бажаності такого захисту згідно з міжнародним правом значною мірою зникли. Зараз МІУ покривають значні обсяги потоків інвестицій не лише між розвиненими

країнами та країнами, що розвиваються, а й усередині обох зазначених груп країн. Міжнародно-правовий захист інвестицій, таким чином, став справді глобальним феноменом; меншою мірою ця теза стосується міжнародно-правового регулювання руху інвестицій, хоч і в цьому випадку, зважаючи на зростаюче поширення угод про економічну інтеграцію, які переслідують комплексні цілі, можна говорити про досягнення певного рівня глобалізації.

**Децентралізований характер** міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності виявляє себе в низці особливостей. По-перше, мережа МІУ *атомізована*: вона складається з тисяч окремих угод, між якими практично відсутня системна координація (власне, тому про *систему* МІУ можна говорити лише зі значною умовністю). По-друге, система МІУ *багатошарова*: вона складається з міжнародних угод, укладених на різних рівнях: двосторонньому, субрегіональному, регіональному, міжрегіональному, секторальному, кілька- і багатосторонньому, предмети регулювання яких частково співпадають. По-третє: система МІУ *багатоаспектна*: вона регулює питання не тільки власне інвестицій, а й торгівлі товарами і послугами, правового режиму інтелектуальної власності, використання робочої сили, екологічні питання тощо [550, с. 5].

Система МІУ перебуває у **динамічному розвитку**. Протягом останніх кількох років щотижня укладалося в середньому більш як три угоди. Крім того, триває тенденція переукладання «старих» ДІУ та заміни їх більш сучасними та складними угодами. Так, у невеликій, але зростаючій кількості ДІУ з'являються положення, спрямовані на конкретизацію змісту спірних концепцій міжнародного інвестиційного права («непряма експропріація» та відмежування її від регуляторних заходів держави, що не підлягають компенсації; «справедливе та рівне ставлення» тощо). Іншим новим явищем є врахування деякими ДІУ міркувань публічної політики приймаючих держав, шляхом застосування виключних застережень, які стосуються, наприклад, національної безпеки і громадського порядку, охорони здоров'я і довкілля, дотримання прав на працю, культурного різноманіття та пруденційних заходів на ринках фінансових послуг. Нові угоди приділяють увагу також питанням міжнародного

інвестиційного арбітражу, включаючи можливість осіб, що не є сторонами у спорі, брати участь в арбітражному процесі [550, с. 3–6].

**Поширення міжнародного інвестиційного арбітражу** як способу вирішення спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами є одним з ключових чинників зростання кількості МІУ та їх якісних змін. Тривалий час ці угоди розглядалися як щось подібне до «мертвої букви». Попри те, що положення про арбітраж включалися до МІУ починаючи з 1968 р., до 1990 р. арбітражний розгляд інвестиційних спорів не був відомий. Першою відомою справою, розглянутою у порядку інвестиційного арбітражу, стала справа *Asian Agricultural Products Ltd v. Sri Lanka* (1990 р.) за позовом на підставі шрі-ланкійсько-британської ДІУ з приводу зруйнування креветкової ферми шрі-ланкійськими силами безпеки. Арбітраж присудив інвесторові 460 тис. дол. США як відшкодування збитків. Наступними за цим рішенням стали рішення у справі проти Польщі (1995 р.), яке не є публічно доступним, рішення у справі проти Заїру (1997 р.), а також рішення про компетенцію на підставі ДІУ між Нідерландами та Венесуелою (1991 р.) [453, с. 58–59]. На кінець 2010 р. загальна кількість відомих спорів, що виникли з МІУ досягла 390, з них більше половини були ініційовані починаючи з 2005 р. Оскільки МЦВІС є єдиним арбітражним форумом, який веде публічний реєстр позовів, загальна кількість спорів насправді може бути більшою. Крім того, зазначена кількість не включає спори, що виникли виключно з інвестиційних договорів між іноземними особами та державами та спори, у яких сторона лише заявила про свій намір подати позов, але ще не зробила цього [424, с. 1–2].

Водночас, зростання кількості МІУ та міжнародних інвестиційних спорів, широта інтерпретацій прав інвесторів деякими інвестиційними арбітражами та ряд значних рішень, винесених проти приймаючих держав, викликали критичну увагу різних держав, груп захисту суспільних інтересів та вчених у галузі міжнародного та публічного права. Занепокоєння з приводу сучасної системи міжнародно-правового захисту інвестицій включає декілька чинників. По-перше, невизначеність, або навіть двозначність положень МІУ, які на основі широко сформульованих принципів захисту інвестицій



обмежують державний суверенітет, не надаючи арбітражам чітких вказівок щодо обсягу зобов'язань, прийнятих згідно з цими угодами; по-друге, зростаюче число непослідовних, конфліктуючих інтерпретацій арбітражами стандартів захисту інвестицій не тільки згідно з різними угодами, а й у практично ідентичних справах, заснованих на одній і тій самій угоді; по-третє, фрагментація міжнародного інвестиційного права, та, відповідно, брак стабільності і передбачуваності у прийнятті рішень інвестиційними арбітражами; по-четверте, презумпція упередження на користь іноземних інвесторів проти легітимних неінвестиційних публічних інтересів, наприклад, щодо охорони здоров'я, культурної спадщини, праці або довкілля; і по-п'яте, процесуальні максими арбітражу, особливо конфіденційність процедур, та ідея того, що процес вирішення спорів на підставі інвестиційних угод належить сторонам, і особи, які не є сторонами, навіть якщо їхні інтереси зачіпаються, позбавлені права участі у ньому [493, с. 7].

На тлі зазначених чинників висловлюється точка зору про те, що міжнародне інвестиційне право перебуває у справжній «кризі легітимності». Ознаками цієї кризи є недавній вихід деяких латиноамериканських країн з ДІУ та Вашингтонської конвенції. Так, Болівія денонсувала Вашингтонську конвенцію 3 листопада 2007 р., Еквадор – 12 червня 2009 р. Про дискусії щодо можливого виходу з Вашингтонської конвенції повідомлялося у зв'язку з Нікарагуа, Венесуелою та Кубою. Венесуела припинила ДІУ з Нідерландами 1 листопада 2008 р., хоч угода залишається чинною протягом 15 років стосовно інвестицій, здійснених до її припинення.

Суттєвий вплив на стан міжнародного інвестиційного права може справити надання нової виключної компетенції Європейському Союзу згідно з Лісабонським договором. Відповідно до ст. 3 (1) (е) та ст. 207 (1) Договору про функціонування Європейського Союзу, ЄС отримав виключну компетенцію в сфері спільної комерційної політики, яка включає, поміж іншого, комерційні аспекти прямого іноземного інвестування, внаслідок чого ЄС наразі переглядає власну політику щодо міжнародного інвестиційного права. Найбільш загальні обриси нової інвестиційної політики ЄС визначені у Повідомленні Європейської Комісії від 7 липня 2010 р. «Назустріч всеохоплюючій

європейській міжнародній інвестиційній політиці» [533]. Водночас Європейська Комісія запропонувала проект Регламенту, який встановлює перехідні положення щодо двосторонніх інвестиційних угод між країнами-членами та третіми країнами [478].

Нова виключна компетенція ЄС означає, що в середньо- та довгостроковій перспективі усі ДІУ між країнами-членами та третіми країнами будуть замінені ДІУ, укладеними від імені ЄС, або інвестиційними розділами угод про вільну торгівлю між ЄС та третіми країнами. Хоч існуючі ДІУ між країнами-членами та третіми країнами (яких наразі нараховується біля 1200) залишатимуться в силі протягом перехідного періоду, країни-члени зобов'язані привести свої зобов'язання у відповідність з правом ЄС шляхом переукладання або навіть припинення цих угод. Крім того, країни-члени можуть повідомити Європейську Комісію про ті існуючі інвестиційні угоди, які вони бажають зберегти попри нову компетенцію ЄС. Після закінчення п'ятирічного періоду, однак, Комісія намагатиметься переглянути ці угоди і визначити, чи можуть вони залишитися в силі. Країни-члени також матимуть змогу продовжувати укладати інвестиційні угоди з третіми країнами протягом перехідного періоду тривалістю щонайменше п'ять років за умови, що вони не суперечать праву ЄС та не перешкоджають здійсненню компетенції ЄС щодо іноземних інвестицій. Щодо ДІУ між самими країнами-членами, то Комісія вважає, що вони більше не можуть застосовуватися; інвестиційні арбітражі, однак, продовжують їх застосовувати.

Таким чином, надання нової компетенції ЄС ставить під сумнів майбутнє самостійної політики країн-членів в сфері іноземного інвестування, так само як продовження застосування МІУ, вже укладених між державами-членами. Загалом, усі вищеописані події можуть мати результатом певну зворотну реакцію проти міжнародного інвестиційного права та арбітражу, та можливо виникнення латентної кризи [493, с. 6].

*Пропозиції щодо реформи міжнародного інвестиційного права є різноманітними. Передусім, вони стосуються інституційної реформи міжнародного інвестиційного арбітражу як найбільш проблемної ланки міжнародно-правового режиму інвестицій.*

Пропонуються різні шляхи такої реформи: відмова від міжнародно-правового захисту інвестицій взагалі (найбільш радикальний підхід), повернення до міждержавного арбітражу, заснування єдиного апеляційного органу для перегляду рішень інвестиційних арбітражів і, нарешті, створення постійно діючого міжнародного інвестиційного суду (детальніше див. підрозділ 3.5 цієї роботи). Безвідносно до переваг таких альтернатив з точки зору послідовності, передбачуваності і легітимності вирішення міжнародних інвестиційних спорів, фундаментальна інституційна реформа не є ймовірною у близькому майбутньому.

Інший напрям реформування міжнародного інвестиційного права полягає в *удосконаленні* самих МІУ, передусім і головним чином двосторонніх угод про взаємне сприяння і захист інвестицій. Зазвичай ДІУ містять положення, які встановлюють строк їх дії, по закінченню якого угода може залишатися чинною, якщо тільки одна з сторін не вживе заходів з її припинення. Багато ранніх ДІУ продовжують зберігати чинність через брак політичного інтересу сторін щодо заміни їх більш сучасними, деталізованими угодами. Тимчасом, очевидним шляхом, за допомогою якого держави можуть забезпечити належний рівень захисту інвестицій і водночас усунути неоднозначні положення, прогалини та інші недоліки власних ДІУ, є їх переукладення або заміна економічними угодами ширшої дії. Це передбачає здійснення ретроспективної оцінки впливу ДІУ для визначення міри, якою основні публічні інтереси залишаються захищеними в умовах дії цих угод. Власне, вже та обставина, що низка країн змінює свою договірну практику, віддаючи перевагу складним, деталізованим угодам, у яких знаходиться місце міркуванням публічної політики, має викликати занепокоєння з приводу існуючих угод, які страждають на серйозні недоліки і залишаються в силі.

Зразком альтернативного підходу до моделювання МІУ, вихідною ідеєю якого є необхідність збалансування приватних інтересів іноземних інвесторів та публічних інтересів приймаючих держав, є Модельна міжнародна угода про інвестиції для сталого розвитку, розроблена Міжнародним інститутом сталого розвитку [438]. За словами авторів Модельної угоди, модель МІУ, розроблена 50 років

тому, якими б не були її достоїнства у свій час, більше не відповідає потребам глобальної економіки в 21 столітті [438, с. х]. Відповідно до ст. 1 Модельної угоди, її метою є сприяння іноземним інвестиціям, які підтримують сталий розвиток, особливо у країнах, що розвиваються та найменш розвинених країнах. Ця стаття встановлює інтерпретаційний контекст, явно відмінний від контексту «прав інвесторів», який зазвичай використовують інвестиційні арбітражі.

Визначення *інвестицій* (ст. 2) є вужчим порівняно з більшістю чинних МІУ і націлене на покриття інвестицій, які фізично присутні і «працюють» у приймаючій країні, на противагу компаніям – «поштовим скринькам» або мінімальним інвестиціям, необхідним, наприклад, для започаткування продажів товарів або послуг на іноземному ринку. Портфельні інвестиції також не охоплюються цим визначенням, оскільки, на думку розробників Модельної угоди, відсутність прямої управлінської ролі та інтересу позбавляє потенційні мільйони портфельних інвесторів практичної доцільності виконувати обов'язки, що покладаються цією Угодою на покритого інвестора, в обмін на відносно скромні вигоди [438, с. 6]. У свою чергу, права інтелектуальної власності не визнаються самостійним видом інвестицій. Це не означає, що інвестиції, у складі яких є права інтелектуальної власності, не підлягатимуть захисту згідно з Угодою. Однак одне лише володіння правами інтелектуальної власності в іноземній державі не тягне за собою виникнення прав і обов'язків, встановлених нею. Інвестиціями не визнаються також активи, придбані для особистого, а не господарського використання, та ринкова частка (у відповідь на деякі арбітражні рішення, які поширили поняття інвестицій на товари у торгівлі, які займають певну ринкову частку). Натомість, суттєва операційна присутність у приймаючій країні та спроможність робити внесок у її розвиток обрані тут ключовими критеріями.

Щодо визначення *інвестора*, то Модельна угода вимагає реального зв'язку його особи з економікою домашньої країни (на відміну від критерію інкорпорації, найбільш поширеного в чинних МІУ). «Домашня країна» означає країну, заявлену інвестором та прийняту як таку приймаючою країною у відповідності з наступним правилом: іноземний інвестор повинен негайно обрати свою домашню

країну, виходячи з головного місця здійснення господарської діяльності або головного центру дійсних та постійних зв'язків з економікою домашньої країни, звідки здійснюється дійсний контроль за інвестицією, та повідомити приймаючу країну про свою домашню країну. «Поштові скриньки», офшорні інкорпорації з метою оптимізації оподаткування тощо не є визначальними для встановлення домашньої країни.

Чи не найсуттєвіша особливість Модельної угоди полягає у тому, що вона встановлює шість категорій прав та обов'язків: права та обов'язки інвестора, права та обов'язки приймаючої країни та права та обов'язки домашньої країни. Формулювання прав інвестора та обов'язки приймаючої країни є удосконаленим відображенням сучасних тенденцій у міжнародному інвестиційному праві. Тимчасом, права приймаючої країни, обов'язки інвестора та права та обов'язки домашньої країни рідко отримували будь-яке визначення в МІУ.

Україна поки що залишається осторонь процесу заміни традиційних ДІУ більш сучасними інструментами. Усі ДІУ за її участю, включаючи переукладені у зв'язку з закінченням строку дії, наслідують концептуально застарілу модель, що характеризується лаконічністю приписів на шкоду визначеності їх змісту, та неухвагою до забезпечення публічних інтересів приймаючої держави.

Окремим напрямом удосконалення міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності є *теоретичне обґрунтування міжнародного інвестиційного права*, яке наразі значно відстає від фактичного розвитку міжнародних економічних відносин. Як відзначає І.І. Лукашук, на жаль, правознавці не виявили відповідного інтересу до вивчення впливу глобалізаційних процесів на розвиток держави і права [103, с. 117–118]. У свою чергу, І.З. Фархутдінов звертає увагу на те, що проблеми співвідношення міжнародного і внутрішнього права вже давно залишаються предметом досліджень практично тільки юристів-міжнародників. Разом з тим засмучує майже повна відсутність даної проблематики в роботах з теорії держави і права, рівно як і уваги до неї галузевих юридичних наук [300, с. 20].

Недостатність наукового опрацювання проблематики міжнародного інвестиційного права відзначається і в авторитетних

зарубіжних дослідженнях. Так, німецький вчений С. Шілл вказує на відсутність всеохоплюючої методологічної основи для сучасного розуміння міжнародного інвестиційного права як цілого, так само як і переконливої оцінки його складових. Особливо ускладнює ситуацію зіткнення між приватним комерційним арбітражем та публічно-правовими підходами до міжнародного інвестиційного права та арбітражу. Саме напруга між цими двома моделями є джерелом значної долі критики і непорозумінь з приводу структури, функціонування та напрямів подальшого розвитку сучасної системи міжнародно-правового захисту інвестицій. У зв'язку з цим пропонується підхід, згідно з яким замість того, щоб опікуватися виключно захистом приватних інтересів інвесторів, міжнародне інвестиційне право повинно виконувати ширшу функцію забезпечення правової основи для публічного міжнародного економічного порядку, в межах якого складаються інвестиційні відносини. Міжнародному інвестиційному арбітражу, у свою чергу, відводиться роль механізму не тільки вирішення індивідуальних спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами, а й впровадження, шляхом перевірки законності поведінки держави, верховенства права у ставленні до іноземних інвесторів. Міжнародний інвестиційний арбітраж, відтак, розглядається як феномен, більш подібний до адміністративного або конституційного судового розгляду, ніж до комерційного арбітражу, хоч міжнародне інвестиційне право і використовує арбітражний процес для вирішення спорів [493, с. 1–2].

Досягнення необхідного балансу між захистом інвестицій та іншими публічними інтересами, так само як і задоволення вимог прозорості і відкритості і інвестиційному арбітражі можливе за умови розуміння суттєвих публічно-правових імплікацій міжнародного інвестиційного права та концептуалізації його як публічно-правової дисципліни в межах міжнародного права. Публічно-правові виміри міжнародного інвестиційного права не обмежуються аспектом обмеження дій держави на користь індивідуальних прав. Вони виявляють себе також у зв'язку з іншою центральною функцією публічного права, а саме: функцією забезпечення легітимності і підзвітності публічної влади. У цьому вимірі вплив міжнародного інвестиційного арбітражу виходить за межі вирішення конкретних спорів між

інвесторами і державами, а сам він розглядається як механізм глобального управління [493, с. 16–17].

З вищесказаного випливає функціональна подібність міжнародного інвестиційного права та внутрішньодержавного господарського права, метою якого є забезпечення правового господарського порядку на засадах збалансування приватних інтересів суб'єктів господарювання та публічних інтересів. Нескладно помітити значну подібність проблематики міжнародного інвестиційного та господарського права: забезпечення економічного зростання з одночасним дотриманням інших умов (складових) сталого розвитку; запобігання неправомірному державному втручання у здійснення господарської/інвестиційної діяльності; захист прав на майно; створення умов для державно-приватного партнерства; недопущення дискримінації; сприяння міжнародним економічним, у тому числі інтеграційним зв'язкам тощо. Можна виділити і проблеми процесуального характеру, які є спільними для міжнародного інвестиційного та господарського процесу, як-от: співвідношення судового та арбітражного вирішення спорів; розмежування компетенції національних судів та міжнародних юрисдикційних органів; правове значення рішень і окремих правових позицій міжнародних інвестиційних арбітражів та характер і межі впливу цих рішень і правових позицій на суб'єктів господарських/інвестиційних правовідносин, у тому числі тих, що не були сторонами спору або міжнародного договору, на підставі якого він розглядався; співвідношення державного регулювання господарської/інвестиційної діяльності як прояву державного суверенітету та судового/арбітражного розсуду; забезпечення прозорості та відкритості процесу. Слід звернути увагу і на те, що абсолютна більшість гарантій захисту інвестицій, закріплених в МІУ, вимагають внутрішньоправового механізму їх реалізації: так, гарантія виплати компенсації у разі примусових вилучень інвестицій потребує визначення джерел коштів у внутрішньому бюджетному законодавстві; гарантія вільного переказу капіталів у зв'язку з інвестиційною діяльністю потребує визначення процедури купівлі і переказу іноземної валюти у валютному законодавстві та ін.

«Криза легітимності» міжнародного інвестиційного права вказує на хибність поширеної позиції, згідно з якою міжнародне право є взірцем для внутрішньодержавного, а зусилля національного

законодавця повинні спрямовуватися передусім на запозичення міжнародно-правових підходів. Натомість, саме міжнародне інвестиційне право стикається з необхідністю запозичувати результати тих внутрішньоправових наук, які вже послуговуються розвинутою методологією публічно-приватного регулювання з метою вироблення рішень, одночасно прийнятних для інвесторів, приймаючих держав та громадянського суспільства. У зв'язку з цим заслуговує на увагу запропонований С. Шіллом *метод порівняльного публічно-правового аналізу (comparative public law analysis)*, який передбачає концептуалізацію і застосування стандартів міжнародного інвестиційного права, як-от: національний режим, захист легітимних очікувань, заборона прямої і непрямой експропріації та повний захист і безпека, шляхом проведення паралелей з публічно-правовими концепціями, що застосовуються у внутрішньому праві, а також іншими міжнародно-правовими режимами, як-от право СОТ або право в галузі прав людини. На думку автора, порівняльний публічно-правовий аналіз слугує кільком цілям: 1) конкретизації і проясненню часто невизначених стандартів захисту інвестицій і визначення обсягу відповідальності держави у конкретних випадках; 2) збалансуванню захисту інвестицій та інтересів, не пов'язаних з інвестиціями; 3) забезпеченню послідовності у тлумаченні і застосуванні МІУ; 4) забезпеченню міжрежимної єдності і подолання негативних наслідків фрагментації завдяки наголосу на спільних рисах і відкритості міжнародного інвестиційного права відносно інших міжнародно-правових режимів; 5) легітимізації існуючої арбітражної практики через демонстрацію того, що рішення міжнародних інвестиційних арбітражів аналогічні тим, що приймаються національними судами або іншими міжнародними арбітражами чи судами; та 6) визначенню напрямів реформування практики укладання МІУ та арбітражної практики у світлі відмінних або більш точних рішень, прийнятих в інших системах публічного права [493, с. 24].

У рамках вищеописаного підходу, сформованого на основі досвіду кількох зарубіжних юрисдикцій, для цілей порівняльного аналізу пропонується використовувати внутрішнє адміністративне та конституційне право як публічно-правові галузі права, що впливає з уявлення про саме міжнародне інвестиційне право як «чисто» публічно-правову галузь. Водночас, абсолютизація публічно-правового



компоненту у регулюванні міжнародних економічних відносин так само, як і нехтування ним, спотворюватиме картину цього регулювання. Цілком очевидно, що інвестиційне право існує для того, щоб сприяти надходженню інвестицій, а не перешкоджати цьому. Тому теоретично можна говорити про необхідність забезпечення паритету, балансу інтересів інвесторів та публічних інтересів, але не про підпорядкування інтересів інвесторів будь-яким іншим інтересам. Відтак спроби представити інвестиційне право як чисто публічно-правову або приватноправову галузь є однаковою мірою упередженими.

У правовій системі України галуззю права, якій властива методологія, орієнтована на *гармонізацію* інтересів інвесторів та потреб сучасної регуляторної держави з наголосом на економічній ефективності регулювання, є господарське право як публічно-приватна галузь, складовою якого є інвестиційне право. У зв'язку з цим вважаємо, що міжнародно-правові та внутрішньоправові елементи інвестиційно-правового регулювання повинні розглядатися комплексно як детермінанти єдиного правового господарського порядку в його «інвестиційному сегменті» на спільній господарсько-правовій методологічній основі. Це відповідає інституціональній економічній перспективі, де будь-які норми, незалежно від їх походження, є інституціями, які формують поведінку економічних агентів.

У вітчизняній юридичній науці подібний підхід був запропонований ще на початку 1920-х років видатним правознавцем, на той час професором Харківського інституту народного господарства В.М. Корецьким. Він обґрунтував концепцію міжнародного господарського права, яке об'єднує міжнародно-правові та національно-правові норми, що регулюють міжнародні економічні відносини [81, 120–136]. Разом з тим, якщо для В.М. Корецького об'єктом першочергової уваги було міжнародне право, у цій роботі точкою відліку пропонується вважати внутрішнє господарське/інвестиційне право, напрацювання якого повинні використовуватися при вирішенні проблем, що виникають з МІУ. З іншого боку, очевидно, що вітчизняне інвестиційне право може бути джерелом удосконалення міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності тільки за умови власної доктринальної і концептуальної зрілості, ґрунтовної розробленості основних правових питань, частина яких розглядається у Розділі 3 цієї роботи.

## РОЗДІЛ III ОКРЕМІ НАПРЯМИ ВДОСКОНАЛЕННЯ ПРАВОВОГО ЗАБЕЗПЕЧЕННЯ ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ

### 3.1. Правові режими інвестиційної діяльності

Попри різноманітність інвестиційних відносин, необхідною умовою їх ефективного регулювання є формування законодавцем певної парадигми ставлення до капіталовкладень як таких. Концентрований вираз останнього в правовій площині позначає термін «правовий режим інвестиційної діяльності». Здійснимо короткий огляд визначень поняття «режим» («юридичний/правовий режим») у різних юридичних науках.

В рамках загальної теорії права С.С. Алексєєв визначає юридичний режим регулювання як особливу систему правового впливу, що полягає головним чином у специфіці прийомів (методу) регулювання, а також у його механізмі. Вказана специфіка настільки істотна, що складається саме режим регулювання, особлива його атмосфера – такий порядок, який пронизаний єдиними принципами і який позначається на усіх його елементах [4, с. 162]. Дотичним поняттям виступає механізм регулювання, тобто особливе зчеплення норм, правовідносин, індивідуальних актів, яке також виражає особливий юридичний режим (з точки зору властивого галузі юридичного інструментарію) [4, с. 176]. А. Малько з точки зору кібернетичного підходу до права розглядає правовий режим через призму дихотомії «стимул – обмеження» – як специфічний вид правового регулювання, який виражений в певному комплексі правових стимулів та правових обмежень. Залежно від того, які засоби домінують у правовому режимі, він може бути або стимулюючим, або обмежувальним [106, с. 74].

Оригінальна розробка категорії режиму пропонується сучасною наукою міжнародного права. Прогресуюча невідповідність формальних міжнародних організацій змінам реалій міжнародних відносин, яка визначилася в 1970-х роках минулого століття, дала розвиток новому напрямку – дослідженню «міжнародних режимів» [268]. Най-

більш широко цитоване визначення таких режимів належить С. Краснеру: міжнародні режими – це принципи, норми, правила та процедури прийняття рішень, навколо яких об'єднуються очікування гравців у визначеній сфері. Режими концептуалізовані ним як проміжні змінні, що знаходяться між базовими причинними чинниками (такими, як влада, інтереси, цінності) з одного боку, та наслідками і поведінкою, з іншого боку. Режими слід розуміти як дещо більше, ніж тимчасові домовленості, які змінюються разом з кожною зміною влади або інтересів. Поведінка, що скеровується режимами, не повинна ґрунтуватися виключно на короткостроковому розрахунку власного інтересу. Оскільки режими включають принципи і норми, функція корисності, що максимізується ними, повинна втілювати деяке відчуття загального обов'язку [421, с. 185–187].

Терміном «режим» («правовий режим») широко оперує і сучасне господарське законодавство України. В.С. Щербина відзначає, що завдяки універсалізму термін «правовий режим», який у первісному розумінні й значенні вживався лише щодо майна (його окремих видів) господарських органів та інших видів майна, згодом почав застосовуватися і щодо інших об'єктів – діяльності, території, стану тощо [314, с. 70].

У дослідженнях правових режимів інвестиційної діяльності виразно виділяються дві теми: *а) правові режими для іноземних інвесторів; б) спеціальні режими господарювання*, які розглядаються відносно ізольовано одна від одної. Тимчасом, між цими темами існують суттєві зв'язки, які виявляються, зокрема, в тому, що дестинаторами спеціальних режимів господарювання можуть бути і іноземні інвестори (або ж навпаки, участь іноземних інвесторів у реалізації спеціальних режимів виключається). У зв'язку з цим принципи, що визначають правове становище іноземних інвесторів, так чи інакше входять до числа чинників, що формують зміст спеціальних режимів господарювання. Слід дати оцінку і факту паралельного живання виразів «правовий режим інвестицій» та «правовий режим інвестування/інвестиційної діяльності», які не є тотожними.

На нашу думку, типологія правових режимів в сфері інвестиційної діяльності передбачає виділення трьох рівнів, що не є ізольованими, а натомість характеризуються складною структурою взаємозв'язків і взаємодії:

- 1) правовий режим інвестицій як майнових цінностей;
- 2) правові режими інвестиційної діяльності іноземних інвесторів (режими іноземного інвестування);
- 3) правові режими інвестиційної діяльності, що надаються незалежно від державної належності інвестора – загальний та спеціальні.

### **Правовий режим інвестицій як майнових цінностей**

Ведучи мову про правовий режим інвестицій як майнових цінностей, слід відштовхуватися від загального поняття *правового режиму майна*, під яким у господарсько-правовій науці розуміють встановлені правовими нормами структуру цього майна, порядок його формування, використання і вибуття, звернення на нього стягнень кредиторів, а також межі розпорядження майном з боку третіх осіб [314, с. 71].

Особливості правового режиму інвестицій як майнових цінностей визначаються:

формою власності, на база якої проводиться інвестиційна діяльність (державна, комунальна, приватна);

правовим титулом, на якому майнові цінності належать інвестору (право власності, похідні речові права (право господарського відання, право оперативного управління), зобов'язальні права);

економічною формою майнових цінностей (необоротні активи (основні засоби, нематеріальні активи), оборотні активи);

економіко-правовою формою інвестиційної діяльності (капітальне будівництво, інноваційна діяльність, корпоративна/акціонерна форма та ін.);

ступенем спрямованості інвестиційної діяльності на задоволення публічних інтересів тощо.

Специфіку правового режиму іноземних інвестицій порівняно з загальним правовим режимом інвестицій становлять правові засоби, що містяться у спеціальному законодавстві та міжнародно-правових актах про іноземні інвестиції, чільне місце серед яких займають гарантії для іноземних інвесторів у разі примусових вилучень інвестицій та щодо репатріації інвестиційних капіталів, що піддаються значній міжнародно-правовій уніфікації.

Вважаємо, що термін «правовий режим інвестицій» не можна вважати заміником «правового режиму інвестиційної діяльності».

По-перше, за своєю регуляторною спрямованістю правовий режим інвестицій обслуговує передусім завдання захисту капіталовкладень. Що ж до правового режиму інвестиційної діяльності, то він обслуговує значно ширше коло регуляторних завдань, що стоять перед приймаючою державою – встановлення умов, меж та порядку допуску інвестицій, залучення цих інвестицій до пріоритетних секторів економіки, запобігання порушенню суб'єктами інвестиційної діяльності інтересів споживачів, завданню шкоди довкіллю тощо. По-друге, поняття «правовий режим інвестицій» стосується тільки майнового аспекту інвестиційної діяльності інвесторів і не може охоплювати організаційного аспекту. Тимчасом, в процесі інвестиційної діяльності інвестор здійснює численні дії саме організаційного характеру (як-от: затвердження та експертиза інвестиційних проектів, отримання ліцензій та інших дозвільних документів, сертифікація продукції тощо). По-третє, «правовий режим інвестицій» стосується тільки вже вкладених майнових цінностей, тобто, не охоплює так звану передінвестиційну стадію/фазу інвестиційного процесу.

### **Правові режими іноземного інвестування**

Правові режими інвестиційної діяльності іноземних інвесторів (режими іноземного інвестування) переслідують мету забезпечення **недискримінації** іноземних інвесторів.

Принцип недискримінації має давню історію в міжнародних економічних відносинах і перетворився на центральну опору новітнього міжнародного економічного права. Згідно з цим принципом, держави не повинні сприяти місцевим учасникам ринку більшою мірою, ніж іноземним учасникам (національний режим) або диференціювати іноземних учасників ринку залежно від країни походження (режим найбільшого сприяння). Зобов'язання щодо недискримінації присутні майже у всіх підгалузях міжнародного економічного права і поширюються на всі типи державних бар'єрів у торгівлі, як-от: прикордонні заходи (наприклад, тарифні і кількісні обмеження) та правила внутрішнього регулювання (наприклад, податки і стандарти на продукцію). Крім того, загально визнано, що принцип недискримінації забороняє не тільки заходи, які дискримінують прямо (*de jure*) – на підставі походження, а й непрямі (*de facto*) дискримінаційні заходи [365, с. 831–832].

Недискримінація є одним з основних принципів системи СОТ, і його дія щодо інвестицій обговорюється в рамках цієї організації починаючи з 1997 р. Обидві сфери правового регулювання (міжнародна торгівля та міжнародне (іноземне) інвестування) поділяють спільну концепцію недискримінації, однак у її застосуванні виявляються разючі відмінності. Загалом можна сказати, що рівень впровадження принципу недискримінації у сфері іноземного інвестування суттєво відстає від рівня, що склався в сфері міжнародної торгівлі в рамках СОТ. З одного боку, очевидні успіхи у сфері торгівлі провокує вжиття зусиль і в сфері іноземного інвестування. З іншого боку, існуючий стан є об'єктивним відображенням суттєвої специфіки операцій, пов'язаних з рухом капіталу порівняно з поточними (торговельними) операціями.

Проблема дискримінації у сфері іноземного інвестування обтяжена низкою чинників, які відрізняють її від проблеми дискримінації у сфері торгівлі товарами:

- лібералізація у сфері іноземного інвестування не може бути виправдана теорією порівняльних переваг.

Теорія порівняльних переваг, започаткована Д. Рікардо в роботі «Початок політичної економії й оподаткування» (1817 р.) становить академічну основу лібералізації торгівлі товарами. Відповідно до цієї теорії, наявність абсолютної переваги у виробництві того чи іншого товару не є необхідною умовою для розвитку міжнародної торгівлі – міжнародний обмін можливий та бажаний, якщо країни спеціалізуються на виробництві тих товарів, які вони можуть виготовити з відносно нижчими витратами. За умови спеціалізації країн на торгівлі товарами, у виробництві яких вони мають відносні переваги, країни можуть одержати вигоду від торгівлі (економічний ефект). Вигода від торгівлі виникає внаслідок того, що країна здатна одержати за свої товари більше необхідних їй іноземних товарів з-за кордону, ніж у себе на внутрішньому ринку [133, с. 16–17].

Теорія порівняльних переваг, однак, не може бути застосована у такий само спосіб по відношенню до іноземних інвестицій, де капітал надається в обмін на певні права. Деякі країни мають надлишок капіталу, а деякі ні, і немає ніяких підстав вважати, що це відношення змінюватиметься в процесі іноземного інвестування.

Обґрунтування усунення дискримінації в сфері інвестиційної діяльності полягає у підвищенні ефективності розподілу обмеженого ресурсу, яким є капітал, та забезпеченні більш надійної вимірюваності ризику і віддачі, підпорядкування їх ринковим силам;

- дискримінація у сфері інвестиційної діяльності зазвичай передбачає відношення між окремим приватним інвестором, з одного боку, та державою, з іншого. Це впливає не тільки на динаміку відношення, а й на бажання кожної з сторін документувати випадки дискримінації;

- інвестори набувають триваючих прав у приймаючій країні, перетворюючись на повноцінних учасників її економічного життя. Це також впливає на відношення між інвестором і органами влади приймаючої країни;

- продуктивні інвестиції реалізуються протягом довгих періодів часу. Більшість довгострокових інвестицій супроводжується певними формами поведінки держави, які можуть бути охарактеризовані як «дискримінаційні», хоч і є повністю легітимними;

- дискримінація може виникнути на момент здійснення інвестиції або пізніше.

Загалом, дискримінація в сфері інвестиційної діяльності піднімає значно складніші питання балансу переваг і недоліків, зокрема, балансу публічних вигод і публічних втрат. Як наслідок, визначення і застосування концепції недискримінації включає низку політичних міркувань, які не обов'язково мають місце у випадку торгівлі товарами [409, 141–144]. Це стосується передусім національного режиму як однієї з двох складових принципу недискримінації (не випадково в значній кількості праць, заголовки яких містять поняття загальне «недискримінація», насправді йдеться лише про національний режим [365; 366; 441]).

У законодавстві України положення про правові режими іноземного інвестування вперше з'явилися у ст. 7 Закону України від 16 квітня 1991 р. «Про зовнішньоекономічну діяльність» [212], яка передбачає запровадження трьох правових режимів для іноземних суб'єктів господарської діяльності: *національного, режиму найбільшого сприяння та спеціального*. Приписи Закону «Про зовнішньоекономічну діяльність» про правові режими заслуговують особливої

уваги з точки зору їх теоретико-практичного значення, оскільки цей Закон є чи не єдиним актом законодавства України, що вибудовує певну *систему* правових режимів. При цьому кожен структурний елемент такої системи (конкретний правовий режим) характеризується особливостями змісту, сфери застосування, регуляторної спрямованості, перебуваючи у необхідному взаємозв'язку з іншими елементами.

**Національний режим** означає, що іноземні суб'єкти господарської діяльності мають обсяг прав та обов'язків не менший, ніж суб'єкти господарської діяльності України. Національний режим застосовується щодо всіх видів господарської діяльності іноземних суб'єктів цієї діяльності, пов'язаної з їх інвестиціями на території України (ч. 4 ст. 7 Закону «Про зовнішньоекономічну діяльність»). Положення про національний режим інвестиційної діяльності іноземних інвесторів відтворене в ч. 1 ст. 394 ГК («на території України щодо іноземних інвестицій встановлюється національний режим інвестиційної діяльності, за винятками, передбаченими цим Кодексом, іншими законами і чинними міжнародними договорами, згоду на обов'язковість яких надано Верховною Радою України») та ч. 1 ст. 7 Закону «Про режим іноземного інвестування» («для іноземних інвесторів на території України встановлюється національний режим інвестиційної та іншої господарської діяльності, за винятками, передбаченими законодавством України та міжнародними договорами України»).

З огляду на зазначені законодавчі положення надання національного режиму у зв'язку зі здійсненням іноземних інвестицій може сприйматися як дещо беззаперечне. Так, Д.Е. Федорчук вказує, що національний режим для іноземних інвесторів є загальним правилом. Він діє практично в усіх європейських державах, а також у США, Канаді, Австралії. Як загальний стандарт ставлення до іноземних інвесторів національний режим передбачений, на думку автора, і в рамках СОТ [301, с. 50]. Втім, коректність такого узагальнення потребує більш глибокого розгляду. За словами Т. Вельде, правові та інституційні системи західних країн повняття явними та прихованими засобами захисту вітчизняних виробників та дискримінації іноземних інвесторів. Бюджетна підтримка, ліцензування



експорту та імпорту, державні закупівлі, допуск до нафтогазових ресурсів та необхідних інфраструктурних благ, конкурентне регулювання, оподаткування, дозвільна система, природноресурсове законодавство часто використовуються з метою протекціонізму [538, с. 7]. Не маючи змоги здійснити репрезентативний огляд положень законодавства окремих зарубіжних країн, зосередимося на джерелах міжнародного інвестиційного права, яке узагальнює різноманітність сучасних підходів до регулювання інвестиційних відносин.

За оцінкою ЮНКТАД, національний режим є можливо найбільш важливим стандартом ставлення до іноземних інвесторів, закріпленим у міжнародних інвестиційних угодах. Водночас, цього стандарту найскладніше досягти, оскільки він зачіпає економічно (і політично) чутливі питання. Насправді, жодна країна дотепер не визнала за можливе надавати національний режим без застережень, особливо коли йдеться про право заснування [452, с. 1]. У міжнародному інвестиційному праві розрізняють дві стадії інвестиційного процесу – *передінвестиційну* (*pre-investment, pre-establishment*) та *постінвестиційну* (*post-investment, post-establishment*). Обсяг і характер зобов'язань, що приймаються державами на підставі МІУ стосовно кожної з двох стадій можуть суттєво відрізнятись.

У переважній більшості МІУ обов'язок надавати національний режим покладається лише у зв'язку з постінвестиційною стадією. Тобто, національний режим поширюється лише на ту діяльність іноземних інвесторів, яка здійснюється у зв'язку з інвестиціями, що були вкладені у приймаючій країні у відповідності з її законами і правилами. Зобов'язання надавати національний режим не стосується права приймаючих країн регулювати допуск іноземних інвестицій або встановлювати умови заснування підприємств з іноземною участю (див., наприклад: ч. 1 ст. 2 та ч. 1 ст. 3 Угоди між Україною і Федеративною Республікою Німеччина про сприяння здійсненню і взаємний захист інвестицій від 15 лютого 1993 р. [289], ч. 1,2 ст. 2 Угоди між Україною та Турецькою Республікою про взаємне сприяння та захист інвестицій від 27 листопада 1996 р. [290], ч. 1 ст. 2 та ч. 1 ст. 3 Угоди між Урядом України та Урядом Держави Ізраїль про взаємне сприяння та захист інвестицій від 24 листопада 2010 р. [292], ст. 10 (7) Договору енергетичної хартії).

Лише дві країни – Канада та США – відомі тим, що наполягають на включенні положення про національний режим на передінвестиційній стадії до двосторонніх інвестиційних угод, що укладаються ними [343; 535]. НАФТА (учасницями якої є ці самі країни) так само надає національний режим інвесторам та інвестиціям іншої договірної сторони стосовно «заснування, придбання, розширення, управління, супроводу, операційної діяльності та продажу або іншого розпорядження інвестиціями» (ст. 1102). Однак загалом «у царині інвестування поширення національного режиму не лише на пост-, а й на передінвестиційну стадію сприймається багатьма країнами як «революція» [452, с. 4].

У більшості ДІУ національний режим надається *інвестиціям*, тоді як *інвесторам* надається лише режим найбільшого сприяння. Особам, що належать до договірної сторони, інколи надається національний режим «стосовно їхньої діяльності у зв'язку з інвестиціями на території іншої договірної сторони». Тобто, національний режим поширюється не на самих інвесторів, а лише тією мірою, якою ці інвестори здійснюють діяльність у зв'язку з інвестиціями, які були вкладені у приймаючій країні у зв'язку з її законами і правилами.

Тимчасом як деякі міжнародні документи передбачають надання національного режиму на передінвестиційній стадії, ці документи не є зобов'язуючими (наприклад, Кодекс з лібералізації руху капіталів ОЕСР, Інвестиційні принципи Азіатсько-тихоокеанської економічної співпраці (АПЕК) [324]. Проект Багатосторонньої інвестиційної угоди, розроблений в рамках ОЕСР, яка об'єднує економічно благополучні країни, що передбачав зобов'язуючі положення про національний режим, не здобув прихильності багатьох з цих країн, і переговори щодо його прийняття були припинені [450].

Не дивно, що і в рамках СОТ, яка є набагато більш гетерогенною групою, аніж ОЕСР, національний режим аж ніяк не є загальним стандартом ставлення до іноземних інвесторів. Наразі регулювання СОТ охоплює лише поодинокі аспекти здійснення інвестиційної діяльності. Угодами СОТ, які безпосередньо регулюють інвестиційні відносини, є Угода про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи (ТРИМС) та Генеральна угода з торгівлі послугами (ГАТС).

Роль ТРИМС у правовому режимі іноземного інвестування доволі обмежена. По-перше, зобов'язання, які ця Угода покладає на

Членів, стосуються виключно постінвестиційної фази. По-друге, ця Угода перебуває у системному зв'язку з ГАТТ, а остання поширює національний режим лише на *товари*, а не на господарську діяльність відповідних суб'єктів загалом (обмеженість ТРИМС розглядалася у підрозділі 2.3 цієї роботи).

Щодо ГАТС, то на відміну від режиму найбільшого сприяння, який згідно зі ст. II цієї Угоди є загальним правилом, що застосовується до усіх іноземних послуг та постачальників послуг, національний режим, так само як і доступ до ринку<sup>40</sup>, надається лише в тих секторах, які включені Членом до його Графіку специфічних зобов'язань у сфері послуг (далі – Графік). Члени самостійно визначають не лише перелік секторів, де приймаються зобов'язання, а й обсяг таких зобов'язань, а саме: конкретні межі доступу на ринок у відповідних секторах та будь-які винятки з національного режиму. Зобов'язання Членів, закріплені у Графіках, є «зв'язаними», тобто, можуть бути змінені лише в результаті переговорів з іншими заінтересованими Членами. Оскільки досягнення взаємоприйнятних домовленостей є малоімовірним, то фіксація зобов'язань у Графіках фактично гарантує іноземним постачальникам послуг стабільність умов господарювання на майбутнє. Однак у решті секторів, не включених до Графіків, Члени можуть застосовувати обмеження національного режиму та/або доступу до ринку на власний розсуд.

У законодавстві і практиці Члена обмеження, що існують у невключених секторах, можуть бути як більш, так і менш жорсткими, ніж у включених. Не можна, таким чином, вважати, що екстенсивний перелік обмежень згідно з Графіком Члена відображає максимальний рівень перешкод у здійсненні торгівлі послугами, оскільки інші Члени можуть взагалі не включити цей сектор у власний Графік. Загалом, неясно, чи свідчить довший перелік секторів і часткових зобов'язань, прийнятих згідно з ГАТС, про тенденцію лібералізації (завдяки прозорості), чи протекціонізму (завдяки обмеженням) [374, с. 1667].

---

<sup>40</sup> В архітектоніці ГАТС національний режим та доступ до ринку розглядаються як самостійні предмети зобов'язань Членів, хоч таке розмежування є достатньо умовним, адже відсутність обмежень доступу до ринку іноземних послуг та постачальників послуг є нічим іншим, як наданням їм національного режиму на передінвестиційній стадії.

Недостатність регулювання питань іноземного інвестування в рамках СОТ була визнана у листопаді 2001 р. на Четвертій міністерській конференції в м. Доха (Катар). П. 20 Доської міністерської декларації [369] вказав на необхідність забезпечення на багатосторонній основі прозорих, стабільних і передбачуваних умов для довгострокових міжнародних інвестицій, особливо прямих іноземних інвестицій, що сприятиме розвитку торгівлі. Тобто, була озвучена потреба прийняття нової комплексної угоди СОТ про інвестиції. П. 22 Декларації приписував Робочій групі зі взаємозв'язку між торгівлею та інвестиціями дослідити, поміж іншого, «модальності зобов'язань на передінвестиційній стадії, що являли б собою позитивний список по типу ГАТС». Значна кількість країн-членів СОТ висловила своє ставлення до запропонованого підходу до моделювання відповідних зобов'язань – як позитивне (ЄС та його країни-члени) [355], так і негативне (ряд країн, що розвиваються) [537].

Так, у повідомленні Індії Робочій групі зі взаємозв'язку між торгівлею та інвестиціями вказано: не можна порівнювати поняття «інвестиції» згідно з ГАТС з тим поняттям, що пропонується до переговорів під егідою СОТ. Визначення інвестицій в ГАТС тісно пов'язане з третім способом поставки послуг через «комерційну присутність», що в контексті ГАТС не переслідує ніякої іншої мети, окрім сприяння наданню послуг. Однією з основних характеристик надання певних видів послуг є необхідність того, щоб «постачальник» та «отримувач» перебували у контакті. «Комерційна присутність» є, відтак, єдиним способом надання таких послуг, зокрема банківських та страхових.

За своєю природою ГАТС стосується торгівлі послугами, не інвестицій як таких. Відтак, комерційна присутність регулюється ГАТС тільки тією мірою, якою це сприяє поставці послуг – а це, у свою чергу, підпорядковане значній кількості умов та винятків. Що є важливим, так це зобов'язання щодо доступу на ринок, які приймаються Членом. Приймати його за зобов'язання щодо «комерційної присутності» означає приймати засіб за мету. Таким чином, регулювання комерційної присутності згідно з ГАТС ніяк не виправдовує регулювання інвестицій СОТ [456].

Загалом, з боку країн, що розвиваються, основним аргументом «проти» Угоди про інвестиції в рамках СОТ виступила неготовність

до прийняття міжнародних зобов'язань щодо надання національного режиму на передінвестиційній стадії діяльності іноземних інвесторів. Неспроможність досягти консенсусу призвела до виключення питань іноземного інвестування з Доського порядку денного з розвитку рішенням від 1 серпня 2004 р. [521].

У цьому зв'язку слід відзначити, що загалом концепція національного режиму в міжнародному інвестиційному праві значно відрізняється від цієї ж концепції в міжнародному торговельному праві згідно з угодами СОТ. У міжнародному торговельному праві, яке сфокусоване на забезпеченні ринкового доступу і лібералізації міжнародної торгівлі, цілі національного режиму є цілями макроекономічної ефективності: запобігання обходу тарифних поступок шляхом застосування дискримінаційних внутрішніх заходів та забезпечення рівних конкурентних можливостей імпорتنих та вітчизняних товарів. На противагу цьому, міжнародне інвестиційне право засноване на ідеї індивідуальної справедливості, яка бере свій початок від приписів міжнародного звичаєвого права щодо ставлення до іноземців. Тут національний режим переслідує мету забезпечення справедливого ставлення і захисту щодо індивідуальних інвестицій.

Як наслідок, відрізняються порушення національного режиму і способи захисту від них. Оскільки міжнародне торговельне право опікується конкурентними можливостями, а не дійсними торговельними потоками, для доведення порушення національного режиму в рамках СОТ постраждала країна не зобов'язана демонструвати, що оспорюваний нею регуляторний захід дійсно завдав шкоди конкретним торговельним потокам; достатньо вказати на існування заходу і пояснити, яким чином він створює конкурентні переваги для вітчизняних товарів. Відсутність потреби доводити дійсну шкоду для встановлення порушення логічно обумовлює граничний захід впливу у разі порушення правил СОТ – зобов'язання скасувати або змінити невідповідний захід, а не відшкодувати завдані збитки (шкоду). В інвестиційному праві принципово важливим є доведення дійсного шкідливого впливу заходу на конкретного інвестора або інвестицію. Граничним засобом впливу згідно з міжнародними інвестиційними угодами є компенсація шкоди, спричиненої конкретному інвестору, а не зобов'язання привести захід у відповідність з національним режимом.

Недоліком положень законодавства України, що встановлюють національний режим інвестиційної діяльності іноземних інвесторів (цитовані вище ч. 1 ст. 394 ГК, ч. 4 ст. 7 Закону «Про зовнішньоекономічну діяльність», ч. 1 ст. 7 Закону «Про режим іноземного інвестування») є цілковита невизначеність обсягу зобов'язань, які приймаються державою Україна, та механізму застосування цих положень. У цьому відношенні вартий уваги підхід, запропонований в Модельній угоді про інвестиції для сталого розвитку [438]. Так, ст. 5 «Національний режим» Модельної угоди встановлює:

«А) Кожна Сторона надаватиме інвесторам іншої сторони режим не менш сприятливий, ніж той, що надається за подібних обставин її власним інвесторам у зв'язку з управлінням, обслуговуванням, використанням, розширенням, продажем та іншим розпорядженням своїми інвестиціями. У разі, коли іноземний інвестор може, відповідно до внутрішнього законодавства, започатковувати інвестиційну діяльність, ця стаття застосовується тією мірою, якою це не суперечить внутрішньому законодавству, що регулює започаткування інвестиційної діяльності або придбання об'єктів інвестування.

(В) Кожна Сторона надаватиме інвестиціям інвесторів іншої сторони режим не менш сприятливий, ніж той, що надається за подібних обставин інвестиціям її власних інвесторів у зв'язку з управлінням, обслуговуванням, використанням, розширенням, продажем та іншим розпорядженням інвестиціями [...].

(Е) Заради більшої визначеності поняття «подібних обставин» вимагає повного дослідження на індивідуальній основі усіх обставин здійснення інвестиції, включаючи, *inter alia*:

- a) її вплив на третіх осіб та місцеву громаду;
- b) її вплив на локальне, регіональне національне або глобальне довкілля;
- c) сектор, у якому здійснює діяльність інвестор;
- d) мета заходу, про який йдеться;
- e) регуляторний процес, що зазвичай застосовується у зв'язку з заходом, про який йдеться; та
- f) інші чинники, що прямо стосуються інвестиції інвестора у зв'язку з заходом, про який йдеться.

Дослідження обставин не повинно обмежуватися або бути упередженим на користь будь-якого з чинників».

Хоч зазначені положення призначені для застосування в міжнародно-правових документах, окремі їх аспекти концептуально можуть бути використані і національним законодавцем. Це стосується поширення національного режиму передусім на постінвестиційну стадію інвестиційного процесу. При цьому допуск і заснування охоплюються національним режимом лише тією мірою, якою вони передбачені національним законодавством.

Крім того, застосування правила національного режиму передбачає перебування іноземного та вітчизняного інвесторів у «подібних обставинах». З огляду на те, що, на відміну від товарів, які перетинають кордон, інвестиції є багатограним та триваючим явищем, встановлення «подібності» вимагає врахування усіх потенційно значущих чинників, замість того, щоб покладатися на один простий чинник, як-от належність обох інвесторів до експортерів або здійснення діяльності в одному секторі економіки. Необхідним є також врахування цілей заходу, про який йдеться, для забезпечення того, що до уваги братимуться не тільки його впливи на інвестора чи інвестицію. Автори Модельної угоди вказують, що такий підхід є реакцією на рішення окремих арбітражів та окремі наукові праці, які запозичили з торговельного права тест «подібних товарів» (*like products*), який історично застосовувався при вирішенні торговельних спорів з приводу порушень національного режиму. Зазначений тест, який враховує лише наявність конкуренції між товарами, наразі відкинутий самим торговельним правом [438, с. 13].

**Режим найбільшого сприяння** вимагає надання приймаючою державою інвесторам однієї іноземної держави умов не менш сприятливих, ніж надаються інвесторам будь-якої іншої іноземної держави за подібних обставин. Ст. 7 Закону України «Про зовнішньоекономічну діяльність» вказує на застосування цього режиму тільки у сфері торгівлі, хоч він не менш важливий і для сфери інвестиційної діяльності.

Надання режиму найбільшого сприяння не суперечить вжиттю приймаючою державою заходів, що створюють конкурентні переваги для вітчизняних суб'єктів господарювання порівняно з іноземними. У зв'язку з цим заперечень щодо надання іноземним інвесторам цього режиму, як правило, не виникає. У міжнародному інвестиційному

праві режим найбільшого сприяння є загальним правилом, що поширюється як на перед- так і на постінвестиційну стадію [446, с. хііі-хiv].

Винятки з режиму найбільшого сприяння пов'язані з існуванням двосторонніх та регіональних інтеграційних угод, які передбачають надання значних преференцій інвесторам країн-учасниць цих угод. У текстах відповідних угод такі винятки зазвичай формулюються у вигляді негативного списку, де визначаються сектори, галузі промисловості або заходи, до яких режим найбільшого сприяння не застосовуватиметься. Наприклад, складання Переліку вилучень з режиму найбільшого сприяння передбачено статтею II ГАТС.

Щодо співвідношення ролі в інвестиційному праві національного режиму та режиму найбільшого сприяння у спеціальній літературі висловлені різні думки. На думку Т.Н. Нешатаєвої, в міжнародному інвестиційному праві режим найбільшого сприяння визначається як загальне правило, тоді як національний режим і преференційний режим – як виключний статус [122, с. 31]. Д.Е. Федорчук, навпаки, вказує, що, незважаючи на свою поширеність, у відносинах з іноземними інвесторами режим найбільшого сприяння поступово поступається позиціями національного режиму [301, с. 55]. Уявляється, що вадою обох точок зору є протиставлення режиму найбільшого сприяння та національного режиму як конкуруючих засад, тимчасом як обидва режими є комплементарними складовими єдиного принципу недискримінації. Протиставляти ці режими не можна ще й тому, що їх регуляторна спрямованість не перетинається – перший слугує забезпеченню рівності іноземних та вітчизняних інвесторів, другий – рівності іноземних інвесторів між собою незалежно від їх державної належності. Регуляторні заходи приймаючої держави можуть порушувати одну або іншу засаду, але не обидві водночас.

Разом з тим, слід відзначити, що «покриття» режиму найбільшого сприяння однозначно ширше, аніж національного режиму. Це пов'язано з тим, що надання першого тягне за собою менші втрати приймаючої держави з точки зору її публічних інтересів. Варте уваги і те, що саме визначення національного режиму містить у собі відсилку до «найбільшого сприяння»: це режим «не менш сприятливий», аніж той, що надається вітчизняним інвесторам. Конституційний Суд України у пункті 3 рішення від 29 січня 2002 р. № 1-рп/2002 щодо



офіційного тлумачення положень частини першої статті 5 Закону України «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» та частини першої статті 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» (справа про оподаткування підприємств з іноземними інвестиціями) [265] роз'яснив, що в цьому разі поняття «національний режим» і «режим, не менш сприятливий, ніж стосовно власних громадян і підприємств» за суттю є тотожними. Тому саме режим найбільшого сприяння повинен відкривати перелік правових режимів іноземного інвестування.

Обговорення практичних питань імплементації режиму найбільшого сприяння і національного режиму, з очевидністю, відволікає увагу науковців від теоретичного питання про доречність кваліфікації останніх саме як режимів. Навіть поверховий розгляд дозволяє з'ясувати, що режим найбільшого сприяння та національний режим є певними *стандартами* ставлення до іноземних інвесторів. Як такі, вони не відповідають визначенням поняття правового режиму, що наводилися вище, оскільки не мають власного змістовного наповнення у вигляді характерної саме для них системи правових засобів. Можна вести мову лише про відповідність або невідповідність регуляторної практики держави режиму найбільшого сприяння чи національному режиму як стандартам, сама ж регуляторна практика (тобто, вжиття конкретних засобів регулювання) цими «режимами» не охоплюється.

Це спонукає до доволі очевидного висновку – «режим найбільшого сприяння» та «національний режим» є нічим іншим, як *принципами* правового регулювання, тобто, керівними засадами, що визначають спрямованість правового регулювання відповідних суспільних (у нашому випадку – інвестиційних) відносин<sup>41</sup>. Саме принципами

---

<sup>41</sup> Як вказують Д. Карро та П. Жюйар, стандарт є ніщо інше, ніж загальний принцип міжнародного права. Але стандарт має особливу ознаку, що відрізняє його від інших загальних принципів міжнародного права. Ця особлива ознака полягає в тому, що стандарт є еталоном міри в тому сенсі, що він слугує для оцінки ступеню відповідності внутрішнього права міжнародному праву. Відповідно, стандарт не визначає матеріальні норми, що стосуються статусу міжнародних інвестицій, що втім є нездійсненою задачею як з теоретичної точки зору в силу вимог суверенітету, так і з практичної – з причини вимог ефективності [68, с. 378].

найбільше сприяння та національний режим іменуються в іншомовних джерелах (англ. *most-favoured nation principle, national treatment principle*, нім. *Meistbegünstigungsprinzip, Inländerbehandlungsgrundsatz*), терміни ж режим (*regime*) у цьому контексті не вживається. Тому слід визнати умовність вітчизняного терміновживання, згідно з яким відповідні засади іменуються режимами, а не принципами.

### **Спеціальні режими інвестиційної діяльності**

Спеціальний режим згідно з ст. 7 Закону «Про зовнішньоекономічну діяльність» застосовується: а) до територій спеціальних економічних зон (СЕЗ) згідно із ст. 24 Закону «Про зовнішньоекономічну діяльність»; б) до територій митних союзів, до яких входить Україна; в) в разі встановлення будь-якого спеціального режиму згідно з міжнародними договорами за участю України відповідно до ст. 25 цього Закону. Перераховані правові режими не є однопорядковими. Останні два є режимами, які надаються згідно з регіональними інтеграційними угодами. Традиційним предметом регулювання регіональних інтеграційних угод є торгівля, втім, спостерігається новітня тенденція включення до цих угод розділів, присвячених інвестиціям. Встановлення відповідних режимів означає надання суб'єктам господарювання окремих країн більших переваг, ніж надаються суб'єктам господарювання інших країн, тобто, мова йде про вилучення з принципу найбільшого сприяння. Слід відзначити, що ст. 24 ГАТТ дозволяє у порядку виключення з принципу найбільшого сприяння укладання регіональних торговельних угод за умови дотримання певних критеріїв: а) угоди повинні сприяти більш вільному протіканню торгівлі всередині групи без підвищення бар'єрів у торгівлі з країнами за межами групи. Іншими словами, регіональна інтеграція має доповнювати глобальну систему торгівлі, а не загрожувати їй; б) якщо засновується зона вільної торгівлі або митний союз, митні тарифи та інші торговельні бар'єри мають бути зменшені або усунуті практично в усіх секторах торгівлі всередині групи. Умови торгівлі з іншими країнами не повинні бути більш обмежувальними, аніж до заснування групи.

Вважаємо за доцільне іменувати режими, що встановлюються згідно з регіональними інтеграційними угодами як виняток з режиму найбільшого сприяння, не спеціальними, а *преференційними*

режимами. Це більш точно відображає змістовне наповнення відповідних режимів, відповідає світовій традиції терміновживання (*preferential treatment*) і дозволяє відмежувати ці режими від режимів СЕЗ як різновиду спеціальних режимів господарювання, що є цілком іншим правовим явищем.

Режим СЕЗ, попри зазначене в Законі «Про зовнішньоекономічну діяльність», не є режимом, який встановлюється безпосередньо для іноземних суб'єктів господарювання. Суб'єктами СЕЗ є суб'єкти господарювання, які розташовані і здійснюють підприємницьку діяльність на території СЕЗ та зареєстровані як суб'єкти СЕЗ. Тобто, режим СЕЗ є спеціальним режимом господарської, у тому числі зовнішньоекономічної, діяльності суб'єктів господарювання України. Інша справа, що ці суб'єкти господарювання можуть створюватися за участю іноземних інвестицій, тобто, іноземні інвестори є дестинаторами цього режиму опосередковано.

Якщо преференційні режими є відступами від принципу найбільшого сприяння, то спеціальні режими інвестиційної діяльності – відступами від загального режиму цієї ж діяльності. На відміну від режиму найбільшого сприяння та національного режиму, що, як було з'ясовано, є лише правовими принципами, спеціальні режими інвестиційної діяльності є повноцінними правовими режимами, кожен з яких характеризується оригінальним сполученням регулятивних заходів, що утворюють їх зміст. У свою чергу, зміст спеціальних режимів може не відповідати принципу найбільшого сприяння або принципу національного режиму.

Питання спеціальних режимів інвестиційної діяльності займають вагомe місце у вітчизняних дослідженнях інвестиційно-правової проблематики. Власне поняття «спеціальний режим інвестиційної діяльності» розроблене набагато ґрунтовніше, ніж «загальний режим», хоч останнє і використовується як робоче поняття у наукових працях (так, наприклад, В.Ю. Полатай вказує, що під формою інвестиційної діяльності слід розуміти той *правовий режим*, у якому здійснюється вкладення інвестицій в об'єкт інвестування, тобто комплекс правовідносин із взаємодії суб'єктів інвестиційної діяльності, результатом якої є досягнення мети інвестування [166, с. 12].

Розвиваючи думку Ю.А. Атаманової, *загальний правовий режим інвестиційної діяльності* можна визначити як такий, що

стосується більшості суб'єктів господарювання незалежно від галузевої належності та конкретного виду діяльності. Він має загальнодозвільний характер, підтримуючи в цілому будь-які інвестиції суб'єктів господарювання<sup>42</sup> [8, с. 73–74].

Спеціальний режим інвестиційної діяльності є різновидом *спеціального режиму господарювання*, під яким у господарсько-правовій літературі розуміють правовий режим, що визначає особливий порядок організації і здійснення господарської діяльності на певній території, у певній галузі економіки, який відрізняється від загального режиму господарської діяльності, передбаченого законодавством та запроваджується державою у певних цілях для забезпечення розумного поєднання публічних та приватних інтересів шляхом встановлення обмежень та/або заохочень для суб'єктів господарювання [57, с. 15].

Спеціальні режими господарювання залежно від правових засобів, обраних законодавцем для досягнення мети, поділяють на три види: обмежувальний, заохочувально-обмежувальний та заохочувальний [57, с. 22–23]. Однак спеціальні режими інвестиційної діяльності завжди є заохочувальними режимами [108, с. 9]. Д.В. Задихайло вказує, що головним засобом, який визначає зміст спеціальних режимів інвестиційної діяльності, є пільги [56, с. 527]. У теорії права під правовою пільгою розуміють правомірне полегшення становища суб'єкта, що дозволяє йому більш повно задовольнити свої інтереси і виражається як у наданні додаткових, особливих прав (преваг), так і у звільненні від обов'язків [283, с. 321]. Разом з тим, як слушно зазначає Л. Крупа, спеціальний правовий режим – категорія комплексного порядку, а пільги – один з видів інструментарію даної правової категорії, тому наявність лише пільг не дозволяє кваліфікувати стан правового регулювання даних відносин через категорію спеціального правового режиму [87, с. 13]. Більше того, як буде показано далі, власне акцент на пільгах як на головній складовій змісту спеціальних режимів інвестиційної діяльності є спірним і навіть небажаним.

---

<sup>42</sup> У визначенні зазначеної авторки йдеться про спеціальний режим *інноваційної діяльності* суб'єктів господарювання.

При тому, що спеціальним режимам господарювання/інвестиційної діяльності у вітчизняній господарсько-правовій літературі присвячена значна кількість досліджень, вони фокусуються переважно на внутрішній проблематиці цих режимів, розглядаючи їх ізольовано від інших правових явищ. Питанням місця і ролі спеціальних режимів в механізмі правового/державного регулювання, співвідношення і взаємодії спеціальних режимів з загальним режимом відповідної діяльності не приділяється достатня увага. Однак ігнорування цих питань при законодавчій розробці і застосуванні цих режимів може призводити до спотворювального, руйнівного впливу на інвестиційний клімат країни.

Показовими у цьому плані є результати функціонування в Україні спеціальних (вільних) економічних зон та територій пріоритетного розвитку<sup>43</sup>, які не тільки не стали точками економічного зростання, а й засвідчили цілковиту макроекономічну неефективність. При тому, що СЕЗ займали 10,5 % території України, обсяг виробництва продукції підприємств, розташованих у СЕЗ, становив лише 4–5 % від загального обсягу продукції, виробленої на підприємствах України. За весь період функціонування СЕЗ до 2008 року очікувалося досягти таких показників: залучення інвестицій – понад 17,1 млрд. дол. (фактично – 2,1 млрд., або 12,2 % від запланованого); створення нових та збереження існуючих робочих місць – 387,4 тис. (фактично – 137,7 тис. або 35,5 % від запланованого). Загалом обсяг використаних суб'єктами спеціальних режимів внутрішніх та зовнішніх інвестицій становив 9,8 млрд. гривень при розмірі наданих податкових пільг у 8,4 млрд. гривень [32, с. 64]. Макроекономічна неефективність СЕЗ та ТПР виступила головним чинником скасування усіх пільг, що надавалися в їх рамках, Законом України від 25 березня 2005 р. «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005 рік» та деяких інших законодавчих актів України» [184]. Тобто, при формальному збереженні чинності

---

<sup>43</sup> Далі при характеристиці українського законодавства і практики буде застосовуватися єдиний термін «СЕЗ», оскільки території пріоритетного розвитку мають всі ознаки, властиві спеціальним економічним зонам, які створюються в Україні, тому території пріоритетного розвитку слід розглядати як один з типів СЕЗ [17, с. 5].

законодавства про СЕЗ та ТПП спеціальні правові режими, встановлені цим законодавством, були цілком позбавлені свого внутрішнього змісту.

Разом з тим, у світовій практиці СЕЗ були і залишаються популярним інструментом забезпечення економічного зростання. За деякими оцінками, наразі нараховується приблизно 3000 спеціальних економічних зон у 135 країнах, на які припадає понад 68 млн. робочих місць та понад 500 млрд. дол. доданої вартості [510, с. 7].

Базова концепція СЕЗ характеризується наступними рисами:

- є географічно делімітованою територією, зазвичай фізично обмеженою (огороженою);
- наявний єдиний орган управління;
- з місцезнаходженням у СЕЗ пов'язані певні вигоди;
- є окремою митною територією, застосовуються спрощені митні процедури [510, с. 9].

Сутність останньої ознаки розкривається у Міжнародній конвенції про спрощення і гармонізацію митних процедур від 18 травня 1973 р. у редакції 1999 р. (Киотська конвенція) [114]. Відповідно до Спеціального додатку D до Киотської конвенції, «вільна зона» – це частина території Договірної Сторони, в межах якої розміщені на ній товари, як правило, розглядаються як такі, що знаходяться за межами митної території настільки, наскільки це стосується ввізних мит та податків («концепція екстериторіальності»). Згідно з концепцією екстериторіальності, продаж товарів і послуг вітчизняними суб'єктами господарювання (які знаходяться за межами території СЕЗ) на користь суб'єктів СЕЗ повинен розглядатися як *експорт*, що тягне за собою звільнення від податків або повернення сплачених сум податків відповідно до податкового законодавства. Товари можуть експортуватися з території СЕЗ в інші країни так само без податкових наслідків. Що ж до купівлі товарів у суб'єктів СЕЗ вітчизняними суб'єктами господарювання (які знаходяться за межами території СЕЗ), то вона повинна розглядатися як *імпорт* і обкладатися ввізним митом, іншими податками, що сплачуються при імпорті [363, с. 4].

Зазначений принцип не дотримувався в Україні у період активної дії законодавства про СЕЗ (1999 – березень 2005 р.). Так, правовий режим ряду СЕЗ («Азов», «Донецьк», «Миколаїв», «Славутич», «Яворів», ТПП у Донецькій, Луганській областях та ін.) передбачав

звільнення від ввізного мита імпорту сировини, матеріалів, устаткування та обладнання, необхідних для реалізації інвестиційного проекту. Разом з тим, поставки товарів походженням з СЕЗ на митну територію України так само не обкладалися ввізним митом. Це створювало суттєві цінові переваги для суб'єктів СЕЗ порівняно з суб'єктами господарювання України, спотворюючи конкурентне середовище і створюючи передумови для рентоорієнтованої поведінки адміністраторів СЕЗ. Таким чином, повноцінне впровадження концепції екстериторіальності є одним з принципових напрямів реформування законодавства про СЕЗ. Іншими необхідними напрямками, на нашу думку, є:

- відмова від анклавного способу функціонування СЕЗ на користь їх глибокої інтеграції в національну економіку;
- лібералізація регуляторного режиму СЕЗ;
- запровадження приватних СЕЗ;
- фокусування конкурентних переваг СЕЗ на доступних в їх межах послугах та зручностях, а не пільгах. Розкриття змісту цих напрямів найдоцільніше здійснювати на тлі світового досвіду розвитку СЕЗ.

Вважається, що перша сучасна вільна зона була заснована в Дубліні, Ірландія у 1959 р. З плином часу концепція СЕЗ еволюціонувала і зазнала особливо значних змін у останні два десятиліття. Ранні СЕЗ розвивалися як ізольовані анклави, як в частині правової основи їх функціонування, так і в частині географічного розташування. Доступ до різноманітних пільг і привілеїв, що надавалися в їх рамках, жорстко контролювався. Кваліфікаційні вимоги до суб'єктів СЕЗ передбачали, як правило, 80–100-відсоткову експортну орієнтованість (у зонах експортного виробництва<sup>44</sup>), здійснення чітко визначених видів виробничої діяльності та, інколи, наявність іноземної участі. СЕЗ розташовувалися на відносно віддалених територіях або біля транспортних вузлів і розглядалися передусім як точки

---

<sup>44</sup> Зони експортного виробництва (*export processing zones*, за вітчизняним законодавством – експортні зони) – один з найпоширеніших у світовій практиці типів СЕЗ. Це промислові зони, у яких пропонуються спеціальні стимули і зручності для виробництва і пов'язаних з ним видів діяльності, спрямованих переважно на задоволення потреб експортних ринків.

зростання для цілей регіонального розвитку. Заснування СЕЗ і організація їх господарської діяльності здійснювалося виключно державними органами.

Розвиткові цілі перших СЕЗ (як правило, зон експортного виробництва) розглядалися в контексті економіки з обмеженими торговельними можливостями. Метою цих СЕЗ було сприяння експорту, створенню нових робочих місць та трансферу технологій. Швидкий поступ глобалізації та лібералізації сприяє значно ширшому баченню місії СЕЗ і очікувань від їх роботи. Усе більшою мірою СЕЗ розглядаються як ключовий механізм просування міжнародної торгівлі та сприяння лібералізації і модернізації національної економіки [510, с. 13–14].

В Україні цілі СЕЗ формально визначаються достатньо широко. Так, відповідно до ч. 2 ст. 1 Закону України від 13 жовтня 1992 р. «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» [197] метою створення спеціальних (вільних) економічних зон є залучення іноземних інвестицій та сприяння їм, активізація спільно з іноземними інвесторами підприємницької діяльності для нарощування експорту товарів і послуг, поставок на внутрішній ринок високоякісної продукції та послуг, залучення і впровадження нових технологій, ринкових методів господарювання, розвитку інфраструктури ринку, поліпшення використання природних і трудових ресурсів, прискорення соціально-економічного розвитку України. Втім, реальним мотивом створення СЕЗ була очевидна неможливість покращити бізнес-середовище в масштабах усієї країни та бажання пришвидшити розвиток особливо депресивних регіонів, що визнавалося і зарубіжними дослідниками [363, с. 1].

За оцінкою українських економістів В.В. Борщевського та В.В. Засадко, вітчизняні СЕЗ виконували радше невластиву їм «вторинну» функцію допоміжного інструмента регіональної політики, а не роль «локомотива» економіки в глобальній конкуренції. А тому і важелі, за допомогою яких «відбулися» СЕЗ в Україні, істотно відрізнялися від тих, які застосовуються державами в «класичних» випадках, насамперед у фінансовому плані. Тобто, українська влада «заощадила» на розвитку виробничої та соціальної інфраструктури, витратах, пов'язаних із пропагуванням інвестиційної привабливості СЕЗ, розробкою інвестиційних проектів і пропозицій, їх презентацією



на міжнародних форумах, супроводом діяльності іноземних інвесторів тощо. Не дивно, що «в обмін» на це вона отримала не надто потужних інвесторів, повільне нарощування інвестиційних можливостей своїх СЕЗ, малу фінансову віддачу від реалізації інвестиційних проєктів, поширення феномену «віртуальних» виробників, появу тіньових схем діяльності, а деякі із українських СЕЗ, по суті, так по-справжньому і не запрацювали [15, с. 204].

Іншою особливістю режимів СЕЗ в Україні була сфокусованість на інвестиційних та інших стимулах як головному елементі цих режимів. При цьому у кожній СЕЗ пропонувався унікальний набір пільг для інвесторів. Це, а також конкретний зміст зазначених пільг, разом з порушенням принципу екстериторіальності негативно впливало на конкурентне середовище і значно ускладнювало адміністрування режимів СЕЗ. Загалом, орієнтація спеціальних режимів господарювання/інвестиційної діяльності на надання пільг є спірною практикою, яка породжує ряд проблем впровадження та результативності. У внутрішньоекономічному вимірі до проблем, асоційованих з наданням пільг в рамках спеціальних режимів (як і з будь-якими іншими селективними втручаннями) належать: визначення кандидатів, які заслуговують спеціального ставлення; подолання рентоорієнтованої поведінки; забезпечення ефективності витрат [545, с. 160].

У зовнішньоекономічному вимірі надання пільг може становити порушення міжнародних зобов'язань країни, зокрема, пов'язаних з членством в СОТ. Так, пільги, що надавалися у вітчизняних СЕЗ, з очевидністю підпадали під визначення специфічної субсидії згідно з Угодою про субсидії та компенсаційні заходи СОТ (Угода СКЗ) [297]. Зокрема, ст. 2.2 Угоди СКЗ розглядає субсидію як специфічну, якщо її надання обмежено колом певних підприємств, які розташовано у певному географічному регіоні, що знаходиться в межах юрисдикції субсидуючого органу. Щоправда, пункт 2 (б) ст. 8 Угоди СКЗ встановлює, що не дає підстав для застосування компенсаційних заходів надання допомоги неблагополучним регіонам на території країни-члена. Однак разом з тим деталізуються і критерії допустимості такої допомоги (йдеться як про найбільш загальний критерій, згідно з яким регіональні програми надання субсидій мають бути «частиною узгодженої і загальнозастосовуваної політики регіонального розвитку», так і про конкретні критерії визнання того

чи іншого регіону неблагополучним). Надання переваг інвестиційним проектам, які містять зобов'язання придбання товарів (сировини, комплектуючих тощо) вітчизняного виробництва суперечить Угоді про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи (Угода ТРИМС). Пільги з прямих податків можуть бути інтерпретовані як дискримінаційні податкові заходи, спрямовані на захист проти імпорту, підтримку експорту, місцевого виробництва або стримування іноземного інвестування. Наприклад, нижча ставка податку на прибуток для експортоорієнтованих підприємств еквівалентна стягненню загальної ставки податку на прибуток у поєднанні з наданням експортної субсидії [363, с. 3].

Тимчасом як у дослідженнях проблематики спеціальних режимів надання пільг традиційно приділяється значна увага, важливість полегшення регуляторного тягаря для інвесторів часто ігнорується. Втім, ключовим аспектом світового успіху СЕЗ є спрощення та раціоналізація процедур схвалення інвестиційних проектів, скасування ліцензування експорту та імпорту, прискорені митні процедури, лібералізований обмін валют тощо. Зарубіжне законодавство про СЕЗ все більше інкорпорує механізми підвищення прозорості та автоматизації регулювання. Правила «за замовчуванням», дотримання яких тягне за собою автоматичне затвердження інвестиційного проекту в межах наперед визначеного періоду часу, значно пришвидшують оцінку і схвалення заявок заінтересованих суб'єктів. У багатьох країнах процес затвердження інвестиційних проектів трансформувалася від експертизи кожного конкретного проекту до простої реєстрації за умови відповідності чітким критеріям. Автоматичне схвалення заявок відбувається завдяки використанню «негативних» списків недопустимих видів діяльності. Важливою глобальною тенденцією є також застосування принципу «єдиного вікна» для консолідації і пришвидшення отримання державних дозволів [510, с. 55]. Тимчасом, правові режими СЕЗ в Україні відзначалися надзвичайною зарегульованістю і складністю процедур, що, очевидно, стало однією з причин низьких обсягів інвестицій, залучених у ці СЕЗ.

Мабуть, найпомітнішою загальносвітовою тенденцією останніх двох десятиліть стало зростання кількості СЕЗ, заснованих на приватній власності, розвиток і управління якими здійснюються приватним сектором. На 2008 р. 62 відсотки з 2301 СЕЗ в країнах,

що розвиваються, і країнах з перехідною економікою складала зони приватного сектора. Це різко контрастує з 1980-ми роками, коли в приватних руках знаходилося менш ніж 25 відсотків СЕЗ у всьому світі. Ключовим чинником розвитку приватних СЕЗ є впевненість у тому, що приватні зони є більш успішними, ніж більшість публічних зон, а також загальний брак фінансових коштів для розгортання нових СЕЗ державою.

Перша хвиля розвитку приватних СЕЗ, яка мала місце в Карибському регіоні і Центральній Америці в 1980-х роках, а в Південно-Східній Азії (Філіппіни і Таїланд) в 1990-х роках не супроводжувалася особливим перспективним плануванням та державною підтримкою. Ця ситуація поступово змінюється з впровадженням механізмів державно-приватного партнерства з метою полегшення розвитку СЕЗ [510, с. 18–19].

Законодавству України концепція приватних СЕЗ дотепер невідома. Так, ч. 1 ст. 5 Закону «Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон» передбачає створення спеціальних (вільних) економічних зон виключно Верховною Радою України за ініціативою Президента України, Кабінету Міністрів України або місцевих Рад народних депутатів України та місцевої державної адміністрації. Не йдеться про можливість співпраці держави і приватного бізнесу в площині спеціальних режимів господарювання і в Законі України «Про державно-приватне партнерство». Це вимагає системних зусиль щодо розробки правової основи функціонування приватних СЕЗ, включаючи:

а) визначення критеріїв, яким повинні відповідати приватні СЕЗ, стимулів і привілеїв для девелоперів і операторів приватних СЕЗ, їхніх прав та обов'язків, а також прав та обов'язків державних органів стосовно господарського розвитку, здійснення та регулювання діяльності СЕЗ;

б) визначення засад державно-приватного партнерства в СЕЗ, прав, обов'язків, ризиків та відповідальності кожного з партнерів стосовно усіх аспектів господарського розвитку, здійснення та регулювання діяльності СЕЗ.

Участь приватного сектора в розвитку СЕЗ прислужилася до зміни спектру зручностей і послуг, доступних у їх межах. Загалом, конкурентні переваги СЕЗ змістилися з площини цінової конкуренції

(завдяки державній підтримці їхньої господарської діяльності) у площину диференціації продукції та нецінової конкуренції. До вартих уваги тенденцій у цій царині належать:

розвиток СЕЗ на інтегрованій, а не відособленій основі, як частин комерційних, туристичних, житлових та рекреаційних «районів». Така інтегрованість дозволяє розробникам інвестиційних проектів компенсувати відносно низьку прибутковість промислових потужностей комерційними і побутовими послугами з вищою нормою прибутку;

зростаюча спеціалізація послуг, що задовольняють особливі потреби цільових галузей (як-от: високотехнологічне виробництво, розробка програмного забезпечення та інформаційних технологій, нафтова та хімічна галузь тощо);

надання широкого спектру послуг із підтримки бізнесу та спеціалізованих зручностей. В успішних приватних зонах не менше 50 відсотків доходу може отримуватися з цих джерел на додачу до традиційних доходів від продажів і оренди [510, с. 21].

Загалом, один з найважливіших висновків зі світового досвіду використання СЕЗ протягом десятиліть полягає у тому, що СЕЗ не можуть і не повинні розглядатися як замітник загальних реформаторських зусиль у сферах торгівлі та інвестицій. Максимізація вигод, пов'язаних із СЕЗ, залежить від ступеню їхньої інтегрованості у вітчизняну економіку. Економічні впливи розвитку СЕЗ пригнічуються, якщо вони функціонують як анклав, та мультиплікуються, коли супроводжуються загальнодержавними заходами економічної політики, які підвищують конкурентоспроможність вітчизняних підприємств та сприяють розвитку внутрішньо- і зовнішньоекономічних зв'язків за їх участю.

## **3.2. Правове забезпечення державної підтримки інвестиційної діяльності**

Необхідність державної підтримки інвестиційної діяльності широко визнається як дослідниками інвестиційно-правової проблематики, так розробниками інвестиційної політики. Так, у Концепції

Державної цільової програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки, схваленої розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. № 1900-р. [79], однією з основних причин низької інвестиційної активності названі «недостатній рівень державної підтримки інвестиційної діяльності, неналежним чином розвинута система підготовки інвестиційних програм і проектів для надання державних інвестицій». У Програмі розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні, затвердженій постановою Кабінету Міністрів України від 2 лютого 2011 р. № 389 [209] зазначається, що її виконання здійснюється, у тому числі, шляхом «надання державної підтримки реалізації інвестиційних та інноваційних проектів, зокрема з метою забезпечення розвитку високотехнологічного виробництва».

Державна підтримка інвестиційної діяльності є частиною ширшого контексту – державної підтримки господарської діяльності (господарювання, бізнесу). Г.Л. Знаменський відзначає зовнішню парадоксальність ситуації державної підтримки: не бізнес підтримує державу, постачаючи їй необхідні ресурси для здійснення державних функцій, а держава підтримує бізнес ресурсами, які вона не виробляє. Втім, насправді така ситуація з'явилася як результат доволі довгої, складної і суперечливої взаємодії таких найважливіших суспільних явищ, як «держава», «економіка» та «право» [174, с. 11].

Ст. 10 ГК України серед основних напрямів державної економічної політики називає політику інституційних перетворень, складовою якої, у свою чергу, є державна підтримка і захист усіх ефективних форм господарювання. Державна підтримка інвестиційної діяльності передбачає застосування комплексу засобів державного регулювання – *інвестиційних стимулів*, об'єднаних спільною метою – заохочення акумуляції капіталу в певних галузях та/або сферах економіки. Ці стимули переслідують мету схилити інвестора віддати перевагу одному напрямку чи об'єкту інвестування порівняно з іншим, визначаючи таким чином локалізацію інвестицій. Цим вони відрізняються від операційних стимулів, які не пов'язані з інвестуванням, а натомість стосуються звичайної господарської діяльності.

Виділяють дві основні причини, з яких держави конкурують між собою щодо залучення інвестицій шляхом використання інвестиційних стимулів: їхня потреба в інвестиціях та мобільність

капіталу [427, с. 3–4]. Зміни в орієнтації економічної політики країн, що розвиваються, та країн з перехідною економікою (включаючи країни Центральної та Східної Європи) та рух країн ОЕСР у напрямку дерегулювання ринків та економічної лібералізації – разом із масштабною приватизацією державних підприємств в обох групах країн – привернули увагу національних та субнаціональних державних органів до принципової ролі приватних інвестицій як двигуна економічного зростання та джерела робочих місць і конкурентних переваг [464, с. 15–16]. За таких умов держави змушені домовлятися з капіталовласниками з приводу умов їхнього інвестування, тимчасом як мобільність капіталу створює конкурентний аспект цього відношення, оскільки певна інвестиція може бути розміщена в тій або іншій юрисдикції.

Конкуренція між державами щодо залучення інвестицій є частиною більш широкого явища, яке має назву «регуляторна конкуренція» (*regulatory competition*). Регуляторна конкуренція є феноменом у праві, економіці та політиці, пов'язаним з бажанням законодавців конкурувати один з одним правовими засобами з метою заохочення учасників господарського життя здійснювати діяльність під їх юрисдикцією. В історичному аспекті регуляторна конкуренція мала місце в межах окремих держав з федеральним устроєм – передусім Сполучених Штатів Америки, однак з середини ХХ століття, коли інтенсифікувався процес економічної глобалізації, вона набула значення важливого питання міжнародних відносин [481].

Термін «регуляторна конкуренція» означає процес, в рамках якого правові норми обираються їх користувачами в умовах конкуренції між децентралізованими суб'єктами нормотворчості (які можуть існувати на рівні суверенних держав або в межах останніх на рівні територіальних одиниць). До позитивних ефектів регуляторної конкуренції відносять три основні чинники: по-перше, вона забезпечує більшу відповідність змісту правил переважанням або побажанням користувачів цих правил; по-друге, вона сприяє різноманітності та експериментуванню у пошуку ефективних правових рішень; по-третє, забезпечуючи механізми для вираження переваг користувачів і порівняння альтернативних рішень, вона сприяє поширенню інформації про ефективну правотворчість [333, с. 4].

Розрізняють дві форми регуляторної конкуренції: конкуренцію, засновану на стимулах («*incentives-based*») та конкуренцію, засновану на правилах («*rules-based*»). Перша форма конкуренції стосується надання фінансових та фіскальних стимулів. Друга форма конкуренції охоплює ширшу і більш гетерогенну групу дій держави, починаючи від змін у трудовому або екологічному законодавстві і закінчуючи підписанням міжнародних інвестиційних угод. Інші важливі засоби засновані на правилах конкуренції, які застосовуються державами для залучення інвестицій, включають посилення захисту прав інтелектуальної власності, зміцнення верховенства права та удосконалення судочинства, заснування спеціальних економічних зон, приватизацію державних підприємств, дерегулювання ринків та, безумовно, лібералізацію торговельної та інвестиційної політики [464, с. 20–21].

Якими є імплікації регуляторної конкуренції в царині державної підтримки інвестиційної діяльності? Мета інвестиційних стимулів є очевидною: впливати на рішення інвесторів про локалізацію інвестицій. Однак чи справді вони впливають на інвестиційні рішення, залишається дискусійним. Зокрема, багато американських аналітиків стверджує, що стимули (і навіть розбіжності в оподаткуванні) є надто малозначущими для цього. Так, статистика Служби внутрішніх доходів (*Internal Revenue Service*) США вказує, що усі податки штатів і місцеві податки складають лише 1,2 відсотки витрат типової компанії на ведення господарської діяльності, набагато менше, ніж витрати на оплату праці, матеріалів, маркетингові, накладні, транспортні витрати тощо – основні господарські витрати. Після вирахування внесків до федерального бюджету частка податків штатів і місцевих податків становить лише 0,8 відсотка витрат середньої компанії [527, с. 12].

Донедавна у літературі існував консенсус щодо того, чому компанії (передусім транснаціональні) інвестують у певних країнах [373; 390], згідно з яким ТНК приваблюють передусім міцні «основи» («*fundamentals*») приймаючих економік. До таких «основ» належать, зокрема, розмір ринку і рівень реальних доходів, кваліфікація робочої сили, доступність інфраструктури та інших ресурсів, які сприяють ефективній спеціалізації виробництва, а також політична та макроекономічна стабільність. У повній відповідності з цією точкою зору, в дослідженні Світового банку «Інвестуючи через кордони 2010»,

де аналізується привабливість 87 країн світу для іноземних інвесторів, доводиться, що значно більшою мірою, аніж надання державної підтримки, на прийняття інвестиційних рішень впливають показники регуляторного середовища у приймаючій країні загалом (доступ у конкретні сектори економіки, започаткування бізнесу, придбання земельних ділянок для господарських потреб, вирішення комерційних спорів) [410, с. 8–12].

Насправді постановка питання про те, що має вирішальне значення для прийняття рішення про розміщення інвестицій – «основи» приймаючих економік чи інвестиційні стимули – не є цілком коректною. Прийняття інвестиційного рішення зазвичай є двостадійним (або багатостадійним процесом), під час якого інвестори спершу складають «короткий список» місць для інвестування, прийнятних з точки зору економічних та політичних «основ», не приділяючи значної уваги наявності фінансових та фіскальних стимулів з боку держави, і лише *potim* розглядають – або й цілеспрямовано шукають – доступні інвестиційні стимули. Стимули та інші селективні засоби державного регулювання, таким чином, можуть бути вирішальними для прийняття остаточного інвестиційного рішення, хоч це й не спростовує тезу про загалом більшу значущість «основ».

Ця позиція підтверджується і емпіричними дослідженнями, у тому числі достатньо широко відомими і цитованими. До таких належить, зокрема, дослідження під керівництвом С. Гізінгера (1985 р.), де конкуренція щодо країнами щодо залучення інвестицій розглядається як така, що має характеристики «дилеми ув'язнених», в рамках якого респондентам ставилося питання: «чи був би інвестиційний проект започаткований у певній державі, якби ця держава припинила дію своїх позитивних і негативних стимулів, тимчасом як інші держави підтримували б стимулювання на існуючому рівні?» За результатами опитування посадових осіб компаній, причетних до 74 інвестиційних проектів більш як 30 ТНК у чотирьох галузях (автомобільна, нафтохімічна, харчопереробна та комп'ютерна промисловість) було виявлено, що у двох третинах випадків стимули «були вирішальним чинником – тобто, за відсутності стимулів інвестиція на була б здійснена, або була б розміщена з іншої країні [394, с. 39, 48].

Інші, новіші дослідження також вказують на те, що останнім часом інвестори усе більшою мірою визнають суттєву роль стимулів



у прийнятті їхніх інвестиційних рішень. Зокрема, виявляється, що заінтересованості і усвідомленню важливості інвестиційних стимулів національними урядами сприяють глобалізація і регіоналізація світової економіки. Лібералізація торгівлі – як у глобальному вимірі в рамках ГАТТ та СОТ, так у регіональному в рамках ЄС, НАФТА, Зони вільної торгівлі Асоціації держав Південно-Східної Азії (АСЕАН) та інших регіональних угод – приводить до зростаючої ринкової інтеграції і зменшує важливість розміру ринку як детермінанти локалізації інвестицій. Відтак навіть маленька країна здатна успішно конкурувати щодо залучення інвестицій, якщо може забезпечити достатньо привабливий пакет інвестиційних стимулів. Водночас, національні уряди втратили можливість застосовувати значну кількість інструментів протекціоністського характеру, які традиційно використовувалися для сприяння місцевій конкуренції, зайнятості та добробуту. У свою чергу, інтернаціоналізація ринків капіталів обмежила можливості використання політики обмінних курсів як чинника забезпечення відносної конкурентоспроможності [340, с. 2–3].

Таким чином, зниження бар'єрів для здійснення інвестицій зумовлює зростання ролі інвестиційних стимулів у регуляторній конкуренції. Разом з тим, вплив цієї тенденції на добробут країн – учасниць конкуренції піддається протилежним оцінкам. Використовуючи термінологію теорії ігор, позитивні сценарії можуть бути охарактеризовані як «гра з позитивною сумою», оскільки вони описують міждержавну конкуренцію щодо залучення інвестицій як таку, що приносить чисті вигоди як інвесторам, так і приймаючим економікам. Згідно з ключовим припущенням цієї лінії інтерпретації, по мірі того, як конкуренція між державами, що прагнуть залучити інвестиції, посилюється і змушує ці держави покращувати інвестиційний клімат, загальний обсяг інвестицій у світі зростає. Більше того, інвестиції самі по собі можуть розглядатися як важливе «публічне благо», оскільки продукують вигоди для приймаючої економіки, що не споживаються інвестором, – позитивні екстерналії. Спектр цих вигод сягає від набуття нових знань і навичок (внаслідок імітації місцевими фірмами господарської практики іноземних інвесторів, мобільності трудових і управлінських кадрів та відносин з постачальниками) до посиленої конкуренції на місцевому ринку, яка

змушує місцеві фірми модернізуватися, підвищувати якість продукції, запроваджувати нові технології, знижувати ціни тощо [464, с. 18].

Тим часом як припущення «гри з позитивною сумою» вказує на *потенціал* міждержавної конкуренції щодо залучення інвестицій створювати зазначені позитивні впливи, так само можливо, що на практиці цей потенціал буде витіснений ситуацією «дилеми ув'язнених», що створюватиметься динамікою конкуренції. Згідно з цією точкою зору, проблема полягає у тому, що по мірі посилення конкуренції держави опиняються під зростаючим тиском вступу у витратні «війни пропозицій», що змушує їх постійно підвищувати рівень державних субсидій інвесторам – фіскальних і фінансових стимулів – аж поки цей рівень не перевищить той, що є будь-як виправданим з точки зору інтересів суспільства. «Дилема ув'язнених» виникає в силу того, що тимчасом як усі держави мають колективний інтерес в утриманні від «війн пропозицій», окремі держави вступатимуть у ці війни через побоювання, що в іншому разі інвестиції надходять у інші юрисдикції, де пропонується більше стимулів.

Негативні наслідки описаної ситуації виявляють себе у різних площинах. По-перше, публічні ресурси, використані на надання стимулів, часто можуть бути використані більш продуктивно – у тому числі на цілі залучення інвестицій у довгостроковій перспективі – шляхом інвестування їх у формування таких публічних благ, як людський капітал та інфраструктура. По-друге, програми стимулювання мають властивість ставити існуючих інвесторів (як вітчизняних, так і іноземних), які вже здійснили інвестиції раніше, у конкурентно не вигідне становище порівняно з «новими» інвесторами, які отримують вигоди від стимулів. Як результат, «старі» інвестори мотивуються або до припинення інвестиційної діяльності чи «подорожей туди й назад» (виведення капіталу за кордон з наступним поверненням з «новою» іноземною інвестицією), що є витрачанням ресурсів, або до участі в різноманітних корупційних схемах, що зрештою може виявитися ще більш руйнівним і витратним. Третім чинником, часто непомітним, але дуже важливим, є міра, якою широко застосування державою стимулів розглядатиметься найбільш серйозними потенційними довгостроковими інвесторами як нестійке, тимчасове явище. Такі відчуття послаблюють віру інвесторів

у стабільність і надійність державної політики, наслідком чого є зменшення, а не посилення схильності інвестувати у дану економіку [464, с. 18–19].

Навіть за відсутності глобальних «війн пропозицій» спотворюючі впливи стимулювання – які тяжіє до дискримінації менших підприємств або підприємств, види діяльності яких не є об'єктом державної підтримки – можуть бути достатньо значними. Так, наприклад, в червні 2012 р. Міністерство енергетики та вугільної промисловості України оприлюднило проект оновленої Енергетичної стратегії України на період до 2030 року [132], одним з основних акцентів якої є розвиток традиційних для України вугільної та атомної промисловості. Державне агентство з енергоефективності та енергозбереження України вважає його неприйнятним, таким, що суперечить внутрішньому законодавству та зобов'язанням України перед Європейським Енергетичним співтовариством<sup>45</sup>. На його думку, даний проект в разі затвердження може знищити українську галузь відновлюваної (альтернативної, зеленої – авт.) енергетики. «Таким чином Україна може втратити інвесторів, які раніше цікавилися вкладеннями в альтернативну енергетику. Минулого року

---

<sup>45</sup> Згідно з проектом Енергетичної стратегії, до 2020 року частка електроенергії з поновлюваних джерел у загальному обсязі виробництва повинна зрости до 1,7 %, а до 2030 року – лише до 4,6 %. Передбачений у проекті оптимістичний сценарій, що передбачає більш динамічний розвиток економіки і відповідно збільшення вироблення електроенергії, передбачає зниження частки електроенергії з поновлюваних джерел щодо базового сценарію до 1,6 % у 2020 році і 4,5 % – у 2030-му. Тобто, додатковий попит на електроенергію повинен покриватися за рахунок більш інтенсивного розвитку атомної енергетики та теплових електростанцій, що працюють на вугіллі, газі й іншому видобувному паливі. Згідно з зобов'язаннями, взятими Україною при вступі до Європейського Енергетичного співтовариства, країна повинна до 2020 року збільшити частку електроенергії з відновлюваних джерел енергії у загальному енергобалансі до 12 %. У свою чергу, Державна цільова програма енергоефективності і розвитку сфери виробництва енергоносіїв з відновлюваних джерел енергії та альтернативних видів палива на 2010–2015 роки, затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 1 березня 2010 р. № 243 [41], передбачає збільшення частки електроенергії з відновлюваних джерел енергії до 10 % від загального обсягу виробництва у 2015 році, тоді як проект Енергетичної стратегії – тільки до 4,6 % і в 2030-му.

експерти вперше включили Україну в ТОП-40 країн, в яких створено найбільш сприятливий клімат для інвестицій у зелену енергетику. І прогнозували інвестиції в розмірі 10 мільярдів доларів, з якими можна починати прощатися в разі прийняття нової стратегії... Якщо в країні не буде розвиватися «альтернативна енергетика» – це звільнить держбюджет від «зеленого тарифу», і кошти будуть спрямовані на дотації компаніям-постачальникам інших видів палива. В Україні це вугілля. ... Схема проста: знищення альтернативної енергетики як своїх безпосередніх конкурентів у питанні розподілу бюджетних грошей» [43].

Підсумовуючи вищесказане, слід зазначити, що регуляторна конкуренція є вихідним контекстом, у якому необхідно розглядати концептуальні питання надання державної підтримки інвесторам. Висновки досліджень, присвячених регуляторній конкуренції щодо залучення інвестицій, є неоднозначними, однак саме в силу цього вони застерігають від спрощених підходів до прийняття рішень щодо державної підтримки, і мають враховуватися при більш детальному її дослідженні в розрізі конкретних форм і засобів.

Традиційно виділяють дві форми державної підтримки інвестиційної діяльності: *пряма та непряма державна підтримка*, в основі диференціації яких лежить тип застосовуваних інвестиційних стимулів (щодо типів інвестиційних стимулів див. підрозділ 2.3 цієї роботи). **Пряма державна підтримка** пов'язана з безпосереднім фінансуванням державою суб'єктів інвестиційної діяльності. Її інструментальною основою є фінансові стимули, тому як синонім прямої державної підтримки вживається термін «фінансова підтримка» (як-от у розділі IV Закону України «Про інноваційну діяльність»). **Непряма державна підтримка** зазвичай асоціюється з наданням державою податкових пільг суб'єктам інвестиційної діяльності, тобто, її інструментальною основою вважаються фіскальні стимули.

Д.В. Лічак виділяє такі ознаки непрямої державної підтримки суб'єктів господарювання: вона виключає безпосередню передачу державних коштів суб'єкту господарювання або списання заборгованості; спрямована на утворення стимулів діяльності суб'єктів господарювання, у тому числі до здійснення структурних змін і запровадження ефективніших технологій (інновацій); має, як правило, неадресний характер, адже надається не конкретному суб'єкту

господарювання, а групи суб'єктів, що мають спільні ознаки; має довготривалу перспективу, а не разовий характер; підтримує конкуренцію на ринку. На протигагу цим характеристикам пряма підтримка здебільшого справляє негативний вплив на конкуренцію, зменшує ініціативність суб'єктів господарювання, має адресний та короткостроковий характер, ставить суб'єктів господарювання з залежність від періодичної допомоги з боку держави [102, с. 7–8].

Слід відзначити, що «державна підтримка» є поняттям дещо вужчим, аніж «стимулювання інвестиційної діяльності». По-перше, існує точка зору, згідно з якою залежно від характеру впливу стимулювання може бути не лише позитивним, а й негативним у формі відповідальності за порушення встановленого порядку інвестування [22, с. 77]. По-друге, у теорії регулювання серед стимулів виділяють ще й так звані регуляторні стимули, тобто, адміністративні умови, які пропонуються державою суб'єктам господарювання і не пов'язані з особливим фінансовим або фіскальним впливом [381, с. 2]. На нашу думку, регуляторні стимули (які, у свою чергу, можуть бути позитивними або негативними) не мають ніякого відношення до державної підтримки, хоч у юридичній літературі висловлена й інша думка. Так, Д.В. Лічак значно розширює поняття непрямої державної підтримки, відносячи до її засобів (інструментів) не тільки фіскальні стимули (пільги), а й інші стимули (спрощення реєстраційно-дозвільних процедур; створення мережі бізнес-центрів, бізнес-інкубаторів, технопарків; комерційна дипломатія; надання інформаційних та консультаційних послуг суб'єктам господарювання та ін.), а також засоби, які, на нашу думку, стимулами взагалі не є (уніфікація та гармонізація господарського законодавства України та зарубіжних країн; створення мережі господарських судів; розміщення державного замовлення та ін.) [102, с. 8–9]. Погоджуємося з тим, що непряму підтримку не слід зводити виключно до фіскальної підтримки. Разом з тим, вважаємо, що державною підтримкою інвестиційної діяльності слід вважати надання тільки тих інвестиційних стимулів, які так чи інакше передбачають перерозподіл фінансового тягаря між державою та суб'єктами господарювання (фінансових та фіскальних).

Останній підхід втілений, зокрема, в Угоді СКЗ, базовим поняттям якої є поняття «субсидії». При цьому надання «субсидій» може вважатися термінологічним еквівалентом державної підтримки

суб'єктів господарювання із застереженням про вужчу сферу застосування (Угода СКЗ застосовується тільки до субсидій, які впливають на торгівлю товарами). Відповідно до ст. 1 Угоди СКЗ субсидія вважатиметься такою, що має місце, якщо дотримуються наступні дві умови: 1) наявний «фінансовий внесок держави або будь-якого публічного органу» або «будь-яка підтримка доходу або цін у розумінні ст. XVI [Субсидії] ГАТТ 1994; та 2) «таким чином надається вигода».

Поняття субсидій не включає регуляторних стимулів, оскільки вони не становлять «фінансового внеску держави або будь-якого публічного органу». Так само не включає воно і надання загальних інфраструктурних благ (незалежно від того, чи надаються вони за ринковими цінами). Як результат, Угода про СКЗ – застосовуючись до фіскальних і фінансових стимулів – не накладає будь-яких зобов'язань на держави стосовно надання регуляторних стимулів або загальної підтримки суб'єктів господарювання [404, с. 15].

Пропозиції щодо визначення поняття «інвестиційний стимул» вносилися протягом зрештою безуспішних переговорів щодо Багатосторонньої угоди про інвестиції ОЕСР. Зокрема, пропонувалося таке формулювання: «інвестиційний стимул» означає: надання особливої переваги, що впливає з державних витрат [фінансового внеску] в зв'язку зі здійсненням, придбанням, розширенням, управлінням, експлуатацією або супроводом інвестиції Договірної Сторони, або недоговірної сторони на своїй території» [404, с. 15]. Таким чином, і у цій дефініції обов'язковим елементом є фінансовий внесок держави.

Обмеження поняття державної підтримки наданням лише тих інвестиційних стимулів, які передбачають фінансовий внесок держави (прямий або непрямий) є необхідним, оскільки створює цілісну методологічну основу для аналізу ефективності державної підтримки. Фінансовий внесок піддається безпосередньому кількісному виміру, що дозволяє відносно просте порівняння вигод окремих суб'єктів господарювання і пов'язаних з цим втрат суспільства у цілому (вигодо-витратний аналіз).

У спеціальній літературі наголошують на важливості розмежування понять «державна підтримка» і «державна допомога» суб'єктам господарювання. На думку Г.Л. Знаменського, мета державної підтримки бізнесу полягає в посиленні *заінтересованості*

суб'єктів господарювання в ефективній діяльності в пріоритетних галузях соціально-економічного розвитку. При цьому суб'єкт якимось чином повинен демонструвати *мотивацію* слідування зазначеній цілі. Тимчасом державна допомога виконує функцію компенсації втрат в господарській діяльності [174, с. 31–32]. При цьому різко критикується позиція авторів, у роботах яких не проводиться розмежування «державної підтримки» і «державної допомоги» [121]. Іншої точки зору щодо співвідношення зазначених понять притримується Д.В. Лічак: державна допомога – це пряма державна підтримка [98, с. 4].

На нашу думку, підстави для протиставлення «державної підтримки» і «державної допомоги» відсутні, оскільки з точки зору загальнолексичного змісту ці поняття є синонімами, а їх нормативне вживання не є одноманітним. Український законодавець ці поняття не розмежує, про що свідчить, зокрема, назва і зміст ст. 16 («Дотації та інші засоби державної підтримки суб'єктів господарювання») ГК України: «держава може надавати дотації суб'єктам господарювання: на підтримку виробництва життєво важливих продуктів харчування, на виробництво життєво важливих лікарських препаратів та засобів реабілітації інвалідів, на імпорتنі закупівлі окремих товарів, послуги транспорту, що забезпечують соціально важливі перевезення, а також суб'єктам господарювання, що опинилися у критичній соціально-економічній або екологічній ситуації, з метою фінансування капітальних вкладень на рівні, необхідному для підтримання їх діяльності, на цілі технічного розвитку, що дають значний економічний ефект, а також в інших випадках, передбачених законом». Згідно з цією нормою цілями надання дотацій може бути як стимулювання суб'єктів господарювання до здійснення певних видів діяльності, так і компенсація втрат у господарській діяльності.

Міжнародний стандарт бухгалтерського обліку 20 «Облік державних субсидій і розкриття інформації про державну допомогу» [320] вживає термін «державна допомога» як синонім державної підтримки, а саме: державна допомога – це дії уряду, спрямовані на надання будь-якої економічної вигоди певному підприємству або ряду підприємств, що відповідають певним критеріям. Державна допомога в контексті цього стандарту не включає непрямі вигоди, які надаються опосередковано через дії, що впливають на загальні

умови комерційної діяльності, наприклад, у результаті створення інфраструктури в районах освоєння або накладення обмежень на комерційну діяльність конкурентів (тобто, регуляторні стимули – авт.). Крім того, МСБО 20 не застосовується щодо: державної допомоги, яка надається суб'єктові господарювання у формі вигод, які є доступними при визначенні оподаткованого прибутку або визначаються чи обмежуються на основі зобов'язань з податку на прибуток (наприклад звільнення від податку на прибуток, інвестиційні податкові пільги, прискорена амортизація і зменшені ставки податку на прибуток) (пп. b п. 2) – тобто, заходи непрямой державної підтримки теж називаються державною допомогою, хоч і знаходяться поза сферою дії Стандарту. Поняття «державна допомога» («*state aid*») є одним з важливих понять законодавства Європейського Союзу, де він також охоплює усі види/форми фінансового сприяння держави суб'єктам господарювання.

Вважаємо, що набагато важливішим, аніж штучне протиставлення державної підтримки і державної допомоги, є розрізнення допустимої і недопустимої державної підтримки та порівняння ефективності різних інвестиційних стимулів.

Законодавство України не встановлює власних критеріїв допустимості державної підтримки інвестиційної діяльності (як і господарської діяльності загалом). Міжнародно-правовими обмежувачами регуляторної свободи України у зазначеній царині виступають передусім угоди Світової організації торгівлі. Система угод СОТ містить три угоди, які мають відношення до інвестиційних стимулів: вище згадувана (і найважливіша у цьому контексті) Угода СКЗ, ГАТС та Угода ТРИМС.

Правила **Угоди СКЗ** розроблені без спеціального акценту саме на інвестиційних стимулах. Субсидія, як її визначено у ст. 1 Угоди СКЗ, підпадає під дію положень цієї Угоди тільки у тому разі, якщо така субсидія є *адресною* (або специфічною). Відповідно до ст. 2 та 3, адресною є субсидія, яка надається певному підприємству, або галузі виробництва, або групі підприємств, або галузей (далі – «певні підприємства»), у наступних чотирьох випадках:

- 1) коли орган, що надає субсидію, або законодавство, відповідно до якого діє такий орган, прямо обмежує доступ до субсидії лише колом певних підприємств (*de jure* адресність – авт.);



2) коли надання субсидії обмежено колом певних підприємств, розташованих у певному географічному регіоні, що знаходиться в межах юрисдикції органу, що надає її;

3) якщо субсидія де-юре чи де-факто, в ролі єдиної умови або однієї з умов, обумовлена показниками експорту;

4) якщо субсидія обумовлена, в ролі єдиної умови або однієї з умов, використанням вітчизняних товарів переважно перед імпортованими.

Субсидія не є адресною:

1) коли орган, що надає субсидію, або законодавство, відповідно до якого діє такий орган, встановлює об'єктивні критерії або умови, які визначають право на отримання і розмір субсидії, за умови, що право на отримання є автоматичним і що таких критеріїв й умов суворо дотримуються. Критерії або умови повинні чітко визначитися у законі, нормативному акті або іншому офіційному документі з тим, щоб їх можна було перевірити. Об'єктивні критерії та умови означають критерії та умови, які є нейтральними, не надають переваги одним підприємствам над іншими і є економічними за характером і горизонтальними за застосуванням, як, наприклад, кількість працівників або обсяг підприємства.

Таким чином розрізняються секторальні субсидії (ті, що адресовані певним галузям національної економіки) та субсидії, що надаються незалежно від галузевої належності підприємства. Історія переговорів щодо Угоди СКЗ відображає стурбованість учасників переговорів тим, що «існуючі правила міжнародної торгівлі не реагують адекватно на збитки у торгівлі, які можуть бути результатом *промислових цільових програм*». Учасники переговорів поділяли розуміння того, що загальнодоступні субсидії не дають підстав для застосування компенсаційних заходів, оскільки вони не є результатом секторальних втручань держави і відтак не приносять вигод *конкретним галузям* [346, с. 7 -8];

2) коли йдеться про введення або зміну загальнозастосовуваних ставок податків урядовими органами будь-якого рівня, що мають на це право.

У разі сумнівів щодо того, чи є субсидія адресною, можуть розглядатися інші критерії, а саме: використання програми надання субсидій обмеженим колом певних підприємств, переважне використання

програми певними підприємствами, надання субсидій у непропорційно великих обсягах певним підприємствам, а також спосіб, у який було реалізовано упереджений підхід органу, що надає субсидію, при прийнятті рішення про її надання. У цьому плані, зокрема, повинна братися до уваги інформація про частоту, з якою відмовляють у зверненнях за субсидією чи задовольняють такі звернення, а також причини прийняття таких рішень. При застосуванні цих критеріїв повинна звертатися увага на ступінь диверсифікації господарської діяльності в межах юрисдикції органу, що надає субсидію, а також тривалість часу, протягом якого діє програма надання субсидій.

У свою чергу, адресні субсидії згідно з Угодою СКЗ можуть належати до однієї з двох категорій: субсидії, що дають підстави для застосування компенсаційних заходів та заборонені субсидії. До субсидій, що дають підстави для застосування компенсаційних заходів, належать субсидії, які спричиняють несприятливі наслідки для інтересів іншого члена СОТ. Прикладом таких субсидій є субсидії, що завдають серйозної шкоди інтересам інших членів СОТ, спричиняючи втрату ними частки на ринку третьої країни. До заборонених належать субсидії, обумовлені показниками експорту та субсидії, обумовлені переважним використанням імпортованих товарів. Якщо субсидія є забороненою, СОТ вимагатиме припинення її надання.

Інвестиційні стимули тривалий час виступають предметом практики розгляду спорів в СОТ. У справі про італійську пасту (1996 р.) США стверджували, що ряд італійських виробників макаронів отримували субсидії від італійського уряду, регіональних органів влади, Європейського фонду регіонального розвитку та Європейського соціального фонду. Хоча деякі з оскаржуваних субсидій мали на меті підтримку експорту, інші були інвестиційними стимулами. Більш недавнім прикладом є спори між США та ЄС з приводу заходів, що впливають на торгівлю суднами великої цивільної авіації, у рамках яких США оспорювали надання ЄС субсидій на компанії Airbus, а ЄС, у свою чергу, оспорював надання США субсидій компанії Boeing [527, с. 43–44].

*ГАТС* лише потенційно може справляти вплив на надання інвестиційних стимулів. Ця Угода застосовується до чотирьох «способів» надання послуг: 1) з території однієї країни-Члена на територію іншої країни-Члена (транскордонне постачання); 2) на території

однієї країни-Члена споживачеві послуг будь-якої іншої країни-Члена (споживання за кордоном); 3) постачальником послуг однієї країни-Члена шляхом комерційної присутності на території іншої країни-Члена (комерційна присутність); 4) постачальником послуг однієї країни-Члена шляхом присутності фізичних осіб країни-Члена на території іншої країни-Члена (тимчасовий в'їзд). Інвестиційні стимули цілком можуть застосовуватися щодо будь-якого з перших трьох способів: наприклад, діяльність кол-центру являє собою спосіб 1 або 3 залежно від того, обслуговує він закордонних або місцевих споживачів (що може мати місце і водночас); готелі та інші суб'єкти туристичної індустрії (спосіб 2) так само можуть отримувати субсидії. Ст. XV ГАТС визнає необхідність проведення Членами переговорів з метою розробки багатосторонньої дисципліни щодо субсидій у сфері послуг. Втім, дотепер жодних домовленостей у цьому відношенні не було досягнуто.

**Угода ТРИМС** більшою мірою стосується вимог до виробництва (*performance requirements*), аніж інвестиційних стимулів. Слід відмітити лише те, що заборонені цією Угодою заходи не можуть застосовуватися не лише тоді, коли вони є обов'язковими вимогами, а й тоді, коли їх дотримання є необхідним для отримання інвестиційних стимулів (у цьому виявляється зв'язок інвестиційних стимулів та вимог до виробництва).

Можна дійти загального висновку, що чинні правила СОТ мають дуже обмежений вплив на застосування засобів державної підтримки інвестиційної діяльності. Ці правила стосуються тільки відносно вузького ряду інвестиційних стимулів, які мають прямий і такий, що може бути негайно ідентифікований, вплив на міжнародну торгівлю товарами. Таким чином, угоди СОТ не становлять нормативної системи, яка могла б бути використана вітчизняними розробниками політики та законодавцем як взірець для формулювання власних дисциплін у царині державної підтримки інвестиційної діяльності. Більші перспективи у цьому плані надає **законодавство Європейського Союзу**, що, як вже зазначалося вище, оперує концепцією державної допомоги (*state aid*).

Основи політики ЄС щодо державної допомоги закладені ст. 107 Договору про функціонування Європейського Союзу (колишня ст. 87 Договору про заснування Європейських Спільнот). Ця стаття

встановлює, що державна допомога є, в принципі, несумісною зі спільним ринком. Разом з тим, правила щодо державної допомоги застосовуються тільки до заходів, які задовольняють усі критерії, визначені у ст. 107 Договору про функціонування ЄС, а саме:

*а) передача державних ресурсів.* Правила щодо державної допомоги охоплюють тільки заходи, пов'язані з передачею державних ресурсів (в тому числі національних, регіональних або місцевих органів влади, державних банків та фондів, і т.д.). Крім того, допомога не обов'язково повинна бути надана самою державою. Вона також може бути надана приватним або державним проміжним органом, призначеним державою (наприклад, коли на приватний банк була покладена відповідальність за управління державною програмою допомоги малому та середньому підприємству).

Передача державних ресурсів, яка становить допомогу, може набувати різних форм: гранти, знижені процентні ставки, а також гарантії за кредитами, прискорена амортизація, вливання капіталу, податкові пільги тощо;

*б) економічна вигода.* Державна допомога становить економічну вигоду, яку підприємство не отримало б за звичайного перебігу своєї діяльності. Менш очевидними прикладами операцій, які відповідають цій умові, є наступні ситуації: підприємство купує/орендує землю, що знаходиться у державній власності, за ціною, нижчою, ніж ринкова; підприємство продає землю державі за ціною, вищою, ніж ринкові; підприємство отримує привілейований доступ до інфраструктури без сплати тарифу; підприємство отримує ризиковий капітал від держави на умовах, більш сприятливих, ніж ті, що пропонуються приватними інвесторами;

*в) вибірковість.* Державна допомога повинна бути вибірковою і, таким чином, впливати на конкурентний баланс між підприємствами. «Вибірковість» є рисою, яка відрізняє державну допомогу від так званих «загальних заходів» (тобто, заходів, які стосуються усіх підприємств в усіх секторах економіки країни-Члена, наприклад, більшість загальнодержавних податків).

Допомога вважається вибірковою, якщо органи, що її адмініструють, користуються дискреційними повноваженнями. Критерій вибіркової задовольняється також, якщо допомога надається

тільки на частині території країни-Члена (це стосується усіх регіональних і секторальних програм допомоги);

з) вплив на конкуренцію і торгівлю. Допомога повинна справляти потенційний вплив на конкуренцію і торгівлю між країнами-Членами. Достатньо довести, що отримувач допомоги займається господарською діяльністю і діє на ринку, на якому відбувається торгівля між країнами-Членами. Правовий статус отримувача не є важливим у цьому контексті (навіть неприбуткова організація може брати участь у господарській діяльності).

Разом з тим, принцип несумісності державної допомоги зі спільним ринком не означає повної її заборони. Частина 2 і 3 ст. 107 Договору про функціонування ЄС перераховують низку випадків, коли державна допомога може вважатися прийнятною (так звані «винятки»). Встановлення допустимості державної допомоги належить до компетенції Європейської Комісії (ЄК) згідно зі ст. 108 Договору. Так, діючи у співпраці з державами-Членами, ЄК здійснює постійний контроль за всіма системами допомоги, що існують в цих державах (ч. 1 ст. 108 Договору). Відповідно до ч. 2 ст. 108 Договору, якщо ЄК виявляє, що допомога, надана державою або за рахунок державних ресурсів, є несумісною зі спільним ринком, або виявляє факти зловживання допомогою, то вона уповноважена санкціонувати рішення про скасування чи переорієнтацію відповідної допомоги з боку задіяної держави в межах встановленого нею терміну. Крім того, ч. 3 ст. 108 Договору встановлює, що ЄК має бути завчасно поінформована задля представлення своїх зауважень про будь-які плани надання чи переорієнтації допомоги. Якщо ЄК вирішить, що подібна допомога суперечить спільному ринку, вона уповноважена негайно ініціювати реалізацію процедури згідно з ч. 2 ст. 108 Договору. Заінтересована держава-Член не вживає запропонованих нею заходів, доки в рамках зазначеної процедури не буде прийняте остаточне рішення.

Найбільш вагомі винятки встановлені у підпунктах а) та с) ч. 3 ст. 107 Договору про функціонування ЄС, згідно з якими сумісною зі спільним ринком вважається, відповідно:

допомога в сприянні економічному розвитку регіонів із вкрай низьким рівнем життя і високим процентом безробіття, та

допомога в сприянні розвитку певної економічної діяльності чи певних економічних регіонів, якщо подібна допомога не вплине негативно на умови торгівлі й не суперечить спільному інтересу.

Наразі ЄК прийняті «основи», «керівництва» або «регламенти щодо групових вилучень» (*«block exemption regulations»*), які встановлюють критерії, що підлягають застосуванню до наступних категорій допомоги:

допомога на запобігання зміні клімату та інший захист довкілля;

допомога на науково-дослідну та інноваційну діяльність;

допомога на порятунок і реструктуризацію підприємств, що опинилися у складному становищі;

допомога малим та середнім підприємствам;

допомога на забезпечення зайнятості;

допомога на навчання;

допомога ризиковому капіталу та

допомога на надання послуг у загальному економічному інтересі.

Крім того, ЄК зайняла позицію, згідно з якою допомога у незначних обсягах (допомога *de minimis*) не справляє потенційного впливу на конкуренцію та торгівлю між країнами-Членами. Тож вона вважає, що така допомога не охоплюється положеннями ст. 107 Договору [354, с. 10–11].

Економічна наука відіграє важливу роль в аналізі державної допомоги на стадіях як її кваліфікації відповідно до ст. 107 Договору про функціонування ЄС, так і оцінки сумісності зі спільним ринком. Щодо першої стадії, то основоположне значення має *принцип інвестора в ринковій економіці (the market economy investor principle, MEIP)*. Згідно з цим принципом, державна допомога має місце, якщо капітал надається за обставин, які були б неприйнятними для приватного інвестора, що діє за нормальних умов ринкової економіки. Згідно з позицією ЄК, це стосується таких випадків:

а) коли фінансова позиція компанії і, зокрема, структура і обсяг її заборгованості є такою, що нормальний дохід (шляхом отримання дивідендів або зростання вартості капіталу) на інвестований капітал не може бути очікуваний протягом розумного періоду часу;

б) коли, з огляду на неадекватний рух грошових коштів або з іншої причини, компанія була б неспроможною отримати кошти, необхідні для інвестиційної програми, на ринку капіталів;

в) коли участь у капіталі є короткостроковою, з заздалегідь визначеними тривалістю і продажною ціною, і дохід суб'єкта, що надав капітал, є суттєво нижчим, ніж він міг би очікувати від інвестиції, здійсненої на ринку капіталів на подібний строк;

г) коли участь державних органів передбачає продовження усіх або частини нежиттєздатних операцій нездорової компанії шляхом створення нової юридичної особи;

г) коли вливання капіталу у компанію зі змішаною публічно-приватною участю значно підвищує рівень публічної участі порівняно з початковим, і відносно витіснення приватних учасників значною мірою пов'язане з поганою перспективою прибутків компанії;

д) коли обсяг вкладеного капіталу перевищує реальну вартість компанії (чисті активи плюс будь-який гудвіл або ноу-хау), за окремими винятками [325].

Оцінка сумісності заходів державної допомоги зі спільним ринком являє собою балансування позитивних впливів цих заходів (щодо внеску у досягнення чітко визначеної мети, що становить спільний інтерес) та їх негативних впливів (спотворення конкуренції і торгівлі) (*«балансуючий тест»*). Для того, щоб визнаватися сумісною, допомога повинна бути необхідною та пропорційною для досягнення певної мети у спільному інтересі – по-суті, йдеться про вигодо-витратний аналіз пропонованого заходу.

Балансуючий тест передбачає наступні елементи аналізу:

1) *Чітко визначена мета, що становить спільний інтерес.*

Допомога має бути спрямована на чітко визначену мету у спільному інтересі (наприклад, економічне зростання, забезпечення зайнятості, охорона довкілля тощо). Така мета може передбачати досягнення як економічної *ефективності*, так і *справедливості*. Мета ефективності спрямована на виправлення провалів ринку (як-от: екстерналії, недосконала інформація, проблеми координації). Мета справедливості може включати, наприклад, працевлаштування інвалідів або заохочення заснування підприємств у неблагополучних регіонах. У деяких випадках допомога може бути дозволена в цілях сприяння переходу до ринків, що краще функціонують.

2) *Належним чином розроблений інструмент.* Ключовим питанням тут є з'ясування того, чи є захід державної допомоги належним чином розробленим для того, щоб задовольняти мету у спільному інтересі, визначену вище. Це питання має три складові:

а) чи є захід державної підтримки відповідним інструментом політики? Без упереджень щодо права країн-Членів обирати засоби їхньої економічної політики, державна допомога може використовуватися, коли переваги застосування селективного інструмента встановлені і продемонстровані;

б) чи існує стимулюючий ефект? Отримувач допомоги повинен у результаті її отримання брати участь у діяльності, яку він не зміг би здійснювати без отримання допомоги взагалі або здійснював би у дуже обмежений або відмінний спосіб. Метою цього критерію є уникнення надання державної допомоги для діяльності, яку підприємство проводило б у будь-якому разі навіть без отримання допомоги у тому ж обсязі.

в) чи є захід допомоги пропорційним проблемі? Тобто, чи могла б та сама зміна у поведінці бути досягнута за меншого обсягу допомоги? Обсяг та інтенсивність допомоги повинні обмежуватися мінімумом, необхідним для того, щоб діяльність мала місце.

Для того, щоб здійснити аналіз, ЄК повинна визначити контрфактичний сценарій. Ідея цього підходу полягає у порівнянні проекту, що є об'єктом допомоги, з гіпотетичною ситуацією, коли допомога не надається. Тільки у такий спосіб можуть бути проаналізовані деякі цілі у спільному інтересі (наприклад, провали ринку) та стимулюючий ефект (чи змінилася поведінка отримувача допомоги).

3) *Балансування позитивних і негативних впливів.* Це питання стосується можливих негативних впливів державної допомоги, і їх величини, проти якої балануються її позитивні впливи. Негативними впливами є, перш за все, спотворюючі впливи на конкуренцію і торгівлю. Вони можуть запобігання припиненню неефективних підприємств, витіснення приватних інвестицій, надмірні витрати бюджетних коштів тощо.

Для того, щоб допомога була визнана сумісною, сукупність негативних наслідків повинна в достатній мірі компенсуватися відповідним високим рівнем позитивних впливів допомоги. Для проведення такого аналізу позитивні і негативні впливи мають бути



виражені як у якісному, так і, наскільки це можливо, у кількісному вимірі. ЄК здійснює загальну оцінку цих впливів на виробників і споживачів на ринках, яких стосуються заходи допомоги. Кінцевий результат залежатиме від ряду особливостей запропонованого заходу допомоги і визначатиметься на індивідуальній основі для кожного заходу, що потребує детальної оцінки<sup>46</sup> [354, с. 11–12].

Можна виділити три важливих відмінності між режимом державної допомоги в ЄС і правилами СОТ про субсидії. По-перше, ЄК може діяти за власною ініціативою щодо допомоги, яка, на її думку, може бути несумісною з Договором про функціонування ЄС. Вона може діяти навіть до того, як шкода мала місце, якщо була належним чином повідомлена про пропоновану допомогу. На відміну цього, в СОТ справи у спорах про субсидії (і компенсаційні заходи на національному рівні) порушуються тільки на підставі скарги держави-Члена. По-друге, у зв'язку з вимогою про завчасне інформування Комісії (ч.3 ст. 108 Договору), дисципліни щодо державної допомоги в ЄС застосовуються *ex ante* (за винятком випадку допомоги, про яку не було повідомлено), тимчасом як контроль СОТ завжди здійснюється *ex post*. По-третє, повернення отриманих сум допомоги є стандартним засобом захисту від незаконного субсидування в ЄС, тимчасом як в СОТ він використовувався лише одного разу (у 2000 р. за скарою США проти Австралії) [527, с. 45].

Існують численні емпіричні свідчення успішності правового режиму державної допомоги в ЄС у досягненні мети «меншої за обсягом, але точніше спрямованої допомоги». До них належить, передусім, загальна спадна тенденція щодо обсягів надаваної державної допомоги у 2000-х роках. Крім того, ЄК вдалося досягти

---

<sup>46</sup> Цей рафінований економічний підхід, однак, не означає, що кожен випадок державної допомоги проходить спеціальну глибоку оцінку. По-перше, випадки, що мають мінімально спотворюючий вплив, не вважаються державною допомогою (допомога *de minimis*). По-друге, випадки, для яких можливо розробити легко застосовні *ex ante* критерії сумісності, не потребують повідомлення ЄК. По-третє, для більшості випадків державної допомоги критерії їх оцінки розроблені заздалегідь в узагальненому вигляді і закріплені у відповідних правових актах ЄК. Таким чином, детальна оцінка застосовується лише щодо заходів, які потенційно мають найбільш спотворюючий вплив, коли ЄК перевіряє їх економічну доцільність на індивідуальній основі [354, с. 11].

значного збільшення сум повернення наданої державної допомоги [527, с. 42]. Якими чинниками обумовлений цей успіх? Відмітними рисами правового режиму державної допомоги ЄС є прозорість, передбачуваність та правова визначеність. ЄК забезпечує публічність критеріїв, використовуваних нею про визначенні того, чи можуть бути дозволені заходи допомоги, про які її було повідомлено. Відповідні публікації набувають форми регламентів, «повідомлень», «основ», «керівництв» та листів до держав-Членів. Існування процедури завчасного повідомлення ЄК забезпечує широку доступність інформації про державну допомогу в ЄС. Крім того, ЄК (точніше, Генеральний директорат з питань конкуренції) публікує величезні обсяги даних, які доступні на його веб-сторінці за адресою [ec.europa.eu/comm/competition/index\\_en.html](http://ec.europa.eu/comm/competition/index_en.html). У літературі зазначають також, що принципово важливим є існування незалежного органу, що здійснює моніторинг додержання дисциплін щодо державної дисципліни та їх впровадження. Спроби забезпечити контроль за державною допомогою без відповідного незалежного органу навряд чи можуть бути успішними [506, с. 97–98].

Слід відзначити, що наразі досвід ЄС щодо регулювання державної допомоги має для України не лише методологічне значення. Новим контекстом застосування цього досвіду стане зокрема, створення зони вільної торгівлі з ЄС, передбачене Угодою про асоціацію, парафованою 30 березня 2012 р. Ця угода містить норму про розбудову нагляду в сфері державної допомоги на основі стандартів ЄС. Ці стандарти повинні бути закріплені, зокрема, у проекті Закону України «Про державну допомогу підприємствам реального сектору економіки», прийняття якого передбачене Програмою економічних реформ України на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава», схваленою 2 червня 2010 р. Комітетом з економічних реформ при Президентові України [257].

Окремо підкреслимо, що досвід ЄС ілюструє значний потенціал точного економічного підходу до оцінки позитивних та негативних впливів перспективних заходів державної підтримки. Раніше у цій роботі ми обґрунтовували необхідність застосування вигодовитратного аналізу як основного методу аналізу регуляторного впливу. Слід відзначити, що засоби державної підтримки інвестиційної

діяльності відносно легко піддаються вигодо-витратному аналізу, оскільки пов'язані з конкретним фінансовим внеском держави, який має чіткі кількісні параметри. Тому саме в царині державної підтримки інвестиційної діяльності застосування цього методу є особливо доцільним.

У світі проведені численні емпіричні дослідження здатності конкретних засобів (інструментів) державної підтримки інвестиційної діяльності проходити вигодо-витратний тест. Так, за результатами досліджень результатів непрямой (фіскальної) підтримки інвестиційної діяльності у таких країнах, як Бразилія, Мексика, Індонезія, Малайзія, Філіппіни, Сінгапур, Таїланд, Пакистан, Болгарія, Чехія, Угорщина, Польща, Румунія та Туреччина, відношення вигод до витрат менше одиниці встановлене для податкових канікул та знижок нормальної ставки податку на прибуток нижче рівня, що склався в країнах-експортерах капіталу. В окремих випадках ці два інструменти можуть навіть дестимулювати довгострокові інвестиції. Так, податкові канікули спонукають інвесторів вкладати кошти у галузі, які користуються податковими канікулами, на строк дії останніх, сприяючи, таким чином, короткостроковому інвестуванню на шкоду довгостроковому. Щодо знижок ставки податку на прибуток, то в разі застосування їх державами з загалом нестабільним інвестиційним кліматом, вони зі значною ймовірністю розглядатимуться як тимчасові та швидше відряджуватимуть інвесторів від здійснення капіталовкладень у передчутті майбутнього зростання ставок податку [380, с. 26–27].

Відношення вигод до витрат більше одиниці встановлене для: інвестиційних відрахувань (відрахувань певного відсотка інвестиційних витрат від суми податкових зобов'язань на додачу до нормальних амортизаційних відрахувань); інвестиційних та інноваційних податкових кредитів (зменшення на суму певних капітальних витрат оподатковуваного прибутку), прискореної амортизації основних фондів [380, с. 27–28]. Характерною рисою цих засобів є те, що вони застосовуються *ex post* – після фактичного вкладення інвестицій (на експлуатаційній стадії). Застосування цих засобів відповідає регуляторному підходу, що має назву «регулювання, засноване на продуктивності» (*performance-based regulation*). В рамках цього підходу заохочення пов'язуються з отриманими результатами без

надання чітких вказівок щодо того, яким чином ці результати мають бути отримані [479, с. 7].

В економічній літературі вказують, що первинним об'єктом державного регулювання інвестиційної діяльності доцільно розглядати не умови і процес, а результати інвестування. На сьогодні в Україні концептуально не визначено результатів інвестування як об'єкта регулювання і не забезпечено методичної основи для конструктивного регулювання інвестиційної діяльності за результатами, хоч існує позитивний досвід саме такого регулювання в зарубіжних країнах<sup>47</sup>. Фактично, тут йдеться саме про необхідність застосування засобів регулювання, заснованих на продуктивності, хоч і слід уточнити, що з правової точки зору об'єктом державного регулювання у будь-якому разі виступає діяльність (поведінка) суб'єктів відповідних суспільних відносин.

Аналіз інвестиційного законодавства України виявляє низьку питому вагу засобів, заснованих на продуктивності в загальному арсеналі засобів державної підтримки інвестиційної діяльності. Так, системоутворюючий акт інвестиційного законодавства – Закон України «Про інвестиційну діяльність» тривалий час практично ігнорував питання державної підтримки інвестиційної діяльності. Положення, які встановили загальний механізм реалізації цього напрямку державного регулювання, з'явилися в Законі лише у зв'язку зі змінами і доповненнями від 22 грудня 2011 р. Наразі ч. 1 ст. 12-1 Закону встановлює, що державна підтримка інвестиційної діяльності передбачає участь держави у розробленні та/або реалізації інвестиційних проєктів. Державна підтримка для розроблення інвестиційного проєкту надається шляхом фінансування або співфінансування за рахунок

---

<sup>47</sup> Так, у США до середини 80-х років ХХ ст. корпорації отримували знижку з податку на прибуток у розмірі 30 % за цільові результати – використання прибутку на оновлення виробничих фондів. У 1986 р. податкова реформа скасувала ці пільги, оскільки вже не було особливої потреби нарощувати виробничий потенціал за рахунок бюджету. Але підприємствам надається знижка, яка стимулює економію енергоресурсів і використання альтернативних (нетрадиційних) видів енергії. Корпораціям надано право відраховувати від суми податків 15 % вартості устаткування, яке використовує сонячну і вітрову енергію [93, с. 97–107].

коштів державного та/або місцевих бюджетів. Державна підтримка для реалізації інвестиційних проєктів надається, зокрема, шляхом:

фінансування реалізації інвестиційних проєктів за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів;

співфінансування інвестиційних проєктів з державного та місцевих бюджетів;

надання відповідно до законодавства для реалізації інвестиційних проєктів державних і місцевих гарантій з метою забезпечення виконання боргових зобов'язань за запозиченнями суб'єкта господарювання та кредитування за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів;

повної або часткової компенсації за рахунок коштів державного або місцевих бюджетів відсотків за кредитами суб'єктів господарювання для реалізації інвестиційних проєктів;

застосування інших форм, передбачених цим Законом. Аналогічний перелік засобів державної підтримки встановлений ст. 17 Закону України «Про інноваційну діяльність» та Положенням про проєкти із пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку (національні проєкти), затвердженим постановою Кабінету Міністрів України від 8 грудня 2010 р. № 1255.

Усі перераховані засоби є засобами прямої державної підтримки, які застосовуються на передінвестиційній або інвестиційній, але не експлуатаційній стадії інвестиційного процесу. Їх застосування означає безпосередні бюджетні втрати в момент надання; тимчасом, ефективне використання інвесторами бюджетних коштів, отриманих в порядку фінансової підтримки, не гарантоване. Недоліком засобів фінансової підтримки є також наявність адміністративної дискреції з питання їх надання, що зі значною ймовірністю може виступати джерелом корупції, а відтак знеохочуватиме потенційного інвестора. Натомість засоби, засновані на продуктивності, діють автоматично, не пов'язані з бюджетними втратами в момент надання, що визначає їх адекватність сучасним умовам в Україні. Крім того, перевага таких засобів полягає у тому, що вони здатні впливати на увесь обсяг інвестицій в країні, а не лише на потік нових інвестицій.

Окремі пільги, надання яких поставлене в залежність від фактичного досягнення певних господарських результатів, передбачені

Податковим кодексом України для підприємств паливно-енергетичного комплексу, суб'єктів господарювання водо-, теплопостачання та водовідведення. Так, звільняється від оподаткування прибуток зазначених підприємств в межах фактичних витрат на капітальні вкладення з будівництва (реконструкції, модернізації) об'єктів енергетичної інфраструктури, об'єктів водо-, теплопостачання та водовідведення, та/або сум, спрямованих на повернення кредитів, які використані для фінансування зазначених цілей. Втім, такі фактичні витрати не можуть перевищувати загальних річних сум, передбачених інвестиційними програмами, схваленими органами, що здійснюють державне регулювання у відповідних сферах (пп. 154.8, 154.9 ст. 154 Податкового кодексу).

Застосування засобів, заснованих на продуктивності, передбачає Закон України від 16 липня 1999 р. «Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків» [243] (ст. 7 «Цільові субсидії технологічних парків»), однак правовий режим використання коштів цільових субсидій є достатньо жорстким і негнучким, не кажучи вже про те, що сфера дії зазначеного Закону за колом суб'єктів є дуже вузькою.

Сказане дає можливість сформулювати деякі загальні вимоги до державної підтримки інвестиційної діяльності в Україні:

- розширення сфери застосування інвестиційних стимулів, заснованих на продуктивності, які мають *ex post* характер;
- надання державної підтримки переважно за умови відповідності об'єктивним, горизонтальним за застосуванням критеріям, автоматично, а не на підставі дискреційних рішень;
- строгий економічний підхід до оцінки заходів державної підтримки (вигодо-витратний аналіз);
- визначення критеріїв неприпустимості заходів державної підтримки за зразком законодавства ЄС та встановлення механізму повернення сум отриманої неприпустимої підтримки;
- посилення прозорості процедур державної підтримки, підзвітності посадових осіб, причетних до прийняття рішень щодо її надання.

При цьому вважаємо недостатньою (хоч і в принципі правильною) тезу про пріоритетність непрямої державної підтримки перед прямою державною підтримкою [102, с. 9], оскільки вищезазначеним

вимогам може не відповідати і непряма державна підтримка (у разі надання податкових пільг на адресній основі тощо).

Крім того, слід черговий раз наголосити, що державна підтримка інвестиційної діяльності може застосовуватися тільки як компонент загальних зусиль держави щодо покращення загального підприємницького клімату, модернізації інфраструктури, підвищення рівня освіти та кваліфікованості робочої сили тощо. Для того, щоб ситуація надання державної підтримки була ефективною, необхідно, щоб достатньо висока кількість інвестиційних проєктів з позитивними екстерналіями здійснювалася незалежно від надання державної підтримки. Інакше витрати на державну підтримку поглинатимуть потенційно можливі корисні ефекти [527, с. 16–17].

### **3.3. Правове регулювання примусових вилучень інвестицій**

Примусові вилучення інвестицій являють собою найбільш серйозне втручання у здійснення майнових прав інвестором і водночас яскравий прояв суверенітету держави. Захист інвесторів від примусових вилучень їхніх інвестицій з боку приймаючих держав традиційно є однією з ключових тем інвестиційного права. Спеціальні норми-гарантії у разі примусових вилучень посідають чільне місце в системі гарантій для інвесторів, що встановлюються як національним законодавством, так і міжнародними інвестиційними угодами. Питання примусових вилучень інвестицій досліджувалися у роботах В.М. Коссака, О.С. Семерака, В.М. Стойки, Д.Е. Федорчука та інших вітчизняних правознавців [82; 269; 280; 301], однак виключно в контексті правового режиму іноземного інвестування. Навіть у межах цього контексту проблематика примусових вилучень потребує подальшого дослідження з огляду на нові тенденції в міжнародно-правовому регулюванні інвестиційних відносин та практиці вирішення спорів між інвесторами та приймаючими державами. Крім того, недослідженим аспектом у вітчизняній юридичній науці залишається захист від примусових вилучень вітчизняних інвесторів, у тому числі аспект їхньої юридичної дискримінації порівняно з іноземними інвесторами в частині забезпеченості відповідних прав.

З метою всебічного розкриття проблематики примусових вилучень інвестицій уявляється доцільним розглянути особливості правового регулювання таких вилучень відповідно до: міжнародних інвестиційних угод; Конвенції Ради Європи про захист прав людини та основоположних свобод 1950 р. (далі – Європейська конвенція про права людини, ЄКПЛ); законодавства України.

### **Правовий режим примусових вилучень інвестицій згідно з МІУ**

Необхідність першочергового розгляду основ міжнародно-правового регулювання примусових вилучень інвестицій обумовлена тим, що положення інвестиційного законодавства України щодо таких вилучень за походженням є запозиченнями з МІУ. Міжнародне інвестиційне право не забороняє приймаючим державами примусово вилучати іноземні інвестиції за умови, що вилучення здійснюється:

- у публічних інтересах;
- у недискримінаційний спосіб;
- згідно з законом;
- з виплатою компенсації [378, с. 46].

Ці чинники визначають, чи є примусове вилучення правомірним, а не чи мало воно місце взагалі. Таким чином, міжнародний інвестиційний арбітраж спершу повинен встановити, чи становить захід держави вилучення, і лише потім – чи правомірним було застосування цього заходу.

Термінологія МІУ щодо примусових вилучень інвестицій не є цілком послідовною. Можна зустріти різні терміни, як-от: «експропріація», «вилучення», «націоналізація», «позбавлення» тощо. Ці терміни часто застосовуються як взаємозамінні, а їх використання зазвичай залежить від особливостей правової традиції та перекладу.

«*Націоналізація*» є терміном, який має чітку конотацію. Він, як правило, стосується широкомасштабних вилучень приватної власності в усіх секторах економіки або в межах певних секторів чи галузей. Прямі націоналізації в усіх секторах економіки звичайно мотивуються політичними міркуваннями; такі заходи мають на меті досягнення цілковитого контролю держави над економікою і передбачають перехід з приватної у державну власність усіх засобів виробництва. Значна кількість країн, що звільнилися від колоніальної залежності,



розглядали націоналізації як невід'ємну частину їхнього деколонізаційного процесу в період після закінчення Другої світової війни. Націоналізації на галузевій основі відбуваються, коли держава прагне реорганізувати певну галузь шляхом набуття контролю над приватними підприємствами цієї галузі і створення державної монополії.

Термін «експропріація» зазвичай позначає вилучення окремих видів майна або активів окремого підприємства, коли права власності переходять до держави або передаються державою іншим економічним операторам. Експропріація може полягати у масштабному вилученні державою земель з метою їх перерозподілу, або вилученні, об'єктом якого є майно конкретного підприємства (наприклад, монополіста на певному ринку), чи конкретна земельна ділянка (наприклад, з метою будівництва дороги) [378, с. 18–19].

Як націоналізації, так і експропріації можуть бути *прямими*, коли вони передбачають перехід правового титулу та/або безпосереднє фізичне захоплення майна. Сьогодні масштабні націоналізації (експропріації) інвестицій є рідкістю, хоч деякі країни Латинської Америки, як-от Болівія та Венесуела, нещодавно вживали таких заходів [512]. Крім того, рядом держав були вжиті надзвичайні заходи, включаючи придбання значних часток у капіталі суб'єктів господарювання, з метою порятунку деяких секторів економіки, уражених світовою фінансовою та економічною кризою 2008–2009 років.

Разом з тим, деякі заходи держави, які не передбачають фізичних вилучень, можуть прирівнюватися до вилучень, оскільки повністю знищують економічну цінність інвестиції або позбавляють власника здатності використовувати своє майно, управляти ним. Ці заходи іменуються *непрямою експропріацією*.

Класичне визначення непрямої експропріації було дане у справі *Starrett Housing Corp.* (1983 р.) Арбітражем з вирішення спорів між Іраном та США<sup>48</sup>: «... міжнародним правом визнано, що заходи, вжиті державою, можуть становити втручання у здійснення прав власності до такої міри, що ці права стають настільки марними,

---

<sup>48</sup> Арбітраж з вирішення спорів між Іраном та США (*The Iran-United States Claims Tribunal (IUSCT)*) є міжнародним арбітражем з місцезнаходженням в Гаазі, заснованим згідно з угодою між Іраном та США, відомою як Алжирська угода, від 19 січня 1981 р.

що вони повинні вважатися експропрійованими, хоч держава і не мала наміру експропріювати їх і право власності на майно формально залишилося у первісного власника» (курсив додано) [378, с. 21].

У свою чергу, міжнародне інвестиційне право розмежовує непряму експропріацію та **регуляторні заходи**, тобто, заходи, що вживаються державами під час здійснення їхнього права регулювати у публічному інтересі. Ці заходи зазвичай не дають підстав вимагати компенсації, хоч вони можуть мати такі самі наслідки, як і непряма експропріація. Так, у справі *Saluka Investments v. Czech Republic* арбітраж ЮНСІТРАЛ встановив, що «наразі в міжнародному праві встановлено, що держави не несуть обов'язку виплати компенсації іноземному інвестору, коли, нормальним чином здійснюючи свої регуляторні повноваження, вони у недискримінаційний спосіб добросовісно встановлюють правила, спрямовані на досягнення загального добробуту» (п. 255) [492].

Ця сама ідея розвивається і в юридичній літературі. Як вказує М. Сорнараджа, недискримінаційні заходи, пов'язані з антимонопольним регулюванням, захистом прав споживачів, регулюванням ринку цінних паперів, захистом довкілля, територіальним плануванням не є вилученнями, що підлягають компенсації, оскільки є необхідними для ефективного функціонування держави [509, с. 357].

Разом з тим, дотепер відсутні загально визнана і чітка дефініція поняття непрямой експропріації та критерії відмежування її від регуляторних заходів держави, хоч це питання і має величезну вагу як для інвесторів, так і приймаючих держав. За словами Р. Дольцера та М. Стівенса, «для інвестора демаркаційна лінія між заходами, які не потребують компенсації, і заходами, що кваліфікуються як непряма експропріація, цілком може позначати різницю між тягарем експлуатації (або припинення) неприбуткових підприємств і правом на отримання повної компенсації (або від приймаючої держави, або за договором страхування). Для приймаючої держави відповідне визначення визначає обсяг можливостей впроваджувати законодавство, яке регулює права і обов'язки капіталовласників у випадках, коли це може потягти за собою виплату компенсації. Можна стверджувати, що держава не має змоги вживати будь-яких подібних заходів, якщо вони не можуть бути забезпечені державними фінансовими ресурсами» [371, с. 99].

Практично усі чинні міжнародно-правові документи, присвячені інвестиціям, містять положення про їх непряму експропріацію. Разом з тим, переважна більшість МІУ нічого не говорить про регуляторні заходи приймаючих держав; не є винятком у цьому плані і ДІУ за участю України.

Так, наприклад, Керівництво Світового банку з правового регулювання прямих іноземних інвестицій 1992 р. встановлює, що: «держава не може експропріювати або іншим чином вилучити повністю або частково іноземну приватну інвестицію та своїй території, або вжити заходів, подібних за наслідками, за винятком випадків, коли це здійснюється відповідно до законної процедури, для добросовісного досягнення публічної мети, без дискримінації на основі державної належності та з виплатою відповідної компенсації» (секція IV (1)) [429].

Аналогічно, згідно зі ст. 13 ДЕХ, «капіталовкладення інвесторів Договірної Сторони на території будь-якої іншої Договірної Сторони не повинні бути націоналізовані, експропрійовані чи піддаватися заходу чи заходам, які мають аналогічні націоналізації чи експропріації наслідки», за винятком випадків, коли такі заходи відповідають умовам, визначеним вище (публічна мета, належна процедура, недискримінація та компенсація). Подібні положення містить і ст. 1110 НАФТА.

Новітній період характеризується спробами визначити критерії, які відмежовують непряму експропріацію від регуляторних заходів, що не потребують компенсації – як у рішеннях інвестиційних арбітражів, прийнятих на основі МІУ, так і в самих МІУ, включаючи «інвестиційні розділи» угод про вільну торгівлю. Певне узагальнення дозволяє виділити такі три критерії: 1) економічний вплив регуляторного заходу; 2) ступінь порушення заходом розумних очікувань, пов'язаних з інвестиціями; 3) природа, мета і характер заходу [378, с. 86].

**Економічний вплив регуляторного заходу.** Для того, щоб бути визнаним експропріаторським, захід або ряд заходів повинні справляти руйнівний та тривалий вплив на економічну цінність інвестиції та пов'язаних з нею благ інвестора. Як зазначалося вище, непряма експропріація має бути «еквівалентною» прямій експропріації за наслідками. Вплив заходу або ступінь втручання повинен бути настільки

значним, щоб робити права власності «марними», тобто, позбавляти продовження інвестиційної діяльності економічного сенсу.

У значній кількості справ вимоги щодо непрямой експропріації були відкинуті міжнародними інвестиційними арбітражами, оскільки негативний вплив регуляторного заходу не досяг рівня вилучення. У юридичній літературі зазначають, що хоч «регуляторні заходи, спрямовані на захист довкілля, охорону здоров'я та забезпечення безпеки, або захист чесної конкуренції часто тягнуть за собою втрати інвестицій, вони зазвичай не досягають порогу істотного позбавлення» [453, с. 357].

Чинник економічного впливу, у свою чергу, складається з таких складових, як:

а) втрата вартості інвестиції, яка повинна бути повною або майже повною;

б) втрата інвестором контролю над інвестицією – чинник, альтернативний «втраті вартості», який є особливо значущим у ситуаціях, коли об'єктом інвестування є частка у капіталі компанії;

в) остаточний та незворотний характер наслідків заходу – захід, що призводить до тимчасового зменшення вартості або втрати контролю над інвестицією зазначай не повинен розглядатися як експропріаторський [378, с. 89–96].

**Порушення очікувань інвестора** як кваліфікаційний чинник непрямой експропріації передбачає існування очікувань інвестора, що певні регуляторні заходи не вживатимуться приймаючою державою. Він вимагає оцінки того, чи порушує захід розумні очікування інвестора, пов'язані з інвестиціями, особливо у тих випадках, коли вони створені спеціальними запевненнями з боку держави.

У практиці міжнародних інвестиційних арбітражів поняття «легітимних очікувань» набуло особливої ваги в контексті застосування стандарту «справедливого і рівного ставлення», що розглядатиметься в наступному підрозділі цієї роботи. Тим не менше, ця концепція відіграє певну роль і при вирішенні справ про експропріацію – як на національному, так і на міжнародному рівнях. Поняття «легітимних очікувань» відіграє важливу роль, зокрема, у судовій практиці Європейського Союзу та окремих країн ЄС: «один з важливих чинників оцінки судом вимог з експропріації стосується того,

чи має особа певні легітимні очікування, що її права не будуть регулюватися або обмежуватися у деякий спосіб» [468, с. 149].

Ключове значення для визнання легітимних очікувань мають підстави їх виникнення. Загалом для цілей вирішення спорів про експропріацію інвестиційні арбітражі встановлюють «високий поріг» щодо очікувань інвестора. Це означає, що легітимне очікування може виникнути передусім з спеціальних заяв або зобов'язань держави на користь конкретного інвестора, на які останній покладалася [378, с. 103]. Посилання на легітимні очікування не може ґрунтуватися виключно на суб'єктивних уявленнях інвестора. Крім того, слід відзначити, що, започатковуючи інвестиційну діяльність, інвестор приймає інвестиційний ризик, який включає і ризик змін у регуляторному середовищі. Як зазначив арбітраж МЦВІС у справі *Waste Management v. Mexico* [542], «не є функцією міжнародно-правового регулювання експропріації виключення нормальних комерційних ризиків іноземного інвестора» (п. 159).

**Природа, мета і характер регуляторного заходу** так само є важливими елементами, які повинні братися до уваги при вирішенні того, чи мала місце непряма експропріація. Особливе значущими вони є для розмежування непрямої експропріації та регуляторних заходів, що не підлягають компенсації. «Природа» заходу визначається тим, чи є він добросовісним (*bona fide*) регуляторним актом. «Мета» передбачає з'ясування, чи переслідує захід легітимну ціль публічної політики. «Характер» заходу включає такі риси, як недискримінація, належна процедура та пропорційність [378, с. 107].

Прикладами МІУ, які прямо закріплюють критерії непрямої експропріації, є відносно нещодавно укладені угоди про вільну торгівлю США з Австралією, Чилі, країнами Центральної Америки, Марокко та Сінгапуром [547, с. 21], а також Модельна двостороння інвестиційна угода за участю США [535]. Так, Додаток В «Експропріація» останньої встановлює, що визначення того, чи становить дія або ряд дій Договірної сторони непряму експропріацію, вимагає казуального, заснованого на фактах вивчення, зокрема, таких чинників, як:

1) економічний вплив дії держави, хоч окремо узятий факт негативного впливу дії або ряду дій Договірної сторони на економічну цінність інвестиції не означає, що непряма експропріація відбулася;

2) міра, якою дія держави порушує визначені, розумні очікування, пов'язані з інвестицією, та

3) характер дії держави (підпункт (а) п. 4 Додатку В).

Крім того, йдеться і про розмежування непрямой експропріації та права регулювати: окрім як за рідкісних обставин, недискримінаційні регуляторні дії Договірної сторони, які розробляються і застосовуються з метою захисту легітимних цілей публічного блага, як-от охорона здоров'я, забезпечення безпеки та захист довкілля, не становлять непрямой експропріації (підпункт (b) п. 4 Додатку В). Подібне положення міститься також у Модельній угоді про сприяння та захист іноземних інвестицій Канади (п. (c) Додатку В.13 (1)) [344]. Втім, закріплення критеріїв непрямой експропріації та відмежування її від регуляторних дій, які не потребують компенсації, у МІУ досі залишається винятком, а не правилом.

Попри те, що критерії відмежування непрямой експропріації від регуляторних заходів держави виглядають розумними, для абсолютної більшості випадків вони залишаються доктринальними критеріями, які застосовуються згідно з уявленнями арбітражу в конкретному інвестиційному спорі. У юридичній літературі виділяють *три підходи до вирішення проблеми непрямой експропріації*, що мають місце у практиці міжнародних інвестиційних арбітражів. Перший підхід оцінює лише вплив державного втручання на інвестицію; другий підхід виключає з-під дії положень про експропріацію недискримінаційні добросовісні регуляторні заходи; третій підхід передбачає кваліфікацію експропріації на основі зважування публічного інтересу, що підлягає захисту, проти впливу застосованого регуляторного заходу. Жоден з цих тестів наразі не є превалюючим, і складно передбачити, яким чином арбітраж підійде до питання непрямой експропріації. Це створює невизначеність, яка є проблемою не лише для інвестора і держави, що є сторонами у спорі, але й підриває легітимність міжнародного інвестиційного права загалом, оскільки залишається неясним, які права воно надає інвесторам і до якої міри воно втручається у суверенне здійснення державами регулювання їхнього економічного порядку [468, с. 110].

Детальніше зупинимося на вищезазначених трьох підходах до кваліфікації непрямой експропріації. Перший з них (застосований, зокрема, у справах *Metalclad v. Mexico* (п. 103) [439], *Pope &*

*Talbot v. Canada* (п. 102) [476]) втілює так звану доктрину «виключних впливів» («*sole effects*» doctrine), згідно з якою єдиним чинником, що підлягає врахуванню при визначенні того, чи мала місце непряма експропріація, є руйнівний вплив дії держави на інвестицію. Усі інші чинники (зокрема, наявність/відсутність наміру держави спричинити шкоду інвестору; публічна мета, на досягнення якої була спрямована дія держави; отримання/неотримання державою вигоди внаслідок вжиття відповідного заходу) не беруться до уваги [455, с. 13]. З очевидністю, цей підхід є особливо неприйнятним з точки зору забезпечення публічних інтересів держави, що приймає інвестиції.

Другий підхід у чистому вигляді (справи *Methanex v. USA* (частина IV, глава D,4, п. 7) [440], *Saluka v. Czech Republic* (п. 254) [492] проводить чітку межу між непрямою експропріацією та регуляторними заходами, що не підлягають компенсації: недискримінаційні добросовісні (*bona fide*) заходи, які вживаються з легітимною публічною метою, не становлять експропріації. Юридичний словник Блека визначає *bona fide* як «по добрій совісті, чесно, відкрито і щиро; без обману або шахрайства; насправді, без симуляції або удавання» тощо [338, с. 142]. Суттю тут є застосування регуляторних заходів добросовісно, без обманних або прихованих мотивів. Цей підхід, очевидно, є найбільш бажаним, оскільки визнає пріоритетність права держави регулювати.

Третій підхід (справа *Tecmed v. Mexico* (п. 122) [518]) являє собою визначення *пропорційності* регуляторних заходів їхній меті. Принцип пропорційності вимагає знаходження балансу між конфліктуєчими інтересами – публічним та приватним. Його метою є забезпечення того, щоб, при забезпеченні публічного інтересу, ущемлення приватного інтересу були «пропорційними». Хоч цей підхід є більш збалансованим, ніж доктрина «виключних впливів», його застосування міжнародними інвестиційними арбітражами обтяжене певними застереженнями, які викладатимуться нижче.

Навіть тоді, коли міжнародно-правовий документ, на основі якого розглядається спір, прямо закріплює критерії відмежування непрямої експропріації від регуляторних заходів, їх застосування передбачає значний оціночний елемент. Відтак зберігається небезпека того, що концепція непрямої експропріації буде застосована до

нормального державного регулювання у сфері господарювання, спрямованого на захист життя та здоров'я населення, довкілля, економічної конкуренції, прав споживачів та інших публічних інтересів.

У світовій практиці найбільше занепокоєння в розглядуваному контексті викликали справи, що розглядалися на підставі НАФТА. Суть цього занепокоєння полягає у тому, що концепція експропріації застосовується надто еластично, внаслідок чого регуляторні заходи держави безпідставно визнаються експропріацією, що підлягає компенсації («регуляторні вилучення»<sup>49</sup>). Найбільш одіозною у цьому плані справою є, з очевидністю, справа *Metalclad v. Mexico* [439], обставини якої з огляду на їх ілюстративність заслуговують на відносно детальний розгляд.

У 1990 р. федеральний уряд Мексики видав дозвіл мексиканській компанії Coterin на експлуатацію станції переробки небезпечних відходів у штаті Сан Луїс Потозі. Coterin бажала розширити об'єкт шляхом перетворення його на полігон для захоронення небезпечних відходів, однак їй було відмовлено у видачі муніципального дозволу на будівництво у 1991 та 1992 роках. У 1993 р. Coterin була придбана американською компанією Metalclad, яка продовжила зусилля Coterin щодо перетворення переробної станції на полігон для захоронення небезпечних відходів. Metalclad отримала необхідні дозволи на рівні держави та штату, однак їй так само було відмовлено у муніципальному будівельному дозволі.

Протягом діяльності Coterin відповідна місцевість була забруднена 20 тисячами тон токсичних і потенційно вибухонебезпечних відходів. Регіон її знаходження характеризується складними гідрологічними умовами, включаючи активні провали ґрунту та підземні потоки. Дослідження вказували на значну нестабільність ґрунтів місцевості, що могла призвести до проникнення токсичних відходів у нижчі ґрунтові шари та поширення забруднення через підземні води, а також через поверхневі потоки, що формуються у дощовий сезон. У 1991 р. внаслідок протестів місцевої громади експлуатація

---

<sup>49</sup> «Регуляторні вилучення» є терміном, що застосовується здебільшого з американській літературі як синонім непрямой експропріації, часто з критичним відтінком (коли йдеться про безпідставну кваліфікацію заходів державного регулювання як експропріації).



об'єкта була припинена; кілька років по тому громада все ще була стурбована пов'язаними з ним екологічними ризиками і категорично заперечувала проти відновлення роботи на ньому.

У 1994 р. муніципалітет зобов'язав Metalclad припинити будівельні роботи на об'єкті з огляду на відсутність муніципального дозволу на будівництво. Metalclad звернулася за таким дозволом, однак при цьому продовжувала здійснювати будівельні роботи. У 1995 р. Metalclad замовила оцінку екологічних ризиків, яка була здійснена під керівництвом федеральних природоохоронних органів. Результати оцінки встановили придатність місцевості для реалізації проекту, однак були негайно оскаржені мексиканським офісом Грінпіс та місцевою природоохоронною групою. Будівельні роботи були завершені у березні 1995 р., хоч належний муніципальний дозвіл досі не був отриманий, але компанії не вдавалося розпочати експлуатацію об'єкта через місцеву опозицію і публічні демонстрації. У грудні 1995 р. муніципалітет офіційно відмовив Metalclad у видачі дозволу. У жовтні 1996 р. Metalclad повідомила державу Мексика про свій намір подати позов на підставі глави 11 НАФТА. У вересні 1997 р. губернатор штату Сан Луїс Потосі оголосив спірну місцевість частиною спеціальної екологічної зони з метою збереження унікальної біорізноманітності регіону.

У січні 1997 р. Metalclad подала позов до держави Мексика сумою 90 млн. дол. США. Metalclad стверджувала, що дії муніципалітету являли собою експропріацію згідно з ст. 1110 НАФТА. Крім того, компанія заявляла, що уряд Мексики не забезпечив їй справедливого і рівного ставлення згідно з міжнародним правом, як того вимагає ст. 1105 НАФТА.

У серпні 2000 р. арбітраж, що діяв на підставі Правил про додаткові засоби МЦВІС, присудив Metalclad 16 млн. 685 тис. дол. США компенсації. Арбітраж встановив, що відмова у видачі будівельного дозволу, так само як і створення спеціальної екологічної зони, становила непряму експропріацію, що є порушенням положень глави 11 НАФТА. Мексиканський уряд оскаржив рішення арбітражу в канадському суді (оскільки місцем арбітражного розгляду виступав Ванкувер), посилаючись на арбітражну помилку. Однак суддя канадського суду погодився з арбітражем у тому, що дії мексиканської сторони становили експропріацію, хоч при цьому і зменшив суму

компенсації до 15,6 млн. дол. США. У червні 2001 р. Metalclad оголосила, що Мексика погодилася виплатити зазначену суму компенсації [451, с. 10–14].

Рішення у справі Metalclad відкрило двері для оскарження інвесторами заходів державного регулювання господарської діяльності як таких, що є експропріаторськими і вимагають компенсації. У свою чергу, захисники доквілля та інші фахівці заявили про «несподівано широке та агресивне» використання ст. 1110 НАФТА [334, с. 1–3]. Про глобальний вимір проблеми свідчить те, що положення про непрямую експропріацію, аналогічні положенням ст. 1110 НАФТА, містяться у абсолютній більшості ДІУ, кількість яких у світі перевищила 3000.

### **Правовий режим примусових вилучень інвестицій згідно з ЄКПЛ**

Правове регулювання примусових вилучень інвестицій (майна) відповідно до Європейської конвенції про права людини становить значний інтерес з огляду на те, що: а) ЄКПЛ належить до нечисленної групи міжнародно-правових документів, які приділяють увагу питанню розмежування примусових вилучень та регуляторних заходів, що не потребують компенсації; б) ЄКПЛ однаковим чином застосовується до відносин за участю як іноземних, так і вітчизняних інвесторів (власників майна); в) Європейським судом з прав людини (ЄСПЛ) сформований значний масив практики з питань примусових вилучень, яка, на відміну від практики міжнародних інвестиційних арбітражів, є достатньо послідовною.

Ст. 1 Першого протоколу до ЄКПЛ [260] встановлює, що «кожна фізична або юридична особа має право мирно володіти своїм майном. Ніхто не може бути позбавлений своєї власності інакше як в інтересах суспільства і на умовах, передбачених законом і загальними принципами міжнародного права. Проте попередні положення жодним чином не обмежують право держави вводити в дію такі закони, які вона вважає за необхідне, щоб здійснювати контроль за користуванням майном відповідно до загальних інтересів або для забезпечення сплати податків чи інших зборів або штрафів». Слід звернути увагу на такі особливості цієї норми: по-перше, обов'язок держави виплачувати компенсацію у разі експропріації

прямо не встановлений; по-друге, підкреслюється важливість здійснення нормального державного регулювання у публічних інтересах. Загалом, ст. 1 Першого протоколу більш чутлива до потреб державного регулювання, ніж типові положення про експропріацію в МІУ.

У знаковій справі *Sporrong and Lönnroth v. Sweden* (1982 р.) [511] ЄСПЛ встановив, що ст. 1 Першого протоколу містить «три чітких правила»: «Перше правило, що має загальний характер, проголошує принцип мирного володіння своїм майном. Друге правило регулює позбавлення власності і підпорядковує його певним умовам. Третє правило визнає, що держави вправі, поміж іншого, контролювати використання майна у відповідності з загальним інтересом, впроваджуючи такі закони, які вона вважає за потрібне для цієї мети» (п. 61).

У практиці розгляду справ на підставі ст. 1 Першого протоколу ЄСПЛ надає державам дуже широкий розсуд стосовно вжиття регуляторних заходів у публічному інтересі та визнає, що саме національні органи влади повноважні здійснювати вихідну оцінку існування публічних потреб, що виправдовують вилучення власності. Так, у справі *James v. United Kingdom* [415] ЄСПЛ вказав: «З огляду на їхнє безпосереднє знання власного суспільства та його потреб, національні органи влади в принципі краще, ніж міжнародний суддя, можуть оцінити, що є «у публічному інтересі». Більше того, поняття «публічного інтересу» є з необхідністю широким. Зокрема, ... рішення впроваджувати закони, що експропріюють власність, зазвичай включатиме розгляд політичних, економічних та соціальних питань, з приводу яких в демократичному суспільстві закономірно можуть існувати різні точки зору. Суд ... поважатиме рішення законодавця, якщо тільки це рішення не буде з очевидністю позбавлене розумної основи» (п. 46).

Крім того, ЄСПЛ дотримується певного загального підходу до «позбавлень» та «контролю» за використанням майна. В обох випадках повинен існувати розумний і передбачуваний національний правовий базис для вилучення з огляду на принципи стабільності, прозорості та верховенства права. Незалежно від того, чи йдеться про позбавлення, чи про контроль за використанням майна, застосовувані заходи повинні бути *пропорційними*. ЄСПЛ визначає, чи досягається в результаті втручання розумний баланс між вимогами

загального інтересу суспільства та приватними інтересами осіб, становище яких погіршується, і чи несе позивач несправедливий тягар. Для того, щоб здійснити таку оцінку, ЄСПЛ аналізує фактичні обставини справи, підкреслюючи, що конкретні чинники, які слід брати до уваги, варіюються від справи до справи [547, с. 17].

Принцип пропорційності становить одну з опор практики ЄСПЛ щодо вилучень власності. У справі *Sporrong and Lönnroth* ЄСПЛ встановив, що «справедливий баланс» повинен бути віднайдений «між вимогами загального інтересу суспільства та необхідністю захисту фундаментальних прав особи» (п. 69). Такий справедливий баланс порушуватиметься, якщо відповідні особи будуть змушені нести «індивідуальний і надмірний тягар» (п. 73). Водночас, цей принцип не є таким, що ідеально підходить для імпорту в практику міжнародних інвестиційних арбітражів з питань експропріації. Аналіз пропорційності передбачає глибоке проникнення у процес прийняття регуляторних рішень, включаючи оцінку пріоритетності публічної мети та відповідності вживаних заходів такій меті. ЄСПЛ, так само як національні суди, володіють достатньою легітимністю для здійснення повного аналізу пропорційності, чого не скажеш про *ad hoc* інвестиційні арбітражі, які складаються з приватних осіб та рішень яких не можуть бути оскаржені. Не випадково у юридичній літературі висловлюються прямі заперечення проти використання аналізу пропорційності у вирішенні міжнародних інвестиційних спорів. Так, автори Модельної міжнародної угоди про інвестиції для цілей сталого розвитку вважають, що регуляторні заходи приймаючої держави повинні піддаватися єдиному тесту на *добросовісність*, яка може бути оцінена арбітражем; тимчасом, тест пропорційності не є належним у цьому контексті [438, с. 18].

### **Примусові вилучення інвестицій в законодавстві України**

Законодавство України містить достатньо багато норм, що стосуються примусових вилучень інвестицій (майна). Ч. 5 ст. 41 Конституції України встановлює, що примусове відчуження об'єктів права приватної власності може бути застосоване лише як виняток з мотивів суспільної необхідності, на підставі і в порядку, встановлених законом, та за умови попереднього і повного відшкодування їх вартості. Примусове відчуження таких об'єктів з наступним повним

відшкодуванням їх вартості допускається лише в умовах воєнного або надзвичайного стану. Д.Е. Федорчук слушно ставить під сумнів можливість застосування цієї норми до інвесторів, які не є фізичними особами, оскільки вона міститься в розділі II Конституції України, а відповідно до рішення Конституційного суду України від 9 лютого 1999 р. по справі про зворотну дію законів та інших нормативних актів у часі [264], положення цього розділу застосовуються лише до фізичних осіб [301, с. 78–79].

Усі суб'єкти майнового обороту можуть скористатися частиною 3 ст. 321 ЦК України, згідно з якою примусове відчуження об'єктів права власності може бути застосоване лише як виняток з мотивів суспільної необхідності на підставі і в порядку, встановлених законом, та за умови попереднього та повного відшкодування їх вартості, крім випадків, встановлених частиною 2 ст. 353 цього Кодексу, а саме: в умовах воєнного або надзвичайного стану майно може бути примусово відчужене у власника з наступним повним відшкодуванням його вартості. Втім, попри позірну універсальність зазначених норм ЦК, вони можуть бути застосовані далеко не до усіх випадків примусових вилучень інвестицій. По-перше, права інвестора щодо вкладених інвестицій далеко не завжди є правами власності – частіше це зобов'язальні права або корпоративні права як особливий вид майнових прав. По-друге, як вже зазначалося, у регуляторній практиці сучасних держав більш поширеними є не прямі вилучення інвестицій, пов'язані з фактичним позбавленням інвестора правового титулу, а непрямі (де факто, повзучі) вилучення, що являють собою втручання держави у здійснення прав власності або інших прав щодо майна, коли майно не вилучається, і правовий титул майна не змінюється.

Розглянемо положення спеціального інвестиційного законодавства щодо примусових вилучень інвестицій. Відповідно до ч. 2 ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» інвестиції не можуть бути безоплатно націоналізовані, реквізовані або до них не можуть бути застосовані заходи, тотожні за наслідками. Такі заходи можуть застосовуватися лише на основі законодавчих актів України з відшкодуванням інвестору в повному обсязі збитків, заподіяних у зв'язку з припиненням інвестиційної діяльності. «Заходи, тотожні за наслідками» слід розуміти як непряму експропріацію інвестицій.

Згідно з ч. 1 ст. 9 Закону України «Про режим іноземного інвестування» іноземні інвестиції в Україні не підлягають націоналізації. Державні органи не мають права реквізувати іноземні інвестиції, за винятком випадків здійснення рятівних заходів у разі стихійного лиха, аварій, епідемій, епізоотій. Раніше ми звертали увагу на ряд дефектів формулювання цієї норми<sup>50</sup> [155, с. 164–165]. Ще одним дефектом, з очевидністю, є відсутність згадок про непрямую експропріацію іноземних інвестицій. Втім, значущість цих недоліків великою мірою послаблюється тим, що у значній кількості випадків спір за участю іноземного інвестора розглядається на підставі відповідної МІУ за участю України, а не внутрішнього законодавства.

Більшу увагу слід приділити іншій проблемі примусових вилучень інвестицій, яка, на нашу думку, залишається вкрай недооціненою в спеціальній літературі. Йдеться про юридичну дискримінацію вітчизняних інвесторів порівняно з іноземними в частині можливостей захисту своїх прав у разі примусових вилучень інвестицій. Власне, для джерел з міжнародного інвестиційного права така ситуація є закономірною: «у відповідності з міжнародним правом не існує дискримінації на шкоду національним особам і на користь іноземних осіб; є дискримінація тільки на користь національних осіб і на шкоду іноземним особам» [68, с. 381]. Однак проблема дискримінації національних інвесторів не повинна ігноруватися вітчизняною господарсько-правовою наукою.

На перший погляд, здається, що ця проблема не є надто критичною для України. На відміну від більшості країн світу, Україна

---

<sup>50</sup> Встановивши безумовну заборону націоналізації іноземних інвестицій в Україні, вітчизняний законодавець виявив надмірне прагнення якнайкраще забезпечити інтереси іноземних інвесторів. Націоналізація іноземних капіталовкладень становить суверенне право держави та є правомірною з точки зору міжнародного інвестиційного права, до того ж, допускається в укладених Україною МІУ на умовах, визначених ними.

Поняття *реквізиції* легально визначене в ст. 353 ЦК, відповідно до якої у разі стихійного лиха, аварій, епідемії, епізоотії та за інших надзвичайних обставин, з метою суспільної необхідності майно може бути примусово відчужене у власника на підставі та в порядку, встановлених законом, за умови попереднього і повного відшкодування його вартості (реквізиція). В умовах воєнного або надзвичайного стану майно може бути примусово відчужене у власника з наступним повним відшкодуванням його вартості.

має спеціальне інвестиційне законодавство, яке поширюється не тільки на іноземних, а й на національних інвесторів. Права вітчизняних інвесторів у разі непрямой експропріації можуть бути захищені на підставі ч. 2 ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність». Однак дані Єдиного державного реєстру судових рішень свідчать про те, що насправді в Україні відсутня судова практика вирішення спорів про експропріацію вітчизняних інвестицій. Поодинокі справи, рішення у яких містять посилання на ч. 2 ст. 19 Закону «Про інвестиційну діяльність», насправді стосуються інших порушень прав інвестора з боку державних органів і не містять аналізу критеріїв експропріації; до того ж, їх сторонами здебільшого є підприємства з іноземними інвестиціями.

Так, у справі № 11/64 від 28 жовтня 2008 р. за позовом ТОВ «Хіпп-Ужгород», м. Ужгород, до Киблярівської сільської ради, с. Кибляри Ужгородського району та Головного управління земельних ресурсів у Закарпатській області, м. Ужгород, про визнання права на набуття права власності на земельну ділянку несільськогосподарського призначення площею 6783,96 кв.м., яка розташована під виробничими приміщеннями позивача за адресою: Ужгородський район, с. Кибляри, № 85 «А», Господарський суд Закарпатської області встановив наступне.

Рішенням XX сесії IV скликання Киблярівської сільської ради Ужгородського району Закарпатської області від 24 жовтня 2005 р. надано дозвіл фірмі «Хіпп-Ужгород Гмбх», правонаступником якої є ТОВ «Хіпп-Ужгород», на викуп земельної ділянки площею 7200 кв.м., орендованої позивачем згідно договору від 22 серпня 2002 р., яка знаходиться під виробничою базою даного підприємства у межах села Кибляри. Позивач звернувся до Киблярівської сільської ради із заявою про укладення з ним договору купівлі-продажу вказаної земельної ділянки. Однак рішенням 14 сесії V скликання від 3 квітня 2008 р. йому було відмовлено в укладенні такого договору з посиланням на висновок юридичного відділу Головного управління земельних ресурсів у Закарпатській області, згідно з яким він не може набути право власності на земельну ділянку, оскільки ст. 82 Земельного кодексу України не передбачає набуття права на земельну ділянку юридичною особою, засновниками якої є особи, постійне місцезнаходження або постійне місце проживання яких за

межами України. Проте ст. 82 Земельного кодексу України, не містить поняття юридичної особи, створеної нерезидентами-особами, які мають постійне місцезнаходження за межами України.

Позивач є товариством з обмеженою відповідальністю, заснованим акціонерними товариствами, що знаходяться у Швейцарській конфедерації, підприємством з іноземними інвестиціями, і воно виявило бажання придбати земельну ділянку Киблярівської територіальної громади, яку орендує з 2002 року згідно договору оренди, укладеного з Киблярівською сільською радою 22 серпня 2002 р. строком на 49 років, під виробничу базу підприємства по виробництву дитячого харчування, що може бути кваліфіковано, як здійснення інвестиції в Україні.

Відповідно до п. 2 ст. 4 Угоди між Українською та Швейцарською Конфедерацією про сприяння та взаємний захист інвестицій кожна Договірна сторона забезпечуватиме справедливе та неупереджене ставлення на її території по відношенню до інвестицій інвесторів іншої Договірної сторони. Такий режим не може бути менш сприятливий, ніж той, що надається кожною Договірною стороною інвестиціям, зробленим на її території її власними інвесторами, або такий, що надається кожною Договірною стороною інвестиціям, зробленим на її території інвесторами найбільш привілейованої нації, в разі, якщо останній режим є більш сприятливим.

Частиною другою ст. 19 вказаного Закону встановлено, що інвестиції не можуть бути безоплатно націоналізовані, реквізовані або до них не можуть бути застосовані заходи, тотожні за наслідками. Такі заходи можуть застосовуватися лише на основі законодавчих актів України з відшкодуванням інвестору в повному обсязі збитків, заподіяних у зв'язку з припиненням інвестиційної діяльності. Таким чином, у позивача, як юридичної особи, заснованої іноземними інвесторами, що здійснює інвестиційну діяльність, право якої прирівнено до прав юридичної особи, заснованої громадянами України або юридичними особами України, у зв'язку з укладенням зазначеної міжнародної угоди, виникло право на придбання земельної ділянки у власність [263]. Зв'язок між змістом ч. 2 ст. 19 Закону «Про інвестиційну діяльність» та висновком суду залишається незрозумілим, оскільки обставини справи жодним чином не вказують на можливу ситуацію експропріації.



Відсутність відповідної судової практики свідчить про незрозумілість на вітчизняних теренах правової традиції захисту прав інвесторів на підставі норм про експропріацію інвестицій. Це спонукає звернутися до досвіду тих зарубіжних країн, де така традиція наявна. Особливої уваги заслуговують США як країна, яка ініціювала включення положень про захист інвестицій до НАФТА, але потім стикнулася з тим, що їх застосування може суперечити її власним інтересам.

В американській літературі зазначають, що норми НАФТА про інвестиції встановлюють нові права і привілеї для іноземних інвесторів, які виходять далеко за рамки тих, що надаються американським громадянам або суб'єктам господарювання згідно з внутрішнім правом США, а також забезпечують механізм, доступний виключно іноземним інвесторам, з використанням якого вони можуть домогтися відшкодування за рахунок коштів платників податків витрат у зв'язку з підпорядкуванням тим самим заходам державного регулювання, яким підпорядковуються і всі місцеві суб'єкти. Поняття «регуляторних вилучень» не існує для американських громадян або компаній, оскільки неодноразово було відкинута як Конгресом США, так і судами [451, с. iv].

Основою американської судової практики в царині примусових вилучень майна є П'ята поправка до Конституції США, яка встановлює: «Жодна особа не повинна бути... позбавлена життя, свободи або майна поза належною правовою процедурою; приватна власність не повинна бути вилучена для публічного користування без справедливої компенсації». Можна виділити два правила, які застосовуються судами США при вирішенні спорів щодо регуляторних вилучень. По-перше, незворотне фізичне втручання у здійснення прав приватної власності державою або уповноваженим нею суб'єктом завжди становитиме вилучення, що вимагає компенсації, за винятком, можливо, надзвичайних ситуацій, як-от пожежа. По-друге, вилучення має місце у разі, коли регулювання «позбавляє власність усієї економічної корисності». За межами цих двох ситуацій – незворотного фізичного захоплення або 100-відсоткового знищення цінності – суди визначають, чи є регуляторний захід вилученням, на підставі «ad hoc вивчення фактів» (підхід, вперше сформульований у справі *Penn Central Transportation Co. v. City of*

*New York*). При цьому чинниками, що «мають особливе значення», є «економічний вплив регуляторного заходу на позивача», «міра, якою захід суперечить визначеним, пов'язаним з інвестицією очікуванням», та «характер дії держави». Таким чином, формально йдеться про ті самі критерії, що наразі отримують міжнародно-правове закріплення. Однак довести регуляторне вилучення в судах США надзвичайно складно: ці суди майже ніколи не визнають, що регуляторний захід знищив 100 відсотків цінності власності і лише зрідка встановлюють, що захід являє собою вилучення на підставі аналітичного підходу, започаткованого справою *Penn Central* [334, с. 27–28].

Ряд характерних рис відрізняє практику міжнародних інвестиційних арбітражів у справах про непрямую експропріацію від практики судів США щодо регуляторних вилучень [334, с. 29–54].

• **Розширення визначення регуляторних вилучень**

*а) розширення визначення власності (інвестиції).* Право вилучень США значною мірою орієнтоване на нерухомість – землю та очікування прибутку від використання землі. У МІУ визначення інвестицій є дуже широким, відтак широким є і коло охоронюваних цими угодами інтересів. Так, у справі *Pope & Talbot v. Canada* [475–477] арбітраж ЮНСІТРАЛ встановив, що «доступ до ринку США» є пропріетарним інтересом, що підлягає захисту згідно з НАФТА, хоч і не погодився з позивачем у тому, що втручання у реалізацію цього інтересу було достатньо суттєвим для того, щоб становити експропріацію. У справі *S.D. Myers v. Canada* [490] позивач стверджував, що, заборонивши експорт токсичних відходів поліхлорбіфенілу (ПХБ) до США, Канада вилучила його інвестицію, змусивши його «втратити контракти і вигідні можливості у Канаді» і «знищивши його конкурентну перевагу». У свою чергу, Канада заявила, що *S.D. Myers* не має інвестицій або власності у Канаді. Арбітраж ЮНСІТРАЛ встановив, що канадська корпорація, капітал якої належав мажоритарним акціонерам *S.D. Myers*, відповідає визначенню «інвестиції», хоч і в цьому разі експропріація не була встановлена;

*б) ігнорування розумності пов'язаних з інвестицією очікувань.* Суди США дотримуються позиції, згідно з якою «розумні очікування, пов'язані з інвестицією», мають бути дечим більшим, ніж «одностороннім очікуванням або абстрактною потребою». У випадках,

коли певний вид господарської діяльності вже підлягає інтенсивному державному регулюванню, очікування інвесторів щодо незмінності такого регулювання на майбутнє можуть виявитися нерозумними. Якби зазначена вище справа *S.D. Myers* розглядалася американським судом на підставі П'ятої поправки до Конституції США, навряд чи він визнав би очікування позивача розумними, зважаючи на довгу історію обмежень, що накладалися на транскордонні поставки токсичних відходів. Швидше, суд визнав би, що *S.D. Myers* прийняла ризик, поклавшись на можливість експортувати відходи з Канади, і прогнала, однак цей ризик не може бути перекладений на державу;

в) *критичне ставлення до дій держави*. У судовій практиці США повага до рішень демократично обраного законодавчого органу є правилом, а визнання судом законодавства недійсним – винятком. До прискіпливого з'ясування мотивів державних органів або відповідності обраних ними засобів поставленим цілям вдаються лише у справах, пов'язаних з расовою дискримінацією чи порушенням інших фундаментальних прав.

Міжнародні інвестиційні арбітражі, навпаки, є набагато агресивнішими у критичному вивченні як наслідків регуляторних заходів, так і процесу, що передував їх прийняттю. Наприклад, у справі *S.D. Myers* арбітраж встановив, що Канада порушила вимоги як національного режиму, так і «мінімального справедливого ставлення», передбачені НАФТА, оскільки її політика «дуже значною мірою визначалася бажанням і наміром захисту і збереження ринкової частки підприємств, які займаються знищенням відходів ПХБ у Канаді та належать канадським особам» (п. 162), а також тому, що «непряма екологічна мета» Канади – підтримка відповідної канадської промисловості з метою забезпечення її спроможності знищувати відходи – могла б бути досягнута засобами, що справляють менший вплив на вільну торгівлю (п. 195).

#### • *Поширення доктрини регуляторних вилучень на судові рішення*

Суди США ніколи не сприймали позиції, згідно з якою судові рішення може становити вилучення, що підлягає компенсації. На противагу цьому, судження арбітражів МЦВІС у рішеннях у справах *Azinian v. Mexico* [484] та *Loewen v. United States* [524] (хоч і програних

позивачами по суті) чітко вказують, що навіть суди можуть визнаватися такими, що вилучили інвестиції. Так, у справі *Azinian* арбітраж цитує одного з колишніх голів Міжнародного Суду: «Хоч і незалежна від Уряду, судова влада не є незалежною від держави: рішення суду виходить від органу держави таким само чином, як закон, прийнятий законодавчим органом, або рішення виконавчого органу. Відповідальність держави за акти судових органів може наставати у зв'язку з трьома різними видами судових рішень. Першим є рішення місцевого суду, явно несумісне з нормою міжнародного права. Друге відоме під традиційною назвою «відмова у правосудді». Третє має місце, коли, за певних виняткових і чітко визначених обставин, держава відповідальна за судові рішення, яке суперечить місцевому праву» (п. 98). При цьому арбітраж визначив: «Необхідно довести, що судові рішення як таке становить порушення міжнародного договору» (п. 99). Якщо такий підхід не буде однозначно відкинтий у майбутньому, МІУ можуть стати потужним інструментом в руках власників, які прогнали майнові спори в національних судах.

• **М'якші процедурні вимоги до позовів щодо регуляторних вилучень**

Судова практика США встановила суворі правила «зрілості» спору, які вимагають, щоб власник дозволив державному органу, уповноваженому впроваджувати регуляторний захід, досягти остаточного рішення щодо застосування заходу до відповідної власності. У свою чергу, власник повинен представити розумний план розвитку своєї діяльності на базі цієї власності. Якщо регуляторна система передбачає варіантність або винятки з обмежувального регулювання, власник повинен скористатися цими можливостями, щоб уникнути або пом'якшити вплив регулювання. На противагу цьому, інвестиційні арбітражі не застосовують вимог «зрілості»; навпаки, у справі *Ethyl Corporation v. Canada* арбітраж фактично відкинув аргумент відповідача щодо незрілості спору, який полягав у тому, що оспорюваний закон ще не був прийнятий (п. 45, 55–60) [376].

Загально визнано, що США забезпечують один з найвищих рівнів правового захисту приватної власності у світі, а судова система США користується великою повагою завдяки її незалежності від політичних гравців, компетентності та справедливості стосовно

іноземних учасників процесу. Тим не менше, навіть у США можливості національних інвесторів щодо захисту від примусових вилучень інвестицій значно вужчі, ніж можливості, які надаються іноземним інвесторам МІУ.

Слід зазначити, що надміру широка концепція непрямой експропріації інвестицій не може бути виправдана і з точки зору теоретичних цілей регулювання. Як зазначалося у цій роботі раніше (підрозділ 2.1), основними цілями державного і правового регулювання є економічна ефективність та справедливість.

*З точки зору ефективності* аргумент на користь компенсації вилучених інвестицій полягає у тому, що така компенсація необхідна для забезпечення вжиття державами тільки тих регуляторних дій, які максимізують сукупний добробут суспільства. Держави не будуть достатньо уважними до витрат, пов'язаних з їхнім регулюванням, якщо їх не змушувати компенсувати ці витрати особам, які їх понесли (*інтерналізація витрат*). У разі ж, коли держави змушені компенсувати витрати, пов'язані з регулюванням, вони з набагато більшою ймовірністю вживатимуть тільки ті заходи, яким притаманне перевищення вигод над витратами.

Аргумент інтерналізації витрат, з очевидністю, залежний від дисциплінуючого впливу, який виплата компенсації справляє на суб'єкта регулювання. У внутрішньоправовому контексті цей аргумент підривається тим, що органи державного регулювання безпосередньо не несуть тягаря витрат, що випливають з прийнятих ними рішень. Ці витрати зазвичай сплачуються з державного бюджету, тобто, у кінцевому підсумку – платниками податків або бенефіціарами бюджетних програм, які згортаються у зв'язку з необхідністю виплати компенсації. У міжнародно-правовому контексті неспівпадіння фігур суб'єкта прийняття рішення та платника компенсації є ще більш проблематичним. Міжнародно-правовий механізм вирішення спорів між інвесторами та приймаючими державами передбачає подання позовів та присудження компенсацій проти держави у цілому, яка є стороною відповідної МІУ. Тимчасом, регуляторні рішення приймаються конкретними центральними або місцевими органами державної влади, органами місцевого самоврядування тощо, які можуть діяти у відомчому або територіальному інтересі,

що ніяк не репрезентує інтерес держави в цілому. Присуджена компенсація, відтак, не матиме інтерналізуючого ефекту.

Крім того, зазначений ефект зі значною ймовірністю не наступав би, навіть якби компенсації виплачувалися справжнім суб'єктом прийняття регуляторних рішень. Аргумент інтерналізації витрат заснований на теорії екстерналії у ринковій економіці, яка вказує, що раціональні максимізуючі прибуток фірми не вироблятимуть суспільно оптимального рівня товарів або послуг, якщо не будуть змушені брати до уваги усі витрати, пов'язані з їхньою діяльністю. Ідея, згідно з якою державу слід змушувати сплачувати компенсацію для забезпечення здійснення нею лише ефективного регулювання, неявно передбачає, що органи державного регулювання є еквівалентом раціональних максимізуючих прибуток фірм. Тимчасом, органи державної влади не максимізують прибутки, тому необхідність витрачати кошти на виплату компенсацій не обов'язково матиме будь-який вплив на їхні рішення, якщо тільки ці витрати не перешкоджатимуть досягненню інших реальних цілей органу.

Третя проблема щодо аргументу інтерналізації витрат полягає у тому, що він є одностороннім: він передбачає, що держава повинна сплачувати компенсацію тим, хто втрачає від регулювання, для того, щоб точно оцінювати та інтерналізувати *витрати*, пов'язані з заходом, водночас презюмуючи, що держава точно оцінює та інтерналізує пов'язані з ним *вигоди*, хоч ці вигоди і не будуть компенсовані їй тими, хто виграє від регулювання [334, с. 55–65].

З точки зору *справедливості* виплата компенсації у зв'язку з вилученнями інвестицій є необхідною для запобігання ситуації, коли невелика група інвесторів несе тягар регулювання, який згідно з вимогами справедливості мав би бути поширений на ширше коло осіб. Справедливість є оціночним поняттям, що об'єктивно ускладнює його застосування як у внутрішньоправовому, так і, тим більше, у міжнародно-правовому контексті. Як вже відзначалося вище, категорія справедливості використовується в *аналізі пропорційності* (чи порушується внаслідок застосування регуляторного заходу «справедливий баланс»). Використання цієї категорії про вирішенні міжнародних інвестиційних спорів обтяжене тими самими застереженнями, що і застосування аналізу пропорційності загалом, а саме:

ad hoc інвестиційні арбітражі (на відміну від національних судів) не володіють ні об'єктивними можливостями, ні інституційною довірою, необхідними для перегляду балансу між інтересами інвесторів та ширшими публічними інтересами, встановленого регуляторним актом компетентного органу відповідної держави. Більше того, такий перегляд не є конче потрібним, зважаючи на роль, що її відіграють в обмеженні регуляторної свободи держав на конкурентному ринку інвестицій репутаційні чинники, та на наявність інших, більш адекватних міжнародно-правових механізмів захисту іноземних інвесторів від дискримінації (як-от національний режим).

Сказане визначає необхідність консервативного підходу до оцінки норм МІУ щодо непрямой експропріації інвестицій. Потенційні негативні впливи таких норм полягають у тому, що вони: а) створюють загрозу «регуляторного застою» – ситуації, коли національні органи державного регулювання вважають за краще не вдаватися до регуляторних змін (або згортати вже розпочаті програми реформ), аніж нести витрати захисту від позовів про експропріацію та виплат відповідних компенсацій; б) надають конкурентні переваги іноземним інвесторів порівняно з вітчизняними на внутрішньому ринку.

Уявляється, що збалансування публічних та приватних інтересів, а також усунення дискримінації національних інвесторів порівняно з іноземними у питанні примусових вилучень інвестицій потребує вжиття зусиль за двома напрямками. *Перший напрям* стосується розробки законодавчої бази, доктрини і практики захисту прав інвесторів (передусім, вітчизняних) в Україні. Це, у свою чергу, передбачає конструктивну рецепцію підходів, напрацьованих в практиці ЄСПЛ та національних правопорядках тих зарубіжних країн, які характеризуються розвиненою традицією захисту прав інвесторів з урахуванням публічних інтересів (водночас не може йти мова про «імпорт усталеного міжнародно-правового підходу», оскільки в царині непрямой експропріації такого не існує). Ключовими моментами тут є презумпція легітимності дій держави та непоширення дії норм про експропріацію, яка підлягає компенсації, на недискримінаційні добросовісні заходи держави, спрямовані на забезпечення або захист основних публічних інтересів.

Визначення у внутрішньому законодавстві обставин, за наявності яких вітчизняний інвестор повинен отримувати компенсацію за втручання у здійснення його майнових прав, має велике значення. На основі цього презюмуватиметься, що держава бажає забезпечити надання таких само прав своїм інвесторам за кордоном і водночас готова поширювати ці ж права на іноземних інвесторів в рамках власного правопорядку.

Відповідні зміни до законодавства повинні охоплювати три головні питання: 1) визначення прямої і непрямой експропріації; 2) ознаки непрямой експропріації, які повинні використовуватися у сукупності та на казуальній основі (з застереженнями, що одне лише зменшення вартості інвестиції не є підставою для встановлення експропріації, а легітимні очікування можуть виникати тільки на підставі письмових зобов'язань держави або уповноваженого нею органу на користь конкретного інвестора), та 3) критерії розмежування непрямой експропріації та регуляторних заходів, що не підлягають компенсації. У зв'язку з цим пропонується викласти ч. 2 ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» у такій редакції:

*«Держава гарантує захист інвестицій від прямої та непрямой експропріації.*

*Пряма експропріація має місце, коли інвестиція націоналізується або іншим чином прямо експропріюється шляхом формальної передачі титулу або безпосереднього вилучення майна.*

*Непряма експропріація має місце, коли захід або ряд заходів держави, які не передбачають формальної передачі титулу або безпосереднього вилучення майна, мають наслідки, еквівалентні прямій експропріації.*

*Визначення того, чи становив захід або ряд заходів держави непряму експропріацію, здійснюється у кожному конкретному випадку на основі дослідження усіх обставин, включаючи:*

*економічний вплив заходу або ряду заходів держави, хоч окремо узятий факт негативного впливу заходу або ряду заходів держави на економічну цінність інвестиції не означає, що непряма експропріація відбулася;*

*міру, якою захід або ряд заходів держави порушує визначені, розумні очікування, пов'язані з інвестицією, що впливають з письмових зобов'язань держави на користь конкретного інвестора та*



*характер заходу або ряду заходів держави.*

*Добросовісні недискримінаційні заходи держави, які розробляються і застосовуються з метою досягнення легітимних цілей публічного блага, як-от охорона здоров'я, довкілля, забезпечення національної безпеки і громадського порядку тощо, не становлять непрямої експропріації».*

Другий напрям передбачає удосконалення власне міжнародно-правового регулювання питань експропріації інвестицій, а саме, уточнення цього регулювання з метою збільшення передбачуваності розгляду відповідних інвестиційних спорів і забезпечення послідовності арбітражної практики. Саме цій меті слугує включення до нових МІУ детальних положень про критерії непрямої експропріації та розмежування її і регуляторних заходів, що не потребують компенсації. Не дивно, що практика закріплення в МІУ відповідних положень була започаткована США та Канадою, оскільки саме ці країни першими стикнулися з руйнівними наслідками широкого розуміння «регуляторних вилучень» арбітрами у справах, порушених на підставі НАФТА.

Деякі новітні інвестиційні угоди містять уточнення, згідно з яким «дія або ряд дій Договірної сторони не можуть становити експропріацію, окрім як у випадках, коли вони перешкоджають здійсненню права на матеріальне або нематеріальне майно або майнового інтересу щодо інвестиції». Таке положення вперше з'явилося у Модельній двосторонній інвестиційній угоді США 2004 р. (Додаток В «Експропріація») і з того часу використовувалося у різних міжнародних інвестиційних угодах за участю США. Воно також відтворене у деяких недавніх угодах, укладених іншими країнами, як-от: Угода про вільну торгівлю між Австралією та Чилі 2008 р. (Додаток 10-В), Угода про вільну торгівлю між Малайзією та Новою Зеландією 2009 р. (Додаток 7), Комплексна інвестиційна угода АСЕАН 2009 р. (Додаток 2). Це формулювання звужує коло прав та інтересів, які можуть бути експропрійованими, порівняно з поняттям «інвестиція». Зокрема, це формулювання очевидно виключає такі інтереси, як гудвіл, клієнтська база або ринкова частка. Воно може виключати ліцензії та інші державні дозволи, які не створюють прав власності, а також права організаційного характеру, як-от право на заснування [378, с.36]. У свою чергу, визначення того, чи є те чи інше право «правом

на майно» або «майновим інтересом щодо інвестиції» повинно здійснюватися на основі внутрішнього права приймаючої держави – у такий спосіб забезпечується зв'язок між міжнародно-правовим та національно-правовим регулюванням експропріації інвестицій.

### **3.4. Забезпечення стабільності правових умов здійснення інвестиційної діяльності**

Однією з найважливіших складових привабливого інвестиційного клімату є стабільність та передбачуваність правового режиму інвестиційної діяльності. Приймаючи рішення про капіталовкладення, інвестор приділяє увагу передусім не досконалості власне правового регулювання (оскільки майже до будь-яких норм можна пристосуватися, якщо це диктується економічною вигодою), а тому, чи надійні умови господарювання у країні і як довго вони зберігаються [301, с. 89]. Це впливає з таких особливостей інвестиційної діяльності, як переважно довгостроковий характер її здійснення, розрив у часі між моментом здійснення капіталовкладень та реалізацією їхніх продуктивних властивостей.

Про необхідність забезпечення стабільного правового режиму інвестиційної діяльності йдеться, зокрема, в Указі Президента України від 22 лютого 2001 р. № 108/2001 «Про додаткові заходи щодо збільшення інвестицій в економіку України» [195], що вказує на недопущення внесення проектів та видання нормативно-правових актів з питань інвестиційної діяльності, які можуть призвести до погіршення умов здійснення інвестиційної діяльності, звуження змісту та обсягу визначених законами прав інвесторів. Водночас, таку позицію не можна тлумачити як прийняття державою зобов'язання взагалі відмовитися від змін в інвестиційному законодавстві. З точки зору конституційно-правової теорії, законодавчий орган не зв'язаний власним законодавством і повноважний змінювати його [509, с. 407–408].

Зважаючи на те, що прагненням суб'єктів інвестиційної діяльності щодо незмінності законодавства не протистоїть обов'язок держави забезпечувати таку незмінність, можна стверджувати, що інвестори мають *законний інтерес* щодо стабільності правового

режиму інвестиційної діяльності. Законний інтерес, на відміну від суб'єктивного права, є простою правовою дозволеністю, що має характер прагнення, у якій відсутня вказівка діяти строго зафіксованим у законі чином та вимагати відповідної поведінки від інших осіб та яка не забезпечена конкретним юридичним обов'язком [256, с. 382]). Конституційний суд України у рішенні у справі за конституційним поданням 50 народних депутатів України щодо офіційного тлумачення окремих положень частини першої статті 4 Цивільного процесуального кодексу України (справа про охоронюваний законом інтерес) від 1 грудня 2004 р. № 18-рп/2004 [266] встановив: «...і суб'єктивне право, і пов'язаний з ним інтерес є дозволами. Але перше є особливим дозволом, тобто дозволом, що відображається у відомій формулі: «Дозволено все, що передбачено у законі», а друге – простим дозволом, тобто дозволом, до якого можна застосовувати не менш відоме правило: «Дозволено все, що не забороняється законом». Інтерес, навіть перебуваючи під охороною закону чи права, на відміну від суб'єктивного права, не має такої правової можливості, як останнє, оскільки не забезпечується юридичним обов'язком іншої сторони. Законний інтерес відбиває лише легітимне прагнення свого носія до того, що не заборонено законом, тобто тільки його бажання, мрію, потяг до нього, а отже – й не юридичну, а фактичну (соціальну) можливість. Це прагнення у межах сфери правового регулювання до користування якимсь конкретним матеріальним або нематеріальним благом. Відмінність такого блага від блага, яке охоплюється змістом суб'єктивного права, полягає в тому, що користування благом, на яке особа має право, визначається можливістю в рамках закону, а до якого має законний інтерес – без вимог певних дій від інших осіб або чітко встановлених меж поведінки (п. 3.6).

Втім, характерною рисою саме інвестиційного права є закріплення спеціальних правових інструментів, які покладають на державу цілком конкретні обов'язки щодо забезпечення стабільності умов інвестиційної діяльності, тобто, перетворюють законні інтереси інвесторів та їх права. Це є проявом особливої сконцентрованості інвестиційно-правового регулювання на захисті інвесторів та їхніх капіталовкладень, яка відзначалася у цій роботі раніше і яка може виявлятися у явному відході від усталених правових уявлень.

## **Стабілізаційні застереження як засіб інвестиційно-правового регулювання**

Поширеним у світовій практиці інструментом забезпечення стабільності правових умов інвестиційної діяльності іноземних інвесторів є *стабілізаційні застереження*. Традиційно терміном «стабілізаційні застереження» позначаються умови договорів між іноземними інвесторами і приймаючими державами, які регулюють питання застосування змін законодавства приймаючої держави протягом життєвого циклу інвестиційного проекту. Вони закріплюють зобов'язання приймаючого уряду не змінювати нормативно-правову основу реалізації проекту інакше, ніж за визначених обставин (як-от: згода іншої сторони договору, відновлення економічної рівноваги та/або виплата компенсації) [489, с. 4].

У вітчизняній та російській юридичній літературі стабілізаційні застереження характеризуються, як правило, виключно позитивно, як «різновид стимулюючих заходів, спрямованих на заохочення приймаючою іноземні інвестиції державою прямих іноземних капіталовкладень» [99, с. 62], «важлива гарантія іноземних інвестицій» [300, с. 251]. При цьому не приділяється належна увага обмеженням регуляторної свободи приймаючих держав, які впливають із стабілізаційних застережень. Хоч ці правові засоби і можуть захистити іноземного інвестора від неналежного державного втручання у його діяльність, вони можуть також перешкоджати досягненню приймаючими державами легітимних публічних цілей, у тому числі цілей сталого розвитку як процесу гармонізації продуктивних сил і створення умов рівноваги між потенціалом довкілля і задоволенням економічних запитів.

У зарубіжній практиці стабілізаційні застереження поширені в довгострокових договорах у видобувних галузях промисловості, договорах про створення і експлуатацію об'єктів публічної інфраструктури та про надання соціально необхідних послуг. Виділяють три широкі категорії стабілізаційних застережень залежно від того, у який спосіб вони надають захист іноземному інвесторові [489, с. 5–6]:

1) *заморожувальні застереження (freezing clauses)*, в силу яких нове законодавство стає незастосовним до інвестиційної діяльності в рамках відповідного проекту («заморожується» станом

на момент започаткування проекту). Розрізняють *повні* та *обмежені* заморожувальні застереження, які захищають інвестора від будь-яких або обмеженого кола змін законодавства;

2) *застереження про економічну рівновагу (economic equilibrium clauses)* передбачають, що, хоч нове законодавство і застосовуватиметься до інвестиційного проекту, інвестору будуть компенсовані витрати на приведення діяльності у відповідність з новим законодавством. Компенсація може набувати різних форм, як-от: коригування тарифів, продовження концесій, податкові знижки, грошове відшкодування тощо. Ці застереження мають на меті не заморожування законодавства, а підтримання економічної рівноваги інвестиційного проекту. Текстуально деякі застереження цього типу не встановлюють прямого обов'язку приймаючої держави здійснити компенсацію на користь інвестора, однак зобов'язують сторони добросовісно провести переговори з метою відновлення економічної рівноваги первісної угоди.

При формулюванні застережень про економічну рівновагу можуть бути використані юридико-технічні прийоми, спрямовані на обмеження сфери їх застосування з метою забезпечення справедливості у відносинах між сторонами, збереження цих відносин у довгостроковій перспективі, що є конче необхідним для здійснення масштабних інвестиційних проектів, наприклад:

застереження про економічну рівновагу застосовується на користь як інвестора, так і приймаючої держави. У разі змін у законодавстві, які спричиняють непередбачувані прибутки, зниження цін або збільшення доходності проекту, держава отримує частину вигод нарівні з інвестором;

встановлюється пороговий показник витрат, у разі недосягнення якого інвестор не набуває права вимагати компенсації або змін договору;

інвестор прямо зобов'язується вживати заходів щодо зменшення витрат, пов'язаних з прийняттям нового законодавства;

передбачається перевірка витрат, про які заявляє інвестор, незалежним експертом або регуляторним органом. У деяких випадках цей експерт або орган може навіть визначати розподіл витрат між сторонами [489, с.40];

3) *гібридні застереження* (що поєднують певні аспекти обох вищевказаних типів) зобов'язують державу відновити становище інвестора, яке існувало до змін законодавства, при цьому у договорі прямо зазначається, що незастосування нового законодавства є одним з способів зробити це.

Останніми роками використання застережень про економічну рівновагу зросло порівняно з іншими типами стабілізаційних застережень, як-от заморожувальні застереження, з огляду на більшу їхню гнучкість [358, с. 7]. Джерелом найкращої практики у цьому плані можуть слугувати інвестиційні договори, що укладаються країнами ОЕСР. Як правило, вони ґрунтуються на принципах розподілу ризику, які суттєво звужують сферу застосування стабілізаційних застережень. Передбачається, що інвестори дотримуватимуться усіх нових законів і самотужки нестимуть витрати підпорядкування усім законам загальної дії. Вони повинні вживати зусиль до мінімізації витрат, пов'язаних зі змінами у законодавстві. У свою чергу, держава зобов'язується компенсувати витрати, що випливають з дискримінаційних законів, а в певних випадках або несе частину ризику, пов'язаного з законами, адресованими конкретній галузі чи проекту, або перекладає витрати на споживачів відповідних послуг [489, с. xi]. Щодо заморожувальних застережень, то, попри їх відносний занепад, вони продовжують використовуватися здебільшого країнами з нижчим рівнем економічного розвитку, які мають слабші позиції у переговорах з іноземними капіталовласниками.

Слід звернути увагу, що зарубіжна практика використання стабілізаційних застережень стосується виключно договорів за участю держави в особі уповноваженого органу, на підставі яких недержавний інвестор отримує право здійснювати діяльність, що зазвичай є прерогативою держави (у сучасному законодавстві України, як і в законодавствах і практиці багатьох зарубіжних країн, такі відносини охоплюються концепцією державно-приватного партнерства). Закріплення стабілізаційного застереження у договорі є специфічним проявом реалізації публічної влади, свідомою поступкою держави на користь інвестора, яка виправдовується особливою значущістю здійснюваного інвестиційного проекту з точки зору публічних інтересів.

Якими є імплікації стабілізаційних застережень в площині державного регулювання? Передбачені ними зобов'язання можуть

ускладнювати прийняття приймаючими державами нового законодавства або ратифікацію міжнародних договорів, що передбачають підвищення соціальних та екологічних стандартів («регуляторний застій»). Альтернативою є прийняття нового законодавства, але непоширення регуляторних новел на триваючі інвестиційні проекти, покриті стабілізаційними застереженнями. Тут виникає питання узгодженості правового регулювання, оскільки подібні інвестиційні проекти регулюватимуться різними нормами («селективне регулювання»).

При цьому слід зважати на такі два чинники, що зазвичай мають місце: 1) велика масштабність інвестиційних проектів, яка, за умови використання широких за сферою охоплення стабілізаційних застережень, матиме наслідки як в економічному вимірі (особливо в бідних країнах, що розвиваються), так і у вимірі можливих соціальних та екологічних впливів; 2) тривалі строки реалізації інвестиційних проектів, які можуть вимірюватися кількома десятиліттями. У результаті дії цих чинників застосування нових соціальних та екологічних стандартів, у тому числі міжнародних, тільки до майбутніх інвестиційних проектів означатиме відстрочення застосування нового регулювання до значної частки економічної активності в межах держави на кілька десятиліть [358, с. 11].

Загроза виплат приймаючою державою компенсацій інвесторам у зв'язку з прийняттям нового законодавства, і, як наслідок, виникнення «регуляторного застою» споріднюють стабілізаційні застереження з іншою концепцією інвестиційного права – «регуляторних вилучень», яка розглядалася у попередньому підрозділі. Більше того, порівняно з регуляторними вилученнями стабілізаційні застереження суттєво понижують поріг, поза яким приймаючі держави зобов'язані платити компенсацію. Так, заморожувальні застереження вимагають виплати компенсації у разі будь-яких змін правового режиму інвестиційного проекту незалежно від їх впливу. Застереження про економічну рівновагу вимагають компенсації порушеного вигодовитратного балансу проекту. Регуляторні заходи, які впливають на зазначений баланс, зовсім необов'язково повинні дорівнювати за наслідками «вилученню» інвестицій, хоч і сума компенсації при цьому ймовірно буде меншою, ніж у разі регуляторних вилучень [358, с. 9].

Законність та обов'язкова сила стабілізаційних застережень була визнана у низці арбітражних рішень, зокрема, у справах *Kuwait*

v. *Aminoil* [422], *Revere Copper v. OPIC* [483], *Texaco v. Libya* [519]. Ця точка зору відображає домінуючу тенденцію у міжнародній арбітражній практиці. Крім того, юридична сила стабілізаційних застережень може підсилюватися так званими загальними застереженнями (*umbrella clauses*) у МІУ, згідно з якими держава зобов'язується дотримуватися договорів, укладених з суб'єктами, що належать до іншої сторони відповідної МІУ (див. підрозділ 2.4 цієї роботи).

Законність стабілізаційних застережень згідно з міжнародним правом не усуває питання щодо їх законності з точки зору внутрішнього законодавства приймаючої держави, включаючи конституційний принцип розподілу влад: чи компетентні представники виконавчої влади вступати у зобов'язання, які матимуть переважну силу над законодавством, яке приймається парламентом (заморожувальні та застереження про економічну рівновагу) [358, с. 11]. В контексті цього питання особливо яскраво проявляється специфіка українського підходу до стабілізаційних застережень – положення, які за змістом є стабілізаційними застереженнями, закріплені безпосередньо у законах України! Відтак інвесторам не доводиться турбуватися про включення таких положень до власних інвестиційних договорів та про їх законність.

Так, відповідно до абз. 2 ч. 1 ст. 18 Закону України «Про інвестиційну діяльність» умови договорів, укладених між суб'єктами інвестиційної діяльності, зберігають свою чинність на весь строк дії цих договорів і у випадках, коли після їх укладення законодавством, крім податкового, митного та валютного законодавства, а також законодавства з питань ліцензування певних видів господарської діяльності, встановлено умови, що погіршують становище суб'єктів або обмежують їх права, якщо вони не дійшли згоди про зміну умов договору.

Згідно з ч. 1 ст. 8 Закону України «Про режим іноземного інвестування» якщо в подальшому спеціальним законодавством України про іноземні інвестиції будуть змінюватися гарантії захисту іноземних інвестицій, зазначені в розділі II цього Закону, то протягом десяти років з дня набрання чинності таким законодавством на вимогу іноземного інвестора застосовуються державні гарантії захисту іноземних інвестицій, зазначені в цьому Законі. Хоч за текстом



цієї норми буквально йдеться лише про стабілізацію гарантій, вона тлумачилася як повне заморожувальне застереження, доки її сфера дії не була обмежена Законом України від 17 лютого 2000 р. «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження», ст. 3 якого встановила, що спеціальне законодавство України про іноземні інвестиції, а також державні гарантії захисту іноземних інвестицій, визначені законодавством України, не регулюють питання валютного, митного та податкового законодавства, чинного на території України, якщо інше не передбачено міжнародними договорами України.

Власну версію стабілізаційного застереження закріпив ГК України: у разі зміни законодавства про режим іноземного інвестування на вимогу іноземного інвестора у випадках і в порядку, визначених законом, застосовуються державні гарантії, які визначаються законодавством, що діяло на момент вкладення інвестицій (ч. 2 ст. 397).

Актуальність і складність проблем, пов'язаних зі стабілізаційними застереженнями в законах України, ілюструє справа, що розглядалася судами України на підставі Закону України від 13 березня 1992 р. «Про іноземні інвестиції» [215]. У 2004 р. Українсько-польське спільне підприємство ТОВ «Тайстра» та Беднаж Войцех-Януш (засновник УПСП ТОВ «Тайстра» – громадянин Польщі, інвестиція якого становила 400 дол. США) завернулися з позовом до Виконавчого комітету Автозаводської районної ради м. Кременчука, Автозаводської районної ради м. Кременчука про спонукання виконавчого комітету Автозаводської районної ради м. Кременчука застосувати до УПСП ТОВ «Тайстра» та створюваних ним дочірніх підприємств, протягом десяти років з дня вимоги інвестора, державні гарантії захисту іноземних інвестицій у разі зміни законодавства. Рішенням Автозаводського районного суду м. Кременчука Полтавської області від 19 січня 2004 р. позов було задоволено частково. Застосовано до УПСП ТОВ «Тайстра» та створюваних ним дочірніх підприємств, протягом десяти років з дня вимоги інвестора, державні гарантії захисту іноземних інвестицій у разі зміни законодавства, рішення звернено до негайного виконання.

2 червня 2010 р. УПСП ТОВ «Тайстра» спільно зі своїм дочірнім підприємством «Лівела» звернулися до суду з заявою про

роз'яснення судового рішення, в якій просили роз'яснити рішення Автозаводського районного суду м. Кременчука від 19 січня 2004 р. в частині, що пов'язана із здійсненням митними органами України, в тому числі Енергетичною регіональною митницею, митного оформлення нафти та нафтопродуктів, що переміщуються через митний кордон України на адресу УПСП ТОВ «Тайстра», створених та таких, що будуть створені ним дочірніх підприємств, у тому числі на адресу ДП «Лівела», трубопровідним та залізничним транспортом, без сплати податку на додану вартість, акцизного збору і ввізного мита.

Ухвалою Автозаводського районного суду м. Кременчука від 9 червня 2010 р. заява була задоволена, рішення Автозаводського районного суду м. Кременчука роз'яснене на користь заявників. На зазначену ухвалу Енергетична регіональна митниця, Кременчуцька об'єднана державна податкова інспекція у Полтавській області та Генеральна прокуратура України подали апеляційні скарги. Державна податкова інспекція у м. Полтаві приєдналася до апеляційної скарги Енергетичної регіональної митниці.

7 вересня 2010 р. УПСП ТОВ «Тайстра» та його дочірні підприємства – ДП «Лівела», ДП «Лінк», ТОВ «Тріумфвірат» знову звернулися до суду з заявою про роз'яснення судового рішення, якою просили роз'яснити рішення Автозаводського районного суду від 19 серпня 2004 р. в частині, що пов'язана із здійсненням митними органами України, в тому числі Енергетичною регіональною митницею, митного оформлення природного газу (природного газу, нафтового (попутного) газу, газу (метану) вугільних родовищ та газу сланцевих товщ), та зрідженого газу, що переміщуються через митний кордон України на адресу УПСП ТОВ «Тайстра», його дочірніх підприємств трубопровідним, залізничним та іншим транспортом, а також нафти та нафтопродуктів, що переміщуються через митний кордон України на адресу УПСП ТОВ «Тайстра», його дочірніх підприємств морським, річковим, поромним та будь-яким іншим транспортом, а також електроенергії, виробленої на теплових, гідравлічних і атомних електростанціях, геотермальними, геліотермальними та утилізаційними установками та іншими нетрадиційними джерелами, що переміщуються через митний кордон України на адресу УПСП ТОВ «Тайстра», його дочірніх підприємств без сплати

податку на додану вартість, акцизного збору і ввізного мита, а також інших податків та зборів, введених після 31 липня 1992 р.

Ухвалою Автозаводського районного суду м. Кременчука Полтавської області від 10 вересня 2010 р. заяву було задоволено: рішення Автозаводського районного суду м. Кременчука від 19 січня 2004 р. знову роз'яснено на користь заявників. На зазначену ухвалу суду Державною податковою інспекцією у м. Полтаві, Кременчуцькою об'єднаною державною податковою інспекцією у Полтавській області, Енергетичною регіональною митницею, Генеральною прокуратурою України подано апеляційні скарги з посиланням на порушення судом першої інстанції норм матеріального та процесуального права.

Ухвалою Харківського апеляційного адміністративного суду від 26 квітня 2011 р. апеляційні скарги було задоволено, ухвали Автозаводського районного суду м. Кременчука Полтавської області про роз'яснення судового рішення – скасовано. Не погоджуючись з постановленим по справі рішенням суду апеляційної інстанції, УПСП ТОВ «Тайстра» звернулось з касаційною скаргою до Вищого адміністративного суду України. Ухвалою Вищого адміністративного суду України від 24 листопада 2011 р. касаційну скаргу УПСП ТОВ «Тайстра» залишено без задоволення, а ухвалу Харківського апеляційного адміністративного суду від 26 квітня 2011 р. – без змін [298]. Втім, за даними Антимонопольного комітету України, збитки Державного бюджету України від ввезення в Україну одним з дочірніх підприємств ТОВ «Тайстра» – ДП «Лівела» нафтопродуктів без сплати податків за 2010 рік склали майже 3 млрд. грн. [172].

Звернемо увагу на деякі особливості застосування судами законодавства у наведеній справі. Закон України від 13 березня 1992 р. «Про іноземні інвестиції» втратив чинність згідно зі ст. 27 «Заключні положення» Закону від 19 березня 1996 р. «Про режим іноземного інвестування». У свою чергу, ст. 4 Закону від 17 лютого 2000 р. «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» встановила, що «скасовується дія Закону України «Про іноземні інвестиції». Попри дискусійність того, чи може бути скасована дія закону, який вже *втратив чинність*, намір законодавця видається цілком ясным – припинити надання пільг, які на той момент

продовжували надаватися на підставі Закону «Про іноземні інвестиції». Відтак питання, яким чином в принципі право на такі пільги могло бути двічі підтверджене судом у 2010 р., стає риторичним. У свою чергу, мотивувальна частина ухвали Вищого адміністративного суду України взагалі не згадує Закон України «Про іноземні інвестиції», не містить аналізу припустимості застосування його до спірних правовідносин.

До Верховної Ради України поданий проект закону України від 21 вересня 2011 р. № 9193 «Про внесення змін до ст. 397 Господарського кодексу України (щодо гарантій здійснення іноземних інвестицій)». У пояснювальній записці до законопроекту на обґрунтування його прийняття наводяться матеріали викладеної вище судової справи за участю УПСП ТОВ «Тайстра». З метою недопущення аналогічних ситуацій у майбутньому законопроектом пропонується внести зміну до ч. 2 ст. 397 ГК, визначивши, що у разі зміни законодавства про режим іноземного інвестування на вимогу іноземного інвестора у випадках і в порядку, визначених законом, застосовуються державні гарантії, передбачені діючим законодавством [172].

Пропонована редакція ч. 2 ст. 397 ГК України не є безспірною, оскільки з втратою цією нормою значення стабілізаційного застереження буде втрачений сенс її існування взагалі, адже можливість застосування «державних гарантій, передбачених діючим законодавством» може бути реалізована без спеціальних законодавчих вказівок на це. Крім того, навіть у випадку внесення змін до ГК України залишаться чинними доволі плутані норми законів «Про інвестиційну діяльність» та «Про режим іноземного інвестування», які являють собою обмежені заморожувальні застереження.

Можна виділити такі негативні риси стабілізаційних застережень, що містяться в законах України: 1) вони стосуються усіх без винятку інвестиційних проектів незалежно від їх суб'єктного складу, сфери здійснення та суспільної значущості; 2) за типом це – заморожувальні (хоч і обмеженого виду) застереження як негнучкий і загалом застарілий тип; 3) виключення зі сфери їх дії (зміни валютного, митного, податкового законодавства) спрямовані на задоволення фіскальних цілей, а не цілей сталого розвитку, оскільки

зміни трудового, природноресурсового, екологічного законодавства покриваються цими застереженнями.

Порівняння положень законодавства України та стабілізаційних застережень як засобу договірного регулювання дає підстави стверджувати, що останні, хоч так само викликають достатньо критики, загалом є менш обтяжливими з точки зору публічних інтересів за таких умов: 1) допустимість включення стабілізаційних застережень лише до певного кола договорів за участю держави в особі уповноваженого органу, на підставі яких недержавний інвестор отримує право здійснювати діяльність, що зазвичай є прерогативою держави; 2) надання переваги тим типам стабілізаційних застережень, які залишають можливість гнучкої адаптації договірного відношення до регуляторних змін (застереження про економічну рівновагу) та використання при їх формулюванні юридико-технічних прийомів, спрямованих на обмеження сфери дії цих застережень і забезпечення справедливості у їх застосуванні; 3) непоширення стабілізаційного застереження на певне коло необхідних змін законодавства, включаючи зміни у зв'язку з участю держави в міжнародних договорах. При цьому основна увага повинна приділятися не фінансовим питанням, а соціальним і екологічним стандартам, підвищення яких є вимогою сталого розвитку.

Загалом слід визнати, що використання стабілізаційних застережень як інструмента договірного регулювання не є бажаним, оскільки вони є відступом від «нормального стану речей», за якого прагнення інвесторів до незмінності правових умов здійснюваної інвестиційної діяльності є лише їх законним інтересом, не забезпеченими відповідними обов'язками держави. Вважаємо, що стабілізаційні застереження припустимо включати, як виняток, *лише до договорів на реалізацію національних проєктів*. Перевага такого підходу полягає у тому, що перелік національних проєктів чітко визначений у законодавстві України, що усуває небезпеку розповсюдження спірної практики на надто широке коло інвестиційних відносин.

Вважаємо, що захист законних інтересів інвесторів щодо стабільності правового режиму здійснення інвестиційної діяльності повинен відбуватися у більш широкому контексті *захисту легітимних очікувань*.

## Захист легітимних очікувань інвесторів

У практиці міжнародних інвестиційних арбітражів концепція легітимних очікувань набула особливої значущості в контексті *стандарту справедливого і рівного ставлення*<sup>51</sup> (хоч, як зазначалося у попередньому підрозділі, ця концепція відіграє свою роль і при вирішенні питань експропріації інвестицій – як на міжнародному, так і на національному рівні). У широкому розумінні принцип захисту легітимних очікувань дозволяє іноземному інвестору вимагати компенсації у ситуаціях, коли поведінка приймаючої держави породжує розумні очікування інвестора, згідно з якими він може покладатися на цю поведінку, а подальша неспроможність приймаючої держави задовольнити ці очікування призводить до виникнення збитків інвестора (справа *Thunderbird v. Mexico*, п. 147) [408].

Незважаючи на очевидний консенсус з приводу того, що положення МІУ про справедливе і рівне ставлення захищають легітимні очікування іноземних інвесторів, міжнародні інвестиційні арбітражі займають цілком різні позиції щодо спектру очікувань, які потенційно можуть визнаватися «легітимними». Аналіз практики вирішення міжнародних інвестиційних спорів дозволяє виділити чотири підходи до визначення обсягу концепції легітимних очікувань [341]:

1) очікування повинні ґрунтуватися на спеціальних правах, які надаються іноземному інвестору законодавством приймаючої країни. Наприклад, у справі *LG&E v Argentina* арбітраж МЦВІС встановив, що очікування повинно «існувати і бути примусово здійсненим згідно з законом» для того, щоб підлягати захисту (п. 130) [430]. Згідно з цією точкою зору, концепція легітимних очікувань являє

---

<sup>51</sup> Стандарт справедливого і рівного ставлення (fair and equitable treatment) як положення, що включається до більшості МІУ, є стандартом міжнародного звичаєвого права, а не продуктом внутрішнього права. Це абстрактний стандарт, що не має консолідованого або конвенційного сутнісного значення. Як вказує С. Шілл, «наразі усталеним є лише те, що справедливе і вільне ставлення є стандартом, незалежним від національного правопорядку, який охоплює не тільки обмеження недобросовісної поведінки приймаючих держав. Поза цією мінімалістичною концепцією, однак, його точний нормативний зміст є предметом спорів, навряд чи може бути стверджений практикою держав, і його неможливо звузати за допомогою традиційного інтерпретативного силлогізму [494, с. 263].

собою додатковий, міжнародно-правовий рівень захисту вже існуючих прав, а не джерело нових прав;

2) легітимне очікування не обов'язково повинно ґрунтуватися на наданих законом правах інвестора; достатньо, аби воно ґрунтувалося на конкретних, односторонніх запевненнях посадової особи державного органу (*Thunderbird v. Mexico* (п. 147, 196)). Крім того, очікування повинні бути розумними зважаючи на політичні та економічні обставини приймаючої держави (*Biwater Gauff v. Tanzania* (п. 601) [337]; *Saluka v. Czech Republic* (п.305) [492]).

Видається, що ця позиція є домінуючою і в юридичній літературі. Так, одним з найбільш авторитетних юридичних текстів з проблематики захисту легітимних очікувань вважається окрема думка проф. Томаса В. Вельде у справі *Thunderbird v. Mexico* [500]. Як вказує Т. Вельде, інвестор «повинен бути захищений від непередбачуваних та таких, що завдають шкоди змін політики, якщо інвестор здійснив суттєву інвестицію при розумному, ініційованому державним органом запевненні у стабільності такої політики» (п. 30). При цьому сумніви щодо існування легітимних очікувань повинні тлумачитися на користь інвестора (п. 47, 50);

3) інвестор може легітимно очікувати незмінності регуляторного режиму, який існував на момент здійснення інвестиції, навіть якщо держава не обіцяла такої незмінності, а інвестор не наділений спеціальними правами у цьому відношенні згідно з її законодавством (*CME v. Czech Republic* (п. 611) [348]; *Occidental v. Ecuador* (п. 184) [459]). У цих рішеннях наголошується, що захист очікувань інвестора є основою рішення про інвестування; набагато менше уваги приділяється тому, чи були очікування розумними за конкретних обставин справи.

Арбітраж МЦБІС у справі *Tecmed SA v. Mexico* вперше у практиці вирішення інвестиційних спорів вдався до прямого визначення обсягу легітимних очікувань інвестора згідно з міжнародним інвестиційним правом. Справа стосувалася заміни безстрокової ліцензії на експлуатацію полігону для захоронення небезпечних відходів ліцензією з обмеженим строком дії. Арбітраж встановив, що відповідне положення іспансько-мексиканської інвестиційної угоди «в світлі принципу добросовісності, встановленого міжнародним правом,

вимагає від Договірних сторін забезпечувати міжнародним інвестиціям режим, який не суперечить базовим очікуванням, що бралися до уваги іноземним інвестором при здійсненні інвестиції». Іноземний інвестор очікує, що приймаюча держава діятиме послідовно, не допускаючи невизначеності і цілком прозоро у відносинах з ним для того, щоб він міг заздалегідь знати будь-які і усі правила і норми, які регулюватимуть його інвестиції, а також цілі відповідної політики і адміністративну практику, аби бути в змозі планувати свою інвестицію та підпорядковуватися таким нормам (п. 158–160). Це рішення піддавалося значній критиці як таке, що описує «досконале публічного регулювання у досконалому світі, якого повинні прагнути усі держави, але дуже мало хто (якщо й взагалі хтось) досягне»; у справі *Saluka v. Czech Republic* арбітраж застеріг, що надто буквально сприйняття покладеної в його основу ідеї «нав'язуватиме приймаючим державам зобов'язання, які будуть невідповідними і нереалістичними (п. 304), що не завадило йому бути покладеним в основу значної частини арбітражної практики, що стосується захисту легітимних очікувань інвесторів [549, с. 27].

Згідно з цією позицією, дія концепції легітимних очікувань дещо подібна до дії стабілізаційних застережень, оскільки вона захищає іноземних інвесторів від змін правового режиму їхніх інвестицій. Відмінність полягає у тому, що порушення легітимних очікувань матиме місце у випадку змін лише у тих правилах і нормах, які були «базовими» для прийняття інвестиційного рішення;

4) для існування легітимних очікувань не обов'язкові ані спеціальні права, надані інвестору законом приймаючої держави, ані запевнення від її імені чи регуляторні домовленості на момент здійснення інвестиції. У справі *Bau v Thailand* [541] арбітраж визнав, що інвестор мав очікування щодо «розумної норми прибутку», причому це очікування ґрунтувалося виключно на бізнес-планах інвестора на момент здійснення інвестиції (п. 12.3).

Очевидно, що такий різнобій у розумінні обсягу легітимних очікувань, які підлягають захисту, призводить до непередбачуваності правового і бізнес-середовища, тимчасом як саме проти такої невизначеності і спрямована концепція легітимних очікувань. Зрозуміло також, що чим ширше тлумачиться обсяг цієї концепції, тим



більше шкоди публічним інтересам приймаючої держави вона здатна завдати. Як зазначив Т. Вельде в окремії думці у справі *Thunderbird v. Mexico*, «легітимні очікування» стали для арбітражів переважним шляхом надання захисту позивачам у випадках, коли встановлення факту «регуляторного вилучення» виявляється надто складним або залежним від суб'єктивного судження (п. 37).

Як і у випадку з регуляторними вилученнями, концепцію легітимних очікувань варто піддати перевірці на виправданість з точки зору економіки права. Поширення цієї концепції на базові очікування, що лежать в основі бізнес-плану інвестора, як це було зроблено у справі *Bau v Thailand* та подібних справах, створює значну ймовірність *морального ризику* як виду провалів ринку (див. підрозділ 2.1 цієї роботи). Таке тлумачення доктрини легітимних очікувань не передбачає з'ясування того, чи була поведінка держави спрямована на підвищення економічної ефективності. Швидше, воно забезпечує інвесторів страхуванням від дій держави, які зменшують прибутковість їхніх інвестицій, незалежно від того, чи є такі дії ефективними у масштабі країни, регіону тощо. У такий спосіб принцип захисту легітимних очікувань позбавляє інвесторів мотивів до інтерналізації інвесторами ризиків їхньої господарської діяльності, пов'язаних з майбутніми, спрямованими на підвищення ефективності діями держави.

Захист загальних очікувань регуляторної стабільності так само здатне породжувати серйозні проблеми морального ризику. Як вже зазначалося, згідно з цим підходом для захисту легітимних очікувань достатньо, щоб законодавство, яке зазнало змін, було «базовим» для інвестиційного рішення. Цей підхід нехтує макроекономічною оцінкою ефективності регуляторних змін на користь оцінки того, чи завдали ці зміни істотної шкоди інтересам інвестора. Тимчасом, інвестор повинен нести ризик ефективних регуляторних змін, оскільки цей ризик перешкоджає прийняттю інвесторами суспільно небажаних інвестиційних рішень. Це залишається справедливим навіть для випадків, коли регуляторна зміна є руйнівною для інвестиції [341].

Доктрина легітимних очікувань, проголошена домінуючим елементом міжнародно-правового стандарту справедливого і рівного ставлення, насправді запозичена з національних правопорядків, де вона стосується як іноземних, так і вітчизняних суб'єктів господарювання. Серед країн, які визнають цю доктрину, називають Німеччину,

Нідерланди, Бельгію, Данію, Грецію, Італію, Великобританію, Австралію, Нову Зеландію, а також Європейський Союз як наддержавне утворення [342]. Кожна національна юрисдикція характеризується власним баченням того, як і коли повинна застосовуватися ця доктрина, причому таке бачення може значно відрізнитися від того, що інвестиційні арбітражі застосовують як «загальний принцип права». Одна з головних розбіжностей між національними юрисдикціями стосується поширення доктрини легітимних очікувань лише на процедурні (*procedural*) права інвестора або також і на матеріальні (*substantial*) права та інтереси. Слід зробити термінологічне застереження: тут мається на увазі не розмежування галузей і норм права на матеріальні і процесуальні, притаманне, зокрема, українській правовій системі. Йдеться про те, що очікування стабільності й прозорості можуть розглядатися не як такі, що накладають власні матеріальні вимоги стосовно того, яким законодавство приймаючої країни повинно бути у певний момент часу, а швидше як процедурні очікування, які вимагають застосування існуючих актів законодавства у невибірковий та справедливий спосіб [548, с. 42].

**Великобританія** є яскравим прикладом країни, яка пов'язує легітимні очікування інвесторів з їх процедурними правами. Доктрина легітимних очікувань була запроваджена в англійське право лордом Деннінгом у справі *Schmidt v Secretary of State for Home Affairs* (1969 р.) і використовувалася для захисту «процедурних прав держателів різних форм «нової власності» – ліцензій, пільг та інших привілеїв». Тобто, легітимне очікування з самого початку було «процедурним легітимним очікуванням». Згодом позиція британської судової практики дещо змінилася, що особливо яскраво виявило себе у справі *R v. North and East Devon Health Authority, ex p. Coughlan* (2000 р.). У рішенні в справі *Coughlan* суд вказав: «Коли суд вважає, що правова обіцянка або практика викликала легітимне очікування вигоди, яке є матеріальним, а не просто процедурним, буде правильним, якщо він визначить, чи було порушення очікування настільки несправедливим, щоб обрання нового і відмінного курсу дорівнювало зловживанню владою. Тільки-но легітимність очікування буде встановлена, перед судом постає завдання зважування вимог справедливості проти будь-якого переважного інтересу, покладеного в основу зміни політики».

Рішення у справі *Coughlan* відкрило двері для розширеного бачення доктрини легітимних очікувань. Разом з тим, це рішення було піддане значній критиці як таке, що порушує фундаментальні питання ролі суду в застосуванні судового контролю [за діями інших державних органів]. Право у цій царині досі змінюється, і остаточний підхід ще підлягає визначенню судами [549, с. 13–16]

**Канада** як країна загального права поділяє «процедурне» розуміння доктрини легітимних очікувань, причому канадська судова практика практично одностайна у тому, що легітимні очікування породжують обов'язок процедурної справедливості/належного процесу, а не перегляду по суті. В знаковій справі *Canada Assistance Plan* (1991 р.) Верховний Суд Канади скасував рішення Апеляційного суду, у якому визнавалися матеріальні очікування, і зазначив: «Парламентське правління буде паралізоване, якщо доктрина легітимних очікувань застосовуватиметься для перешкодження прийняттю законів у Парламенті. Такі очікування можуть створюватися заявами під час виборчої кампанії. Діяльність уряду буде заблокована, доки застосування доктрини і її наслідки обговорюватимуться в судах. Більше того, фундаментальною для нашої системи правління є незв'язаність уряду діями його попередника. Доктрина легітимних очікувань накладе пута на цю необхідну рису демократії». Право **Австралії** так само є скептичним щодо визнання матеріальних очікувань [549, с. 16–18].

Право **Франції** прямо не визнає доктрину легітимних очікувань. Зазначають, що Франція виявилася менш сприйнятливою до неї з огляду на те, що французьке право і без того забезпечує захист очікувань, створених адміністративними рішеннями. Це досягається «шляхом застосування правил закону, або за допомогою інших принципів, як-от право бути почутим, захист прав, що склалися, а також прямим застосування принципу правової визначеності» [342]. Державна Рада Франції (*Conseil d'Etat*) визнає, що захист легітимних очікувань є важливим принципом права ЄС, однак застосовується тільки до тих внутрішніх правових питань Франції, які знаходяться у сфері дії права Співтовариства [549, с. 18–19].

Вважається, що концепція легітимних очікувань походить з права **Німеччини**, яке й досі містить найбільш ясне та широке її вираження. Німецьке право повністю визнає матеріальні легітимні

очікування. Захист легітимних очікувань (*Vertrauensschutz*) визнається основоположним принципом Конституції і не лише застосовується до рішень або заповнень посадових осіб державних органів, а й може бути використаний для скасування законодавчих заходів [342]. Німецькі суди зважують конкуруючі публічні інтереси та індивідуальні інтереси, щодо яких існують легітимні очікування. Внаслідок цього може бути прийняте рішення, зокрема, про «відміну незаконних адміністративних рішень та відкликання законних адміністративних рішень» [549, с. 19–20].

Особливої уваги заслуговує застосування доктрини легітимних очікувань у праві **Європейського Союзу**. Хоч ця доктрина і не згадується прямо у Договорі ЄС, вона регулярно застосовується як принцип, що має переважну силу, і використовується для перегляду актів держав-Членів. Поняття легітимних очікувань включає і матеріальні очікування, що є продовженням німецької традиції. Роль доктрини легітимних очікувань у праві ЄС визнається в багатьох джерелах, зокрема, в контексті інвестиційного права Т. Вельде відзначає наступне: «У своїй добре усталеній практиці Європейський Суд визнає «легітимні очікування» ключовим принципом відносин між державою та індивідами. Цей принцип вимагає від публічних органів (включаючи Європейську Комісію) поважати легітимні очікування, створені ними у індивідів, особливо якщо такі очікування слугували основою для здійснення інвестиції. Згідно з практикою Європейського Суду, публічний орган не може легко змінити курс, якщо він створив легітимні очікування, пов'язані з інвестицією, натомість повинен брати до уваги свою попередню поведінку, плануючи зміну курсу, що негативно позначиться на інвесторах. Цей принцип визнається також у практиці Європейського суду з прав людини [...]. Європейське право не перешкоджає публічному органу змінювати свій курс, однак вимагає балансуєчого процесу, коли сила індивідуального інтересу зважується проти потреби гнучкості у публічній політиці (п.27) [500].

Судова практика Європейського Суду виробила ряд правил застосування принципу захисту легітимних очікувань, а саме:

- право покладатися на принцип легітимних очікувань надається будь-якому суб'єкту господарювання, у якого орган влади

викликав обґрунтовані сподівання (*Sofimport SARL v. Commission* (п. 26)) [507];

- суб'єкт може покладатися на зазначений принцип, тільки якщо він отримував точні, безумовні та послідовні запевнення, що виходили з компетентних, надійних джерел (*Tokai Carbon Co. Ltd and Others v. Commission* (п. 152)) [529];

- суб'єкт позбавляється права покладатися на зазначений принцип у разі вчинення ним явного порушення чинного законодавства (*Sonasa v. Commission* (п. 33–34)) [508];

- зазначений принцип не може бути застосований, якщо передбачливий та розважливий суб'єкт міг передбачити вжиття регулятивних заходів, що можуть зачіпати його інтереси (*Van den Bergh en Jurgens and Van Dijk Food Products v. Commission* (п. 44)) [536];

- невиправданими є легітимні очікування щодо збереження ситуації, яка може змінюватися в силу здійснення дискреційних повноважень органами влади, надто коли така ситуація потребує постійного коригування задля відображення економічної кон'юнктури (*Atlanta v. European Community* (п. 52)) [327];

- зазначений принцип не застосовується, якщо наявний переважуючий публічний інтерес (*Alpharma Inc. v. Council of the European Union* (п. 370–383)) [323])<sup>52</sup>.

У вітчизняній юридичній літературі принцип захисту легітимних очікувань в контексті права ЄС досліджувався Д.Е. Федорчуком. На думку автора, є доцільним упровадження норми про захист легітимних очікувань в інвестиційне право України на рівні принципу здійснення інвестиційної діяльності. Крім того, доцільно ст. 6 («Загальні принципи господарювання») ГК України доповнити пунктом наступного змісту: «Захист легітимних очікувань суб'єктів господарської діяльності від непередбачуваних змін законодавства, яким встановлюється режим здійснення відповідної діяльності» [301, с. 177, 211]. З такою пропозицією можна погодитися, відзначивши разом з тим, що вона є лише вихідною ідеєю, яка потребує подальшої

---

<sup>52</sup> Детальніший перелік справ, що ілюструють зазначені правила, див: Поєдинок В.В. Гарантії стабільності режиму інвестиційної діяльності: теоретичний аспект / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2005. – № 4. – С. 145–151 [145].

детальної розробки. Пропозиція щодо «імпорту» практики ЄС не є безспірною, оскільки такого імпорту не відбулося навіть у країнах – членах ЄС<sup>53</sup>. Тим більше не можна говорити про запозичення підходу міжнародних інвестиційних арбітражів, оскільки єдиний, усталений такий підхід дотепер відсутній.

З попереднього викладу очевидно, що, окрім формального визнання принципу захисту легітимних очікувань, принципово важливим є зміст, який у нього вкладається, та правила його застосування. Наразі в Україні не сформована ані доктрина легітимних очікувань, ані практика її застосування. У зв'язку із скасуванням Законом України від 25 березня 2005 р. «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005 рік» та деяких інших законодавчих актів України» пільг для суб'єктів спеціальних (вільних) економічних зон та територій пріоритетного розвитку судами України була розглянута низка справ, де по суті йшлося про захист легітимних очікувань інвесторів, однак при цьому сама концепція легітимних очікувань не згадувалася, не робилися і спроби визначення її теоретичних засад.

Репрезентативною уявляється справа № 44/291пн за позовом Артемівської міської ради до Товариства з обмеженою відповідальністю «Кнауф Гіпс Донбас» про зміну умов Типового договору (контракту) [на реалізацію інвестиційного проекту]. Рішенням від 22 серпня 2007 р. Господарського суду Донецької області, яке залишено без змін постановою від 26 вересня 2007 р. Донецького апеляційного господарського суду, відмовлено в задоволенні позову Артемівської міської ради до ТОВ «Кнауф Гіпс Донбас» про зміну Типового договору (контракту) б/н на реалізацію інвестиційного проекту «Модернізація та створення нових виробництв на ЗАТ «Деконський гіпс» на території пріоритетного розвитку, в спеціальній (вільній) економічній зоні від 26 грудня 2003 р. шляхом викладення змісту пункту 2 у наступній редакції: «Під час реалізації Інвестиційного проекту Інвестор

---

<sup>53</sup> Неспівпадіння у розумінні доктрини легітимних очікувань державами-членами ЄС не слід недооцінювати, зважаючи на те, що «багато держав-членів не визнають принципу легітимних очікувань або визнають тільки до певної межі» і що цей принцип «не досяг однакового статусу в усіх державах-членах» [549, с. 20].

сплачує всі податки, мито, збори та обов'язкові платежі на загальних підставах (режимі) відповідно до діючого законодавства».

Судові рішення мотивовані тим, що Закон України «Про Державний бюджет України на 2005 рік» не припинив шляхом вилучення окремих статей із Закону України «Про спеціальні економічні зони та спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області» прав відповідача на користування інвестиційними пільгами. Факт прийняття цього закону не може бути кваліфікований як істотна зміна обставин у розумінні ст. 652 ЦК України у правовідносинах позивача та відповідача за Контрактом, оскільки взагалі не є зміною обставин для його сторін. А ст. 58 Конституції України не передбачає зворотної дії закону в часі, крім випадків скасування або пом'якшення відповідальності.

Ухвалою від 25 жовтня 2007 р. Вищий господарський суд України порушив касаційне провадження за касаційною скаргою позивача, в якій заявлено вимоги про скасування рішення і постанови у справі та задоволення позову новим рішенням. Судова колегія, погоджуючись з висновками суду першої та апеляційної інстанцій, зважила на позицію Конституційного Суду України, викладену в рішенні від 9 липня 2007 р. № 6-рп/2007 (справа про соціальні гарантії громадян). У цій справі Конституційний Суд України дійшов висновку, що зупинення законом про Державний бюджет України дії інших законів України щодо надання пільг, компенсацій і гарантій, внесення змін до інших законів України, встановлення іншого (додааткового) правового регулювання відносин, ніж передбачено законами України, не відповідає ст.ст. 1, 3, ч. 2 ст. 6, ч. 2 ст. 8, ч. 2 ст. 19, ст.ст. 21, 22, п. 1 ч. 2 ст. 92, ч.ч. 1–3 ст. 95 Конституції України. Таким чином, Верховна Рада України не повноважна при прийнятті закону про Державний бюджет України включати до нього положення про внесення змін до чинних законів України, зупиняти дію окремих законів України та/або будь-яким чином змінювати визначене іншими законами України правове регулювання суспільних відносин.

Як визначено ст. 1 Закону України «Про спеціальні економічні зони та спеціальний режим інвестиційної діяльності в Донецькій області», спеціальний режим інвестиційної діяльності – це режим, який передбачає введення податкових, митних та інших

пільг, передбачених цим Законом, для суб'єктів підприємницької діяльності, що реалізують інвестиційні проекти, схвалені Радою з питань спеціальних економічних зон та спеціального режиму інвестиційної діяльності в Донецькій області. Виходячи з аналізу норм, які регулюють спірні правовідносини, позиції Конституційного Суду України щодо повноважень Верховної Ради України вносити зміни до інших законів Законом «Про Державний бюджет України», вимоги позову про внесення визначених у позові змін до спірного Контракту не підлягають задоволенню, оскільки такі вимоги виключають саме поняття спеціального режиму інвестиційної діяльності, визначеного законом, і відповідні правові наслідки щодо дії цього Контракту надалі.

Доводи касатора щодо відповідності вимог про внесення вказаних змін до Контракту вимогам Закону України «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005р.» та деяких інших законодавчих актів України» та ст.ст. 651–654 ЦК України не можна визнати обґрунтованими з огляду на положення п. 2 ст. 1, ст.ст. 4, 6 ЦК України, оскільки запропонована позивачем зміна умов угоди, укладеної згідно з вимогами цивільного законодавства, заснована на бюджетних і адміністративних правовідносинах, до яких цивільне законодавство не застосовується, а спірна умова Контракту, яка стосується бюджетних і адміністративних відносин, не має правових наслідків у цивільно-правових відносинах.

Оскільки позивач вимагає лише зміни в частині оподаткування діяльності за спірним у справі Контрактом, а в цілому підтримує надалі його дію, судова колегія не вбачає підстав для скасування постанови суду апеляційної інстанції та задоволення касаційної скарги [170].

Бачимо, що у цій справі суди України формально підійшли до питання підтвердження пільг інвестора, пославшись на те, що згідно з позицією Конституційного суду України податкові пільги не можуть скасовуватися Законом «Про Державний бюджет України» (дарма, що відповідні положення Закону України від 25 березня 2005 р. «Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005 рік» та деяких інших законодавчих актів України» ніколи не визнавалися неконституційними). Питання порушення легітимних очікувань інвестора як таке взагалі не розглядалося судами.



Висловлюючи власну точку зору з приводу скасування пільг, що надавалися в рамках СЕЗ та ТПР, відзначимо наступне. До відповідного законодавчого рішення спонукав очевидний публічний інтерес, який визначався:

1) макроекономічною неефективністю надаваних пільг;

2) невідповідністю засад надання пільг міжнародним зобов'язанням України, узятим з рамках інтеграції до СОТ та ЄС, зокрема:

а) Угоді СКЗ (на момент скасування пільг Україна перебувала в активній фазі переговорів щодо вступу до СОТ, що передбачало вжиття нею зусиль щодо приведення внутрішнього законодавства у відповідність до норм та вимог СОТ; детальніше про вимоги Угоди СКЗ див. підрозділ 3.2 цієї роботи);

б) Угоді про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими співтовариствами та їх державами-членами [295], п. 2.2. ст. 49 якої приписує Сторонам утримуватися від надання будь-якої державної допомоги окремим підприємствам чи виробництву товарів, крім первинних товарів, що визначені ГАТТ, або від надання послуг, які спотворюють або загрожують спотворити конкуренцію і які таким чином впливають на торгівлю між Співтовариством і Україною.

Названі чинники мали об'єктивний характер, були відомі широкій громадськості, а відтак перешкождали збереженню легітимних очікувань щодо незмінності спеціальних режимів інвестиційної діяльності. Крім того, «деякі екстраординарні привілеї надавалися [законодавством про СЕЗ та ТПР] строком до 60 років; вони не були реалістичними навіть на час підписання відповідних договорів [363, с. 5].

Загалом вважаємо, що необхідно вести мову про запозичення українською практикою конкретних рис доктрини легітимних очікувань (вироблених практикою як Європейського Суду, так і інвестиційних арбітражів), які відповідають вітчизняній правовій традиції і залишають достатньо простору для регуляторної свободи держави:

• поняття легітимних очікувань повинно охоплювати не лише процедурні, але й матеріальні очікування, однак ці очікування не є однопорядковими. В межах процедурної функції таких очікувань

держава зберігає свободу визначати матеріальний зміст свого регуляторного режиму. Задоволення державою очікувань правової стабільності і послідовності не є питанням регуляторної негнучкості; швидше, це питання того, чи не було нормальне функціонування регуляторного механізму порушене непослідовною або вибірковою практикою. Захист матеріальних очікувань несе значно більшу потенційну загрозу регуляторній свободі держави, що виправдовує висунення жорсткіших вимог до таких очікувань;

- легітимними слід вважати лише *розумні (reasonable)* очікування інвестора. У практиці Європейського Суду «розумність» очікувань включає як об'єктивну, так і суб'єктивну вимоги. Об'єктивна розумність очікувань інвестора оцінюється у світлі обставин, які *повинні були* бути відомі йому на момент інвестування, і зважається проти легітимного права приймаючої держави на регулювання. На суб'єктивному рівні, у випадках, коли інвестор здійснював інвестицію, будучи дійсно обізнаним про існування високого ризику, або діяв недобросовісно, очікування не є розумним, а відтак і не є «легітимним» [548, с. 39];

- об'єктивна розумність очікувань повинна визначатися на основі *аналізу пропорційності* «як методу правового тлумачення і прийняття рішень у ситуаціях зіткнення або конфлікту різних принципів і легітимних публічних цілей». Він використовується у різноманітних внутрішньо- та міжнародно-правових контекстах, включаючи практику Європейського суду, Міжнародного суду, СОТ та Європейського суду з прав людини [549, с. 43–44];

- аналіз пропорційності поступово впроваджується і у практику інвестиційних арбітражів. Знаковою у цьому плані є справа *Saluka v. Czech Republic*, де арбітраж вказав: «Жоден інвестор не може розумно сподіватися на те, що обставини, які превалювали на момент здійснення інвестиції, залишатимуться повністю незмінними. Для того, щоб визначити, чи було порушення очікувань інвестора виправданим і розумним, слід брати до уваги легітимне право приймаючої держави регулювати внутрішні справи у публічному інтересі» (п. 305). Такий підхід визнає необхідність регуляторної гнучкості з боку приймаючих держав, а також вказує та не, що очікування інвестора не повинні прирівнюватися до його прав щодо інвестиції;

- при здійсненні аналізу пропорційності до уваги повинна братися економічна ефективність державного регулювання. Інвесторам не повинен надаватися правовий захист від регуляторних змін, спрямованих на підвищення ефективності, навіть якщо такі зміни спричиняють нежиттєздатність інвестиції. Такий правовий захист являтиме собою страхування інвесторів від ефективних змін в державній політиці і призводитиме до неефективних інвестиційних рішень (проблема морального ризику);

- суб'єктивна розумність очікувань вимагає виявлення інвесторами *належної дбайливості* в оцінці конкретних ризиків, пов'язаних з їхніми інвестиціями. Ця позиція, практично безспірна у практиці Європейського суду, все ширше визнається і міжнародними інвестиційними арбітражами. Так, у справі *Parkerings v Lithuania* [467] арбітраж МЦВІС вказав: «В принципі, інвестор має право на певну стабільність і передбачуваність правового середовища інвестиції. Інвестор матиме право на захист своїх легітимних очікувань за умови, що він виявив належну дбайливість і його легітимні очікування є розумними у світлі даних обставин. Відповідно, інвестор повинен усвідомлювати, що обставини можуть змінитися, і структурувати свою інвестицію так, щоб адаптувати її до потенційних змін правового середовища (п. 333). У справі *MTD Equity v. Chile* [448] арбітраж вказав, що «двосторонні інвестиційні угоди не є страхуванням від господарського ризику, а [інвестори] повинні нести наслідки своїх власних дій як досвідчені підприємці» (п. 178). Попри те, що в кінцевому підсумку справа була вирішена на користь позивача, невиявлення ним належної дбайливості спричинило зменшення суми компенсації на 50 відсотків (п. 245).

### **3.5. Правові механізми вирішення інвестиційних спорів між іноземними інвесторами та державою**

Невід'ємною частиною системи гарантій захисту інвестицій є процесуальні гарантії справедливого та неупередженого вирішення спорів, пов'язаних зі здійсненням інвестиційної діяльності, або *інвестиційних спорів*.

Проблематика інвестиційних спорів розглядається передусім в літературі з міжнародного права, де склалося специфічне, «вузьке» розуміння інвестиційного спору як правового спору між іноземним інвестором та державою, у якій здійснені інвестиції. Так, М.М. Богуславський зазначає, що до цієї категорії входять спори, які стосуються розміру та порядку компенсації як відшкодування шкоди, спричиненої інвестиціям в результаті будь-якого збройного конфлікту, запровадження надзвичайного стану або громадських заворушень. Це спори, які стосуються розміру і порядку виплати компенсації у випадку націоналізації, експропріації або заходів, подібних за наслідками, а також ті, що стосуються наслідків невиконання або неналежного виконання зобов'язань щодо переказу капіталовкладень і доходів від них у країну інвестора, інші спори. Автор вказує також, що поняття інвестиційного спору застосовується і в широкому розумінні, охоплюючи не лише спори з державою, що приймає приватні інвестиції, а й спори між учасниками підприємства з іноземними інвестиціями або ж такого підприємства з одним з учасників<sup>54</sup> [14, с. 491].

Якщо обмежуватися розумінням інвестиційних спорів у вузькому значенні, то вичерпною і репрезентативною уявляється їх класифікація, запропонована С.І. Крупком. За *характером вимоги* автор поділяє інвестиційні спори на: *приватноправові* (спори про відшкодування збитків, стягнення неустойки, про внесення змін до інвестиційного договору), *публічно-правові* (про дотримання принципів експропріації, про дотримання принципів компенсації, встановлених у міжнародних угодах про взаємне сприяння та захист інвестицій, про надання режиму найбільшого сприяння) та *змішані*. Зазвичай інвестиційні спори мають змішаний характер, коли інвестор одночасно висуває вимоги публічно-правового і приватноправового характеру. За *підставами виникнення* інвестиційні спори

---

<sup>54</sup> Про такі спори йдеться в ч. 2 ст. 1 Закону України від 24 лютого 1994 р. «Про міжнародний комерційний арбітраж» [195], яка встановлює, що до міжнародного комерційного арбітражу можуть за угодою сторін передаватися спори підприємств з іноземними інвестиціями і міжнародних об'єднань та організацій, створених на території України, між собою, спори між їх учасниками, а так само їх спори з іншими суб'єктами права України.

можна поділити на дві групи: до першої належать спори, пов'язані з односторонніми суверенними діями держави щодо втручання в інвестиційну діяльність; до другої – пов'язані з інвестиційним договором. За *предметом спору* інвестиційні спори можна поділити на три категорії: спори, пов'язані з допуском інвестора до здійснення інвестиційної діяльності; спори, пов'язані з реалізацією інвестиційного проекту, тобто ті, що виникають безпосередньо при здійсненні інвестиційної діяльності; спори, пов'язані з припиненням інвестиційної діяльності [88, с. 19–20].

Представник господарсько-правової науки І.М. Злакоман не погоджується з «традиційним» підходом до розуміння інвестиційного спору лише з погляду суб'єктивного складу його учасників, якими є держава та іноземний інвестор, і визначає інвестиційний спір як конфлікт двох або більше осіб стосовно їх прав та обов'язків у процесі інвестиційної діяльності, який можливо врегулювати примирним шляхом, а у випадку його незастосування або безрезультатності його використання – у судовому або арбітражному порядку [58, с. 5]. Автор визнає складність однозначного трактування категорії «інвестиційний спір» за змістом та складом учасників, коли інвестиційний спір може бути помилково ототожнений із будь-яким захистом права власності. У зв'язку з цим він пропонує законодавчо закріпити поняття «інвестиційна вимога», яку слід розуміти як обмежену законодавчим переліком вимогу суб'єкта інвестиційної діяльності щодо захисту прав та інтересів, що виникає з права власності на об'єкти інвестиційної діяльності, їх використання, здійснення управління інвестиційною діяльністю, реалізації інвестиційних проектів, а також з інших підстав, визначених законом чи договором і має на меті усунення колізій у віднесенні інвестиційних спорів до підвідомчості господарських судів України [58, с. 11–12]. Втім, конкретний перелік інвестиційних вимог, запропонований автором [58, с. 12], є наскільки широким, що ідея його вичерпного характеру повністю нівелюється.

На нашу думку, дискусія навколо поняття «інвестиційний спір» матиме конструктивний характер, якщо виходитиме з наукових і практичних наслідків наділення цього поняття тим чи іншим змістом. Немає жодних перешкод для використання поняття «інвестиційний

спір» у найширшому розумінні для позначення будь-яких спорів, пов'язаних з інвестиційною діяльністю як іноземних, так і національних інвесторів. Обмежувачами обсягу цього поняття виступатимуть лише: а) правовий характер спору; б) сторона спору – інвестор або реципієнт інвестицій; в) предмет спору – вимога про захист права або законного інтересу, що прямо стосується конкретної інвестиції. У цьому разі зміст поняття «інвестиційний спір» цілком відповідатиме його імені.

Разом з тим, слід визнати, що «інвестиційні спори» у так званому вузькому розумінні, тобто, спори між іноземними інвесторами та приймаючими державами, потребують окремого дослідження з огляду на те, що процедура (так званий *інвестиційний арбітраж*) і результати їх вирішення справляють специфічний вплив на національний правопорядок приймаючої країни. Інтенсивність такого впливу посилюється у зв'язку зі зростанням кількості відповідних спорів. За даними ЮНКДАД, на кінець 2010 р. загальна кількість відомих спорів, що виникли з міжнародних інвестиційних угод, досягла 390, з них більше половини були ініційовані починаючи з 2005 р. Оскільки Міжнародний центр по врегулюванню інвестиційних спорів (МЦВІС) є єдиним арбітражним форумом, який веде публічний реєстр позовів, загальна кількість відповідних спорів насправді може бути більшою. Крім того, зазначена кількість не включає спори, що виникли виключно з інвестиційних договорів між іноземними особами та державами та спори, у яких сторона лише заявила про свій намір подати позов, але ще не зробила цього [424, с. 1–2].

Попри величезну академічну і емпіричну базу, проблематика вирішення спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами залишається однією з найбільш контроверсійних у міжнародному інвестиційному праві. Тимчасом у вітчизняній господарсько-правовій науці ця проблематика загалом є малодослідженою. У зв'язку з цим вважаємо за необхідне зосередитися у цій роботі на інвестиційних спорах саме у вузькому розумінні, акцентуючи увагу на імплікаціях вирішення цих спорів для правового господарського порядку в Україні, а також на господарсько-правових засобах, які можуть бути використані для мінімізації пов'язаного з цими справами негативного впливу.

Спори між іноземними інвесторами та приймаючими державами характеризуються рядом специфічних *особливостей*, які в сукупності відрізняють їх від: а) від спорів, що розглядаються національними судами; б) спорів, що розглядаються міжнародним комерційним арбітражем; в) міжнародно-правових спорів між суверенними державами, зокрема, торговельних спорів під егідою СОТ:

відповідачем у спорі завжди є суверенна держава, однак держава ніколи не є позивачем;

іноземний інвестор оспорує акти законодавства і регуляторні заходи, що приймаються/вживаються легітимною владою держави;

спір регулюється міжнародним правом, а не будь-яким національним правом і ґрунтується на порушенні міжнародного договору (міжнародної інвестиційної угоди);

головним способом вирішення спору є міжнародний арбітраж, який, однак, має суттєву специфіку порівняно з класичним комерційним арбітражем;

відношення між сторонами спору носить довгостроковий характер, часто характеризується складною взаємодією між ними та взаємною залежністю;

позовні вимоги полягають виключно у виплаті грошової компенсації приймаючою державою на користь іноземного інвестора;

грошові суми, що є предметом спору, зазвичай дуже значні, у середньому в багато разів перевищують суми у спорах, що розглядаються комерційним арбітражем.

Наявність спеціального механізму вирішення спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами є ключовою особливістю міжнародно-правового режиму іноземних інвестицій. Міжнародний інвестиційний режим сфокусований на мікроекономічній арені приватних інвесторів, що прагнуть зменшити ризик інвестицій за кордон через їх захист – що, у свою чергу, знижує вартість капіталу для країн, що його імпортують, та пришвидшує їхній економічний розвиток завдяки сприянню інвестиціям. «Найбільш ефективним механізмом досягнення такого зменшення ризику є право приватного позову про виплату компенсації у разі, якщо держава-імпортер припуститься забороненої поведінки» [517, с. 632].

Відповідно до ч. 3 ст. 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» спори, що виникають в результаті здійснення інвестиційної

діяльності, розглядаються відповідно судом або третейським судом. Згідно зі ст. 26 Закону України «Про режим іноземного інвестування» спори між іноземними інвесторами і державою з питань державного регулювання іноземних інвестицій та діяльності підприємств з іноземними інвестиціями підлягають розгляду в судах України, якщо інше не визначено міжнародними договорами України. Усі інші спори підлягають розгляду в судах України або за домовленістю сторін – у третейських судах, у тому числі за кордоном. Зважаючи значну кількість укладених Україною МІУ, у більшості випадків саме вони виступають кінцевим джерелом інформації щодо порядку вирішення інвестиційних спорів за її (України) участю.

МІУ зазвичай встановлюють можливість розгляду інвестиційних спорів в одному або кількох, на вибір позивача, наступних порядках:

розгляд спорів в національних судах приймаючої країни;

арбітраж відповідно до Арбітражних правил МЦВІС та Правил про додаткові засоби МЦВІС;

арбітраж *ad hoc* відповідно до Арбітражних правил ЮНСІТРАЛ;

арбітраж відповідно до Арбітражних правил Міжнародної торгової палати;

арбітраж відповідно до Арбітражних правил Стокгольмської торгової палати;

процедура врегулювання спору, попередньо узгоджена між інвестором і приймаючою державою [372, с. 4–5].

З 390 справ в інвестиційних спорах, відомих на кінець 2010 р., 245 були порушені відповідно до правил МЦВІС, 109 – ЮНСІТРАЛ. Інші опції використовуються лише епізодично [424, с. 2]. Хоч можливість вирішення спору національним судом приймаючої країни зазвичай формально присутня, вона не користується «попитом» у іноземних інвесторів.

Обсяг юрисдикційних повноважень інвестиційного арбітражу визначається тими самими актами, які підтверджують існування цих повноважень. Цими актами є: закріплена в МІУ згода приймаючої держави на арбітражне вирішення спору та здійснення іноземним інвестором інвестиції на території приймаючої держави (див. таблицю) [372, с. 144].



<i>Аспект обсягу юрисдикційних повноважень</i>	<i>Згода приймаючої країни</i>	<i>Інвестиція</i>
Предметний ( <i>ratione materiae</i> )	Які види позовів можуть розглядатися арбітражем	Які пропріетарні інтереси можуть бути предметом позову?
Суб'єктний ( <i>ratione personae</i> )	Хто може подавати позови до арбітражу?	Хто здійснив інвестицію?
Темпоральний ( <i>ratione temporis</i> )	Коли вступили в силу зобов'язання?	Коли була здійснена інвестиція?

Як слушно вказує С.І. Крупко, інвестиційні спори можна назвати спорами про дефініції, оскільки основні труднощі щодо їх урегулювання пов'язані саме з різним тлумаченням термінів, причому не лише в різних правопорядках, а й у рамках одного правопорядку [87, с. 18]. Ключове значення при вирішенні інвестиційних спорів має зміст вихідного поняття «інвестиція». Джерелом потенційних проблем є та обставина, що міжнародні інвестиційні угоди зазвичай встановлюють дуже широкі переліки активів, капіталовкладення у які визнаються інвестиціями. Щодо дефініції «інвестицій» для цілей встановлення сфери застосування інвестиційної угоди (так само, як і юрисдикції на її підставі) заслуговує на увагу рішення арбітражу ЮНСІТРАЛ у справі *Romak S.A. v. Uzbekistan* [486]. Арбітраж встановив, що «термін «інвестиції», який міститься у двосторонній інвестиційній угоді, має невід'ємне значення (незалежне від того, яке провадження використовує інвестор – МЦВІС чи ЮНСІТРАЛ), що передбачає здійснення *внеску*, який триває протягом *певного періоду часу* і пов'язаний з певним *ризиком*. ...За своєю природою, види активів, перераховані у невичерпному переліку двосторонньої інвестиційної угоди, можуть вказувати ці ознаки. Однак якщо актив не відповідає невід'ємному значенню «інвестицій», той факт, що він підпадає під одну з категорій, перерахованих у статті 1 [угоди], не перетворює його на «інвестицію» (п. 207)».

Окремої уваги заслуговує визначення інвестицій в контексті встановлення компетенції МЦВІС з огляду на те, що останній є найбільш витребуваним форумом для вирішення інвестиційних спорів, а провадження в його рамках характеризується значними особливостями. На відміну від інших арбітражних режимів, двосторонні та

багатосторонні угоди, що містять положення про вирішення спорів під егідою МЦВІС, передбачають підпорядкування інвестиційних спорів іншому багатосторонньому договору, а саме: Конвенції про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами 1965 р. (Вашингтонської конвенції). У цих випадках спір повинен відповідати кваліфікаційним ознакам не тільки відповідної двосторонньої або багатосторонньої угоди, а й самої Вашингтонської конвенції.

Зовнішні межі предметної (*ratione materiae*) компетенції МЦВІС визначені в ст. 25 (1) Вашингтонської конвенції, яка встановлює: «До компетенції Центру належить вирішення правових спорів, що виникають безпосередньо з відносин, пов'язаних з інвестиціями, між Договірною державою (або будь-яким уповноваженим органом Договірної держави, про який повідомлено Договірною державою Центру) та особою іншої Договірної держави, при умові наявності письмової згоди учасників спору про передачу такого спору для вирішення Центру. Сторони, що досягли такої згоди, не вправі відмовитися від неї в односторонньому порядку».

На думку К. Шройера, автора провідного коментаря до Вашингтонської конвенції, можливо виділити наступні риси інвестиції згідно з цією Конвенцією на основі практики вирішення спорів МЦВІС:

- проект повинен мати певну тривалість;
- повинна мати місце певна регулярність прибутку (доходу);
- завзвичай наявний елемент ризику для обох сторін;
- внесок, про який йдеться, повинен бути суттєвим;
- діяльність повинна мати суттєве значення для розвитку приймаючої країни [495, с. 139–141]. Автор роз'яснює, що ці риси не обов'язково слід розуміти як юрисдикційні вимоги, а як типові характеристики інвестиції.

У практиці МЦВІС сукупність зазначених критеріїв отримала назву «тесту Саліні» у зв'язку зі знаковою справою *Salini v. Morocco* [491]. Проте одноманітність цієї практики у питанні визначення інвестиції для цілей встановлення юрисдикції згідно зі ст. 25 Вашингтонської конвенції, у тому числі щодо застосування «тесту Саліні», дотепер не досягнута, що ілюструють, зокрема, наступні справи.

Ad hoc комітет у справі *Malaysian Historical Salvors (MHS) v. Malaysia* [436] анулював рішення одноосібного арбітра (який відхилив позов інвестора через відсутність юрисдикції), зокрема, з огляду на те, що одноосібний арбітр «надав [так звані критеріями Саліні] значення юрисдикційних умов і звужено витлумачив гадану умову внеску в економічний розвиток як таку, що виключає невеликі внески та внески культурного та історичного характеру». Аналогічно, арбітраж у справі *Biwater Gauff Ltd v. Tanzania* [337] вказав на необхідність «більш гнучкого та прагматичного підходу до значення «інвестицій», яке враховує риси, визначені у справі *Salini*, але у сукупності з усіма обставинами справи, включаючи природу інструмента, у якому міститься згода на розгляд спору МЦВІС» (п. 314).

У справі *Pantechniki v. Albania* [466] одноосібний арбітр ще більш скептично поставився до критеріїв Саліні, наголосивши натомість на важливості дефініції інвестицій в інвестиційній угоді між сторонами. «У справі *Salini* здійснена спроба визначити характеристики інвестицій, яка заслуговує поваги. Однак широко визнані визначення не можуть бути підвищені до юрисдикційних вимог, якщо це не є їхньою явною функцією. Вони впроваджують елементи суб'єктивного розсуду з боку арбітражів (наприклад, що таке «достатні» тривалість, або значущість, або внесок в економічний розвиток), що а) перетворює арбітрів на розробників політики, і, понад усе, б) збільшує непередбачуваність вирішення спорів МЦВІС (п. 43). Крім того, арбітр послався на «невід'ємне загальне значення» терміну «інвестиція» (п. 46). У юридичній літературі також висловлюється точка зору, згідно з якою характеристиками інвестицій є виключно: 1) вкладення ресурсів в економіку приймаючої країни, 2) прийняття ризику та 3) очікування комерційної віддачі [372, с. 190–191].

З іншого боку, арбітраж у справі *Phoenix v. Czech Republic* [471] виказав прихильність до переліку чітких вимог, які повинні бути задоволені для того, щоб арбітраж МЦВІС мав компетенцію *ratione materiae*. «Немає нічого подібного до повної дискреції, навіть якщо визначення, вироблене практикою МЦВІС, є достатньо широким. Справді, наявні деякі базові критерії, і сторони не вільні встановити у двосторонній інвестиційній угоді, що будь-що – на зразок продажу товарів або приданого – є інвестицією (п. 82)».

Разом з тим, арбітраж у справі *Phoenix* модифікував перелік юрисдикційних вимог порівняно з «тестом Саліні». Він виключив спірний критерій «внеску у економічний розвиток приймаючої держави» як такий, що неможливо встановити – тим більше, що погляди на те, що становить «розвиток» значною мірою розходяться. Відтак має бути прийнятий менш амбіційний підхід, в основі якого перебуватиме внесок міжнародної інвестиції в економіку приймаючої країни, що, по суті, вже закладено в самій концепції інвестицій, окресленій елементами внеску/тривалості/ризик, а відтак повинно, в принципі, презюмуватися (п. 85). Натомість арбітраж додав вимоги здійснення інвестицій 1) добросовісно (п. 106) та 2) у відповідності з законами приймаючої країни (п. 101). Як підсумок, арбітраж визначив шість елементів, які повинні братися до уваги при кваліфікації інвестиції: 1) внесок грошима або іншими активами; 2) певна тривалість; 3) елемент ризику; 4) здійснення операції з метою провадження економічної діяльності в приймаючій країні; 5) вкладення активів у відповідності з законами приймаючої країни; 6) вкладення активів добросовісно (п. 114). Арбітраж наголосив також, що «ретельне дослідження усіх цих ознак не завжди необхідне, оскільки вони найчастіше виявляються зовні, перетинаються або приховані в інших ознаках, і аналізувати їх потрібно разом з належним урахуванням усіх обставин» (п. 115).

Позиція, висловлена у справі *Phoenix*, уявляється найбільш виваженою і такою, що об'єктивно описує інвестиції як економіко-правове явище. Втім, заради точності аналізу слід підкреслити, що перераховані ознаки не є ознаками інвестицій як активів. Це ознаки інвестиції як дій інвестора, причому у багатьох випадках їх виявлення потребує дослідження не лише власне інвестиції як операції з вкладення капіталу, а усієї діяльності інвестора в рамках даного інвестиційного проекту.

Неоднозначність розуміння міжнародними інвестиційними арбітражами поняття інвестицій може бути віднесена на рахунок об'єктивної складності і багатоманітності відносин, про які йдеться. Разом з тим, не можна не визнати, що відсутність одноманітної практики (навіть в рамках окремо взятого МЦВІС) робить результати розгляду інвестиційних спорів непередбачуваними і несе загрози

публічним інтересам приймаючих країн. Це є одним з чинників, який спонукає до критичного ставлення до системи інвестиційного арбітражу.

Адекватне розуміння переваг і недоліків міжнародного інвестиційного арбітражу вітчизняною юридичною спільнотою є необхідним з огляду на те, що Україна належить до країн-лідерів за кількістю поданих до неї позовів іноземних інвесторів на підставі МІУ (див. таблицю) [424, с. 13]:

<b>Країна-відповідач</b>	<b>Кількість справ</b>
Аргентина	51
Мексика	19
Чеська Республіка	16
Еквадор	15
Канада	14
<b>Україна</b>	<b>14</b>
Сполучені Штати Америки	14
Венесуела	11
Єгипет	10
Польща	10

Подання іноземними інвесторами позовів проти України до зарубіжних юрисдикційних органів зазвичай оцінюють як свідчення свавілля органів державної влади України та недовіри до українського правосуддя. «Міжнародні судові позови за своєю природою надзвичайно шкодять репутації України як надійного партнера для інвесторів, вказуючи на слабкість принципів верховенства закону і правозастосовного потенціалу української судової системи та правоохоронних органів», – вказує Хорхе Зуоскі, президент Американської торгової палати в Україні [117]. При цьому механізм арбітражного вирішення інвестиційних спорів змальовується як цивілізована альтернатива, мало не єдиний шлях справедливого захисту порушених прав іноземного інвестора.

Уявляється, що такий підхід є упередженим. По-перше, до першої десятки країн-лідерів за кількістю позовів проти них з боку іноземних інвесторів входять країни, які ніяк не асоціюються з адміністративним свавіллям та корумпованістю судової системи, – США,

Канада та європейські сусіди України – Чехія, Польща. По-друге, сама система інвестиційного арбітражу страждає на ряд іманентних проблем, які за значущістю уявляється доцільним ранжувати на основні та другорядні. При цьому до *основних проблем*, на нашу думку, належать: загроза регуляторній свободі приймаючих держав; вилучення інвестиційних спорів з компетенції національних судів; сумніви щодо легітимності інвестиційного арбітражу; до *другорядних* – непрозорість; «дорожнеча» вирішення спору; довга тривалість вирішення спору; розрив господарських зв'язків між сторонами; загроза необґрунтованих і недобросовісних позовів; зацикленість на компенсації як способі захисту.

***Загроза регуляторній свободі приймаючих країн*** є чи не найсуттєвішим чинником занепокоєння, що його викликає динаміка розвитку інвестиційного арбітражу оскільки предметом інвестиційних спорів часто стають заходи державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної, діяльності, що застосовуються з метою захисту легітимних публічних інтересів. Як вже зазначалося у цій роботі, абсолютна більшість МІУ, спрямованих на захист інвестицій, гарантує іноземним інвесторам отримання компенсації з боку держави у разі прямої або непрямой націоналізації чи експропріації інвестицій, а також вжиття заходів, еквівалентних націоналізації чи експропріації. Застереження про «еквівалентні» заходи використовується для обґрунтування інвесторами позовів про «регуляторні вилучення» інвестицій. В рамках таких позовів оскаржуються правові акти, спрямовані на захист життя та здоров'я населення, довкілля, прав споживачів тощо, що приймаються на національному або субнаціональному рівнях.

Попри те, що міжнародний інвестиційний арбітраж не в змозі прямо приписати державі відмінити закон або інший правовий акт, про який йдеться у спорі, на неї справляє неабиякий тиск загроза присудження величезних компенсацій «постраждалим» інвесторам. Проблематика «регуляторних вилучень» інвестицій, у тому числі аспекти економічної неефективності їх міжнародно-правової концепції та дискримінації вітчизняних інвесторів, детально розглядалася у підрозділі 3.3 цієї роботи.

***Вилучення інвестиційних спорів з компетенції національних судів*** тягне за собою комплекс негативних наслідків у царині

здійснення правосуддя в приймаючій країні. Автори ряду зарубіжних досліджень стверджують, що доступність інвестиційного арбітражу негативно впливає на утвердження верховенства права у країнах, що розвиваються (а також у країнах з перехідною економікою – *авт.*). «Часто вказують, що звернення до міжнародного арбітражу важливе для іноземних інвесторів, оскільки місцеві суди можуть бути повільними, свавільними, корумпованими, ксенофобськими або погано оснащеними для вирішення складних спорів. Двосторонні інвестиційні угоди та угоди про вільну торгівлю надають іноземним інвесторам можливість оминати ці нібито дисфункціональні місцеві інституції, водночас віддаючи на їхню милість місцевих суб'єктів, включаючи тих, які можуть бути головною силою в інвестуванні національної економіки [396, с. 23]. З іншого боку, вітчизняні інвестори отримують спокусу до формальної реінкорпорації в іноземній юрисдикції для того, щоб отримати можливість скористатися відповідною міжнародною інвестиційною угодою проти власної держави (прикладом є справа *Tokios Tokelés v. Ukraine*, у якій арбітраж МЦВІС встановив, що компанія, інкорпорована в Литві, мала право подати позов проти України на підставі литовсько-української двосторонньої інвестиційної угоди попри те, що її капітал на 99 відсотків належав громадянам України).

На думку М. Галле і Л. Петерсона, через надання іноземним інвесторам «права на втечу» від місцевих судів можна очікувати зниження стимулів до широкого реформування національних інституцій – особливо внаслідок зовнішнього тиску. Результати спеціальних процедур вирішення спорів, з їхніми спеціальними форумами для іноземних інвесторів, здатні виявитися згубними в царині гуманітарного розвитку [396, с. 24]. Т. Гінзбург у дослідженні, присвяченому впливу двосторонніх інвестиційних угод на управління в країнах, що розвиваються, застерігає: «Країни, які розвиваються, можуть виявити себе у пастці низькоякісних інституцій, коли жодна політична коаліція не може сформуватися на підтримку інституційного покращення. Справді, присутність міжнародно-правових альтернатив [національним] юрисдикційним або регуляторним органам здатна знижувати якість місцевих інституцій за певних умов» [388, с. 123]. Автор вказує, що рішення про обхід місцевих судів може знижувати стимули цих

судів покращувати роботу внаслідок позбавлення ключових гравців потреби інвестувати в інституційне покращення [388, с. 122].

Інший дослідник, Р. Деніелс, вказує, що одним з ключових аргументів на користь міжнародних інвестиційних угод є створення ними відособленого правового анклаву, в межах якого іноземні інвестори значною мірою ізолюються від правових і політичних ризиків господарювання в приймаючій країні і залежності від її інституцій. Разом з тим, ігнорованим аспектом існування цих анклавів є те, що за їхньої відсутності іноземні інвестори більшою мірою намагалися б обумовлювати здійснення своїх інвестицій створенням заснованих на верховенстві права інституцій, рівною мірою доступних як іноземним, так і вітчизняним інвесторам [362, с. 24]. У свою чергу, приймаючі країни, прагнучи забезпечити прихильність іноземних інвесторів, були б змушені впроваджувати законодавство, не гірше, або краще за те, що існує у конкуруючих юрисдикціях [362, с. 26]. Тобто, основою отримання зростаючих потоків інвестицій була б якість загальних правових інституцій країни.

Слід відзначити, що позиція, яка песимістично оцінює роль міжнародного інвестиційного арбітражу в царині гуманітарного та інституційного розвитку не є домінуючою в правовій доктрині та правосвідомості (якби вона була такою, відповідно механізми вирішення інвестиційних спорів не набували б дедалі більшого поширення). Як вказує С. Франк, інвестиційний арбітраж може позитивно впливати на верховенство права, або, як мінімум, не чинить негативного впливу на відданість країни принципу верховенства права, з огляду на симбіотичне відношення між міжнародним арбітражем і судочинством у впровадженні верховенства права [384, с. 366–367].

Вважаємо, однак, що аргументи критиків інвестиційного арбітражу заслуговують якщо й не беззастережне сприйняття, то, принаймні, на уважний розгляд. Проведений нами аналіз практики судів України за даними Єдиного державного реєстру судових рішень вказує на наступне. Попри те, що закони України «Про інвестиційну діяльність» та «Про режим іноземного інвестування» містять окремі розділи, які закріплюють гарантії захисту інвестицій, еквівалентні тим, що передбачені міжнародними інвестиційними угодами, кількість справ, у яких інвестори (зокрема, національні) обґрунтовують



свої позовні вимоги положеннями цих розділів, вкрай низька (тут ми маємо на увазі не просту згадку норми-гарантії в тексті судового рішення, а вирішальну роль змісту такої норми у вирішенні спору). Не використовуються такі ґрунтовно розроблені і широко вживані в міжнародній і зарубіжній практиці концепції, як недискримінація, непрямі примусові вилучення (експропріація) інвестицій, легітимні очікування інвесторів, не проводиться різниця між компенсацією внаслідок правомірних примусових вилучень та відшкодуванням збитків внаслідок неправомірних дій державних органів, не визначається стандарт компенсації. Тобто, йдеться про значну ізольованість вітчизняної судової практики, а також і доктрини, від найактуальніших тенденцій розвитку світового інвестиційного права. Безумовно, було б вкрай некоректно стверджувати, що у такому становищі «винен» (повністю або передусім) міжнародний інвестиційний арбітраж. Втім, гіпотетична ситуація, за якої іноземні інвестори змушені були б звертатися за захистом своїх прав виключно до національних судів, так чи інакше сприяла б як проникненню в національну судову практику і доктрину кращого світового досвіду захисту прав та законних інтересів інвесторів, так і усвідомленню пов'язаного з цим загроз публічним інтересам.

Вираз «*криза легітимності*» в контексті характеристики міжнародно-правового режиму вирішення інвестиційних спорів стосується явища винесення інвестиційними арбітражами суперечливих рішень з одних і тих самих питань. Замість того, щоб утверджувати правову визначеність для іноземних інвесторів та приймаючих держав, інвестиційний арбітраж продукує невизначеність щодо їхніх взаємних прав та обов'язків.

Можна виділити три категорії непослідовно вирішуваних справ в інвестиційних спорах: 1) справи, що стосуються одних і тих самих фактів, пов'язаних сторін та подібних інвестиційних прав; 2) справи, що стосуються подібних комерційних ситуацій та подібних інвестиційних прав; 3) справи, що стосуються різних сторін, різних комерційних ситуацій та одних і тих самих інвестиційних прав [385, с. 1545–1546].

Прикладом першої категорії справ можуть бути справи *CME v. Czech Republic* [348] та *Lauder v. Czech Republic* [487]. Два арбітражі

ЮНСІТРАЛ – один з яких знаходився у Стокгольмі, інший у Лондоні – дійшли протилежних висновків, по суті, в одному й тому ж спорі. Стокгольмський арбітраж встановив, що Чеська Республіка порушила низку своїх зобов'язань перед нідерландською компанією (СМЕ), контрольованою американським інвестором (Ronald S. Lauder), згідно з нідерландсько-чеською ДІУ (як-от: дискримінація, експропріація інвестицій, ненадання справедливого і рівного ставлення, незабезпечення повної безпеки і захисту, а також недотримання мінімальних зобов'язань згідно з міжнародним правом). Десятьма днями раніше на підставі тих самих фактичних обставин Лондонський арбітраж встановив, що Чеська Республіка припустилася лише дискримінації американського інвестора, що становило порушення американо-чеської ДІУ.

Друга категорія справ може бути проілюстрована справами *SGS v. Pakistan* [501] та *SGS v. Republic of the Philippines* [502]. Тут суперечливі рішення були прийняті внаслідок різного тлумачення арбітражами так званого «загального застереження» («*umbrella clause*») у МІУ, а саме: чи вважатиметься порушення комерційного договору між інвестором та приймаючою державою порушенням самої МІУ в силу наявності в ній загального застереження? У справі швейцарської компанії SGS проти Пакистану арбітраж МЦВІС встановив, що загальне застереження не може перетворити неспроможність сплатити платежі за концесійним договором на порушення міжнародно-правових зобов'язань, тимчасом як у справі тієї ж SGS проти Філіппін інший арбітраж МЦВІС дійшов прямо протилежного висновку.

З-поміж справ третьої категорії найбільшу увагу фахової спільноти привернули справи, пов'язані з тлумаченням закріпленого в міжнародних інвестиційних угодах положенням про «справедливе і рівне ставлення» («*fair and equitable treatment*»). Наприклад, ст. 1105 НАФТА встановлює, що «кожна Договірніа сторона буде надавати інвесторам іншої Договірної сторони ставлення у відповідності з міжнародним правом, включаючи справедливе і рівне ставлення та повний захист і безпеку». Дискусія стосується того, чи є «справедливе і рівне ставлення» гарантією мінімального стандарту ставлення згідно з міжнародним правом, чи додатковим правом інвестора,

що має самостійне значення. Якщо вважати «справедливе і рівне ставлення» додатковим правом, інвестори можуть не доводити порушення міжнародного права, що є доволі складним завданням (так, ще у справі *Neer v. Mexico* (1926 р.) [423] було встановлено, що для того, щоб становити міжнародне правопорушення, ставлення до іноземця повинно становити насильство, обман, свідоме нехтування обов'язком, або таку невідповідність дій держави міжнародним стандартам, яку легко розпізнала б будь-яка розумна і неупереджена особа (п. 4). Відповідно, отримання інвесторами компенсації полегшується, а приймаючі країни можуть стикнутися з тягарем непередбачуваних зобов'язань [385, с. 1575–1576]. У трьох справах, що розглядалися на підставі НАФТА, – *S.D. Myers, Inc. v. Canada, Metalclad Corporation v. Mexico, Pope & Talbot, Inc. v. Canada* – арбітражі дійшли принципово різних висновків щодо тлумачення і застосування стандарту справедливого і рівного ставлення<sup>55</sup>.

Сумніви щодо легітимності інвестиційного арбітражу пов'язані не лише з суперечливим правозастосуванням, а й з самим фактом того, що арбітраж, який складається з трьох осіб, хоч яких компетентних та шанованих, розглядає і оцінює національний закон або регуляторний захід як остання інстанція. **Непрозорість** механізму вирішення інвестиційних спорів є закономірним наслідком його арбітражного характеру.

Первісно арбітражні органи створювалися для врегулювання приватних справ між договірними сторонами у вузьких комерційних спорах. Ці комерційні спори стосувалися передусім приватноправових питань, що зачіпали інтереси тільки сторін у спорі. Відтак той факт, що ці процедури були строго конфіденційними і не передбачали ані доступу преси або громадськості, ані участі незалежних експертів (*amicus curiae*)<sup>56</sup>, не привертав значної загальної

---

<sup>55</sup> Усвідомлюючи необхідність вирішення зазначеної проблеми, три держави – учасниці НАФТА видали Пояснювальну примітку, у якій встановили, що ст. 1105 НАФТА веде мову виключно про мінімальний стандарт ставлення згідно зі звичаєвим міжнародним правом. Після цього арбітражі почали застосовувати ст. 1105 НАФТА у більш одноманітний спосіб [385, с. 1582].

<sup>56</sup> *Amicus curiae* (лат. друг суду) – незаінтересована особа, яка бере участь у справі і добровільно надає інформацію з певного питання права, щодо якого суддя має сумніви чи помиляється, або з питання, яке суд може узяти до уваги.

уваги. В інвестиційних спорах, однак, ці закриті арбітражні органи мають справу з важливими питаннями державної політики. Предметом їх обговорення стають акти законодавства, які приймалися легітимними органами приймаючої країни шляхом відкритого нормотворчого процесу. Громадяни цієї країни не можуть бути стороною у спорі, не мають доступу до матеріалів справи і не можуть слідкувати за її перебігом. Втім, саме їхні кошти, сплачені у вигляді податків, можуть бути присуджені деякій іноземній корпорації, яка вимагає мільярдної компенсації. Тобто, непрозорість механізму вирішення інвестиційних спорів сприяє іноземним інвесторам на шкоду публічним інтересам.

До цього слід додати, що МЦВІС є єдиним арбітражним форумом, який забезпечує інформування громадськості про розглядувані ним справи, хоч і мінімальне. МЦВІС публікує на своїй веб-сторінці базову інформацію про сторони, дату подання позову та склад арбітрів, а також прийняті остаточні рішення, однак не публікує документів, що приймаються протягом розгляду справи<sup>57</sup>. Крім того, правила МЦВІС не передбачають можливості участі у процесі незалежних експертів (*amicus curiae*) та стандартної процедури оскарження, на зразок тієї, що наявна в національних судах.

Арбітражний процес згідно з правилами ЮНСІТРАЛ забезпечує ще менший рівень прозорості та участі громадськості. На відміну від МЦВІС, ЮНСІТРАЛ не має веб-сторінки для публікації інформації про розглядувані справи, не збирає і не систематизує прийняті рішення, а відтак не може зробити їх доступними для широкого загалу. Динаміка руху справ, порушених за правилами ЮНСІТРАЛ, невідома. Справа може перебувати у провадженні арбітражу протягом років, тимчасом як громадськість взагалі не знатиме про її існування. І знову ж таки, правилами ЮНСІТРАЛ не передбачений перегляд прийнятих рішень, навіть у випадках, коли виявляються суттєві нові обставини.

---

Адвокат в суді часто діє у цій позиції, коли володіє відомостями про справу, якої суддя не бачив або не пам'ятає у даний момент. Це поняття також застосовується до осіб, які не мають права брати участь у справі, однак можуть надавати свідчення з метою захисту їхніх власних інтересів [338, с. 66].

<sup>57</sup> Див.: [www.worldbank.org/icsid/cases/conclude.htm](http://www.worldbank.org/icsid/cases/conclude.htm).

Щодо *дорожнечі вирішення інвестиційних спорів*, то всупереч очікуванням, виявилось, що суми коштів, які фігурують в цих спорах, стрімко зростають протягом останніх років. Типовий позов містить вимогу інвестора про сплату приймаючою державою понад 300 млн. дол. США [383, с. 435]. Йдеться не лише про суми присуджуваних компенсацій, а й про надзвичайно високу вартість арбітражних процедур, коли витрати на юридичний супровід сягають в середньому 60 відсотків коштів, пов'язаних з розглядом справи. Крім цих витрат, існують також гонорари арбітрів, адміністративні збори арбітражних центрів та додаткові витрати на залучення експертів і свідків [414, с. 16–17].

Так само неочікуваним виявилось суттєве *зростання середньої тривалості вирішення інвестиційних спорів* протягом останніх років. Цьому сприяють систематичне застосування біфуркації (відділення питань компетенції від питань суті справи) державами-відповідачами, вжиття сторонами забезпечувальних заходів та ініціювання ануляційних процедур. У середньому тривалість вирішення інвестиційного спору варіюється між трьома і чотирма роками. За іншими даними, від початку слухання справи по суті до винесення остаточного рішення в середньому проходить 392 дні, з діапазоном від усього лише 92 днів до 941 днів [414, с. 18]. Це позбавляє розгляд інвестиційних спорів однієї з головних переваг, які традиційно асоціюються з арбітражним розглядом – швидкості.

Розгляд спору між інвестором і приймаючою країною інвестиційним арбітражем практично в усіх випадках має наслідком *розрив господарських зв'язків між сторонами* і створює негативний прецедент як для інвестора, так і для приймаючої держави. Було б некоректно асоціювати такі результати саме з арбітражним порядком вирішення інвестиційних спорів, оскільки вони ж мали б місце, якби інвестиційні спори розглядалися в порядку національного судочинства (хоч слід визнати, що розгляд спору інвестиційним арбітражем, особливо під егідою МЦВІС, створює незрівнянно більший публічний резонанс у глобальному вимірі). Швидше, цей аспект спонукає звертатися до альтернатив як арбітражу, так і судочинства, що розглядатимуться далі у цьому підрозділі.

*Загроза необґрунтованих і недоброчесних позовів* до інвестиційних арбітражів виникає через хитку межу між інвестиційними

та торговельними спорами. Надто широкі переліки активів, вкладення у які визнаються інвестиціями згідно з міжнародними інвестиційними угодами, ускладнюють розмежування інвестицій та торговельних операцій. Разом з тим, політекономія та механізм розгляду інвестиційних спорів та торговельних спорів в рамках СОТ є цілком різними. Торговельний режим є концепцією міждержавних відносин, сфокусованою на макроекономічних питаннях ринкового доступу та сприятливих торговельних можливостей з метою збільшення загального добробуту; в його рамках немає місця захисту індивідуальних прав. Сторонами у торговельних спорах можуть бути виключно держави, при цьому відсутня можливість стягнення вже заподіяної шкоди, а найбільш жорстким засобом впливу виступають двосторонні торговельні санкції, тимчасом як в рамках інвестиційних спорів приватні компанії мають можливість заявляти майнові вимоги до приймаючих держав. Це спонукає інвесторів до спроб перетворення по суті торговельних спорів на інвестиційні.

Про можливу успішність таких спроб свідчить приклад справи про піломатеріали з хвойних порід між США та Канадою, що розпочалася як торговельний спір з приводу запровадження США антидемпінгового та компенсаційного мит на імпорт канадських піломатеріалів. Ця, здавалося б, пересічна торговельна справа переросла в інвестиційний арбітраж, ініційований канадськими лісозаготівельними компаніями, які заявили, що США втручаються у здійснення ними їхньої господарської діяльності. В іншому спорі США оспорювали запровадженій Мексикою акциз у розмірі 20 % на напої, у яких використовувалися підсолоджувачі, виготовлені не з тростинного цукру, як порушення національного режиму і виграли його в Апеляційному органі СОТ. Паралельно з цим американська корпорація *Corn Products International Inc.*, крупний виробник конкуруючого підсолоджувача (високофруктозного кукурудзяного сиропу) в Мексиці, заявила вимогу про виплату Мексикою компенсації у розмірі 425 млн. дол. США, обґрунтовуючи її порушенням своїх прав як інвестора згідно з главою 11 НАФТА, включаючи право на отримання національного режиму. Факт такого порушення був визнаний арбітражем МЦВІС [366, с. 49–50].

Ще однією спірною особливістю інвестиційного арбітражу є **зацикленість на грошовій компенсації** як єдиному можливому

способі захисту. Він не надає можливості сторонам у спорі шукати інші способи врегулювання їхніх відносин, як-от скасування або зміна спірного заходу або інші форми компенсації «в натурі».

Наявність описаних чинників не дає підстав вважати міжнародно-правовий механізм вирішення інвестиційних спорів досконалим. У зв'язку з цим вносяться численні пропозиції щодо покращення цього механізму, зокрема, щодо запровадження апеляційного оскарження рішень в інвестиційних спорах. Варіантом цих пропозицій є створення єдиного Інвестиційного арбітражного апеляційного суду, що дозволило б перегляд усіх арбітражних рішень в інвестиційних спорах на предмет неправильного застосування норм права та їх тлумачення. Діяльність цього суду могла б бути подібною, наприклад, до перегляду справ Європейським Судом або в рамках СОТ. Такий суд, однак, не повинен переглядати рішення на предмет належного процесу і процедури їх прийняття. Ці питання можуть ефективно вирішуватися в рамках існуючих механізмів, передбачених Нью-Йоркською та Вашингтонською конвенціями, які мають тривалу і усталену практику застосування [385, с. 1619–1621].

Механізм апеляційного перегляду арбітражних рішень передбачалося закріпити у деяких нещодавніх інвестиційних угодах США, аналогічна пропозиція була висунута Секретаріатом МЦВІС у 2004 р. Пропозиція МЦВІС не спромоглася отримати підтримки більшості країн, так само жодна з інвестиційних угод США досі не передбачає апеляційного механізму. Відтак перспектива доповнення теперішньої системи інвестиційного арбітражу апеляційним переглядом виглядає щонайменше віддаленою [463, с. 8], крім того, це питання як таке, що може бути вирішене виключно на основі міждержавного консенсусу, виходить за межі проблематики власне господарського права.

Натомість, вважаємо за необхідне визначити ті питання, у вирішенні яких саме господарсько-правова наука може відіграти вирішальну роль. На даному етапі дослідження уявляється можливим визначити два напрями, у яких повинен бути реалізований потенціал господарсько-правової науки: 1) розвиток доктрини інвестиційного права; 2) розвиток альтернативних способів врегулювання інвестиційних спорів.

Інтенсифікація міжнародних інвестиційних відносин та динаміка розгляду інвестиційних спорів спричинили ситуацію, коли розвиток правової матерії випереджає її наукове осмислення. Зріла інвестиційно-правова доктрина, закріплена в академічній літературі, на яку можна було б спиратися під час розгляду інвестиційних спорів, знижувала б ризик їх непослідовного вирішення. У разі появи суперечливих рішень науковці можуть визначати точки дотику між зовні несумісними аргументаціями та вказувати на шляхи «примирення непримиренного». У такий спосіб доктрина здійснюватиме програмно-орієнтуєчий вплив на процес арбітражного вирішення інвестиційних спорів, поза яким останній буде піддаватися зростаючому критицизму і небезпеці втрати своєї цілісності. З огляду на те, що в основі проблеми непослідовності арбітражної практики лежить фундаментальний конфлікт між приватними інтересами інвесторів та публічними інтересами приймаючих держав, особливу роль в її вирішенні спроможна відіграти саме господарсько-правова наука. Важливим є застереження, що для здійснення зазначених функцій заінтересовані науковці повинні мати доступ до прийнятих рішень та матеріалів, покладених в їх основу. Відповідний рівень прозорості вимагає, як мінімум, публікації усіх рішень в інвестиційних спорах та пов'язаних з ними матеріалів [385, с. 1616].

Недоліки механізму арбітражного вирішення інвестиційних спорів поряд зі стрімким зростанням їхньої кількості спонукає до дослідження альтернатив цьому механізму. Виділяють дві групи засобів, альтернативних міжнародному інвестиційному арбітражу: 1) засоби альтернативного вирішення спорів та 2) засоби запобігання спорам [414, с. xxiii-xxiv].

Спільними для засобів альтернативного вирішення спорів та засобів запобігання спорам є необхідність згоди та співпраці обох сторін для їх застосування, а також високий рівень гнучкості. Разом з тим, суть двох зазначених груп засобів істотно різниться, оскільки одна з них спрямована на вирішення спорів, а інша – на запобігання їх виникненню.

Метою *засобів альтернативного врегулювання спорів* є вирішення існуючого спору шляхом переговорів або дружнього



врегулювання. До них належать, насамперед, міжнародна примирна процедура та медіація.

**Міжнародна примирна процедура (примирення, *conciliation*)** – це відносно формалізований і структурований процес переговорів між сторонами у спорі, який передбачає допомогу третьої сторони, а саме, примирювача (або комісії примирювачів). Головною метою примирювача є заохочення сторін до дружнього врегулювання їхнього спору. Роль примирювача не обов'язково є нейтральною, і обсяг повноважень, який ним приймається, так само може відрізнятися. Примирювачі зазвичай намагаються сформуванати більш продуктивний процес взаємодії між сторонами та покращити комунікацію між ними, тимчасом надаючи поради стосовно суті спору. Примирення звичайно здійснюється згідно з формальними правилами та процедурами і закінчується укладенням письмової угоди або, принаймні, прийняттям письмових рекомендацій. Тим не менше, ці письмові акти залишаються необов'язковими для сторін. Примирювачі тяжіють до утримання суттєвого контролю за процесом переговорів, який залишається дуже формалізованим, структурованим та орієнтованим на результат. Процес примирення зазвичай сконцентрований на виробленні конкретного рішення у спорі, а не на покращенні відносин між його сторонами. У зв'язку з цим консиліація часто визначається як процес «необов'язкового арбітражу» [414, с. xiii-xiv].

**Медіація (*mediation*)** є відносно неформальним процесом переговорів між сторонами у спорі, який передбачає допомогу третьої сторони, а саме, медіатора. На прохання сторін, що спорять, та згідно з умовами, що ними визначені, медіатори втручаються у спір з метою допомоги у виробленні життєздатного його вирішення. Роль медіатора полягає у зведенні сторін разом та сприянні їм у здійсненні взаємних поступок і досягненні згоди. Ступань втручання медіатора може варіюватися від налагодження діалогу між сторонами до безпосереднього внесення пропозицій та організації врегулювання спору по суті. Разом з тим, медіатор не може нав'язати рішення сторонам. Набуваючи лише деякий контроль над процесом врегулювання, медіатори зосереджуються на тому, щоб допомогти сторонам врегулювати спір, зберігши при цьому конструктивні відносини між собою. Для досягнення цієї мети медіатори тяжіють до

виходу за рамки власне спірних питань, приділяючи більше уваги суті переговорного процесу та забезпеченню ефективності комунікації між сторонами, що спорять. Медіатори концентруються на ідентифікації інтересів, переформатуванні позицій та накресленні переліку можливих рішень для спрямування сторін до згоди. У зв'язку з цим медіацію часто називають процесом «асистованих переговорів» [414, с. хіх].

Таким чином, критеріями розрізнення примирення та медіації як засобів альтернативного вирішення спорів є:

ступінь контролю сторін за процесом врегулювання їхнього спору (вищий при медіації, ніж при примиренні);

ступінь формалізації процесу (вищий при примиренні, ніж при медіації);

основне завдання (медіація зосереджується на збереженні відношення між інвестором та приймаючою країною, тоді як примирення більшою мірою орієнтоване на результат і намагається виробити конкретне рішення у спорі).

Загалом, між примиренням та медіацією не завжди можна провести чітку межу, оскільки деякі примірювачі можуть вдаватися до застосування засобів, які більш притаманні діяльності медіації, якщо це сприятиме досягненню компромісу. Загалом, основною метою як примірювача, так і медіатора є допомога сторонам у подоланні перешкод до досягнення згоди.

Можливість застосування засобів альтернативного вирішення інвестиційних спорів передбачена багатьма МІУ. Так, традиційним для ДІУ є положення, згідно з яким у разі виникнення спору сторони передусім намагатимуться вирішити його шляхом переговорів і консультацій. Розділ 3 Вашингтонської конвенції повністю присвячений примирній процедурі. ЮНСІТРАЛ прийняла Модельний закон про міжнародну комерційну примирну процедуру 2002 р., який діє разом з Правилами примирної процедури ЮНСІТРАЛ 1980 р.

**Засоби запобігання спорам** спрямовані на запобігання виникненню конфліктів між інвесторами і державами та переростанню їх у формальні інвестиційні спори, наприклад, шляхом запровадження міжінституційних попереджувальних механізмів всередині держав та заохочення обміну інформацією між державними органами. При

тому, що засоби запобігання спорам, на відміну від засобів альтернативного їх вирішення, є дуже новим підходом до проблеми зростання кількості інвестиційних спорів, деякі види таких засобів вже знайшли застосування в окремих країнах і можуть зазнавати подальшого розвитку:

- обмін інформацією між державними органами з питань, пов'язаних з іноземними інвестиціями у добре структурований і організований спосіб може забезпечити, що компетентні державні органи попереджаються на ранній стадії про можливі проблеми, з якими стикаються інвестори і дозволяє своєчасно відреагувати. Обмін інформацією в цілому підвищуватиме обізнаність державних органів і різних рівнів владного апарату (наприклад, на регіональному або муніципальному рівні) з актуальними питаннями міжнародного інвестиційного права;

- зосередження державних органів на конкретних чутливих секторах, у яких ймовірно є виникнення спори та ретельніший моніторинг зовнішньоекономічної діяльності в цих секторах, що дозволить вирішувати проблеми, що виникають, на ранній стадії;

- надання державами можливості адміністративного перегляду заходів, які не задовольняють інвесторів. Положення про такий перегляд вже включені в кілька МІУ;

- створення адекватних інституційних механізмів взаємодії між державними органами, що дозволяло б державам підходити до вирішення виникаючих інвестиційних спорів більш ефективно. Такі механізми можуть включати створення провідного органу, відповідального за питання інвестиційних спорів, з правом на отримання інформації від інших державних органів і повноваженнями вирішувати спір з використанням найкращого способу врегулювання;

- наділення конкретних посадових осіб повноваженнями для взаємодії з інвесторами, ведення переговорів або провадження мирного врегулювання;

- забезпечення своєчасного обміну інформацією та документами, що стосуються інвестиційних спорів, між державними органами.

- діяльність інвестиційного омбудсмена як інституційного посередника в приймаючій країні, до якого інвестори мали б змогу звертатися за вирішенням своїх проблем;

- посилення міждержавного співробітництва щодо запобігання спорам [414, с. xxvi-xxvii].

Ключова роль у запобіганні виникненню інвестиційних спорів може належати агентствам сприяння інвестуванню (АСІ). Значна кількість АСІ сьогодні не тільки опікується залученням і підтримкою нових інвесторів, але й надає послуги післяпроектного обслуговування (*aftercare*). Такі послуги можуть включати підтримку інвесторів, які незадоволені інвестиційним кліматом або стикаються з різного роду труднощами. Зокрема, інвесторам може надаватися можливість звернення до АСІ у разі порушення або загрози порушення їхніх прав та законних інтересів, що дозволяє вирішення цим АСІ проблеми на ранній стадії з залученням інших компетентних державних органів. Це ефективно перешкоджає переростанню конфліктів між інвесторами та державою у формальні спори. Крім того, АСІ можуть надавати поради та інформацію тим інвесторам, які вже вступили у формальні спори, щодо можливих засобів альтернативного вирішення останніх. У чинному Положенні про Держінвестпроект України, який фактично виконує функції АСІ в Україні, жодних повноважень, що стосувалися б альтернативних засобів, не встановлено.

Альтернативні засоби, включаючи як засоби вирішення, так і засоби запобігання спорам, зазвичай демонструють наступні переваги:

- альтернативні засоби є *гнучкими* стосовно як процедурних аспектів, так і матеріальних результатів вирішення спору. Тимчасом як арбітри зв'язані арбітражними правилами, обраними сторонами, і не можуть виявляти достатню гнучкість (майже жодної за правилами МЦВІС, трохи більшу за правилами ЮНСІТРАЛ), нейтральні посередники в альтернативних процедурах, а так само і сторони, мають більше простору для застосування креативного підходу до вироблення взаємовигідного рішення на основі спільних інтересів і потреб. Суддя або арбітр зобов'язаний вирішувати спір у суворій відповідності з приписами міжнародного права та договору між сторонами, що неминуче тягне за собою обмежений вибір засобів правового захисту. За альтернативних підходів існує гнучкість щодо правових зобов'язань і специфічних фактів у спорі, коли його вирішення не обов'язково базується на тлумаченні приписів міжнародного договору, які визначають існування порушення або шкоди,

а натомість фокусується на знаходженні прийняттого та працевдатного рішення, навіть якщо це потребує відходу від букви правових норм, що регулюють спірні відносини;

- альтернативні засоби уможливають досягнення «домовленостей» між інвестором та державою. Значно більшою мірою, ніж арбітраж, ці засоби можуть залучати до предмету домовленостей питання, які виходять за рамки простої виплати компенсації. Крім того, засоби альтернативного вирішення спорів і, особливо, засоби запобігання їм більшою мірою, ніж арбітраж, здатні впливати на сам оспорюваний захід держави і, відтак, приводити до рішення, яке усуває всю проблему, на противагу виплаті компенсації, коли сама проблема залишається незмінною;

- альтернативні засоби забезпечують швидше і менш витратне урегулювання спору, надто коли проблему намагаються вирішити на ранній стадії і зі спеціальною метою уникнення її ескалації;

- альтернативні процедури не перешкоджають застосуванню сторонами інших форм вирішення спорів і можуть провадитися паралельно з арбітражним вирішенням спору між інвестором та державою. Домовленість, що є результатом альтернативних процедур, може бути інкорпорована у текст рішення арбітражу, як це передбачено, зокрема, правилом 43 (2) Арбітражних правил МЦВІС;

- іноземні інвестори та приймаючі держави уникають ризику прийняття арбітражного рішення, яке може встановити негативний прецедент на майбутнє і спонукати інших іноземних інвесторів оскаржувати такий самий тип регуляторних заходів держави;

- альтернативні засоби можуть покращувати управлінську і регуляторну практику держав, які будуть змушені переглядати окремі свої заходи або акти в результаті процесу альтернативного вирішення спорів або в контексті політики запобігання спорам.

З іншого боку, застосування альтернативних засобів пов'язане з численними складнощами, а саме:

- результати альтернативних процедур не є зобов'язуючими для сторін і не підлягають примусовому впровадженню;

- в царині інвестиційних спорів як інвесторам, так і приймаючим державам бракує обізнаності і досвіду щодо застосування

альтернативних засобів, що є одним з чинників їх рідкісного застосування на практиці;

- наразі ускладненим є також пошук належних посередників, що були б одночасно компетентними як у застосуванні альтернативних засобів, так і в царині інвестиційного права та спорів між інвесторами й державами;

- застосування альтернативних засобів може становити марне витрачання часу й коштів. Це має місце, коли процес альтернативного вирішення спору закінчується порушенням арбітражної процедури, коли стає очевидним, що одна з сторін не бажає або не в змозі досягти врегулювання шляхом переговорів. Аналогічно, коли попри вжиті заходи запобігання спорам інвестор зрештою все одно ініціює арбітраж, такі заходи вважатимуться непотрібною витратою ресурсів;

- альтернативні засоби підходять не для всіх видів інвестиційних спорів. Так, неможливими для суверенної держави є переговори та компроміси з приводу застосування норм загальної дії (наприклад, податкового, екологічного законодавства, законодавства з питань соціального забезпечення тощо).

- застосування альтернативних засобів може бути просто неможливим або надто ускладненим з огляду на особливе правове становище суверенної держави як сторони у спорі. Так, державні органи можуть діяти виключно на підставі, в межах повноважень та у спосіб, що визначені законом. Політичні питання, втручання груп тиску, публічний резонанс навколо застосування засобів альтернативного вирішення спорів так само можуть ставати на заваді спробам їх застосування державними органами.

- інша проблема повноважень щодо застосування засобів альтернативного вирішення спорів виникає, коли до спору причетні кілька державних органів і жоден з них не уповноважений на проведення переговорів від імені держави з метою досягнення врегулювання;

- використання альтернативних засобів може мати наслідком формування на внутрішньому рівні хибного уявлення про те, що іноземні інвестори користуються особливим ставленням з боку держави порівняно з вітчизняними інвесторами;

- складність застосування засобів альтернативного вирішення спорів може бути пов'язана з характером положень МІУ, на підставі яких виник спір. Питання, які дозволяють гнучкість у прийнятті рішень, як-от обсяг «адекватної» компенсації, що підлягає виплаті, можуть бути ефективно вирішені за допомогою альтернативних засобів. Однак інші питання, як-от: чи мала місце експропріація, вимагають відповіді «так» або «ні» і не залишають простору для компромісу;

- конфіденційна природа багатьох процедур альтернативного вирішення спорів може бути предметом критики як така, що призводить до непрозорості способів вирішення державою спорів за її участю;

- засоби запобігання спорам можуть генерувати міжінституційні конфлікти, пов'язані з суперечностями у пріоритетах всередині держави. Наприклад, може бути предметом дискусії порівняння пріоритетності цілей захисту іноземних інвестицій та захисту довкілля тощо;

- приймаюча держава наражається на значний політичний ризик, вступаючи у переговори з метою врегулювання спору та добровільно підкоряючись рішенням, що є їх результатом. Наприклад, раннє врегулювання спору, що має наслідком негайну виплату кількомільйонної компенсації н користь іноземного інвестора, може бути менш бажаним, ніж арбітражний розгляд спору, внаслідок якого компенсація, якщо й буде присуджена, відкладеться у часі на пару років [414, с. 31–39].

Зазначені складнощі та шляхи їх подолання різняться залежно від характеру спору. Разом з тим, визнання існування цих складнощів не заперечує позитивного потенціалу засобів альтернативного врегулювання спорів та засобів запобігання спорам у врегулюванні інвестиційних спорів між інвесторами (не виключно іноземними, а й вітчизняними) та державою, що зумовлює необхідність вжиття зусиль для популяризації і удосконалення цих методів.

## ВИСНОВКИ

Проведене дослідження дає змогу дійти ряду висновків щодо концептуальних засад функціонування та подальшого розвитку інвестиційного права України як нормативної основи здійснення інвестиційної діяльності.

На основі аналізу законодавства України, міжнародно-правових документів, джерел спеціальної юридичної та економічної літератури, відповідно до двох основних регулятивних цілей інвестиційного права, до яких належать *гарантування (захист) капіталовкладень та регулювання руху капіталів*, можна дійти висновку про необхідність визначення інвестиції як двоаспектної категорії, що об'єднує розуміння інвестицій як:

1) *майнових цінностей, що становлять внесок суб'єкта у господарську діяльність* (майновий аспект інвестиції відповідає меті захисту капіталовкладень, а також традиції юридичної науки, яка вбачає в інвестиціях категорію майна зі спеціальним правовим режимом);

2) *дії (операції) цього суб'єкта, що визначають спосіб здійснення зазначеного внеску* (операційний аспект інвестиції відповідає меті регулювання руху капіталів, а також традиції економічної науки, яка вбачає в інвестиціях зміни у капіталі, що відбуваються протягом певного періоду в часі).

Головною правовою характеристикою інвестицій як операцій інвестора є їх належність до ***операцій, пов'язаних з рухом капіталів***. Таке розуміння інвестицій дозволяє вийти за межі традиційного вузького контексту захисту приватних інтересів інвесторів, з'ясувати повний спектр регуляторних завдань і відповідних їм правових засобів, необхідних для створення сприятливого інвестиційного клімату і водночас забезпечення публічних інтересів у приймаючій державі.

У свою чергу, всеохоплююча і внутрішньо несуперечлива *класифікація інвестицій* повинна складатися з двох частин:

1) інвестиції як майнові цінності (класифікаційні критерії ґрунтуються на характеристиках майнових об'єктів, що становлять внесок інвестора): *залежно від предмета* (виду майнових цінностей) – грошові та негрошові; *залежно від форми власності* – державні,



комунальні, приватні; *залежно від державної належності інвестора* – вітчизняні (національні) та іноземні.

2) інвестиції як операції, пов'язані з рухом капіталу (класифікаційні критерії характеризують поведінку або мотивацію інвестора): *залежно від об'єкта інвестування* – реальні (капітальні) та фінансові; *залежно від строку вкладення* – короткострокові та довгострокові; *залежно від мети вкладення* – прями та портфельні.

Аналіз регуляторних імплікацій кожного з зазначених поділів інвестицій спонукає до загального висновку щодо правового значення класифікації інвестицій: попри те, що більшість критеріїв цієї класифікації є економіко-правовими або суто економічними за характером, вони повинні методологічно враховуватися розробниками політики і законодавцем, оскільки різні види інвестицій з огляду на специфіку мотивації та інтересів інвесторів потребують різних інституційних умов для їх залучення, ефективного використання та мінімізації пов'язаних з ними негативних наслідків, що у кожному випадку опосередковується особливим комплексом правових засобів.

*Інвестиційну діяльність* необхідно розглядати як діяльність суб'єктів господарювання (на відміну від окремих інвестицій-операцій, що здійснюються і негосподарюючими суб'єктами). Доцільним є розмежування інвестиційної діяльності у *широкому розумінні* – як діяльності, що є складною за змістом і включає комплекс різноманітних дій, що здійснюються на різних стадіях інвестиційного процесу, та у *вужькому розумінні* – як сукупності (системи) операцій, пов'язаних з рухом капіталів. Поняття інвестиційної діяльності у вужькому (спеціальному) розумінні дозволяє виділити центральний сегмент, ядро інвестиційної діяльності у широкому розумінні та головну частину предмету інвестиційно-правового регулювання. Визначення інвестиційної діяльності як сукупності (системи) операцій, пов'язаних з рухом капіталів, акцентує увагу на незвичайності цієї діяльності для більшості суб'єктів господарювання. У разі, коли здійснення таких операцій становить основну діяльність суб'єкта господарювання, має місце професійна інвестиційна діяльність.

Аналіз джерел з загальної теорії права та галузевих правових наук, а також положень економічних вчень інституціоналізму та неоінституціоналізму спонукає до таких висновків щодо *співвідношення*

*інвестиційного правовідношення та інвестиційного відношення*: 1) інвестиційне відношення є економічним відношенням, що виникає в результаті прийняття його суб'єктами економічно значущих рішень у їх приватних інтересах, а інвестиційне правовідношення – ідеологічним відношенням, що виникає в результаті настання передбачених правовою нормою юридичних фактів і втілює публічний інтерес; 2) інвестиційне правовідношення є проявом інвестиційного відношення у правовій площині і являє собою індивідуальну модель поведінки суб'єктів інвестиційного відношення; 3) інвестиційне правовідношення займає власне місце в системі соціальних регуляторів інвестиційних відносин (в економічному лексиконі – інституцій) поряд з нормами права, від яких відрізняється своїм індивідуальним характером.

Інвестиційними слід іменувати лише відносини/правовідносини, які виникають з приводу конкретного капіталовкладення (інвестиції). Крім того, інвестицію необхідно розуміти як *поняття з позитивним змістом*. Вкладення коштів або майна в об'єкти видів діяльності, прямо заборонених законами, не можна іменувати інвестиціями. У разі, коли презумпція законності капіталовкладення спростовується, це капіталовкладення вже не вважатиметься інвестицією, інвестиційні правовідносини не матимуть місця.

Нормативною основою здійснення інвестиційної діяльності є *інвестиційне право*. Сутність інвестиційного права як елемента системи права неможливо виявити, спираючись виключно на предметну ознаку. Інвестиційно-правове регулювання – це передусім ракурс і перспектива регулювання певної сукупності суспільних економічних відносин. В основі інвестиційної діяльності – операції, пов'язані з рухом капіталу, рушійною силою яких, у свою чергу, є економічна мотивація інвестора до примноження цього капіталу. Відтак *інвестиційне право* – це система правових норм, спрямована на регулювання умов та процесу руху капіталу від інвестора до реципієнта інвестицій, визначення статусу інвестора та встановлення режиму капіталу як цінностей, що визнаються інвестиціями, з метою створення сприятливих правових умов здійснення інвестиційної діяльності.

Інвестиційно-правові норми встановлюють: 1) правові умови започаткування інвестиційної діяльності; 2) правовий режим інвестиційної діяльності; 3) гарантії прав та законних інтересів інвесторів

(гарантії захисту інвестицій); 4) правові умови припинення інвестиційної діяльності. До інвестиційного права не належать норми та правила, які, хоч і мають значення для провадження інвестиційної діяльності і впливають на прийняття інвесторами інвестиційних рішень, але не визначають безпосередньо умови та процес руху капіталів та правовий режим капіталовкладень.

Юридична своєрідність інвестиційного права як підгалузі господарського права виявляється у його: 1) регулятивних властивостях; 2) інтелектуально-вольовому змісті; 3) зовнішній формі.

*Регулятивною особливістю*, яка визначає специфіку інвестиційного права в межах господарського права, є *позитивний стандарт регулювання*, який передбачає: створення сприятливого інвестиційного клімату як найбільш загальну мету інвестиційно-правового регулювання, заохочувальну спрямованість цього регулювання, необхідність оцінки інвестиційно-правових засобів з точки зору їх ролі як стимулів до інвестування.

*Інтелектуально-вольова єдність* інвестиційного права забезпечується наявністю низки системоутворюючих концепцій, понять, принципів, які поширюються на усі регламентовані цією галуззю відносини, а відтак становлять загальну частину інвестиційного права. Іншим її аспектом є *єдність між національно-правовим та міжнародно-правовим рівнями регулювання*. Значущість міжнародно-правового компоненту інвестиційного права обумовлена: 1) глобалізацією (передусім економічною) як загальним формуючим чинником сучасної правової системи; 2) історичними особливостями формування інвестиційного права (значна кількість інвестиційно-правових понять, концепцій і підходів, які використовуються національними законодавцями, мають міжнародно-правове походження, а в деяких аспектах (регулювання транскордонного руху інвестицій, захист іноземних інвестицій) міжнародно-правове регулювання зберігає першорядну роль; 3) недостатністю розуміння міжнародного інвестиційного права як «взірця» для національного (міжнародні дисципліни здатні виступати не тільки джерелом цивілізованих стандартів і найкращої практики інвестиційно-правового регулювання, а й суттєвою загрозою регуляторній свободі держави, перешкодою для реалізації легітимних цілей державної політики).

*Зовнішньою формою* інвестиційного права є *інвестиційне законодавство* як система нормативно-правових актів та правових норм, що регулюють відносини щодо безпосереднього здійснення інвестиційної діяльності і окремих інвестицій та їх організації. Попри об'єктивну потребу систематизації інвестиційного законодавства, вважаємо недоцільним прийняття Інвестиційного кодексу України: через надзвичайну різноманітність інвестиційних відносин інвестиційному праву об'єктивно не властива глибока інтегрованість нормативного матеріалу; правове регулювання окремих видів інвестиційних відносин потребує високої спеціалізації, а відтак має здійснюватися спеціальними законами; неминучим є дублювання нормативного матеріалу Інвестиційного кодексу та ГК України.

Як і будь-яка інша господарська діяльність, інвестиційна діяльність потребує *регулювання*: державного, саморегулювання (основним інструментом якого є інвестиційний договір) та міжнародно-правового.

*Державне регулювання інвестиційної діяльності*, як і саму цю діяльність, слід розглядати у широкому і вузькому розумінні: згідно з *широким підходом* воно включає встановлення уповноваженими державними органами умов і правил, які прямо або опосередковано стосуються усіх стадій та аспектів інвестиційної діяльності; згідно з *вузьким підходом* воно включає лише ті засоби, які регулюють умови та процес руху капіталу від інвестора до реципієнта інвестицій та правовий режим цього капіталу як цінностей, що визнаються інвестиціями. Широке значення відображає реальну картину регуляторного впливу держави на інвестиційні відносини як об'єктивно існуючі економічні відносини; вузьке слугує аналітичним цілям, концентруючи увагу на ключовому сегменті зазначеного регуляторного впливу.

Плідним з точки зору теоретичних і практичних результатів є розгляд державного регулювання інвестиційної діяльності з точки зору виправлення *провалів ринку*, до яких належать, зокрема, ринкова влада, екстерналії, публічні блага, асиметрична інформація, моральний ризик, трансакційні витрати. Аналіз провалів ринку створює теоретичну основу для структурування завдань державного регулювання, добору відповідних їм засобів та з'ясування меж регуляторних

можливостей держави. Разом з тим, виправлення провалів ринку слугує тільки одній цілі державного регулювання – досягненню економічної ефективності, під якою розуміється отримання суспільством максимальних вигод від обмежених ресурсів. Інші цілі знаходяться поза межами концепції ефективності, як-от: *справедливий* розподіл суспільних ресурсів, запобігання економічним кризам, прискорений (форсований) розвиток певних галузей, забезпечення сталого розвитку тощо. Таким чином, об'єктивними підставами державного регулювання інвестиційної діяльності є необхідність виправлення загальних провалів ринку, специфічних провалів ринку капіталів та вирішення інших регуляторних завдань, структура, пріоритети та спосіб вирішення яких визначаються *моделлю державної інвестиційної політики*.

На основі комплексного критерію, який охоплює: а) економічну концепцію або підхід, що лежить в основі моделі і визначає її мету, б) регуляторний стиль, який обумовлений цією економічною концепцією або підходом, слід виділяти три моделі державної інвестиційної політики: *оптимізаційну* (переслідує мету економічної оптимальності (синонім ефективності), використовує ліберальний регуляторний стиль); *інтервенційну* (переслідує мету форсованого розвитку економіки, використовує селективні інтервенції) та *гармонізаційну*, якій притаманне комплексне вирішення регуляторних завдань, забезпечення одночасної ефективності економічної системи та її стабільності, надійності, а також врахування міркувань справедливості. Для визначення регуляторного стилю останньої моделі використана розроблена в зарубіжному правознавстві концепція *репосивного регулювання* (*responsive regulation*, англ. *response* – відповідь, відгук), згідно з якою регулювання повинне відповідати (репосидувати) структурі економіки та враховувати різноманітні мотивації регульованих суб'єктів для того, щоб найкраще заохочувати дотримання регуляторних актів. Саме гармонізаційна, а не інтервенційна модель є належною альтернативою чисто оптимізаційній моделі, оскільки дозволяє використати переваги оптимізаційної моделі з корекцією іманентних їй недоліків, і повинна бути покладена в основу державної інвестиційної політики України.

Систему *органів державного регулювання інвестиційної діяльності* утворюють органи загальної, галузевої та спеціальної

(функціональної) компетенції. Аналіз повноважень Державного агентства з інвестицій та управління національними проектами України (Держінвестпроекту України) вказує на слабкість його регуляторної функції: «головний орган із забезпечення реалізації державної політики у сфері інвестиційної діяльності» не приймає жодних нормативно-правових актів, що визначають правовий режим здійснення інвестиційної діяльності. У зв'язку з цим доцільною є спеціалізація Держінвестпроекту на нерегуляторній функції *сприяння інвестуванню* (під якою, згідно з світовою практикою, розуміють діяльність щодо поширення інформації або створення іміджу об'єкта інвестування та надання послуг, пов'язаних з інвестиціями, потенційним інвесторам), що потребує суттєвих змін у засадах функціонування цього органу.

Специфіка регулюючого впливу держави в інвестиційній сфері виявляє себе у *правових засобах (інструментах) державного регулювання* інвестиційної діяльності, які класифіковано: 1) за *формами державного регулювання*, в рамках яких застосовуються засоби, на: засоби встановлення умов здійснення інвестиційної діяльності; засоби нагляду/контролю в інвестиційній сфері; гарантії прав та законних інтересів суб'єктів інвестиційної діяльності; 2) за *роллю в механізмі правового регулювання* на: стимулюючі (інвестиційні стимули); обмежувальні; нейтральні; 3) за *характером впливу на поведінку суб'єктів* інвестиційної діяльності на: засоби команди-контролю; заохочувальні засоби; засоби ринкового впливу; 4) за *структурою* на: дискретні та комплексні; 5) за *обсягом впливу* на: засоби фундаментального впливу; засоби селективного впливу; міжнародно-правові засоби; 6) за *стадіями інвестиційного процесу* на: ті, що застосовуються на передінвестиційній стадії, та ті, що застосовуються на постінвестиційній стадії. Розглянуті особливості дії та проблематика застосування окремих видів заходів державного регулювання.

Необхідним є застосування до пропонованих регуляторних заходів, а також до чинних заходів з перспективою можливого їх перегляду *вигодо-витратного аналізу* як аналітичної процедури, що оцінює чисту економічну корисність цих заходів. В Україні дотепер не створено методологічної основи оцінки заходів державного регулювання господарської, у тому числі інвестиційної, діяльності, у зв'язку з чим пропонується: а) у сфері державного регулювання

господарської діяльності загалом: визначення кола заходів, які підлягають оцінці регуляторного впливу; визначення методів оцінки регуляторного впливу (вигодо-витратний аналіз як основний метод); визначення наслідків непроходження заходом передбаченого відповідним методом тесту (за загальним правилом – неможливість прийняття заходу або скасування заходу); прийняття Керівництва з оцінки регуляторного впливу; б) у сфері державного регулювання інвестиційної діяльності: доповнення Закону «Про інвестиційну діяльність» нормою, згідно з якою не допускається застосування заходів державного регулювання інвестиційної діяльності, якщо внаслідок цього не досягатиметься перевищення вигод над витратами суб'єктів господарювання, громадян, суспільства та держави.

Правовою формою інвестиційної діяльності та основним засобом її саморегулювання є *інвестиційний договір*. Поняття «інвестиційний договір» не позначає жодної класифікаційної групи договорів, натомість узагальнює усі відомі законодавству і комерційній практиці договори, які опосередковують вкладення інвестицій. З огляду на це недоречною є постановка питання про «кваліфікуючі ознаки» інвестиційного договору: кваліфікуючі ознаки має інвестиція як внесок і операція, однак інвестиційні договори не мають жодних ознак, які справджувалися б для кожного договору в межах їх сукупності і характеризували б саме договірну конструкцію, а не концепцію інвестиції.

Інвестиційний договір як засіб саморегулювання інвестиційної діяльності виступає правовим засобом забезпечення: а) економічної ефективності відношення між учасниками інвестиційної діяльності; б) сприятливого правового режиму вкладеного капіталу; в) оптимального розподілу інвестиційного ризику між сторонами. Для дослідження регулятивних властивостей інвестиційного договору використані поняття *специфічності інвестицій* та теорія економічної організації, розроблені в економічних вченнях неоінституціоналізму та економіки права.

Окремої уваги потребують договори за участю держави та недержавного суб'єкта господарювання – інвестора, спрямованим на виконання державою своїх економічних та соціальних функцій (*інвестиційні договори публічної спрямованості*). Саме таких інвестиційних

договорів (за участю іноземного інвестора) стосується довготривала наукова дискусія щодо їх правової природи, в рамках якої протиставляються адміністративно-правова, цивілістична та міжнародно-правова концепції. Висвітлено найбільш принципові аспекти цієї дискусії, а також певні вади способу її ведення, на основі чого обґрунтовані переваги господарсько-правової концепції інвестиційного договору.

Особлива значущість міжнародно-правового компоненту в інвестиційно-правовому регулюванні спонукає до здійснення загальної характеристики системи *міжнародних інвестиційних угод* як основного виду джерел міжнародного інвестиційного права, сучасних тенденцій його розвитку та найбільш суттєвих впливів на внутрішній господарський правопорядок України. Міжнародні інвестиційні угоди класифіковано: 1) *залежно від порядку укладання та кількості сторін* на: двосторонні інвестиційні угоди (угоди про взаємне сприяння і захист інвестицій); регіональні інвестиційні угоди; багатосторонні інвестиційні угоди; 2) *залежно від предмету регулювання* на: угоди, що регулюють виключно інвестиційні відносини; угоди про економічну інтеграцію, що регулюють, поміж іншого, і інвестиційні відносини; 3) *залежно від регулятивної мети* на: угоди, спрямовані на захист інвестицій; угоди, спрямовані на регулювання руху інвестицій; комплексні угоди.

*Характерними рисами міжнародно-правового регулювання інвестиційної діяльності у сучасний період є:* 1) глобальний характер; 2) децентралізований характер; 3) динамічний розвиток; 4) поширення міжнародного інвестиційного арбітражу. Існує явище *«кризи легітимності» міжнародного інвестиційного права*, чинниками якої є нечіткість положень міжнародних інвестиційних угод, непослідовність практики міжнародних інвестиційних арбітражів, упередженість на користь іноземних інвесторів проти інтересів приймаючих держав тощо. До основних *пропозицій щодо реформування міжнародного інвестиційного права* з метою подолання зазначеної кризи належать: інституційна реформа міжнародного інвестиційного арбітражу; удосконалення міжнародних інвестиційних угод, передусім двосторонніх угод про взаємне сприяння і захист інвестицій; теоретичне обґрунтування міжнародного інвестиційного права.



В контексті останнього напрямку слід наголосити на функціональній подібності міжнародного інвестиційного права та внутрішньодержавного господарського права, метою якого є забезпечення правового господарського порядку на засадах збалансування приватних інтересів суб'єктів господарювання та публічних інтересів, а також подібності їхньої проблематики. Міжнародно-правові та внутрішньоправові елементи інвестиційно-правового регулювання повинні розглядатися комплексно як детермінанти єдиного правового господарського порядку в його «інвестиційному сегменті» на спільній господарсько-правовій методологічній основі.

Доцільно виділяти три рівні *правових режимів у сфері інвестиційної діяльності*, що характеризуються складною структурою взаємозв'язків і взаємодії: 1) правовий режим інвестицій як майнових цінностей; 2) правові режими інвестиційної діяльності іноземних інвесторів (режими іноземного інвестування); 3) правові режими інвестиційної діяльності, що надаються незалежно від державної належності інвестора – загальний та спеціальні.

Поняття «правовий режим інвестицій» та «правовий режим інвестиційної діяльності» не є тотожними. *Правовий режим інвестицій*: а) обслуговує передусім завдання захисту капіталовкладень, тоді як коло завдань правового режиму інвестиційної діяльності набагато ширше; б) стосується тільки майнового аспекту інвестиційної діяльності інвесторів і не може охоплювати організаційного аспекту; в) стосується тільки вже вкладених майнових цінностей, тобто, не охоплює передінвестиційну стадію/фазу інвестиційного процесу.

Правові режими інвестиційної діяльності іноземних інвесторів (*режими іноземного інвестування*) – національний та режим найбільшого сприяння – переслідують мету забезпечення *недискримінації* іноземних інвесторів. Положенням законодавства України щодо національного режиму для іноземних інвесторів бракує визначеності змісту. У зв'язку з цим пропонується передбачити поширення національного режиму, за загальним правилом, на постінвестиційну стадію інвестиційного процесу. Допуск і заснування мають охоплюватися національним режимом лише тією мірою, якою вони передбачені законодавством України. Застосування правила національного режиму передбачає встановлення «подібності обставин», у яких перебувають

іноземний та вітчизняний інвестори, що вимагає врахування усіх потенційно значущих чинників, у тому числі (і обов'язково) цілей заходу, про який йдеться.

Національний режим та режим найбільшого сприяння не відповідають визначенням поняття правового режиму, оскільки не мають власного змістовного наповнення у вигляді характерної саме для них системи правових засобів, тобто, є *принципами* правового регулювання інвестиційних відносин.

Правові режими, що встановлюються згідно з регіональними інтеграційними угодами як виняток з режиму найбільшого сприяння, варто іменувати не спеціальними, а *преференційними* режимами, оскільки це точніше відображає їх змістове наповнення, відповідає світовій традиції терміновживання (*preferential treatment*) і дозволяє відмежувати ці режими від режимів СЕЗ як різновиду спеціальних режимів господарювання, що є цілком іншим правовим явищем. Якщо преференційні режими є відступами від принципу найбільшого сприяння, то спеціальні режими інвестиційної діяльності – відступами від загального її режиму. На відміну від режиму найбільшого сприяння та національного режиму, що є лише правовими принципами, спеціальні режими є повноцінними правовими режимами, які характеризуються оригінальним сполученням регулятивних заходів, що утворюють їх зміст.

Принциповими напрямками реформування вітчизняного законодавства про СЕЗ, що впливають з зарубіжного досвіду їх використання, є: повноцінне впровадження концепції екстериторіальності; відмова від анклавного способу функціонування СЕЗ на користь їх глибокої інтеграції в національну економіку; лібералізація регуляторного режиму СЕЗ; запровадження приватних СЕЗ; фокусування конкурентних переваг СЕЗ на доступних в їх межах послугах та зручностях, а не пільгах.

*Державну підтримку інвестиційної діяльності* необхідно розглядати в контексті явища *регуляторної конкуренції* між країнами, які прагнуть залучити інвестиції. Глобалізація обумовлює зростання ролі інвестиційних стимулів у такій конкуренції, що має як позитивні, так і негативні (по типу «дилеми ув'язнених») наслідки для країн, що надають ці стимули.

Аналіз дисциплін СОТ щодо субсидій та законодавства ЄС щодо державної допомоги дає підстави сформулювати загальні вимоги до державної підтримки інвестиційної діяльності в Україні: розширення сфери застосування інвестиційних стимулів, які мають *ex post* характер – застосовуються після фактичного вкладення інвестицій (це відповідає регуляторному підходу, що має назву «регулювання, засноване на продуктивності» (*performance-based regulation*), в рамках якого заохочення пов'язуються з отриманими результатами без надання чітких вказівок щодо того, яким чином ці результати мають бути отримані); надання державної підтримки переважно за умови відповідності об'єктивним, горизонтальним за застосуванням критеріям, автоматично, а не на підставі дискреційних рішень; строгой економічний підхід до оцінки заходів державної підтримки (вигодо-витратний аналіз); визначення критеріїв неприпустимості заходів державної підтримки за зразком законодавства ЄС та встановлення механізму повернення сум отриманої неприпустимої підтримки; посилення прозорості процедур державної підтримки, підзвітності посадових осіб, причетних до прийняття рішень щодо її надання.

Розглянуті особливості правового регулювання *примусових вилучень (експропріації) інвестицій* відповідно до міжнародних інвестиційних угод, Конвенції Ради Європи про захист прав людини та основоположних свобод 1950 р., та законодавства України, основною проблемою якого є розмежування непрямої експропріації та регуляторних заходів держави, які не тягнуть за собою обов'язку держави щодо виплати компенсації. Необхідним є консервативний підхід до оцінки норм міжнародних інвестиційних угод щодо непрямої експропріації інвестицій, які створюють загрозу «регуляторного застою» та надають конкурентні переваги іноземним інвесторів порівняно з вітчизняними на внутрішньому ринку.

Напрямами удосконалення правового регулювання примусових вилучень інвестицій з метою збалансування публічних та приватних інтересів, а також усунення дискримінації національних інвесторів порівняно з іноземними, є: 1) розробка законодавчої бази, доктрини і практики захисту прав інвесторів (передусім, вітчизняних) в Україні, що передбачає конструктивну рецепцію підходів, напрацьованих в практиці Європейського суду з прав людини та

національних правопорядках тих зарубіжних країн, які характеризуються розвиненою традицією захисту прав інвесторів з урахуванням публічних інтересів, встановлення презумпції легітимності дій держави та непоширення дії норм про експропріацію, яка підлягає компенсації, на недискримінаційні добросовісні заходи держави, спрямовані на забезпечення або захист основних публічних інтересів; 2) уточнення міжнародно-правового регулювання питань експропріації інвестицій з метою збільшення передбачуваності розгляду інвестиційних спорів і забезпечення послідовності арбітражної практики.

Цілям забезпечення стабільності правового режиму інвестиційної діяльності слугує інститут *стабілізаційних застережень* як умов договорів або законодавства, які регулюють питання застосування змін законодавства приймаючої держави до раніше здійснених інвестицій. Негативними рисами стабілізаційних застережень, що містяться в законах України, є: 1) вони стосуються усіх без винятку інвестиційних проектів незалежно від їх суб'єктного складу, сфери здійснення та суспільної значущості; 2) за типом це – заморожувальні (хоч і обмеженого виду) застереження як негнучкий і загалом застарілий тип; 3) виключення зі сфери їх дії (зміни валютного, митного, податкового законодавства) спрямовані на задоволення фіскальних цілей, а не цілей сталого розвитку.

З огляду на суттєві вади стабілізаційних застережень стабільність правового режиму інвестиційної діяльності повинна забезпечуватися у більш широкому контексті *захисту легітимних очікувань*. Необхідним є запозичення українською практикою конкретних рис доктрини легітимних очікувань, вироблених практикою як Європейського суду, так і інвестиційних арбітражів, які відповідають вітчизняній правовій традиції і залишають достатньо простору для регуляторної свободи держави: 1) поняття легітимних очікувань повинно охоплювати не лише процедурні, але й матеріальні очікування, однак ці очікування не є однопорядковими. В межах процедурної функції таких очікувань держава зберігає свободу визначати матеріальний зміст свого регуляторного режиму. Захист матеріальних очікувань несе значно більшу потенційну загрозу регуляторній свободі держави, що виправдовує висунення жорсткіших вимог до

них; 2) легітимними слід вважати лише *розумні (reasonable)* очікування інвестора, що включає як об'єктивну, так і суб'єктивну вимоги; 3) об'єктивна розумність очікувань повинна визначатися на основі *аналізу пропорційності*; 4) при здійсненні аналізу пропорційності до уваги повинна братися економічна ефективність державного регулювання, тобто, інвесторам не повинен надаватися правовий захист від регуляторних змін, спрямованих на підвищення ефективності; 5) суб'єктивна розумність очікувань вимагає виявлення інвесторами *належної обачливості* в оцінці конкретних ризиків, пов'язаних з їхніми інвестиціями.

Поняття *інвестиційного спору* можна використовувати у найширшому розумінні для позначення будь-яких спорів, пов'язаних з інвестиційною діяльністю як іноземних, так і національних інвесторів, якщо наявні такі ознаки: а) правовий характер спору; б) сторона спору – інвестор або реципієнт інвестицій; в) предмет спору – вимога про захист права або законного інтересу, що прямо стосується конкретної інвестиції. Разом з тим, «інвестиційні спори» у так званому вузькому розумінні, тобто, спори між іноземними інвесторами та приймаючими державами, потребують окремого дослідження з огляду на те, що процедура (*інвестиційний арбітраж*) і результати їх вирішення справляють специфічний вплив на національний правопорядок приймаючої країни.

Проблеми системи інвестиційного арбітражу за значущістю ранжовано на *основні* (загроза регуляторній свободі приймаючих держав; вилучення інвестиційних спорів з компетенції національних судів; сумніви щодо легітимності інвестиційного арбітражу) та *другорядні* (непрозорість; «дорожнеча» вирішення спору; довга тривалість вирішення спору; розрив господарських зв'язків між сторонами; загроза необґрунтованих і недобросовісних позовів; зацикленість на компенсації як способі захисту). Основними напрямками вирішення цих проблем, у яких повинен бути реалізований потенціал господарсько-правової науки є: 1) розвиток доктрини інвестиційного права; 2) розвиток альтернативних способів врегулювання інвестиційних спорів (засоби альтернативного вирішення спорів та засоби запобігання спорам).

## СПИСОК ВИКОРИСТАНИХ ДЖЕРЕЛ

1. Адміністративне право України: Підручник / Ю.П. Битяк, В.М. Гаращук, О.В. Дьяченко та ін.; за ред. Ю.П. Битяка. – К.: Юрінком Інтер, 2007. – 544 с.
2. Акерлоф Дж. Рынок «лимонов»: неопределённость качества и ценовой механизм / Дж. Акерлоф // THESIS. – 1994. – Вып. 5. – С. 91–104.
3. Актуальні проблеми господарського права: Навч. посібник / за ред. В.С. Щербини. – К.: Юрінком Інтер, 2012. – 528 с.
4. Алексеев С.С. Структура советского права / С.С. Алексеев. – М.: Юрид. лит., 1975. – 258 с.
5. Аномалії в цивільному праві України: Навч.-практ. посібник / відп. ред. Р.А. Майданик. – К.: Юстініан, 2007. – 912 с.
6. Антипова О.М. Правовое регулирование инвестиционной деятельности (анализ теоретических и практических проблем) / О.М. Антипова. – М: Волтерс Клувер, 2007. – 248 с.
7. Асосков А.В. Правовые формы участия юридических лиц в международном коммерческом обороте / А.В. Асосков. – М.: Статут, 2003. – 219 с.
8. Атаманова Ю.Є. Господарсько-правове забезпечення інноваційної політики держави: Монографія / Ю.Є. Атаманова. – Х.: Видавництво «ФІНН», 2008. – 424 с.
9. Атаманова Ю.Є. До питання про правові режими інноваційної діяльності в Україні / Ю.Є. Атаманова // Право України. – 2010. – № 8. – С. 72–79.
10. Аузан А.А. Институциональная экономика: Учебник / А.А. Аузан. – М.: Инфра-М, 2005. – 415 с.
11. Беляневич О.А. Господарське договірне право України (теоретичні аспекти): Монографія / О.А. Беляневич. – К.: Юрінком Інтер, 2006. – 592 с.
12. Бланк И.А. Инвестиционный менеджмент: Учебный курс / И.А. Бланк. – К.: Эльга-Н, Ника-Центр, 2001. – 448 с.
13. Богатырев А.Г. Инвестиционное право / А.Г. Богатырев. – М.: Российское право, 1992. – 271 с.

14. Богуславский М.М. Международное частное право / М.М. Богуславский. – М.: Юристъ, 2005. – 604 с.

15. Борщевський В.В. Перспективи функціонування вільних (спеціальних) економічних зон у контексті розвитку українсько-польського співробітництва / В.В. Борщевський, В.В. Засадко // Стратегічні пріоритети. – 2008. – № 4. – С. 201–206.

16. Бринцев О. До питання про право іноземного інвестора на гарантії від зміни законодавства / О. Бринцев // Підприємництво, господарство і право. – 2000. – № 8. – С. 19–22.

17. Буткевич О.В. Правове регулювання господарської діяльності в спеціальних (вільних) економічних зонах України: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / О.В. Буткевич. – К., 2004. – 15 с.

18. Вдовин И.А. Механизм правового регулирования инвестиционной деятельности (исторический и теоретико-правовой анализ): Дисс. ...докт. юрид. наук: 12.00.01 / И.А. Вдовин. – СПб., 2002. – 388 с.

19. Ведута Е.Н. Стратегия и экономическая политика государства / Е.Н. Ведута. – М.: Академический проспект, 2004. – 456 с.

20. Виноградова А.В. Проблемы реализации гарантий для иностранных инвесторов в случае изменения законодательства Украины / А.В. Виноградова // Підприємництво, господарство і право. – 2001. – № 2. – С.14–16.

21. Виноградова Г.В. Міжнародне приватно-правове регулювання іноземного інвестування в позиковій формі в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Г.В. Виноградова. – К., 2002. – 17 с.

22. Вінник О.М. Інвестиційне право: Навч. посібник / О.М. Вінник. – К., Правова єдність, 2009. – 616 с.

23. Вінник О.М. Інвестиційні послуги: вдосконалення правового регулювання з урахуванням досвіду ЄС / О.М. Вінник. – Юридична Україна. – 2007.- № 5. – С. 69–75.

24. Вінник О.М. Публічні та приватні інтереси в господарських товариствах: проблеми правового забезпечення: Монографія. – К.: Атіка, 2003. – 352 с.

25. Вінник О.М. Суб'єкти організаційно-господарських повноважень як організатори господарського життя: Вступна стаття / О.М. Вінник // В кн.: Кравець І.М. Правове становище суб'єктів

організаційно-господарських повноважень: Монографія / І.М. Кравець. – К.: Юрінком Інтер, 2010. – С. 5–19.

26. Віхров О.П. Організаційно-господарські відносини як предмет правового регулювання / О.П. Віхров // Право України. – 2010. – № 8. – С. 57–63.

27. Віхров О.П. Організаційно-господарські правовідносини: Монографія / О.П. Віхров. – К.: Видавничий дім «Слово», 2008. – 512 с.

28. Вознесенская Н.Н. Иностранные инвестиции и смешанные предприятия в странах Африки / Н.Н. Вознесенская. – М.: Наука, 1975. – 186 с.

29. Вознесенская Н.Н. Иностранные инвестиции: Россия и мировой опыт (сравнительно-правовой комментарий) / Н.Н. Вознесенская. – М.: Юридическая фирма «Контракт», «Инфра-М», 2001. – 220 с.

30. Вопленко Н.Н. Правовые дефиниции в современном российском законодательстве / Н.Н. Вопленко, Н.Л. Давыдова // Вестник Нижегородского государственного университета. – 2001. – № 1. – С. 64–71.

31. Гарашук В.М. Теоретико-правові проблеми контролю та нагляду у державному управлінні: Автореф. дис... докт. юрид. наук: 12.00.07 / В.М. Гарашук. – Х., 2003. – 35 с.

32. Геєць В. Спеціальні економічні зони: «чорні діри» чи точки економічного зростання? / В. Геєць, В. Семиноженко // Дзеркало тижня. – 2006. – № 44. – С. 63–66.

33. Генеральна угода з тарифів і торгівлі (ГАТТ 1947) від 30 жовтня 1947 р. // Офіційний вісник України. – 2010. – № 84. – Ст. 2989.

34. Генеральна угода про торгівлю послугами // Офіційний вісник України. – 2010. – № 84. – Ст. 2989.

35. Гогвуд Б. Аналіз політики для реального світу / Б. Гогвуд, Л. Ган. – К.: Основи, 2004. – 396 с.

36. Господарське право: Практикум / В.С. Щербина, Г.В. Пронська, О.М. Вінник та ін.; за заг. ред. В.С. Щербини. – К.: Юрінком Інтер, 2001. – 320 с.

37. Господарський кодекс України від 16 січня 2003 р. № 436-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 18, № 19–20, № 21–22. – Ст. 144.



38. Гушин В.В. Инвестиционное право: Учебник / В.В. Гушин, А.А. Овчинников. – М.: Эксмо, 2006. – 688 с.

39. Де Сото Е. Загадка капіталу. Чому капіталізм перемагає на Заході і ніде більше / Е. де Сото. – К.: Ніка-Центр, 2009 р. – 232 с.

40. Дейвис Г. Право внутреннего рынка Европейского Союза: Учеб. пособие / Г. Дейвис. – К.: Знання-Прес, 2004. – 422 с.

41. Державна цільова програма енергоефективності і розвитку сфери виробництва енергоносіїв з відновлюваних джерел енергії та альтернативних видів палива на 2010–2015 роки: затверджена постановою Кабінету Міністрів України від 1 березня 2010 р. № 243 // Офіційний вісник України. – 2010. – № 16. – Ст. 762.

42. Держінвестпроект розпочав підготовку Інвестиційного кодексу України [Електронний ресурс] / Прес-служба Державного агентства з інвестицій та управління національними проектами України. – Режим доступу: [http://www.kmu.gov.ua/.../article?art\\_id=245112953&cat\\_id=244277212](http://www.kmu.gov.ua/.../article?art_id=245112953&cat_id=244277212).

43. Держпідтримка ДТЕК ставить під загрозу розвиток в Україні альтернативної енергетики [Електронний ресурс] // Дзеркало тижня. – 2012. – 18 липня. – Режим доступу: [http://news.dt.ua/.../derzhpidtrimka\\_dtek\\_stavit\\_pid\\_zagrozu\\_rozvitok\\_v\\_ukrayini\\_alternativnoyi\\_energetiki-105583.html](http://news.dt.ua/.../derzhpidtrimka_dtek_stavit_pid_zagrozu_rozvitok_v_ukrayini_alternativnoyi_energetiki-105583.html).

44. Джузь В.В. Методологічні питання дослідження господарського права / В.В. Джузь // Вісник Академії правових наук України. – 2010. – № 1. – С. 154–168.

45. Динаміка платіжного балансу (з 1998 р.): Річні дані (стандартна форма представлення) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.bank.gov.ua/.../category?cat\\_id=44464](http://www.bank.gov.ua/.../category?cat_id=44464).

46. Договір між Україною та Сполученими Штатами Америки про заохочення та взаємний захист інвестицій від 4 березня 1994 р. // Офіційний вісник України. – 2010. – № 15. – Ст. 716.

47. Договірне право України. Загальна частина: Навч. посібник / Т.В. Боднар, О.В. Дзера, Н.С. Кузнецова та ін.; за ред. О.В. Дзери. – К.: Юрінком Інтер, 2008. – 896 с.

48. Доронина Н.Г. Регулирование инвестиций как форма защиты экономических интересов государства / Н.Г. Доронина, Н.Г. Семилотина // Журнал российского права. – 2005. – № 9. – С. 66–78.

49. Жилинский С.С. Понятие «инвестиции» в современном российском законодательстве / С.С. Жилинский // Законодательство. – 2005. – № 3. – С. 69–74.

50. Жилинский С.С. Финансово-правовое регулирование инвестиционных отношений в Российской Федерации: Дисс... канд. юрид. наук: 12.00.14 / С.С. Жилинский. – М., 2006. – 198 с.

51. Загальні умови надання позик Міжнародного банку з реконструкції та розвитку від 1 липня 2005 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon1.rada.gov.ua/.../996\\_065](http://zakon1.rada.gov.ua/.../996_065).

52. Задохайло Д.В. Господарсько-правове забезпечення економічної політики держави: Монографія / Д.В. Задохайло. – Х.: Юрайт, 2012. – 476 с.

53. Задохайло Д.В. Держава та економічне ринкове середовище: господарсько-правовий контекст / Д.В. Задохайло // Вісник Академії правових наук України. – 2005. – № 3. – С. 149–161.

54. Задохайло Д.В. Державне регулювання ринкових відносин як актуальна юридична проблема / Д.В. Задохайло // Українське комерційне право. – 2005. – № 6. – С. 19–28.

55. Задохайло Д.В. Мобілізаційна стратегія економічного розвитку в контексті правового господарського порядку: постановка питання / Д.В. Задохайло // Вісник Академії правових наук України. – 2007. – № 1. – С. 158–168.

56. Задохайло Д.В. Инвестиционное право Украины. Сборник нормативно-правовых актов с комментариями / Д.В. Задохайло. – Х., 2002. – 752 с.

57. Зельдина Е.Р. Специальный режим хозяйствования: теоретические вопросы и направления модернизации: Монография / Е.Р. Зельдина. – Донецк: ИЭПИ НАН Украины, ООО «Юго-Восток, Лтд», 2007. – 327 с.

58. Злакоман І.М. Господарсько-правові засоби та форми вирішення інвестиційних спорів: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / І.М. Злакоман. – Одеса, 2011. – 19 с.

59. Знаменский Г.Л. Хозяйственный механизм и право / Г.Л. Знаменский. – К.: Наукова думка, 1988. – 160 с.

60. Игонина Л.Л. Инвестиции: Учеб. пособие / Л.Л. Игонина. – М.: Экономистъ, 2005. – 478 с.

61. Инвестиции: Учебник / под ред. В.В. Ковалева, В.В. Иванова, В.А. Лялина. – М.: ООО «ТК Велби», 2003. – 440 с.
62. Инвестиционный кодекс Республики Беларусь от 22 июня 2001 г. // Национальный реестр правовых актов Республики Беларусь, 9 июля 2001 г., № 62, рег. № 2/780 от 26 июня 2001 г.
63. Иоффе О.С. Спорные вопросы учения о правоотношении / В кн.: Иоффе О.С. Избранные труды по гражданскому праву: Из истории цивилистической мысли. Гражданское правоотношение. Критика теории хозяйственного права / О.С. Иоффе. – М.: Статут, 2000. – С. 649–695.
64. Інвестиційна реформа: Концепція. Розглянута за участі Президента України 6 квітня 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://www.ukrproject.gov.ua/.../Invest\\_Reforma\\_UKR.pdf](http://www.ukrproject.gov.ua/.../Invest_Reforma_UKR.pdf). – 52 с.
65. Інвестиційне законодавство України: стан, проблеми, перспективи: роз'яснення Міністерства юстиції України від 8 травня 2012 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/.../n0015323-12>.
66. Индекс інвестиційної привабливості ЄБА: 1 квартал 2012 р. [Електронний ресурс] / Європейська бізнес асоціація. – Режим доступу: <http://www.eba.com.ua/.../investment-index>.
67. Кармазіна М. «Інститут» та «інституція»: проблема розрізнення понять / М. Кармазіна, О. Шурбована. – Політичний менеджмент. – 2006. – № 4. – С. 10–19.
68. Карро Д. Международное экономическое право: Учебник / Д. Карро, П. Жюйар. – М.: Международные отношения, 2001. – 608 с.
69. Кафарський В.В. Інвестиційні договори в Україні: поняття, види, зміст, правове регулювання: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / В.В. Кафарський. – К., 2006. – 20 с.
70. Кейнс Дж. Общая теория занятости, процента и денег / Дж. Кейнс. – М., 1999. – 352 с.
71. Кибенко Е.Р. Особенности правового регулирования иностранных инвестиций в Украине (международно-частно-правовой аспект): Дисс... канд. юрид. наук: 12.00.03 / Е.Р. Кибенко – Х., 1998. – 192 л.
72. Кібенко О.Р. Європейське корпоративне право на етапі фундаментальної реформи: перспективи використання європейського

законодавчого досвіду у правовому полі України / О.Р. Кібенко. – Х.: Страйд, 2005. – 432 с.

73. Кібенко О.Р. Інвестиційна діяльність: визначення, суб'єкти, класифікація та співвідношення з підприємницькою діяльністю / О.Р. Кібенко // Вісник університету внутрішніх справ. – 1999. – № 6. – С. 220–222.

74. Кодекс адміністративного судочинства України від 6 липня 2005 р. № 2747-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 35–36, № 37. – Ст. 446.

75. Коммерческое право. Часть II. / под ред. В.Ф. Попондопуло, В.Ф. Яковлевой. – СПб., С.-Петербургский университет, 1998. – 518 с.

76. Конвенція про порядок вирішення інвестиційних спорів між державами та іноземними особами від 18 травня 1965 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon1.rada.gov.ua/.../995\\_060](http://zakon1.rada.gov.ua/.../995_060).

77. Конвенція Ради Європи про захист прав людини та основоположних свобод від 4 листопада 1950 р. // Офіційний вісник України. – 1998. – № 13. – Стор. 270.

78. Конституція України від 28 червня 1996 р. // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 30. – Ст. 141.

79. Концепція Державної цільової програми розвитку інвестиційної діяльності на 2011–2015 роки, схвалена розпорядженням Кабінету Міністрів України від 29 вересня 2010 р. № 1900-р. // Офіційний вісник України. – 2010. – № 75. – Ст. 2674.

80. Концепція побудови банківської і грошово-кредитної статистики та статистики платіжного балансу: постанова Правління Національного банку України від 20 травня 1994 р. № 101 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/.../va101500-94>.

81. Корецкий В.М. Избранные труды: Т.1 / В.М. Корецкий. – К., 1989. – 340 с.

82. Коссак В.М. Правові засади іноземного інвестування в Україні / В.М. Коссак. – Львів: Центр Європи, 1999. – 239 с.

83. Коуз Р. Фирма, рынок и право / Р. Коуз. – М.: Новое издательство, 2007. – 224 с.

84. Кравець І.М. Правове становище суб'єктів організаційно-господарських повноважень: Монографія / І.М. Кравець. – К.: Юрінком Інтер, 2010. – 240 с.

85. Кравцов Д.В. Фінансово-правове регулювання інвестиційної діяльності в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Д.В. Кравцов. – Одеса, 2005. – 19 с.

86. Крамар Т. Агент без якості / Т. Крамар // Юридична газета. – 2006. – № 10 (31 травня). – С. 9

87. Крупа Л. К вопросу о юридическом содержании понятия «специальный правовой режим» / Л. Крупа // Підприємництво, господарство і право. – 2001. – № 2. – С. 10–13.

88. Крупко С.И. Инвестиционные споры между государством и иностранным инвестором: Учебно-практическое пособие / С.И. Крупко. – М.: БЕК, 2002. – 272 с.

89. Крупко С.И. Инвестиционные соглашения и споры между государством и частным иностранным инвестором / С.И. Крупко // Хозяйство и право. – 2001. – Приложение к № 5. – С. 3–54.

90. Кудрявцева В.В. Кодифікація інвестиційного законодавства України: Дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.В. Кудрявцева. – Х., 2010. – 228 с.

91. Кудрявцева В.В. Проект Інвестиційного кодексу України: місце в системі господарського законодавства / В.В. Кудрявцева // Підприємництво, господарство і право. – 2005. – № 6. – С. 81–84.

92. Кузнецова Н.С. Подрядные договоры в инвестиционной деятельности в строительстве / Н.С. Кузнецова. – К.: Наукова думка, 1993. – 160 с.

93. Кузьмін О.Є. Регулювання інвестиційної діяльності в Україні / О.Є. Кузьмін, С.В. Князь // Фінанси України – 2002. – № 3. – С. 97–107.

94. Кулагин М.И. Правовая природа инвестиционных соглашений, заключенных развивающимися странами / М.И. Кулагин // Политические и правовые системы стран Азии, Африки и Латинской Америки. – М., 1975. – С. 40–53.

95. Куликов В.В. Нынешняя модель глобализации и Россия / В.В. Куликов // Российский экономический журнал. – 2002. – № 10. – С. 65–71.

96. Курс экономической теории: Учебник / под ред. М.Н. Чепурина и Е.А. Киселевой. – Киров: «АСА», 2006. – 832 с.

97. Кухар В.І. Господарсько-правове забезпечення державної інвестиційної політики в Україні: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.І. Кухар. – Х., 2008. – 20 с.

98. Кучеренко І.М. До питання про гарантування фінансовими установами інтересів інвесторів у житловому будівництві / І.М. Кучеренко // Університетські наукові записки. – 2006. – № 2. – С. 102–106.

99. Лабин Д.К. Международное право по защите и поощрению иностранных инвестиций / Д.К. Лабин. – М.: Волтерс Клувер, 2008. – 315 с.

100. Лаптев В.В. Предмет и система хозяйственного права / В.В. Лаптев. – М.: Юридическая литература, 1969. – 175 с.

101. Лисица В.Н. Виды инвестиций в международном и российском праве [Электронный ресурс] / В.Н. Лисица // Недвижимость и инвестиции. Правовое регулирование. – 2006. – № 3(2). – Режим доступа: [http://www.dpr.ru/.../journal\\_29\\_23.htm](http://www.dpr.ru/.../journal_29_23.htm).

102. Лічак Д.В. Господарсько-правове забезпечення прямої державної підтримки суб'єктів господарювання: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Д.В. Лічак. – Одеса, 2011. – 21 с.

103. Лукашук И.И. Взаимодействие международного и внутригосударственного права в условиях глобализации / И.И. Лукашук // Журнал российского права. – 2002. – № 3. – С. 115–128.

104. Лунц Л.А. Курс международного частного права: Международное частное право: Особенная часть. В 3-х томах / Л.А. Лунц. – М.: Юрид. лит., 1975. – 504 с.

105. Маккноннел К.Р. Экономикс: принципы, проблемы и политика / К.Р. Маккноннел, С.Л. Брю. – М.: ИНФРА-М, 2007. – 940 с.

106. Малько А. Правовые стимулы и ограничения: двоичность информации как метод анализа / А. Малько // Общественные науки и современность. – 1994. – № 5. – С. 67–76.

107. Мамутов В.К. Загальні проблеми науки господарського права на стику ХХ та ХХІ століть / В.К. Мамутов // Право України. – 2010. – № 8. – С. 4–11.

108. Мамутов В.К. Развитие законодательства о специальном режиме хозяйствования / В.К. Мамутов, Е.Р. Зельдина // Підприємництво, господарство і право. – 2001. – № 1. – С. 9–12.

109. Мамутов В.К. Экономика и право. Сб.науч. тр. / В.К. Мамутов. – К.: Юринком Интер, 2003. – 544 с.

110. Мартемьянов В.С. Хозяйственное право. Том 1. Общие положения. Курс лекций / В.С. Мартемьянов. – М.: Издательство БЕК, 1994. – 312 с.

111. Мащенко М.В. Господарська діяльність з управління майном: поняття, суб'єкти, види (господарсько-правовий аспект): Автореф. дис... канд. юридичних наук: 12.00.04 / М.В. Мащенко. – К., 2007. – 19 с.

112. Мельник В.В. Міжнародна інвестиційна діяльність: Навчальний посібник / В.В. Мельник, В.В. Козюк. – Тернопіль, Картбланш, 2003. – 249 с.

113. Митний кодекс України від 13 березня 2012 р. № 4495-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2012. – № 44–45, № 46–47. – Ст. 552

114. Міжнародна конвенція про спрощення і гармонізацію митних процедур (Кіотська конвенція) від 18 травня 1973 р. / Рада митного співробітництва // Офіційний вісник України. – 2011. – № 71. – Ст. 2711.

115. Мозолин В.П. О гражданско-процессуальном правоотношении / В.П. Мозолин // Советское государство и право. – 1955. – № 6. – С. 50–57.

116. Мозолин В.П. Право США и экспансия американских корпораций / В.П. Мозолин. – М.: Изд-во Моск.ун-та, 1974. – 284 с.

117. Моисеева М. Какие компании и почему судятся с Украиной [Электронный ресурс] / М. Моисеева // Инвестгазета. – 2011. – № 10. – Режим доступа: <http://www.investgazeta.net/.../kakie-kompanii-i-pochemu-s-ukrainoj-160900/>

118. Музиченко А.С. Державне регулювання інвестиційної діяльності / А.С. Музиченко. – К.: Наук. світ, 2001. – 345 с.

119. Муравьев Б.В. Инвестиционные обязательства в строительстве / Б.В. Муравьев // Юрист. – 2001. – № 2. – С. 38–48.

120. Найт Ф.Х. Риск, неопределённость и прибыль / Ф.Х. Найт. – М.: Дело, 2003. – 360 с.

121. Некрасова Т.В. Надання державою допомоги суб'єктам господарювання: сучасний стан і перспективи правового регулювання / Т.В. Некрасова. – Донецьк: Вид-во «Ноулідж», 2010. – 216 с.

122. Нешатаева Т.Н. Иностранные инвестиции в Российской Федерации: правовое регулирование и судебная практика / Т.Н. Нешатаева // Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации: Специальное приложение к № 7: Июль 2001 года. Защита иностранных инвестиций в Российской Федерации (документы и комментарии). – М.: ЮРИТ-Вестник, 2001. – С. 28–44.

123. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики / Д. Норт. – М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997. – 180 с.

124. О содействии и гарантиях инвестиционной деятельности: Закон Грузии от 12 ноября 1996 г. № 473-Іс // Ведомости Парламента Грузии. – 1997. – № 29–30.5.

125. Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений: Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ // Собрание законодательства Российской Федерации. – 2000. – № 2. – Ст. 143.

126. Об инвестиционной деятельности в РСФСР: Закон РСФСР от 26 июня 1991 г. № 1488-1 // Ведомости СНД и ВС РСФСР. – 1991. – № 21. – Ст. 1005.

127. Об инвестициях в предпринимательскую деятельность: Закон Республики Молдова от 18 марта 2004 г. № 81-XV // Monitorul Oficial. – 2004. – № 64–66. – Ч.І. – Ст. 344.

128. Об инвестициях: Закон Республики Казахстан от 8 января 2003 г. № 373-ІІ // Ведомости Парламента Республики Казахстан. – 2003. – № 1–2. – Ст. 4.

129. Одинцова М.И. Институциональная экономика / М.И. Одинцова. – М.: ГУ ВШЭ, 2007. – 386 с.

130. Одинцова М.И. Экономика права: Учеб. пособие / М.И. Одинцова. – М.: ГУ ВШЭ, 2007. – 290 с.

131. Омельченко А.В. Инвестиційне право. – К.: Атіка, 1999 / А.В. Омельченко. – 176 с.

132. Оновлення Енергетичної стратегії України на період до 2030 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.mre.kmu.gov.ua/.../document?id=222032>

133. Основи міжнародної торгівлі: Навч. посібник / за ред. Ю.Г. Козака, Н.С. Логвінової, К.І. Ржепіжевського. – К.: Центр навчальної літератури, 2005. – 656 с.



134. Основы законодательства об инвестиционной деятельности в СССР от 10 декабря 1990 г. № 1820-1 // Ведомости СНД и ВС СССР. – 1990. – № 51. – Ст. 1109.

135. Панова Л. Цінні папери: правова природа та класифікація / Л. Панова // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – № 8. – С. 47–49.

136. Парягина О.А. Проблемы структурирования права в аспекте его социализации / О.А. Парягина // Известия вузов: правоведение. – 2004. – № 6 (257). – С. 177–189 (цит. за: Беяневич О.А. Господарське договірне право України (теоретичні аспекти): Монографія / О.А. Беяневич. – К.: Юрінком Інтер, 2006. – С. 83).

137. Перспективы развития гражданского законодательства в России: планы и современные реалии: Интернет-интервью с Е.А. Сухановым [Электронный ресурс]. – Режим доступа: <http://www.consultant.ru/.../sukhanov.html>

138. Петровська-Караченцева Л. Договори з акціонерами та емітентом при придбанні акцій як спосіб запобігання ризикам / Л. Петровська-Караченцева // Підприємництво, господарство і право. – 2008. – № 3. – С. 119–121.

139. Питання Державної інноваційної фінансово-кредитної установи: постанова Кабінету Міністрів України від 15 червня 2000 р. № 979 // Офіційний вісник України. – 2000. – № 25. – Ст. 1048.

140. Податковий кодекс України від 2 грудня 2010 р. № 2755-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 13, № 13–14, № 15–16, № 17. – Ст. 112.

141. Подцерковний О.П. Грошові зобов'язання господарського характеру: проблеми теорії і практики / О.П. Подцерковний. – К.: Юстиніан, 2006. – 424 с.

142. Подцерковний О.П. Грошові зобов'язання учасників господарських відносин: Автореф. дис... докт. юрид. наук: 12.00.04 / О.П. Подцерковний. – Донецьк, 2007. – 40 с.

143. Поєдинок В.В. До питання про інвестиційний договір як засіб саморегулювання інвестиційної діяльності // Приватне право і підприємництво. Вип.11, 2012. – С. 116–120.

144. Поєдинок В.В. Гарантії для інвесторів у разі примусових вилучень інвестицій / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2004. – № 2. – С. 236–244.

145. Поєдинок В.В. Гарантії стабільності режиму інвестиційної діяльності: теоретичний аспект / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2005. – № 4. – С. 145–151.

146. Поєдинок В.В. Державна інвестиційна політика: поняття, об'єкт, цілі, принципи / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2011. – № 89. – С. 34–37.

147. Поєдинок В.В. Деякі проблеми державної підтримки інвестиційної діяльності / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2010. – № 84. – С. 63–67.

148. Поєдинок В.В. Інвестиційний ризик як правове поняття / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2008. – № 6. – С. 72–79.

149. Поєдинок В.В. Інвестиція як правове поняття / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2009. – № 5. – С. 58–65.

150. Поєдинок В.В. Інституційне забезпечення сприяння інвестуванню / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2006. – № 6. – С. 145–151.

151. Поєдинок В.В. Класифікація інвестицій: критерії і методологічне значення / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2012. – № 94.

152. Поєдинок В.В. Місце інвестиційного права в системі права України / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2012. – № 3. – С. 98–105.

153. Поєдинок В.В. Моделі державної інвестиційної політики / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2012. – № 1. – С. 126–133.

154. Поєдинок В.В. Правова характеристика об'єкта інвестування / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2009. – № 6. – С. 93–100.

155. Поєдинок В.В. Правове становище інвестора як суб'єкта господарських відносин: Дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.В. Поєдинок. – К., 2004. – 243 с.

156. Поєдинок В.В. Правові проблеми розмежування прямих і портфельних інвестицій / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2010. – № 1. – С. 127–139.

157. Поєдинок В.В. Принцип недискримінації в угодах СОТ / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2007. – № 3. – С. 100–107.

158. Поєдинок В.В. Про систематизацію інвестиційного законодавства України / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2009. – № 80. – С. 27–30.

159. Поєдинок В.В. Проблеми вирішення спорів між іноземними інвесторами та приймаючими державами / В.В. Поєдинок // Вісник господарського судочинства. – 2012. – № 5. – С. 93–100.

160. Поєдинок В.В. Провали ринку як об'єктивні підстави державного регулювання інвестиційної діяльності / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2012. – № 90. – С. 35–38.

161. Поєдинок В.В. Система органів державного регулювання інвестиційної діяльності / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2012. – № 91. – С. 66–69.

162. Поєдинок В.В. Система правових режимів для іноземних інвесторів / В.В. Поєдинок // Вісник Київського національного університету імені Тараса Шевченка. Юридичні науки. – 2011. – № 88. – С. 36–40.

163. Поєдинок В.В. Стабілізаційні застереження як засіб інвестиційно-правового регулювання / В.В. Поєдинок // Юридична Україна. – 2012. – № 2. – С. 97–101.

164. Поєдинок В.В. Форми та засоби державного регулювання інвестиційної діяльності / В.В. Поєдинок // Приватне право і підприємництво. Вип.10, 2011. – С. 141–144.

165. Полатай В.Ю. Класифікація інвестицій: теоретичний та прикладний аспекти / В.Ю. Полатай // Предпринимательство, хозяйство и право. – 1999. – № 10. – С. 27–29.

166. Полатай В.Ю. Правове регулювання інвестиційної діяльності: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.Ю. Полатай. – Донецьк, 2000. – 18 с.

167. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 2 «Баланс» (Форма № 1): затверджене наказом Міністерства фінансів України від 31 березня 1999 р. № 87// Офіційний вісник України. – 1999. – № 25. – Стор. 335.

168. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 4 «Звіт про рух грошових коштів»: затверджене наказом Міністерства фінансів України від 31 березня 1999 р. № 87// Офіційний вісник України. – 1999. – № 25. – Стор. 349.

169. Положення (стандарт) бухгалтерського обліку 13 «Фінансові інструменти»: затверджене наказом Міністерства фінансів України від 30 листопада 2001 р. № 559// Офіційний вісник України. – 2001. – № 52. – Ст. 2386.

170. Постанова Вищого господарського суду України від 7 листопада 2007 р. № 44/291пн [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/.../1135035>.

171. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до статті 7 Декрету Кабінету Міністрів України «Про систему валютного регулювання і валютного контролю» (щодо розширення сфери використання валюти України) [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4\\_1?id=&pf3511=41857](http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4_1?id=&pf3511=41857).

172. Пояснювальна записка до проекту Закону України «Про внесення змін до ст. 397 Господарського кодексу України (щодо гарантій здійснення іноземних інвестицій)» [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4\\_1?pf3511=41210](http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4_1?pf3511=41210).

173. Правовое регулирование хозяйственных отношений: Библиографический справочник (начало 70-х годов – конец 2008 г.) / сост. А.Г. Бобкова. – Харьков: Издатель ФЛ-П Вапнярчук Н.Н., 2009. – 654 с.

174. Правовые основы государственной поддержки бизнеса: Монография / отв. ред. Г.Л. Знаменский; НАН Украины, Ин-т экономико-правовых исследований. – Донецк: Юго-Восток, 2011. – 170 с.

175. Предпринимательское (хозяйственное) право: Учебник / под ред. В.В. Лаптева, С.С. Занковского. – М. : Волтерс Клувер, 2006. – 560 с.

176. Притика Ю.Д. Правове регулювання іноземних інвестицій в Україні: Навчальний посібник / Ю.Д. Притика. – К.: ТОВ «Юридичний світ», 2010. – 152 с.

177. Про акціонерні товариства: Закон України від 17 вересня 2008 р. № 514-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2008. – № 50–51. – Ст. 384.

178. Про Антимонопольний комітет України: Закон України від 26 листопада 1993 р. № 3659-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 50. – Ст. 472.

179. Про архітектурну діяльність: Закон України від 20 травня 1999 р. № 687-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 31. – Ст. 246.

180. Про банки і банківську діяльність: Закон України від 7 грудня 2000 р. № 2121-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 5–6. – Ст. 30.

181. Про бухгалтерський облік та фінансову звітність в Україні: Закон України від 16 липня 1999 р. № 996-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 40. – Ст. 365.

182. Про видавничу справу: Закон України від 5 червня 1997 р. № 318/97-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1997. – № 32. – Ст. 206.

183. Про відповідальність за правопорушення у сфері містобудівної діяльності: Закон України від 14 жовтня 1994 р. № 208/94-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1994. – № 46. – Ст. 411.

184. Про внесення змін до Закону України «Про Державний бюджет України на 2005 р.» та деяких інших законодавчих актів України: Закон України від 25 березня 2005 р. № 2505-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005 р. – № 17, № 18–19 – Ст. 267.

185. Про внесення змін до Закону України «Про інвестиційну діяльність»: Закон України від 22 грудня 2011 р. № 4218-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2012. – № 3. – Ст. 176.

186. Про врегулювання питань іноземного інвестування в Україну: постанова Правління Національного банку України від 10 серпня 2005 р. № 280 // Офіційний вісник України. – 2005. – № 35. – Ст. 2132.

187. Про Генеральну схему планування території України: Закон України від 7 лютого 2002 р. № 3059-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 30. – Ст. 204.

188. Про господарські товариства: Закон України від 19 вересня 1991 р. № 1576-XII // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 49. – Ст. 682.

189. Про Державне агентство з інвестицій та розвитку: постанова Кабінету Міністрів України від 17 травня 2010 р. № 356 // Офіційний вісник України. – 2010. – № 38. – Ст. 1280.

190. Про Державне агентство з інвестицій та управління національними проектами України: Указ Президента України від 12 травня 2011 р. № 583/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 39. – Ст. 1593.

191. Про державне регулювання ринку цінних паперів: Закон України від 30 жовтня 1996 р. № 448/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 51. – Ст. 292.

192. Про державно-приватне партнерство: Закон України від 1 липня 2010 р. № 2404-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 48. – Ст. 483.

193. Про деякі питання підвідомчості і підсудності справ господарським судам: постанова пленуму Вищого господарського суду України від 24 жовтня 2011 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/.../show?nreg=v0010600-11&find=1&text=%E0%E4%E5%B3%ED%B3%F1%F2%F0%E0%F2%E8%E2%ED#w14>

194. Про додаткові заходи щодо діяльності банків: постанова Правління Національного банку України від 11 жовтня 2008 р. № 319 // Податки та бухгалтерський облік. – 2008. – № 84. – Стор. 10.

195. Про додаткові заходи щодо збільшення надходжень інвестицій в економіку України: Указ Президента України від 22 лютого 2001 р. № 108/2001 // Офіційний вісник України. – 2001. – № 9. – Ст. 345.

196. Про дозвільну систему у сфері господарської діяльності: Закон України від 6 вересня 2005 р. № 2806-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2005. – № 48. – Ст. 483.

197. Про загальні засади створення і функціонування спеціальних (вільних) економічних зон: Закон України від 13 жовтня

1992 р. № 2673-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 50. – Ст. 676.

198. Про засади державної регуляторної політики: Закон України від 11 вересня 2003 р. № 1160-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 9. – Ст. 79.

199. Про затвердження Інструкції про порядок видачі індивідуальних ліцензій на здійснення інвестицій за кордон: постанова Правління Національного банку України від 16 березня 1999 р. № 122 // Офіційний вісник України. – 1999. – № 17. – Стор. 147.

200. Про затвердження Класифікатора іноземних валют: постанова Правління Національного банку України від 4 лютого 1998 р. № 34 // Офіційний вісник України. – 1998. – № 7. – Стор. 120.

201. Про затвердження Конституції Автономної Республіки Крим: Закон України від 23 грудня 1998 р. № 350-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 5–6. – Ст. 43.

202. Про затвердження Ліцензійних умов провадження професійної діяльності на фондовому ринку – діяльності з управління активами інституційних інвесторів (діяльності з управління активами): рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 26 травня 2006 р. № 341 // Офіційний вісник України. – 2006. – № 31. – Ст. 2258.

203. Про затвердження нормативно-правових актів Національного банку України: постанова Правління Національного банку України від 10 серпня 2005 р. № 281 // Офіційний вісник України. – 2005. – № 35. – Ст. 2133.

204. Про затвердження Положення про Агентство міжнародного співробітництва та інвестицій: постанова Кабінету Міністрів України від 19 січня 1994 р. № 16 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/..16-94-%D0%BF>.

205. Про затвердження Положення про Міністерство регіонального розвитку, будівництва та житлово-комунального господарства України: Указ Президента України від 31 травня 2011 р. № 633/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 41. – Ст. 1665.

206. Про затвердження Положення про проекти із пріоритетних напрямів соціально-економічного та культурного розвитку (національні проекти): постанова Кабінету Міністрів України від 8 грудня 2010 р. № 1255 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 3. – Ст. 176.

207. Про затвердження Порядку державного фінансування капітального будівництва: постанова Кабінету Міністрів України від 27 грудня 2001 р. № 1764 // Офіційний вісник України. – 2001. – № 52. – Ст. 2374.

208. Про затвердження Принципів корпоративного управління: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 11 грудня 2003 р. № 571 // Українська інвестиційна газета. – 2004. – № 4. – 27 січня.

209. Про затвердження Програми розвитку інвестиційної та інноваційної діяльності в Україні: постанова Кабінету Міністрів України від 2 лютого 2011 р. № 389 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 28. – Ст. 1173.

210. Про захист економічної конкуренції: Закон України від 11 січня 2001 р. № 2210-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 12. – Ст. 64.

211. Про заходи щодо запобігання непродуктивному відпливу капіталів за межі України: рішення Ради національної безпеки і оборони України від 16 лютого 2007 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/.../n0001525-07>.

212. Про зовнішньоекономічну діяльність: Закон України від 16 квітня 1991 р. № 959-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 29. – Ст. 377.

213. Про інвестиційну діяльність: Закон України від 18 вересня 1991 р. № 1560-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 47. – Ст. 646.

214. Про інноваційну діяльність: Закон України від 4 липня 2002 р. № 40-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 36. – Ст. 266.

215. Про іноземні інвестиції: Закон України від 12 березня 1992 р. № 2198-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 26. – Ст. 357.

216. Про інститути спільного інвестування: Закон України від 5 липня 2012 р. № 5080-17 // Відомості Верховної Ради України. – 2012. – № 63. – Ст. 2569.

217. Про інформаційні агентства: Закон України від 28 лютого 1995 р. № 74/95-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1995. – № 13. – Ст. 83.



218. Про іпотечне кредитування, операції з консолідованим іпотечним боргом та іпотечні сертифікати: Закон України від 19 червня 2003 р. № 979-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 1. – Ст. 1.

219. Про іпотечні облігації: Закон України від 22 грудня 2005 р. № 3273-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 16. – Ст. 134.

220. Про ліцензування певних видів господарської діяльності: Закон України від 1 червня 2000 р. № 1775-III // Відомості Верховної Ради України. – 2000. – № 20–21. – Ст. 190.

221. Про міжнародний комерційний арбітраж: Закон України від 24 лютого 1994 р. № 4002-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1994. – № 25. – Ст. 198.

222. Про Міністерство економічного розвитку та торгівлі України: Указ Президента України від 31 травня 2011 р. № 634/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 36. – Ст. 299.

223. Про місцеві державні адміністрації: Закон України від 9 квітня 1999 р. № 586-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 20–21. – Ст. 190.

224. Про Національний банк України: Закон України від 20 травня 1999 р. № 679-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 29. – Ст. 238.

225. Про Національну комісію з цінних паперів та фондового ринку: Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1063/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 94. – Ст. 3415.

226. Про Національну комісію, що здійснює державне регулювання у сфері ринків фінансових послуг: Указ Президента України від 23 листопада 2011 р. № 1070/2011 // Офіційний вісник України. – 2011. – № 94. – Ст. 3419.

227. Про недержавне пенсійне забезпечення: Закон України від 9 липня 2003 р. № 1057-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 47–48. – Ст. 372.

228. Про окремі питання діяльності банків: постанова Правління Національного банку України від 4 грудня 2008 р. № 413 // Податки та бухгалтерський облік. – 2008. – № 50. – Стор. 16.

229. Про оптимізацію системи органів центральної виконавчої влади: Указ Президента України від 9 грудня 2010 р. № 1085/2010 // Офіційний вісник України. – 2010. – № 94. – Ст. 3334.

230. Про основи містобудування: Закон України від 16 листопада 1992 р. № 2780-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 52. – Ст. 683.

231. Про основні засади державного нагляду (контролю) у сфері господарської діяльності: Закон України від 5 квітня 2007 р. № 877-V // Відомості Верховної Ради України. – 2007. – № 29. – Ст. 389.

232. Про оцінку майна, майнових прав та професійну оціночну діяльність в Україні: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2658-III // Відомості Верховної Ради України. – 2001. – № 47. – Ст. 251.

233. Про підготовку та реалізацію інвестиційних проектів за принципом «єдиного вікна»: Закон України від 21 жовтня 2010 р. № 2623-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 11 – Ст. 70.

234. Про підприємництво: Закон України від 7 лютого 1991 р. № 698-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1991. – № 14. – Ст. 168.

235. Про погодження Рекомендацій з найкращої практики корпоративного управління для акціонерних товариств України: рішення Державної комісії з цінних паперів та фондового ринку України від 2 червня 2002 р. № 190 // Українська інвестиційна газета. – 2002. – № 30. – 30 липня.

236. Про приватизацію невеликих державних підприємств (малу приватизацію): Закон України від 6 березня 1992 р. № 2171-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1992. – № 24. – Ст. 350.

237. Про прийняття за основу проекту Містобудівного кодексу України: постанова Верховної Ради України від 30 червня 2010 р. № 2376-VI [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon2.rada.gov.ua/.../2376-17>.

238. Про регулювання містобудівної діяльності: Закон України від 17 лютого 2011 р. № 3038-VI // Відомості Верховної Ради України. – 2011. – № 34. – Ст. 343.

239. Про режим іноземного інвестування: Закон України від 19 березня 1996 р. № 93/96-ВР // Відомості Верховної Ради України. – 1996. – № 19. – Ст. 80.

240. Про розгляд листа щодо коригування податкового кредиту шляхом зменшення його на суму, яка припадає на неамортизовану частину основних фондів: лист Державного комітету з регуляторної політики та підприємництва України від 15 серпня 2002 р. № 2-221/4468 // Дебет-Кредит. – 2002. – № 41.

241. Про систему валютного регулювання і валютного контролю: Декрет Кабінету Міністрів України від 19 лютого 1993 р. № 15–93 // Відомості Верховної Ради України. – 1993. – № 17. – Ст. 184.

242. Про складання платіжного балансу України: постанова Кабінету Міністрів України та Національного банку України від 17 березня 2000 р. № 517 // Офіційний вісник України. – 2000. – № 12. – Ст. 496.

243. Про спеціальний режим інноваційної діяльності технологічних парків: Закон України від 16 липня 1999 р. № 991-XIV // Відомості Верховної Ради України. – 1999. – № 40. – Ст. 363.

244. Про схвалення Концепції Державної цільової економічної програми модернізації ринків капіталу в Україні: розпорядження Кабінету Міністрів України від 8 листопада 2007 р. № 976-р // Офіційний вісник України. – 2007. – № 86. – Ст. 3173.

245. Про телебачення і радіомовлення: Закон України від 21 грудня 1993 р. № 3759-XII // Відомості Верховної Ради України. – 1994. – № 10. – Ст. 43.

246. Про телекомунікації: Закон України від 18 листопада 2003 р. № 1280-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2004. – № 12. – Ст. 155.

247. Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження: Закон України від 17 лютого 2000 р. № 1457-III // Відомості Верховної Ради України. – 2000. – № 12. – Ст. 97.

248. Про утворення ВАТ «Агентство з питань іноземних інвестицій»: розпорядження Кабінету Міністрів України від 29 квітня 2004 р. № 259-р [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/.../259-2004-%D1%80>.

249. Про утворення Державного агентства України з управління національними проектами: постанова Кабінету Міністрів України від 30 червня 2010 р. № 570 // Офіційний вісник України. – 2010. – № 52. – Ст. 1741.

250. Про утворення Національного агентства України з іноземних інвестицій та розвитку: постанова Кабінету Міністрів України від 28 січня 2009 р. № 48 // Офіційний вісник України. – 2009. – № 8. – Ст. 249.

251. Про утворення Українського центру сприяння іноземному інвестуванню: постанова Кабінету Міністрів України від 2 серпня 2005 р. № 666 // Офіційний вісник України. – 2005. – № 31. – Ст. 1865.

252. Про фінансові послуги та державне регулювання ринків фінансових послуг: Закон України від 12 липня 2001 р. № 2664-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 1. – Ст. 1.

253. Про фінансово-кредитні механізми і управління майном про будівництві житла і операціях з нерухомістю: Закон України від 19 березня 2003 р. № 978-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 52. – Ст. 377.

254. Про Фонд гарантування вкладів фізичних осіб: Закон України від 20 вересня 2001 р. № 2740-III // Відомості Верховної Ради України. – 2002. – № 5. – Ст. 30.

255. Про цінні папери та фондовий ринок: Закон України від 23 лютого 2006 р. № 3480-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2006. – № 31. – Ст. 268.

256. Проблемы теории государства и права: Учебное пособие / под ред. М.Н. Марченко. – М.: Юристъ, 2002. – 656 с.

257. Програма економічних реформ України на 2010–2014 роки «Заможне суспільство, конкурентоспроможна економіка, ефективна держава»: Програма Президента України від 2 червня 2010 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://zakon1.rada.gov.ua/.../d325760.pdf>. – 87 с.

258. Проект Інвестиційного кодексу України від 7 лютого 2002 р. № 9048 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4\\_1?id=&pf3511=11919](http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4_1?id=&pf3511=11919).

259. Проект Містобудівного кодексу України від 18 травня 2010 р. № 6400 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4\\_2?pf3516=6400&skl=7](http://w1.c1.rada.gov.ua/.../webproc4_2?pf3516=6400&skl=7).

260. Протокол до Конвенції про захист прав людини і основоположних свобод від 20 березня 1952 р. // Офіційний вісник України. – 2006. – № 32. – Ст. 2372.

261. Протокол про Статут Європейського інвестиційного банку від 25 березня 1957 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon1.rada.gov.ua/.../994\\_680](http://zakon1.rada.gov.ua/.../994_680).

262. Резнікова В.В. Правове регулювання посередництва у сфері господарювання (теоретичні аспекти) / Резнікова В.В. – Хмельницький, 2010. – 706 с.

263. Рішення Господарського суду Закарпатської області у справі № 10/64 від 28 жовтня 2008 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://www.reyestr.court.gov.ua/.../2283117>.

264. Рішення Конституційного Суду України від 9 лютого 1999 р. № 1-рп/99 у справі за конституційним зверненням Національного банку України щодо офіційного тлумачення положення частини першої статті 58 Конституції України (справа про зворотню дію в часі законів та інших нормативно-правових актів) // Офіційний вісник України. – 1999. – № 7. – Ст. 255.

265. Рішення Конституційного Суду України від 29 січня 2002 р. № 1-рп/2002 у справі за конституційним поданням Кабінету Міністрів України щодо офіційного тлумачення положень частини першої статті 5 Закону України «Про усунення дискримінації в оподаткуванні суб'єктів підприємницької діяльності, створених з використанням майна та коштів вітчизняного походження» та частини першої статті 19 Закону України «Про інвестиційну діяльність» (справа про оподаткування підприємств з іноземними інвестиціями) // Офіційний вісник України. – 2002. – № 22. – Ст. 1068.

266. Рішення у справі за конституційним поданням 50 народних депутатів України щодо офіційного тлумачення окремих положень частини першої статті 4 Цивільного процесуального кодексу України (справа про охоронюваний законом інтерес) від 1 грудня 2004 р. № 18-рп/2004 // Офіційний вісник України. – 2004. – № 50. – Ст. 3288.

267. Саниахметова Н.С. Поняття державного регулювання підприємництва / Н.С. Саниахметова // Українське комерційне право. – 2005. – № 6. – С. 10–17.

268. Сафонов М. Современные подходы к изучению международных отношений [Электронный ресурс] / М. Сафонов // Международные процессы. – 2003. – № 1. – Режим доступа: <http://www.intertrends.ru/.../006.htm>.

269. Семерак О.С. Цивільно-правові аспекти регулювання та взаємного захисту іноземних інвестицій на практиці України, Угорщини, Польщі та Словаччини: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / О.С. Семерак. – К., 1999. – 19 с.

270. Сергієнко В.В. Інвестиційне право: Конспект лекцій / В.В. Сергієнко, М.В. Грузд. – Х.: ХНЕУ, 2008. – 276 с.

271. Серебрякова Т.А. Регулирование инвестиционной деятельности: финансово-правовой аспект: Дисс... канд. юрид. наук: 12.00.07 / Т.А. Серебрякова. – Саратов, 2002. – 210 с.

272. Сеульська конвенція про заснування багатостороннього агентства з гарантій інвестицій від 11 жовтня 1985 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon2.rada.gov.ua/.../995\\_268](http://zakon2.rada.gov.ua/.../995_268).

273. Симсон О.Э. Инвестиционные и инновационные правоотношения: Перспективы развития публичной и частной сфер / О.Э. Симсон. – К.: Видавничий Дім «Ін Юре», 2005. – 416 с.

274. Система органів державного управління та регулювання в сфері підприємницької діяльності: Монографія / за ред. В.С. Щербини. – К.: НДІ приватного права і підприємництва НАПрН України, 2010. – 227 с.

275. Сімсон О.Е. Правові особливості договорів інвестиційного характеру: Автореф... дис. канд. юрид. наук: 12.00.03 / О.Е. Сімсон. – Х., 2001. – 20 с.

276. Смит А. Исследование о природе и причинах богатства народов / А. Смит. – М.: Изд-во социально-экономической литературы, 1962. – 654 с.

277. Сокол П.В. Инвестиционный договор в жилищном строительстве / П.В. Сокол. – М.: Ось-89, 2004. – 144 с.

278. Статті Угоди 1945 р. (Про Міжнародний банк реконструкції і розвитку) від 1 січня 1945 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon1.rada.gov.ua/.../996\\_028](http://zakon1.rada.gov.ua/.../996_028).

279. Статті Угоди Міжнародного валютного фонду від 22 липня 1944 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon.rada.gov.ua/.../main.cgi?nreg=995\\_921](http://zakon.rada.gov.ua/.../main.cgi?nreg=995_921).

280. Стойка В.М. Захист прав суб'єктів інвестиційної діяльності: Автореф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / В.М. Стойка. – Донецьк, 2003. – 19 с.

281. Сухий Р.М. Інвестиційні вкладні (депозитні) рахунки як засіб впливу Національного банку України на валютний оборот / Р.М. Сухий // Держава та регіони. Серія: Право. – 2011. – № 1. – С. 73–76.

282. Теньков С. Проблемні питання правового регулювання фінансування будівництва житла (огляд судової практики) / С. Теньков // Вісник господарського судочинства. – 2006. – № 2. – С. 177–179.

283. Теория государства и права: Курс лекций / под ред. Н.И. Матузова и А.В. Малько. – М.: Юристъ, 2001. – 776 с.

284. Тихомиров Ю.А. Публичное право: падения и взлеты / Ю.А. Тихомиров // Государство и право. – 1996. – № 1. – С. 3–11.

285. Тімуш І.С. Цивільно-правове регулювання ризикових (алеаторних) договорів: Ареф. дис... канд. юрид. наук: 12.00.03 / І.С. Тімуш. – К., 2004. – 18 с.

286. Ткаченко Ю.Г. Методологические вопросы теории правоотношений / Ю.Г. Ткаченко. – М., 1980. – 176 с.

287. Толстой Ю.К. К теории правоотношения / Ю.К. Толстой. – Л.: Издательство Ленинградского Университета, 1959. – 87 с.

288. Угода між Кабінетом Міністрів України та Урядом Йорданського Хашимітського Королівства про взаємне сприяння та захист інвестицій від 11 листопада 2005 р. // Офіційний вісник України. – 2007. – № 24. – Ст. 971.

289. Угода між Україною і Федеративною Республікою Німеччина про сприяння здійсненню і взаємний захист інвестицій від 15 лютого 1993 р. // Офіційний вісник України. – 2007. – № 96. – Ст. 3510.

290. Угода між Україною та Турецькою Республікою про взаємне сприяння та захист інвестицій від 27 листопада 1996 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon2.rada.gov.ua/.../792\\_734](http://zakon2.rada.gov.ua/.../792_734).

291. Угода між Україною та Швейцарською Конфедерацією про сприяння та взаємний захист інвестицій від 20 квітня 1995 р. // Офіційний вісник України. – 2010. – № 51. – Ст. 1729.

292. Угода між Урядом України та Урядом Держави Ізраїль про взаємне сприяння та захист інвестицій від 24 листопада 2010 р. // Офіційний вісник України. – 2011. – № 48. – Ст. 1952.

293. Угода про заснування Європейського банку реконструкції та розвитку від 29 травня 1990 р. [Електронний ресурс]. – Режим доступу: [http://zakon1.rada.gov.ua/.../995\\_062](http://zakon1.rada.gov.ua/.../995_062).

294. Угода про заснування Світової організації торгівлі від 15 квітня 1994 р. // Офіційний вісник України. – 2010. – № 48. – Ст. 1601.

295. Угода про партнерство і співробітництво між Україною і Європейськими співтовариствами та їх державами-членами від 14 червня 1994 р. // Офіційний вісник України. – 2006. – № 24. – Ст. 1794.

296. Угода про пов'язані з торгівлею інвестиційні заходи // Офіційний вісник України. – 2010. – № 84. – Ст. 2989.

297. Угода про субсидії і компенсаційні заходи // Офіційний вісник України. – 2010. – № 84. – Ст. 2989.

298. Ухвала Вищого адміністративного суду України від 24 листопада 2011 р. № К/9991/28249/11 [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <http://reyestr.court.gov.ua/.../20354741>.

299. Фархутдинов И.З. Инвестиционное право: Учеб.-практ. пособие / И.З. Фархутдинов, В.А. Трапезников. – М.: Волтерс Клувер, 2006. – 432 с.

300. Фархутдинов И.З. Международное инвестиционное право. Теория и практика применения / И.З. Фархутдинов. – М.: Волтерс-Клувер, 2005. – 432 с.

301. Федорчук Д.Э. Режим прямого иностранного инвестирования (сравнительно-правовое исследование): Дисс... канд. юрид. наук: 12.00.04 / Д.Э. Федорчук. – Донецк, 2003. – 229 л.

302. Фридмен М. Методология позитивной экономической науки / М. Фридмен // THESIS. – 1994. – Т. 2. – Вып. 4 – С. 20–52.

303. Халфина Р.О. Общее учение о правоотношении / Р.О. Халфина. – М.: Юридическая литература, 1974. – 340 с.



304. Хозяйственное право: Учебник / В.К. Мамутов, Г.Л. Знаменский, К.С. Хахулин и др; под ред. Мамутова В.К. – К.: Юринком Интер, 2002. – 897 с.

305. Хозяйственное процессуальное законодательство / сост. И.Г. Побирченко. – К.: Вища школа, 1976. – 256 с.

306. Цивільний кодекс України від 16 січня 2003 р. № 435-IV // Відомості Верховної Ради України. – 2003. – № 40–44. – Ст. 356.

307. Чернадчук В.Д. Основи інвестиційного права України: Навчальний посібник / В.Д. Чернадчук, В.В. Сухонос, Т.О. Чернадчук; за заг ред. В.Д. Чернадчука. – Суми: ВТД «Університетська книга»; К.: Видавничий дім «Княгиня Ольга», 2005. – 384 с.

308. Черненко О.А. Організаційно-правові форми державного господарювання: Дис... канд. юрид. наук: 12.00.04 / О.А. Черненко. – К., 2011. – 200 с.

309. Шаповалова О.В. Оновлення господарського законодавства у світлі вимог сталого розвитку: Монографія / О.В. Шаповалова. – Луганськ: Вид-во СНУ ім. В. Даля, 2004. – 240 с.

310. Шарп У. Інвестиции / У. Шарп, Г. Александер, Дж. Бэйли. – М.: ИНФРА-М, 2001. – 1028 с.

311. Шишка Р.Б. Инвестиционное право Украины: Учеб. пособие / Р.Б. Шишка. – Х.: Эспада, 2003. – 160 с.

312. Щербакова О. Валютна політика Національного банку України / О. Щербакова // Вісник Національного банку України. – 2007. – № 6. – С. 6–9.

313. Щербина В.С. Господарське право: Підручник / В.С. Щербина. – К.: Юрінком Інтер, 2012. – 640 с.

314. Щербина В.С. Поняття та зміст правового режиму майна суб'єктів господарювання / В.С. Щербина // Юридична Україна. – 2007. – № 1. – С. 70–78.

315. Щербина В.С. Державний нагляд (контроль) у сфері господарювання / В.С. Щербина // Юридична Україна. – 2009. – № 11. – С. 84–87.

316. Щодо роз'яснення особливостей дії окремих положень Правил торгівлі іноземною валютою та Положення про порядок іноземного інвестування в Україну: лист Національного банку України від 15 грудня 2005 р. № 13-124/6648 // Бухгалтерія: Право. Податки. Консультації. – 2006. – № 14. – С. 27.

317. Эбке В.Ф. Международное валютное право / В.Ф. Эбке. – М., 1997. – 336 с.

318. Юлдашев О.Х. Проблемы вдосконалення державної регуляторної політики в Україні: Монографія / О.Х. Юлдашев. – К.: МАУП, 2005. – 336 с.

319. Юридична енциклопедія: В 6 т./ редкол.: Ю.С. Шемшученко (голова редкол.) та ін. – К.: Укр.енцикл., 1998. Т. 2: А – Г. – 1998. – 672 с.

320. Accounting for Government Grants and Disclosure of Government Assistance: International Accounting Standard 20 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://ec.europa.eu/.../ias20\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/.../ias20_en.pdf).

321. Admission and Establishment / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2002. – 69 p.

322. Alesina A. Regulation and Investment [Electronic resource] / A. Alesina, S. Ardagna, G. Nicoletti, F. Schiantarelli; NBER working paper No.9560, 2003. – Mode of access: [www.nber.org/.../w9560.pdf](http://www.nber.org/.../w9560.pdf). – 32 p.

323. Alpharma Inc. v. Council of the European Union: Judgment of the Court of First Instance (Third Chamber) of 11 September 2002 in Case T-70/99 // European Court reports 2002 P. II-03495.

324. APEC Non-binding Investment Principles [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.apec.org/.../965E37FDA6D848B4A0350D68D2A4BE1C.ashx>.

325. Application of Articles 92 and 93 [now 87 and 88] of the EEC Treaty to Public Authorities' Holdings: The Commission Position // Bulletin EC 9-1984.

326. Arrunada B. Pitfalls to Avoid when Measuring Institutions: Is Doing Business Damaging Business? [Electronic resource] / B. Arrunada // Journal of Comparative Economics. – 2007. – No.35(4). – P. 729–747. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=997225>. – 24 p.

327. Atlanta AG v. European Community: Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 14 October 1999 in Case C-104/ 97 P // European Court reports 1999 P. I-06983.

328. Australian Government Introduction to Cost-Benefit Analysis and Alternative Evaluation Methodologies and Handbook of Cost-

Benefit Analysis: Finance Circular 2006/01 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.finance.gov.au/.../01.html>.

329. Ayres I. Responsive Regulation: Transcending the Deregulation Debate / I. Ayres, J. Braithwaite. – NY: Oxford University Press USA, 1992. – 206 p.

330. Balance of Payments and International Investment Position Manual, 6<sup>th</sup> ed. / International Monetary Fund. – Washington, D.C.: International Monetary Fund, 2009. – 371 p.

331. Balance of Payments Manual, 5<sup>th</sup> ed. [Electronic resource] / International Monetary Fund. – Mode of access: <http://www.imf.org/.../bopman.pdf>. – 188 p.

332. Banerji A. WTO Rules on Investment: Futility Manifold [Electronic resource] / A. Banerji, T. Jain // Journal of International Business Research. – 2007. – Vol. 6. – No.2. – P. 69–96. – Mode of access: [http://papers.ssrn.com/.../papers.cfm?abstract\\_id=1087334](http://papers.ssrn.com/.../papers.cfm?abstract_id=1087334). – 46 p.

333. Barnard C. Market Access and Regulatory Competition [Electronic resource] / C. Barnard, S. Deakin; Jean Monnet Working Paper 9/01, 2001. – Mode of access: <http://centers.law.nyu.edu/.../012701.html>. – 40 p.

334. Been V. The Global Fifth Amendment? NAFTA's Investment Protections and the Misguided Quest for an International «Regulatory Takings'» Doctrine [Electronic resource] / V. Been, J. Beauvais // New York University Law Review, 2003. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=337480>. – 102 p.

335. Bernal L. The World Development Report 2005: An Unbalanced Message on Investment Liberalization [Electronic resource] / L. Bernal, R. Kaukab, V. Paulo. – Mode of access: <http://www.g24.org/.../kauk0904.pdf>. – 28 p.

336. Better Regulation [Electronic resource] / European Commission. – Mode of access: [http://ec.europa.eu/.../better\\_regulation/index\\_en.htm](http://ec.europa.eu/.../better_regulation/index_en.htm).

337. Biwater Gauff (Tanzania) Ltd v. United Republic of Tanzania: ICSID Case No.ARB/05/22: Award of 24 July 2008. [Electronic resource]. – Mode of access:[http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1581\\_En&caseId=C67](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1581_En&caseId=C67).

338. Black's Law Dictionary: 2<sup>nd</sup> ed. – St. Paul, Minn.: West Publishing, 1910. – 1314 p.

339. Bliss C.J. Capital Theory and the Distribution of Income / C.J. Bliss. – Amsterdam and Oxford: North-Holland Pub. Co., 1975. – 378 p.

340. Blomström M. The Economics of Foreign Direct Investment Incentives [Electronic resource] / M. Blomström, A. Kokko; NBER Working Paper Series, Vol. w9489, 2003. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=379960>. – 26 p.'

341. Bonnitca J. The Problem of Moral Hazard and its Implications for the Protection of «Legitimate Expectations» under the Fair and Equitable Treatment Standard [Electronic resource] / J. Bonnitca // Investment Treaty News. – 2001. – 7 April. – Mode of access: <http://www.iisd.org/.../the-problem-of-moral-hazard/>

342. Brown Ch. The Protection of Legitimate Expectations As A «General Principle of Law»: Some Preliminary Thoughts [Electronic Resource] / Ch. Brown // Transnational Dispute Management. – 2009. – № 1. – Mode of access: [www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1303](http://www.transnational-dispute-management.com/article.asp?key=1303).

343. Canada's Foreign Investment Protection and Promotion Model Agreement (FIPA) [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.international.gc.ca/.../2004-FIPA-model-en.pdf>.

344. Canada-United States Free Trade Agreement [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.international.gc.ca/.../cusfta-e.pdf>

345. Canadian Cost-Benefit Analysis Guide: Regulatory Proposals: [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.tbs-sct.gc.ca/.../analys-eng.pdf>

346. Checklist for Issues for Negotiations: Note by the Secretariat: MTN.GNG/NG10/W/9/Rev.1, 22 October 1987 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.worldtradelaw.net/.../W9.pdf>.

347. Clarifications of the International Recommendations for Direct Investment Statistics [Electronic resource] / International Monetary Fund, 1999. – Mode of access: <http://www.imf.org/.../clarif.pdf>.

348. CME Czech Republic B.V. (The Netherlands) v. Czech Republic: Partial Award of 13 September 2001 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../CME-2001PartialAward.pdf>.

349. Commission of the European Communities v Kingdom of the Netherlands: Judgment of the Court (First Chamber) of 28 September 2006: Joined cases C-282/04 and C-283/04 // European Court reports 2006 P. I-09141.

350. Communication from Canada: WT/WGTI/W/113, 12 April 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.international.gc.ca/.../W113-e.pdf>.

351. Communication from Japan – Definition of «Investment» in the WTO Rules on Investment»: WT/WGTI/W/92, 24 October 2000 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.wtocommerce.org.tw/.../readDoc?document\\_id=15408&action=content](http://www.wtocommerce.org.tw/.../readDoc?document_id=15408&action=content).

352. Communication from Japan: WT/WGTI/W/111, 12 April 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.international.gc.ca/.../W111-e.pdf>.

353. Communication from the Commission on Impact Assessment COM/2002/0276 final of 5 June 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu/.../LexUriServ.do?uri=CELEX:52002DC0276:EN:NOT>.

354. Community Law on State Aid: Vandemecum [Electronic resource] / European Commission, Directorate-General for Competition, 2008. – Mode of access: [http://ec.europa.eu/.../vademecum\\_on\\_rules\\_09\\_2008\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/.../vademecum_on_rules_09_2008_en.pdf).

355. Concept Paper on Modalities of Pre-establishment: Communication from the European Community and its Member States: WT/WGTI/W/121, 27 June 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc\\_111122.pdf](http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc_111122.pdf).

356. Consolidated Version of the Treaty on the Functioning of the European Union // Official Journal C 115, 09/05/2008 P 0047-0199.

357. Cotula L. Investment Contracts and Sustainable Development: How to Make Contracts for Fairer and More Sustainable Natural Resource Investments / L. Cotula. – Natural Resource Issues No. 20. IIED, London, 2010. – 104 p.

358. Cotula L. Regulatory Takings, Stabilization Clauses and Sustainable Development [Electronic resource] / L. Cotula. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../40311122.pdf>. – 18 p.

359. Council Directive 88/361/EEC of 24 June 1988 for the Implementation of Article 67 of the Treaty // Official Journal L 178, 08/07/1988 P.0005-0018.

360. Cowen T. Using Cost-Benefit Analysis to Review Regulation [Electronic resource] / T. Cowen. – Mode of access: <http://www.gmu.edu/.../Cowen%20on%20cost%20benefit.pdf>. – 35 p.

361. Cutting Red Tape: National Strategies for Administrative Simplification / OECD, 2006. – 108 p.

362. Daniels R. Defecting on Development: Bilateral Investment Treaties and the Subversion of the Rule of Law in the Developing World / R. Daniels [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.unisi.it/.../daniels.pdf>. – 38 p.

363. Davis M. The Debate on Elimination of Free Enterprise Zones in Ukraine [Electronic resource] / M. Davis. – The World Bank, 2005. – Mode of access: <http://siteresources.worldbank.org/.../FreezonesEng.pdf>. – 6 p.

364. Definition of Investor and Investment: DAFPE/MAI(96)2, 15 January 1996 [Electronic resource] / OECD. – Mode of access: <http://www1.oecd.org/.../ng962e.pdf>.

365. Diebold N. Standards of Non-discrimination in International Economic Law / N. Diebold // International and Comparative Law Quarterly. – 2011. – Vol.60. – P. 831–865.

366. DiMascio N. Nondiscrimination in Trade and Investment Treaties: Worlds Apart or Two Sides of the Same Coin? / N. DiMascio, J. Pauwelyn // The American Journal of International Law. – 2008. – Vol. 102. – No. 1. – P. 48–89.

367. Djankov S. The Regulation of Entry [Electronic resource] / S. Djankov, R. La Porta, F.L. de Silanes, A. Shleifer; Harvard Institute of Economic Research: Discussion paper No1904, 2000. – Mode of access: [http://www.economics.harvard.edu/.../reg\\_entry.pdf](http://www.economics.harvard.edu/.../reg_entry.pdf). – 52 p.

368. Djankov S. The Regulation of Entry: A Survey [Electronic resource] / S. Djankov; CEPR discussion paper No. 7080, 2008. – Mode of access: <http://www.cepr.org/.../DP7080.asp>. – 34 p.

369. Doha ministerial 2001: Ministerial declaration: WT/MIN(01)/DEC/1 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.wto.org/.../mindecl\\_e.htm](http://www.wto.org/.../mindecl_e.htm).

370. Doing Business in Ukraine [Electronic resource] / The World Bank. – Mode of access: <http://www.doingbusiness.org/.../ukraine>.

371. Dolzer R. Bilateral Investment Treaties / R. Dolzer, M. Stevens. – Martinus Nijhoff Publishers, 1995. – 330 p.

372. Douglas Z. The International Law of Investment Claims / Z. Douglas. – Cambridge University Press, 2009. – 686 p.

373. Dunning J. Multinational Enterprises and the Global Economy / J. Dunning. – Wokingham, England: Addison-Wesley Publishing Company, 1993. – 687 p.

374. Egger P. The Determinants of GATS Commitment Coverage / P. Egger, R. Lanz // World economy. – Vol. 31. – Issue 12. – P.1666–1694.

375. EnCana Corporation v. Republic of Ecuador, UNCITRAL Award of 3 February 2006 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../EncanaAwardEnglish.pdf>.

376. Ethyl Corp. v. Government of Canada: NAFTA/UNCITRAL Case: Award on Jurisdiction of 24 June 1998 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.naftalaw.org/.../EthylCorpAwardOnJurisdiction.pdf>.

377. Evans K. Foreign Portfolio and Direct Investment: Complementarity, Differences, and Integration [Electronic resource] / K. Evans // OECD: Global forum on international development, Shanghai, 5–6 December 2002. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../2764407.pdf>. – 10 p.

378. Expropriation / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements II. – United Nations: New York and Geneva, 2012. – 184 p.

379. Final Act of the European Energy Charter Conference: The Energy Charter Treaty and Related Documents: A Legal Framework for International Energy Cooperation / Energy Charter Secretariat [Electronic resource] – Mode of access: <http://www.encharter.org/.../EN.pdf>. – 232 p.

380. Fiscal Incentives for Investment and Innovation / A. Shah, edit. – NY: Oxford University Press, 1995. – 752 p.

381. Fitzgerald V. Regulatory Investment Incentives [Electronic resource] / V. Fitzgerald. – OECD Directorate of financial, fiscal and

enterprise affairs, 2001. – Mode of access: <http://www.oecd.org/dataoecd/32/17/2510459.pdf>. – 14 p.

382. Foreign Direct Investment Statistics: How Countries Measure FDI 2001. – Washington, D.C.: International Monetary Fund : OECD, 2003. – 169 p.

383. Franck S. Development and Outcomes of Investment Treaty Arbitration / S. Franck // Harvard International Law Journal. – 2009. – Vol. 50. – No.2. – P. 435–489.

384. Franck S. Foreign Direct Investment, Investment Treaty Arbitration, and the Rule of Law / S. Franck // McGeorge Global Business and Development Law Journal. – 2007. – Vol. 19. – P. 337–373.

385. Franck S. The Legitimacy Crisis in Investment Treaty Arbitration: Privatizing Public International Law Through Inconsistent Decisions / S. Franck // Fordham Law Review. – 2005. – Vol. 73. – Issue 4. – P. 1521–1625.

386. Frison-Roche M.-A. Corporate Law Seen through the Prism of Regulation: the Financial Services Industry and Investor Protection / M.-A. Frison-Roche // The Journal of Regulation. – 2010. – No.2. – P. 88–102.

387. GEA Group Aktiengesellschaft v. Ukraine: ICSID Case No. ARB/08/16: Award of 31 March 2011 [Electronic resource] – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC2131\\_En&caseId=C440](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC2131_En&caseId=C440).

388. Ginsburg T. International Substitutes for Domestic Institutions: Bilateral Investment Treaties and Governance / T. Ginsburg // International Review of Law and Economics. – 2005. – No.25. – P. 107–123.

389. Global Trading Resource Corp. and Globex International, Inc. v. Ukraine: ICSID Case No. ARB/09/11: Award of 1 December 2010 [Electronic resource] – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1771\\_En&caseId=C660](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1771_En&caseId=C660)

390. Globerman S. The Impact of Government Policies on Foreign Direct Investment: The Canadian Experience / S. Globerman, D. Shapiro // Journal of International Business Studies. – 1999. – Vol. 30 (3). – P. 513–532.

391. Goldstein I. Foreign Direct Investment vs. Foreign Portfolio Investment [Electronic resource] / I. Goldstein, A. Razin; NBER Working



Paper Series 11047. – Mode of access: <http://www.nber.org/.../w11047.pdf>. – 36 p.

392. Googwin N. The Limitations of Markets: Background Essay [Electronic resource] / N. Goodwin. – Global Development and Environment Institute, Tufts University, 2005. – Mode of access: [http://mpr.aub.uni-muenchen.de/.../MPRA\\_paper\\_27940.pdf](http://mpr.aub.uni-muenchen.de/.../MPRA_paper_27940.pdf). – 16 p.

393. Greenspan A. The Role of Capital in Optimal Banking Supervision and Regulation / A. Greenspan // FRBNY Economic Policy Review. – Oct. 1998. – P. 163–168.

394. Guisinger S. Investment Incentives and Performance Requirements: Patterns of International Trade, Production and Investment / S. Guisinger and Associates. – New York: Praeger, 1985. – 325 p.

395. Haavelmo T. A Study in the Theory of Investment. Studies in Economics / T. Haavelmo. – Chicago: Chicago University Press, 1960. – 221 p.

396. Halle M. Investment Provisions in Free Trade Agreements and Investment Treaties: Opportunities and Threats for Developing Countries: Discussion Paper [Electronic resource] / M. Halle, L. Peterson. – UNDP Asia-Pacific Trade and Investment Initiative, 2005. – Mode of access: <http://www.undprcc.lk/.../BIT-completed.pdf>. – 36 p.

397. Hallward-Driemeier M. Do Bilateral Investment Treaties Attract Foreign Direct Investment? Only a Bit And They Could Bite World Bank Policy [Electronic resource] / M. Hallward-Driemeier; Research Working Paper No.3121, 2003. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=636541>. – 37 p.

398. Hasset K. Investment: The Concise Encyclopedia of Economics [Electronic resource] / K. Hasset. – Mode of access: <http://www.econlib.org/.../Investment.html>.

399. Home Bias [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.investopedia.com/.../homebias.asp>.

400. Home Country Measures / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2001. – 101 p.

401. Host Country Operational Measures / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2001. – 104 p.

402. ICSID Additional Facility Rules [Electronic resource]. – Mode of access: [https://icsid.worldbank.org/.../AFR\\_English-final.pdf](https://icsid.worldbank.org/.../AFR_English-final.pdf).

403. Impact Assessment Guidelines of 15 January 2009 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://impel.eu/.../European-Commission-Impact-Assessment-Guidelines-iag\\_2009\\_en.pdf](http://impel.eu/.../European-Commission-Impact-Assessment-Guidelines-iag_2009_en.pdf). – 50 p.

404. Incentives / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2004. – 108 p.

405. International Accounting Standard 7: Cash Flow Statements [Electronic resource]. – Mode of access: [http://ec.europa.eu/.../ias7\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/.../ias7_en.pdf)

406. International Investment Arrangements: Trends and Emerging Issues / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2006. – 110 p.

407. International Investment Law: Understanding Concepts and Tracking Innovations / OECD. – OECD, 2008. – 340 p.

408. International Thunderbird Gaming Corporation v The United Mexican States: UNCITRAL/ NAFTA Case: Award of 26 January 2006 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.iisd.org/.../itn\\_award.pdf](http://www.iisd.org/.../itn_award.pdf).

409. Interpretation of the Umbrella Clause in Investment Agreements [Electronic resource] / OECD; Working Papers on International Investment № 2006/3. – OECD, 2006. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../37579220.pdf>. – 29 p.

410. Investing Across Borders 2010: Indicators of Foreign Direct Investment Regulation in 87 Economies [Electronic resource] / The World Bank Group, 2010. – Mode of access: <http://iab.worldbank.org/.../IAB-report.pdf>.

411. Investment [Electronic resource]. – Mode of access: <http://en.wikipedia.org/.../Investment>.

412. Investment Canada Act (R.S.C., 1985, c. 28 (1st Supp.)) [Electronic resource]. – Mode of access: <http://laws-lois.justice.gc.ca/.../I-21.8.pdf>.

413. Investment Provisions in Economic Integration Agreements / UNCTAD // UNCTAD Series on International Investment Policies for Development. – United Nations, 2006. – 166 p.

414. Investor-State Disputes: Prevention and Alternatives to Arbitration / UNCTAD // UNCTAD Series on International Investment Policies for Development. – United Nations, 2010. – 157 p.

415. James et al. v. The United Kingdom (Application No. 8793/79), Judgement of 21 February 1986 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://hudoc.echr.coe.int/.../search.aspx?i=001-57507>.

416. Juniper J. A Genealogy of Short-termism in Capital Markets [Electronic resource] / J. Juniper. – Mode of access: <http://business.unisa.edu.au/.../2000-03.pdf> – 17 p.

417. Kerkmeester H. Methodology: General / H. Kerkmeester // Encyclopedia of Law and Economics / Ed. by B. Bouckaert, G. De Geest. – Edward Elgar Publishing, 2000. – P. 383–401.

418. Klein B. Asset Specificity and Holdups [Electronic resource] / B. Klein. – Mode of access: <http://organizationsandmarkets.files.wordpress.com/.../klein-b-asset-specificity-and-holdups.pdf>. – 8 p.

419. Kopp R.J. Cost-Benefit Analysis and Regulatory Reform: An Assessment of the Science and the Art: Discussion Paper 97-19 [Electronic resource] / R.J. Kopp, A.J. Krupnick, M. Toman. – Resources for the Future, 1997. – Mode of access: <http://www.ifc.org/.../40CostBenefitanalysis.pdf>. – 67 p.

420. Kozlov R. Exploring the Borderline between Direct Investment and Other Types of Investment: The U.S. Approach [Electronic resource] / R. Kozlov. – Mode of access: <http://www.bea.gov/.../KozlowExp.pdf>.

421. Krasner S. Structural Causes and Regimes Consequences: Regimes as Intervening Variables / S. Krasner // International Organization. – 1982. – Vol. 36. – No.2. – P. 185–205.

422. Kuwait v. The American Independent Oil Company (AMINOIL): Award of 24 March 1982 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.biicl.org/.../3938\\_1982\\_kuwait\\_v\\_aminoil.pdf](http://www.biicl.org/.../3938_1982_kuwait_v_aminoil.pdf).

423. L.F.H. Neer and Pauline Neer (U.S.A.) v. United Mexican States: Decision of 15 October 1926 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://untreaty.un.org/cod/riaa/cases/vol\\_IV/60-66.pdf](http://untreaty.un.org/cod/riaa/cases/vol_IV/60-66.pdf).

424. Latest Developments in Investor-State Dispute Settlement [Electronic resource] / UNCTAD // IIA issues note. – 2011. – № 1. – Mode of access: [http://www.unctad.org/.../webdiaeia20113\\_en.pdf](http://www.unctad.org/.../webdiaeia20113_en.pdf). – 16 p.

425. Law of the People's Republic of China on Chinese-Foreign Contractual Joint Ventures of 31 October 2000 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.fdi.gov.cn/.../law\\_en\\_info.jsp?docid=51032](http://www.fdi.gov.cn/.../law_en_info.jsp?docid=51032).

426. Law of the People's Republic of China on Chinese-foreign Equity Joint Ventures of 15 March 2001 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.fdi.gov.cn/.../law\\_en\\_info.jsp?docid=51033](http://www.fdi.gov.cn/.../law_en_info.jsp?docid=51033).

427. Law of the People's Republic of China on Foreign-capital Enterprises of 31 October 2000 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.fdi.gov.cn/.../law\\_en\\_info.jsp?docid=51034](http://www.fdi.gov.cn/.../law_en_info.jsp?docid=51034).

428. Legal Framework for the Treatment of Foreign Investment: Volume I: Survey of Existing Instruments [Electronic resource] / The World Bank, 1992. – Mode of access: [www-wds.worldbank.org/.../multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/.../multi_page.pdf). – 236 p.

429. Legal Framework for the Treatment of Foreign Investment: Volume II: Report to the Development Committee and Guidelines on the Treatment of Foreign Direct Investment [Electronic resource] / The World Bank, 1992. – Mode of access: [www-wds.worldbank.org/.../multi\\_page.pdf](http://www-wds.worldbank.org/.../multi_page.pdf). – 50 p.

430. LG&E Energy v. Argentina: ICSID Case No ARB/02/1: Award of 25 July 2007 [Electronic resource]. – Mode of access: [https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC786\\_En&caseId=C208](https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC786_En&caseId=C208).

431. Li Sh. The Effects of the Governance Environment on the Choice of Investment Mode and the Strategic Implications / Sh. Li, L. Filer // *Journal of World Business*. 2007. – Vol. 42. – Issue 1. – P. 80–98.

432. Li Sh. The Governance Environment and International Business: Frictions between Rule-based and Relation-based Societies and the Strategic and Policy Implications [Electronic resource] / Sh. Li. – Mode of access: <http://www.press.ntu.edu.tw/.../3.pdf>.

433. Lu H. Unraveling the Puzzle of Differing Rates of FDI and FVCI in India and China / H. Lu, H. Hong, S. Deva // *Asian Journal of Comparative Law*. – 2009. – Vol. 4. – Issue 1. – P. 207–236.

434. Mackaay E. History of Law and Economics / E. Mackaay // *Encyclopedia of Law and Economics* / Ed. by B. Bouckaert, G. De Geest. – Edward Elgar Publishing, 2000. – P. 65–117.

435. Macneil I. Contracts: Adjustment of Long-term Economic Relations under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law /

I. Macneil // *Northwestern University Law Review*. – 1978. – Vol. 72. – No.6. – P. 854–905.

436. *Malaysian Historical Salvors, SDN, BHD v. Malaysia: ISCID Case No. ARB/05/10: Decision on the Application for Annulment of 16 April 2009* [Electronic resource]. – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1030\\_En&caseId=C247](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC1030_En&caseId=C247).

437. Mankiw N.G. *Brief Principles of Macroeconomics*, 5<sup>th</sup> ed. / N.G. Mankiw. – Cengage learning, 2009. – 469 p.

438. Mann H. *IISD Model International Agreement on Investment for Sustainable Development – Negotiators’ Handbook* / H. Mann, K. von Moltke, A. Cosbey, E.L. Peterson. – IISD, 2005. – 102 p.

439. *Metalclad Corporation v. United Mexican States: ISCID Case No. ARB (AF) 97/1: Award of 30 August 2000* [Electronic resource]. – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC542\\_En&caseId=C155](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC542_En&caseId=C155).

440. *Methanex Corporation v. United States of America // UNCITRAL Award of 9 August 2005* [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.state.gov/.../51052.pdf>.

441. Moltke K. *FDI in Mining: Discrimination and Non-discrimination* / K. Moltke // *Foreign Direct Investment and the Environment: Lessons from the Mining Sector*. – OECD Global Forum on International Investment, OECD, 2002. – P. 141–154.

442. *Monetary and Financial Code (Code Monétaire et Financier)* [Electronic resource]. – Mode of access: [195.83.177.9/.../code\\_25.pdf](http://195.83.177.9/.../code_25.pdf).

443. *Monterrey Consensus of the International Conference on Financing for Development* [Electronic resource] / United Nations, 2003. – Mode of access: <http://www.un.org/.../MonterreyConsensus.pdf>. – 25 p.

444. *Moral Hazard: From Wikipedia, the free encyclopedia* [Electronic resource]. – Mode of access: [http://en.wikipedia.org/.../Moral\\_hazard](http://en.wikipedia.org/.../Moral_hazard).

445. Morisset J. *Does a Country Need a Promotion Agency to Attract Foreign Investment? A Small Analytical Model Applied to 58 Countries* [Electronic resource] / J. Morisset; Policy Research Working Paper 3028. World Bank, Washington, D.C., 2003. – Mode of access: <http://ru.worldbank.org/.../Policies-Attract-Foreign-Direct-Investment/>. – 28 p.

446. Most-favoured Nation Treatment: A Sequel / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2010. – 157 p.

447. Mr. Patrick Mitchell v. The Democratic Republic of Congo: ICSID Case No.ARB/99/7: Decision on the Application for Annulment of the Award of 1 November 2006. [Electronic resource]. – Mode of access: [italaw.com/.../mitchellannulment.pdf](http://italaw.com/.../mitchellannulment.pdf).

448. MTD Equity Sdn. Bhd. and MTD Chile S.A. v. Republic of Chile: ISCID Case No.ARB/01/7: Award of 25 May 2004 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://italaw.com/.../MTD-Award\\_000.pdf](http://italaw.com/.../MTD-Award_000.pdf).

449. Multilateral Agreement on Investment (MAI) Draft: Consolidated Texts and Comments by Drafting Groups № 1, № 2 and № 3: DAF/MAI(96)16/REV1, 2 October 1996 [Electronic resource] / OECD. – Mode of access: <http://www1.oecd.org/.../ng9616r1e.pdf>.

450. Multilateral Agreement on Investment: Documentation from Negotiations: Introduction [Electronic resource] / OECD. – Mode of access: <http://www1.oecd.org/.../intro.htm>.

451. NAFTA Chapter 11 Investor-to-State Cases: Bankrupting Democracy: Lessons for Fast Track and the Free Trade Area of the Americas [Electronic resource] // Public citizen, 2001. – Mode of access: [www.citizen.org/.../ACF186.PDF](http://www.citizen.org/.../ACF186.PDF). – 70 p.

452. National Treatment / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 1994. – 94 p.

453. Newcombe A. Law and Practice of Investment Treaties: Standards of Treatment / A. Newcombe, L. Paradell. – Kluwer Law International, 2009. – 614 p.

454. Nielsen V. Testing Responsive Regulation in Regulatory Enforcement / V. Nielsen, C. Parker // Regulation & Governance. – 2009. – No.3 – P. 376–399.

455. Nikiema S. Best Practices Indirect Expropriation [Electronic resource] / S. Nikiema. – International Institute for Sustainable Development, 2012. – Mode of access: [http://www.iisd.org/.../best\\_practice\\_indirect\\_expropriation.pdf](http://www.iisd.org/.../best_practice_indirect_expropriation.pdf).

456. Non-discrimination: Communication from India: WT/WGTI/W/149, 7 October 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.international.gc.ca/.../W149-e.pdf>.

457. North American Free Trade Agreement of 17 December, 1992 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.nafta-sec-alena.org/.../view.aspx?x=343&mtpiID=ALL>.

458. North D. Prize Lecture / D. North [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.nobelprize.org.../1993/north-lecture.html>.

459. Occidental Exploration and Production Company v. the Republic of Ecuador: LCIA Case No UN346: Final Award of 1 July 2004 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../ita0571.pdf>.

460. OECD Benchmark Definition of Foreign Direct Investment, 4<sup>th</sup> edition [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.oecd.org.../40193734.pdf>.

461. OECD Code of Liberalization of Capital Movements: 2011 Edition, OECD Publishing [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.oecd.org.../39664826.pdf>.

462. OECD Code of Liberalization of Current Invisible Operations. [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../2030182.pdf>.

463. OECD Draft Convention on the Protection of Foreign Property [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../39286571.pdf>.

464. Oman Ch. Policy Competition for Foreign Direct Investment: A Study of Competition among Governments to Attract FDI [Electronic resource] / Ch. Oman. – OECD, 2000. – Mode of access: <http://www.oecd.org.../35275189.pdf>. – 133 p.

465. Orbach B.Y. The New Regulatory Era: an Introduction / B.Y. Orbach // Arizona Legal Studies: Discussion Paper No. 09-30. – 2009. – P. 559–573.

466. Pantehniki S.A. Contractors & Engineers v. The Republic of Albania: ICSID Case No.ARB/07/21: Award of 30 July 2009 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../Pantehniki Award.pdf>.

467. Parkerings-Compagniet AS v. Republic of Lithuania: ICSID Case No.ARB/05/8: Award of 11 September 2007 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../Pakerings.pdf>.

468. Perkams M. The Concept of Indirect Expropriation in Comparative Public Law – Searching for Light in the Dark / M. Perkams //

in Schill St. (ed.) *International Investment Law and Comparative Public Law*. – Oxford University Press, Oxford, 2010. – P. 107–150.

469. Petras J. Six Myths about the Benefits of Foreign Investment: the Pretensions of Neoliberalism [Electronic resource] / J. Petras // CounterPunch. – 2005. – 2 July. – Mode of access: <http://www.globalpolicy.org/.../45731.html>.

470. *Petrobart Limited v. Kyrgyz Republic*: Stockholm Chamber Case No. 126/2003: Final Award, 29 March 2005 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../ita0628.pdf>.

471. *Phoenix Action LTD. v. Czech Republic*: ICSID Case No. ARB/06/5: Award of 15 April 2009 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../PhoenixAward.pdf>.

472. *Policies for Corporate Governance and Transparency in Emerging Markets: Revised Guidelines* [Electronic resource] / Institute of International Finance, 2003. – Mode of access: <http://www.iif.com/download.php?id=XNo9ruLxjnY=>.

473. *Policy Framework for Investment* [Electronic resource] / OECD. – OECD, 2006. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../36671400.pdf>. – 72 p.

474. Pollan T. *Legal Framework on the Admission of FDI* / T. Pollan. – Eleven International Publishing, 2006. – 321 p.

475. *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*: Award in respect of damages of 31 May 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.naftaclaims.com/.../PopeAwardOnDamages.pdf>.

476. *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*: Interim award of 26 June 2000 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.naftaclaims.com/.../PopeInterimMeritsAward.pdf>.

477. *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*: UNCITRAL award of 26 January 2000 on Canada's preliminary motion to dismiss [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.naftaclaims.com/.../PopeAwardOnMotionToDismiss1.pdf>.

478. *Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council Establishing Transitional Arrangements for Bilateral Investment Agreements between Member States and Third Countries COM(2010)344 final of 7 July 2010* [Electronic resource] / European Commission. – Mode of access: [http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc\\_146308.pdf](http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc_146308.pdf).



479. Regulation Types and Options [Electronic resource] / UNIDO.  
– Mode of access: <http://www.unido.org/.../Module5.pdf>.
480. Regulatory Capture [Electronic resource]. – Mode of access: [http://en.wikipedia.org/.../Regulatory\\_capture#cite\\_note-2](http://en.wikipedia.org/.../Regulatory_capture#cite_note-2).
481. Regulatory Competition [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.en.wikipedia.org/.../Regulatory\\_competition](http://www.en.wikipedia.org/.../Regulatory_competition).
482. Regulatory Planning and Review: Executive Order 12866 of September 30, 1993 // Federal Register. – Vol. 58, No.190. – October 4, 1993.
483. Revere Copper & Brass, Inc. v. OPIC: AAA Award of 24 August 1978 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.trans-lex.org/261500>.
484. Robert Azinian, Kenneth Davitian and Ellen Baca v. the United Mexican States: Case No.ARB(AF)/97/2: Award of 1 November 1999 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC544\\_En&caseId=C156](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC544_En&caseId=C156).
485. Robertson C. Impact Assessment in the European Union / C. Robertson // EIPAScope. – 2008. – № 2. – P. 17–20.
486. Romak S.A v. Uzbekistan: PCA Case No.AA280: Award of 26 November 2009 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.pca-cpa.org/upload/files/ROMAK-UZBEKISTAN %20Award %2026 %20November2009.pdf](http://www.pca-cpa.org/upload/files/ROMAK-UZBEKISTAN%20Award%2026%20November2009.pdf).
487. Ronald S. Lauder v. Czech Republic: Final Award of 3 September 2001 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../LauderAward.pdf>.
488. Rozmainsky I.V. Investor Myopia and Liquidity Preference as the Complementary Concepts / I.V. Rozmainsky // Economic Herald of the Donbas. – 2011. – No. 4 (26). – P. 44–51.
489. Ruggie J. Stabilization Clauses and Human Rights [Electronic resource] / J. Ruggie. – Mode of access: <http://www.ifc.org/.../Stabilization+Paper.pdf>.
490. S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada: Partial Award of 13 November 2000 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../SDMyers-1stPartialAward.pdf>.
491. Salini Costruttori S.P.A. and Italstrade S.P.A. v. Kingdom of Morocco: ISCID Case No.ARB/00/4: Decision on Jurisdiction of

23 July 2001 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../Salini-English.pdf>.

492. Saluka Investments B.V. v. The Czech Republic, UNCITRAL Partial Award 17 March 2006 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../ita0740.pdf>.

493. Schill S. International Investment Law and Comparative Public Law: Ways out of the Legitimacy Crisis? [Electronic resource] / S. Schill. – Mode of access: <http://www.iilj.org/.../IF2010-11.Schill.pdf>. – 36 p.

494. Schill S. The Multilateralization of International Investment Law / S. Schill. – Cambridge: Cambridge University Press, 2009. – 490 p.

495. Schreuer Ch. The ISCID Convention: A Commentary / Ch. Schreuer. – Cambridge: Cambridge University Press, 2000. – 1466 p.

496. Schreuer Ch. Traveling the BIT Route: Of Waiting Periods, Umbrella Clauses and Forks in the Road / Ch. Schreuer // The Journal of World Investment & Trade. – 2004. – Vol. 5. – No.1. – P. 231–256.

497. Scope and Definition / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations, 1999. – 93 p.

498. Scope and Definition: UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements II. – United Nations, 2011. – 164 p.

499. Scope and Definitions: «Investment» and «Investor» – Note by the Secretariat; WT/WGTI/W/108, 21 March 2002 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://docsonline.wto.org/.../I/W108.doc>.

500. Separate Opinion In the Arbitration under Chapter XI of the NAFTA and the UNCITRAL Arbitration Rules: Thunderbird v. Mexico [Electronic resource] / T. Waelde. – Mode of access: [http://www.naftaclaims.com/.../Thunderbird\\_Dissent.pdf](http://www.naftaclaims.com/.../Thunderbird_Dissent.pdf).

501. SGS Société Générale de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan: ISCID Case No.ARB 01/13: Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction of 6 August 2003 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC622\\_En&caseId=C205](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC622_En&caseId=C205).

502. SGS Société Générale de Surveillance v. Republic of the Philippines: ICSID Case No.ARB/02/6: Decision of the Tribunal on Objections to Jurisdiction of 29 January 2004 [Electronic resource]. – Mode

of access: [http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC657\\_En&caseId=C6](http://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC657_En&caseId=C6).

503. Shapiro S. The Evolution of Cost-Benefit Analysis in U.S. Regulatory Decisionmaking [Electronic resource] / S. Shapiro // Jerusalem Papers in Regulation & Governance: Working Paper № 5, May 2010. – Mode of access: <http://regulation.huji.ac.il/.../jp5.pdf>. – 22 p.

504. Shavell S. Economic Analysis of Contract Law [Electronic resource] / S. Shavell; The Harvard John M. Olin Discussion Paper Series: Discussion Paper No.403, 2003. – Mode of access: [http://papers.ssrn.com/.../papers.cfm?abstract\\_id=382040](http://papers.ssrn.com/.../papers.cfm?abstract_id=382040). – 74 p.

505. Simon W. Optimization and its Discontents in Regulatory Design: Bank Regulation as an Example [Electronic resource] / W. Simon; Columbia Law School: Columbia Public Law & Legal Theory Working Papers, 2009. – Mode of access: [http://lsr.nellco.org/.../viewcontent.cgi?article=1072&context=columbia\\_pllt](http://lsr.nellco.org/.../viewcontent.cgi?article=1072&context=columbia_pllt). – 33 p.

506. Sinnaeve A. How the EU Manages Subsidy Competition / A. Sinnaeve // in Reining in the Competition for Capital / A. Markusen, ed. – Kalamazoo, MI: W.E. Upjohn Institute for Employment Research, 2007. – P. 87–102.

507. Sofimport SARL v. Commission of the European Communities: Judgment of the Court (Fifth Chamber) of 26 June 1990 in Case C-152/88 // European Court reports 1990 P. I-02477.

508. Sonasa v. Commission of the European Communities: Judgment of the Court of First Instance (Fourth Chamber) of 29 September 1999 in Case T-126/97 // European Court reports 1999 P. II-02793.

509. Sornarajah M. The International Law on Foreign Investment: 2<sup>nd</sup> ed. / M. Sornarajah. – Cambridge University Press, 2004. – 552 p.

510. Special Economic Zones: Performance, Lessons Learned and Implications for Zones Development [Electronic resource] / FIAS. – The World Bank, 2008. – Mode of access: [http://www.ifc.org/.../SEZs+report\\_April2008.pdf](http://www.ifc.org/.../SEZs+report_April2008.pdf). – 83 p.

511. Sporrang and Lönnroth v. Sweden (Application No. 7151/75; 7152/75) Judgement of 23 September 1982 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://hudoc.echr.coe.int/.../search.aspx?i=001-57580>.

512. Stanley L. Natural Resources and Foreign Investors: A Tale of Three Andean Countries / L. Stanley; The Working group on devel-

opment and environment in the Americas: Discussion paper No.16, 2008 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://ase.tufts.edu/.../DP16StanleyApr08.pdf>. – 26 p.

513. State Contracts / UNCTAD // UNCTAD Series on Issues in International Investment Agreements. – United Nations: New York and Geneva, 2004. – 74 p.

514. Steinsor R. A Return to Common Sense: Protecting Health, Safety and the Environment through «Pragmatic Regulatory Impact Analysis» [Electronic resource] / R. Steinsor, A. Sinden, S. Shapiro, J. Goodwin. – Center for Progressive Reform: White Paper № 909, 2009. – Mode of access: [http://www.progressivereform.org/.../PRIA\\_909.pdf](http://www.progressivereform.org/.../PRIA_909.pdf). – 32 p.

515. Steyt J.-Y. Comparative Foreign Direct Investment Law: Determinants of the Legal Framework and the Level of Openness and Attractiveness of Host Economies [Electronic resource] / J.-Y. Steyt; LL.M. Graduate Research Papers: Paper 1, 2006. – Mode of access: [http://scholarship.law.cornell.edu/lps\\_LLMGRP/1](http://scholarship.law.cornell.edu/lps_LLMGRP/1). – 144 p.

516. Stiglitz J. Distinguished Lecture on Economics in Government: The Private Uses of Public Interests: Incentives and Institutions / J. Stiglitz // The Journal of Economic Perspectives. – 1998. – Vol. 12. – No.2. – P. 3–22.

517. Sykes A. Public v. Private Enforcement of International Economic Law: Standing and Remedy / A. Sykes // Journal of Legal Studies. – 2005. – № 34. – P. 631–644.

518. Técnicas Medioambientales Tecmed v. United Mexican States: ICSID Case No ARB(AF)/00/02: Award of 29 May 2003 [Electronic resource]. – Mode of access: [https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC602\\_En&caseId=C186](https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC602_En&caseId=C186).

519. Texaco Overseas Petroleum Company and California Asiatic Oil Company v. The Government of the Libyan Arab Republic: Ad hoc award of 19 January 1977 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.trans-lex.org/261700>.

520. The Coordinated Direct Investment Survey Guide [Electronic resource] / International Monetary Fund. – 2010. – Mode of access: <http://www.imf.org/.../120109.pdf>.

521. The Doha Agenda [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www.wto.org/.../doha1\\_e.htm](http://www.wto.org/.../doha1_e.htm).

522. The Economics of Regulation [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.staff.city.ac.uk/.../regulationstudents1.pdf>. – 6 p.

523. The Impact of Trade-related Investment Measures on Trade and Development: Theory, Evidence and Policy Implications / UNCTC, UNCTAD. –New York: United Nations, 1991. – 104 p.

524. The Loewen Group, Inc. and Raymond L. Loewen v. United States of America: Case No.ARB(AF)/98/3: Award of 26 June 2003 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.state.gov/.../22094.pdf>.

525. The Theory of Investment. Introduction: Capital versus Investment [Electronic resource]. – Mode of access: <http://cepa.newschool.edu/.../invest.htm>.

526. The Turner Review: A Regulatory Response to the Global Banking Crisis [Electronic resource] / Financial Services Authority, 2009. – Mode of access: [http://www.fsa.gov.uk/.../turner\\_review.pdf](http://www.fsa.gov.uk/.../turner_review.pdf) – 126 p.

527. Thomas K. Investment Incentives: Growing Use, Uncertain Benefits, Uneven Controls [Electronic resource] / K. Thomas. – International Institute for Sustainable Development, 2007. – Mode of access: [http://www.iisd.org/.../GSI\\_Investment\\_Incentives.pdf](http://www.iisd.org/.../GSI_Investment_Incentives.pdf). – 84 p.

528. Tobin's q theory [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.businessdictionary.com/.../Tobin-s-q-theory.html>.

529. Tokai Carbon Co. Ltd and Others v. Commission of the European Communities: Judgment of the Court of First Instance (Second Chamber) of 29 April 2004 in Joined cases T-236/01, T-239/01, T-244/01 to T-246/01, T-251/01 and T-252/01 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu/.../LexUriServ.do?uri=CELEX:62001TJ0236:EN:HTML>.

530. Tokios Tokelés v. Ukraine: ISCID Case No. ARB/02/18: Decision on Jurisdiction of 29 April 2004 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://italaw.com/.../Tokios-Jurisdiction\\_000.pdf](http://italaw.com/.../Tokios-Jurisdiction_000.pdf).

531. Tokios Tokelés v. Ukraine: ISCID Case No. ARB/02/18: Dissenting Opinion (Jurisdiction) [Electronic resource]. – Mode of access: <http://italaw.com/.../ita0864.pdf>.

532. Too Big to Fail [Electronic resource]. – Mode of access: [http://en.wikipedia.org/wiki/Too\\_big\\_to\\_fail](http://en.wikipedia.org/wiki/Too_big_to_fail).

533. Towards a Comprehensive European International Investment Policy: Communication from the Commission to the Council, the European Parliament, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions COM(2010)343 of 7 July 2010 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc\\_146307.pdf](http://trade.ec.europa.eu/.../tradoc_146307.pdf).

534. U.S. Code of Federal Regulations: Title 15 Commerce and Foreign Trade: Subtitle B, Regulations Relating to Commerce and Foreign Trade [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.gpo.gov/.../collectionCfr.action?collectionCode=CFR>.

535. U.S. Model Bilateral Investment Treaty (BIT) [Electronic resource] / Office of the United States Trade Representative. – Mode of access: <http://www.ustr.gov>.

536. Van den Bergh en Jurgens BV and Van. Dijk Food Products (Lopik) BV v. Commission of the European Communities: Judgement of the Court of 11 March 1987 in Case 265/85 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://eur-lex.europa.eu/.../LexUriServ.do?uri=CELEX:61985CJ0265:EN:PDF>.

537. Views on Modalities for Pre-establishment Commitments Based on a GATS-type Positive List Approach: Communication from India: WT/WGTI/W/150 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://commerce.nic.in/.../sub\\_invest-W150.htm](http://commerce.nic.in/.../sub_invest-W150.htm).

538. Waelde T. Investment Arbitration under the Energy Charter Treaty / T. Waelde. – Mode of access: <http://www.dundee.ac.uk/.../article1-10.pdf>.

539. WAIPA Annual report 2010 [Electronic resource]. – Mode of access: [http://www2.waipa.org/.../WAIPA\\_AnnualReport2010.pdf](http://www2.waipa.org/.../WAIPA_AnnualReport2010.pdf).

540. Wälde T.W. The «Umbrella» (or Sanctity of Contract/Pacta sunt Servanda) Clause in Investment Arbitration: A Comment on Original Intentions and Recent Cases [Electronic resource] / T.W. Wälde // Transnational Dispute Management. – 2004. – No.4. – Mode of access: [www.transnational-dispute-management.com](http://www.transnational-dispute-management.com).

541. Walter Bau AG (in liquidation) v. The Kingdom of Thailand: UNCITRAL Award, 1 July 2009 [Electronic resource]. – Mode of access: <http://www.arbitration.fr/.../Walter.Bau.v.Thailand.UNCITRAL.pdf>.

542. Waste Management, Inc. v. United Mexican States: ICSID Case No ARB(AF)/ 00/3: Final Award of 30 April 2004 [Electronic resource]. – Mode of access: [https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC604\\_En&caseId=C187](https://icsid.worldbank.org/.../FrontServlet?requestType=CasesRH&actionVal=showDoc&docId=DC604_En&caseId=C187).

543. Wells L. Marketing a Country: Promotion as a Tool for Attracting Foreign Investment / L. Wells, A. Wint; FIAS occasional paper 13. – International Finance Corporation, Washington, D.C., 2000. – 204 p.

544. Williamson O. Transaction-cost Economics: the Governance of Contractual Relations / O. Williamson // Journal of Law and Economics. – 1979. – Vol. 22. – No.2. – P. 233–261.

545. World Development Report 2005: A Better Investment Climate for Everyone / The World bank. – World Bank; Oxford University Press USA, 2004. – 288 p.

546. World Investment Report 2010. Investing in a Low-carbon Economy [Electronic resource]. – United Nations; New York and Geneva, 2010. – Mode of access: [http://www.unctad.org/.../wir2010\\_en.pdf](http://www.unctad.org/.../wir2010_en.pdf).

547. Yannaca-Small C. «Indirect Expropriation» and the «Right to Regulate» [Electronic resource] / C. Yannaca-Small. – OECD, Working paper in international investment No. 2004/4, 2004. – Mode of access: <http://www.oecd.org/.../33776546.pdf>. – 22 p.

548. Yost Ch. A Case Review and Analysis of the Legitimate Expectations Principle as it Applies within the Fair and Equitable Treatment Standard [Electronic resource] / Ch. Yost; ANU College of Law Research Paper No. 09-01, 2009. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=1364996>. – 59 p.

549. Zeyl T. Charting the Wrong Course: The Doctrine of Legitimate Expectations in Investment Treaty Law [Electronic resource] / T. Zeyl // Alberta Law Review. – 2011. – Vol. 49. – No 1. – Mode of access: <http://ssrn.com/abstract=1776429>. – 58 p.

550. Zhan J. Recent Trends and Characteristics of International Investment Rulemaking [Electronic resource] / J. Zhan // UNCTAD Expert Meeting on Development Implications of International Investment Rule Making, Geneva, 28–29 June 2007. – Mode of access: [http://archive.unctad.org/.../c2em21p02\\_en.pdf](http://archive.unctad.org/.../c2em21p02_en.pdf). – 8 p.

*Наукове видання*

**ПОЄДИНОК Валерія Вікторівна**  
**ПРАВОВЕ РЕГУЛЮВАННЯ**  
**ІНВЕСТИЦІЙНОЇ ДІЯЛЬНОСТІ:**  
**ТЕОРЕТИЧНІ ПРОБЛЕМИ**

*Монографія*

Редактор – \_\_\_\_\_

Коректор – \_\_\_\_\_

Комп'ютерна верстка та макетування – Друзь І. О.

Підписано до друку \_\_. \_\_.2012 р. Формат 60х84/16.

Папір офсетний. Друк офсетний. Гарнітура Times. Ум. друк. арк. 27,90.

Обл.-вид. арк. 27,21. Тираж 300 прим. Зам. № 326.

Видання та друк із оригіналу-макета замовника  
в ТОВ «Видавництво «Аспект-Поліграф»

Свідоцтво про внесення до Державного реєстру суб'єктів видавничої справи  
серія ДК № 3464, від 17.04.2009 р.

16600, Чернігівська обл., м. Ніжин, вул. Шевченка, 109 а,

факс: (04631) 3-12-84, тел. (04631) 3-18-03, e-mail: 0463131284@mail.ru

**Посидинок В.В.**

П46

Правове регулювання інвестиційної діяльності: теоретичні проблеми :  
монографія / В.В. Посидинок. – Ніжин : ТОВ «Видавництво «Аспект-  
Поліграф», 2013. – 480 с.

ISBN \_\_\_\_\_

Монографія є першим у вітчизняному правознавстві комплексним дослідженням теоретичних проблем інвестиційної діяльності, проведеним з позицій науки господарського права.

У монографії розглянуті: проблеми визначення поняття інвестицій у праві; критерії та методологічне значення класифікації інвестицій; правові особливості інвестиційної діяльності як виду господарської діяльності; поняття, особливості та структура інвестиційних правовідносин; специфічні риси інвестиційного права як підгалузі господарського права України. Досліджена проблематика регулювання інвестиційної діяльності: державного, саморегулювання (на прикладі інвестиційного договору) та міжнародно-правового. Виділені основні напрями та обґрунтовані пропозиції щодо вдосконалення правового забезпечення інвестиційної діяльності.

Для науковців, викладачів, аспірантів, студентів вищих навчальних закладів, юристів-практиків.

**УДК**  
**ББК**