

ИНВЕСТИРОВАНИЕ: ОСНОВНЫЕ КАТЕГОРИИ И ПОНЯТИЯ

1.1. Инвестирование: экономическое и правовое понимание

I. При изучении любой правовой категории нельзя игнорировать экономическое содержание, лежащее в ее основе.

Социально-экономические причины возникновения и функционирования инвестирования, а в более широком смысле — инвестиционного процесса¹ лежат в общественном разделении труда². В условиях свободного рынка одни субъекты имеют имущество — как правило, деньги, — но не имеют возможности либо желания увеличить свое благосостояние посредством ведения предпринимательской либо иной деятельности; у других, наоборот, такая возможность, прежде всего организационная, и желание существуют, однако их имущественные возможности, ресурсы ограничены, недостаточны. Кроме того, деньги — а это основной инструмент инвестирования — имеют свою стоимость и получить таковые от инвестора может оказаться дешевле, чем

¹ В литературе инвестиционный процесс понимается как механизм сведения вместе тех, кто предлагает деньги, с теми, кто определяет спрос. См.: Гитман Л.Дж., Джонк М.Д. Основы инвестирования. М.: Дело, 1997. С. 15.

² М.Ю. Маковецкий, анализируя сущность инвестиционного процесса, рассматривает его с трех точек зрения:

- с воспроизводственной точки зрения инвестиционный процесс — это последовательные этапы трансформации сбережений в инвестиции;
- с институциональной точки зрения инвестиционный процесс предполагает наличие сети финансовых учреждений и системы финансовых рынков;
- с функциональной точки зрения инвестиционный процесс — это совокупность отношений между участниками инвестиционной деятельности, складывающихся на стадии аккумулирования инвестиций, их перераспределения и использования инвестиций в рамках экономической системы. См.: Маковецкий М.Ю. Роль рынка ценных бумаг в инвестиционном обеспечении экономического роста // Финансы и кредит. 2003. № 21. С. 7–16.

Инвестиционный процесс — это в какой-то мере и явление социального порядка. Инвестирование предполагает появление новых рабочих мест и, как результат, трудовую миграцию. Вложение в пенсионные фонды и обеспечение жизнедеятельности пенсионеров за счет получения негосударственных пенсий — один из столпов социальной стабильности в обществе. Таким образом, инвестиционный процесс — это многогранное явление, изучение которого возможно в рамках различных отраслей человеческих знаний.

в банке. Соответственно, в инвестировании, так же, как при торговле, происходит обмен, но своеобразный: субъект, имеющий средства, т.е. инвестор, «меняет» принадлежащее ему имущество, но не на другой товар, а на обещание (обязательство) лица, получившего средства, передать (выплатить) в будущем имущество, как правило, деньги, в объеме, превосходящем переданное¹. Субъект, получающий инвестиции, организует и (или) осуществляет деятельность, приносящую доход, тем самым и инвестор и тот, кто получил инвестиции, получают доход (выгоду), во всяком случае, надеются его получить.

Christy G., Clender J. указывают на 18 «способов» инвестирования (*material of investments*), которые можно объединить в несколько групп:

- а) заключение договоров банковского вклада и приобретение депозитных сертификатов (инвестирование в банковскую деятельность);
- б) заключение договоров страхования;
- в) участие в инвестиционных фондах;
- г) вложения в недвижимость (приобретение и аренда недвижимости);
- д) вложения в пенсионные фонды;
- е) вложения в собственное образование;
- ж) приобретение золота, серебра и других драгоценных металлов;
- з) вложения в иностранные валюты;
- и) заключение опционных и фьючерсных контрактов;
- к) вложения в акции, облигации, государственные ценные бумаги².

И в этом случае мы, пожалуй, сталкиваемся с наиболее широким пониманием инвестирования, где есть даже инвестирование в образование. Все же, как правило, в экономической литературе под инвестированием обычно понимается непосредственный процесс вложения, передачи материальных благ с определенной целью. В частности, отмечается, что «инвестирование — это затраты на производство и накопление средств производства»³. Таким образом, с экономической точки зрения инвестирование — это процесс движения капитала, имущества. При этом для инвестирования характерно первоначальное уменьшение имущества (затраты) субъекта, который осуществляет инвестирование, поскольку инвестиции передаются другому лицу —

¹ В отдельных случаях организатор инвестирования не берет на себя обязательство вернуть вложенные инвестиции, однако сама возможность получить прибыль зависит исключительно или преимущественно от его усилий.

² См.: Christy G., Clender J. Introduction to Investment. Finance, 1983. P. 3.

³ Макконел К.Р., Брю С.Л. Экономикс. М.: Бином, 1998. С. 10.

организатору инвестирования (реципиенту), например акционерному обществу, которое увеличивает уставный капитал в результате проведенной эмиссии. Далее полученные инвестиции используются для формирования имущества общества, пополнения оборотных средств, необходимых для деятельности организатора инвестирования, — строительства недвижимости, производства продукции и т.д. Не случайно У.Ф. Шарп, Г.Д. Александр и Дж. Бейли с экономических позиций выделяют три существенных признака инвестирования:

1) **наличие временного промежутка** (срока) между моментом передачи инвестиций и получением дохода, что выражается в формуле «отдавать деньги приходится сейчас, а вознаграждение поступит позже»;

2) **отсутствие гарантий «поступит ли вообще вознаграждение»;**

3) **величина вознаграждения заранее неизвестна**¹.

Указанные признаки вполне применимы и для понимания природы инвестирования с правовой точки зрения, но недостаточны, поскольку экономические категории, в отличие от правовых, предполагают более высокий уровень обобщения. Правовая же наука призвана изучать общественные отношения применительно к конкретным явлениям действительности.

В юридической литературе инвестирование также трактуется по-разному. По мнению одних авторов, инвестирование — это «вложение капитала в сферу материального производства с последующим его возвратом в виде предпринимательской прибыли»². Другие авторы отмечают, что «инвестирование — это отчуждение имущества третьему лицу для последующего использования в целях развития производства ради получения прибавочного продукта»³. Общим в приведенных высказываниях является то, что инвестирование понимается как процедура передачи, отчуждения имущества. Выделяется авторами и цель такого действия — получение прибавочного продукта, прибыли, что в целом верно, но недостаточно, поскольку учитываются не все признаки инвестирования.

Российский законодатель также достаточно часто оперирует терминами «инвестиции», «инвестиционная деятельность» и т.д., причем

¹ См.: Шарп У.Ф., Александр Г.Д., Бейли Дж. Инвестиции / пер с англ. М.: Инфра-М, 1997. С. 1.

² Бублик В.А. Гражданско-правовое регулирование внешнеэкономической деятельности в Российской Федерации: проблемы теории, законодательства и правоприменения. Екатеринбург: Изд-во УрГЮА, 1999. С. 11.

³ Доронина Н.Г., Семилютин Н.Г. Обзор законодательства об иностранных инвестициях // Право и экономика. 2003. № 3—4. С. 14.

в некоторых нормативных актах указанные термины вынесены в название¹. Например, в ст. 1 Закона об инвестировании накопительной части трудовой пенсии определено, что инвестирование средств пенсионных накоплений является деятельностью управляющей компании по управлению средствами пенсионных накоплений. В Законе о рынке ценных бумаг инвестиционным консультированием признается оказание консультационных услуг только в отношении ценных бумаг, сделок с ними и (или) заключения договоров, являющихся производными финансовыми инструментами, путем предоставления индивидуальных инвестиционных рекомендаций (ст. 61.1). В других нормативных актах используются такие словосочетания, как «инвестиционные цели», «инвестиционные проекты» и т.д. При этом содержащиеся там попытки дать то или иное определение вряд ли можно признать удовлетворительным.

II. Определение, вычленение признаков инвестирования в значительной мере может быть облегчено с использованием метода сравнительного правоведения, поскольку инвестирование, как экономическое явление имеет давнюю историю, что нашло отражение и в законодательной, и в судебной практике многих стран, и прежде всего это относится к англо-американской системе права. Выработанные при этом критерии, признаки инвестирования, несомненно, носят универсальный характер, поскольку экономическая природа, сущность инвестирования одинаковы в любой экономической системе, соответственно, в целом и средства правового регулирования во многом идентичны. Анализируя современное иностранное законодательство², необходимо отметить, что в нем не всегда закреплены формальные определения и понятия и законодатель зачастую ограничивается простым перечислением инвестиционных инструментов — «секьюрити». Так, в законодательстве Израиля «секьюрити» — это сертификаты,

¹ См.: Федеральный закон от 9 июля 1999 г. № 160-ФЗ (ред. от 31 мая 2018 г.) «Об иностранных инвестициях в Российской Федерации» // СЗ РФ. 1999. № 28. Ст. 3493; Федеральный закон от 25 февраля 1999 г. № 39-ФЗ (ред. от 25 декабря 2018 г.) «Об инвестиционной деятельности в Российской Федерации, осуществляемой в форме капитальных вложений» // СЗ РФ. 1999. № 9. Ст. 1096; Закон РСФСР от 26 июня 1991 г. № 1488-I (ред. от 26 июля 2017 г.) «Об инвестиционной деятельности в РСФСР» // ВСНД и ВС РСФСР. 1991. № 29. Ст. 1005; Федеральный закон от 5 марта 1999 г. № 46-ФЗ (ред. от 3 июля 2016 г.) «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» // СЗ РФ. 1999. № 10. Ст. 1163.

² Здесь и далее перевод текстов нормативных и судебных актов и литературы с английского языка дается в авторском изложении, при этом отдельные детали могут быть опущены, с сохранением основного содержания.

выпускаемые сериями и подтверждающие право членства или участие в компании, или право требования, или дающие право приобрести иные секьюрити. В Голландии, в свою очередь, понятие *securities* включает открытый для дополнения перечень инструментов и имеет своей целью включить все инструменты, покупаемые инвесторами на публичном рынке. Как отмечает швейцарский юрист Д. Дайникер, «права инвесторов и в случае, если они не удостоверены ценными бумагами, имеют тот же режим. Эти права не сертифицированы, но служат тем же целям, что и сертифицированные»¹.

В 1933 г. в США был принят *Securities Act*², цель принятия которого заключается в уменьшении для инвесторов риска возможных потерь и защите их прав и интересов от недобросовестных эмитентов. Были определены и основные правовые средства для этого: регистрация инвестиционного предложения в государственном органе, раскрытие организатором инвестирования максимально полной информации о себе и о своей деятельности и иные.

Как указано в нормативном акте, *securities* включает в себя: любые доказательства, наличие долга (*note*), акции, обеспеченные и не обеспеченные облигации, сертификаты о наличии интереса или участия в любых соглашениях, направленных на получение долевой прибыли, сертификаты о дополнительном трастовом обеспечении, сертификаты о подписке, инвестиционные контракты, сертификаты, подтверждающие аккумуляцию в одних руках акций различных лиц на началах доверительной собственности, долевой неделимый интерес в отношении нефти, газа или других минералов, любого рода опционы и иные права на приобретение других *securities*, депозитные сертификаты или в принципе любой интерес или участие, понимаемое традиционно как *securities*, или любой сертификат об интересе или участии, или вариант, или право подписки, или право приобрести *securities*³. Отсутствие четкого определения предмета регулирования

¹ См.: Dainiker D. *Swiss Securities Regulation*. Kluwer Law International, 1998. С. 18.

² См.: *Securities Act of 1933*.

Как правило, термин *securities* переводится как ценные бумаги, что верно лишь отчасти, поскольку среди инвестиционных инструментов существуют и те, права на которые не удостоверяются ценными бумагами. Более близкое понятие в праве Российской Федерации — эмиссионные ценные бумаги.

³ См.: *Securities Act*. P. 2.

Раздел 2В Закона о ценных бумагах 1934 г. содержит несколько иное определение понятия «ценная бумага» (15 U. S. Code § 78с (а) (10)). Однако, несмотря на то, что точные формулировки двух определительных разделов различаются, Верховный суд после-

имеет исторические корни, поскольку к моменту создания нормативного акта все основные виды *securities*, такие как акции и облигации¹, уже существовали в экономике, и законодатель ограничился только их перечислением. Как указано в одном сравнительно недавно рассмотренном деле, «цель конгресса при принятии законов о ценных бумагах состояла в том, чтобы **регулировать инвестиции... в какой бы форме они ни были созданы и каким бы именем ни назывались**»². В судебной практике подчеркивается: «Во время анализа предполагаемых инвестиционных контрактов форма должна быть проигнорирована по отношению к существу и содержанию, и акцент должен быть сделан на экономическую реальность»³. В то же время простое перечисление отдельных видов *securities*, вызывает серьезные проблемы в правоприменительной, и прежде всего в судебной деятельности. Соответственно, после принятия закона судебная практика столкнулась с необходимостью дать юридическую квалификацию отдельным терминам, содержащимся в нормативном акте.

Наряду с «традиционными» инструментами, такими как акции, облигации, имеются инструменты, характеристика которых на предмет отнесения их к категории *securities* связана со сложностями (к ним, в частности, относятся ноут, инвестиционный контракт, депозитный сертификат). При анализе государственными органами, судами, инструментов, правовая природа которых является неочевидной, принимается во внимание не только их наименование, наличие или отсутствие такого наименования в легальном определении, но прежде всего рассматривается экономическая природа, сущность предлагаемых инвесторам инструментов. Соответственно, важное значение в правоприменительной деятельности придается толкованиям терминов содержащиеся в решениях судов, прежде всего Верховного суда США. Такие решения, именуемые обычно тестами, содержат указания на основные признаки, присущие тому или иному виду *securities*.

довательно утверждал, что эти определения практически идентичны. См.: *Gary Plastic Packaging Corp. v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 756 F. 2d 230, 238 (2d Cir. 1985) (citing *United Hous. Found., Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837, 847 n. 12 (1975)).

¹ При анализе тех или иных инструментов суды и государственные органы прежде всего исходят из того, что наименование инструмента соответствует его правовой природе. Если эмитент предлагает инвесторам инструмент, именуемый акцией, то он по общему правилу подпадает под сферу регулирования *Securities Act* как акция.

² *S. E. C. v. Edwards*, 540 U. S. 389, 393 (2004).

³ См.: *Tcherepnin v. Knight*, 389 U.S. 332, 336 (1967).

Одним из терминов *Securities Act*, потребовавшим пояснения, был «**инвестиционный контракт**», толкование которого было дано в рамках рассмотрения судом дела *SEC v. W. J. Howe*¹. В данном деле речь шла об объектах, которые на первый взгляд вообще не могут иметь никакого отношения ни к инвестициям, ни тем более к ценным бумагам, а именно — о продаже небольших земельных участков. Однако судом было установлено, что совокупность договоров купли-продажи, гарантийных документов, вместе с сервисными контрактами на выращивание апельсинов на этих участках составили «инвестиционный контракт», и суд определил их как «ценные бумаги» (секьюрити)². В результате принятия судебного акта было выработано понятие «инвестиционный контракт», в соответствии с которым **«под инвестиционным контрактом следует понимать договор, коммерческую операцию или схему, посредством которой одно лицо вкладывает деньги в общее предприятие, руководствуясь ожиданием доходов исключительно от усилий организатора или третьего лица»**.

Опираясь на выводы суда, можно выделить *пять признаков инвестирования*.

1. Наличие правовой связи между инвестором и реципиентом инвестиций в форме относительного правоотношения. Инвестор и лицо, которое получает инвестиции (реципиент инвестиций), связаны между собой правоотношением — корпоративным или обязательственным (подробнее далее), в рамках которого и происходит передача инвестиций³.

При этом поскольку под инвестиционным контрактом понимается в том числе и совокупность сделок — то, что суд обозначил как **коммерческую операцию или схему**, — критерии инвестиционного контракта применимы и к совокупности действий (договоров), направленных на получение средств инвесторов, а значит, и правоотношений.

2. Множественность лиц на стороне инвесторов.

Вложение осуществляется инвесторами в «общее дело». Что под этим следует понимать? Американская судебная практика выработала

¹ См.: *SEC v. W.J. Howe Co.*, 328 U.S. 293, 298–99, 66 S. Ct. 1100, 1102–03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

² Суды нашли и другие схемы, а также договоры, регламентирующие целый ряд нематериальных и материальных активов, являющихся ценными бумагами, такие как: бочки под виски (whiskey casks) — дело *Glen-Arden Commodities*, 493 F. 2d 1027 (chinchillas), дело *Miller v. Cent. Chinchilla Grp., Inc.*, 494 F. 2d 414 (8th Cir. 1974); цифровые токены (digital tokens) — *Balestra v. ATBCOIN LLC*, 380 F. Supp. 3d 340 (S.D.N.Y. 2019).

³ Возможны и другие схемы, где взаимоотношения построены в рамках так называемой горизонтальной общности.

так называемый критерий «**общего предприятия**», что подразумевает необходимость выявления или горизонтальной, или вертикальной общности. В деле *In re J.P. Jeanneret Assocs., Inc.*¹ прямо сказано, что наличие строгой вертикальной общности (как и горизонтальной общности) является достаточным, чтобы сделать вывод о вложении в «общее предприятие».

Как указано в деле *Revak*, о *горизонтальной общности* можно говорить тогда, когда активы (инвестиции) инвесторов объединяются, состояние каждого инвестора оценивается по отдельности и инвестор привязан к судьбам других инвесторов, а также к успеху всего предприятия². Горизонтальная общность включает в себя объединение активов нескольких инвесторов таким образом, чтобы все разделили прибыль и риски предприятия. В свою очередь, строгая *вертикальная общность* определяется как конструкция, где «судьбы инвесторов привязаны к судьбе промоутера»³. В праве европейских стран в целом схожее понимание. Так, например, в бельгийском праве под *securities* понимаются «операции, в которых прямо или косвенно реализуется право инвестора получить имущество (прибыль), при этом такая операция (схема) организована на принципах ассоциации или общего имущества и юридически или фактически находится в управлении одним лицом»⁴.

Таким образом, можно говорить о множественности лиц на стороне инвесторов, т.е. вложения средств осуществляет не один инвестор, а несколько (долящики при долевом строительстве, акционеры в акционерном обществе и т.д.), и при этом инвестирование средств производится на основании, как правило, общих для всех инвесторов условий, а соглашение между инвестором и организатором инвестирования не является результатом персональной договоренности между указанными субъектами⁵. Часто инвесторов вступление в отношения

¹ См.: *In re J.P. Jeanneret Assocs., Inc.*, 769 F. Supp. 2d 340, 360 (S.D.N.Y. 2011).

² См.: *Revak v. SEC Realty Corp.*, 18 F. 3d 81, 87 (2d Cir. 1994).

³ *Brodt v. Bache & Co., Inc.*, 595 F.2d 459, 461 (9th Cir. 1978).

⁴ *Wymmerch E. International Securities Regulation. Law and Commentary.* Oceana Publications Inc., 1988–1997. В. 2. Р. 6.

⁵ Например, в деле *Weaver* банковский депозитный сертификат не был признан *security* на основании того факта, что он был приобретен в результате персональной договоренности эмитента и лица, приобретшего сертификат. Как отмечается, контракт содержал в себе условия, оговоренные сторонами специально для данного инвестора. См.: *Arnold M. When is a Car a Bicycle and Other Riddles: The Definition of Securities Under Federal Securities Laws* // 33 Cleveland State Law Review. 449 (1984). Р. 467.

с организатором происходит на условиях присоединения, когда все условия будущего обязательства уже сформулированы организатором и нередко закреплены в виде единого документа.

3. Инвестирование — это вложение в деятельность, приносящую доход, — предпринимательскую или иную.

О вложении в деятельность говорится и в российском законодательстве. Так, в ст. 2 Закона об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений указано, что инвестирование — это вложение в предпринимательскую деятельность. Значит, иным субъектом инвестиционных отношений, кроме инвесторов, может быть только лицо, осуществляющее предпринимательскую или иную деятельность, направленную на получение дохода.

4. Цель инвестирования — получение дохода, выгоды от вложения средств.

Правовая цель вступления инвестора в инвестиционные правоотношения — получение в будущем имущества в виде дивидендов, процентов по облигациям и т.д. В судебном акте по делу *Edwards* отмечается: прибыль означает «доход или доходность, включая, например, дивиденды, другие периодические платежи или повышенную стоимость инвестиций»¹. В другом деле под прибылью, суд имел в виду либо капитал, либо повышение стоимости в результате развития первоначальных инвестиций².

В качестве дохода могут быть получены не только деньги, но и иного рода объекты³, например недвижимое имущество. Неслучайно в Постановлении Пленума ВАС РФ от 11 июля 2011 г. № 54 определено, что инвестиционная деятельность может быть связана со «сферой финансирования»⁴ строительства или реконструкции объектов недви-

¹ См.: *Edwards*, 540 U.S. at 394.

² См.: *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*, 421 U.S. 837. 95 S. Ct. 2051. 44 L. Ed. 2d 621 (1975).

³ При этом прибыль (доход) понимается в широком смысле: либо повышение стоимости капитала, происходящее от роста первоначального вложения, либо участие в доходах, получаемых от использования вложенных инвестором средств. См.: *Soderquist L.D. Securities Regulation. Third Edition. P. 134.*

⁴ Финансирование включает в себя предоставление средств, направленных на полное или частичное обеспечение деятельности субъекта, получающего финансирование. При этом тот, кто финансирует не вправе требовать получения всего или части дохода от такой деятельности. Такова схема обеспечения деятельности государственных и муниципальных учреждений и т.д. Поэтому использование термина «финансирование» применительно к отношениям, указанным в данном Постановлении Пленума ВАС РФ, представляется некорректным.

жимости». Последнее важно для понимания сути инвестирования как такового, поскольку в сознании отдельных юристов продолжает существовать стереотип, что инвестирование невозможно в сфере строительства жилой недвижимости.

Нельзя в этой части не отметить ошибочное представление о возможности инвестирования с иной, «не доходной» целью. Например, в Законе об инвестиционной деятельности в форме капитальных вложений есть указание на такую цель инвестирования, как достижение положительного социального эффекта. Соответственно в литературе делаются попытки обосновать возможность социального эффекта от инвестирования. Так, А.М. Лаптева и О.Ю. Скворцов в качестве такого блага указывают на жилое помещение, отмечая, что приобретая жилье, лицо преследует цель обеспечения собственных нужд в проживании¹. С этим сложно согласиться, поскольку цель инвестирования здесь — это получение вещи (недвижимости) в собственность. Планируемое же использование недвижимости, будь то проживание, сдача в наем, перевод в нежилое помещение и т.д. — это мотив сделки, но не ее цель.

5. Доход (выгода) инвестора может быть получен усилием исключительно **организатора инвестирования (реципиента инвестиций) или третьих лиц**, что ориентирует нас на необходимость исследования вопроса о возможности (праве) инвестора участвовать в деятельности, которая может принести доход. И здесь важно отметить, что инвестиционный характер отношений не предполагает наличие у инвестора такой возможности (субъективного права).

Иными словами, сам **инвестор не принимает участия** в деятельности, которая приносит или может принести доход. Он вправе получать доход (часть дохода) не в силу факта участия в его создании, что происходит в случае с предпринимателем, а как правило, в силу наличия соответствующего правоотношения между ним и организатором инвестирования. Как отмечает тот же Е. Вуммирш, в данном случае «инвестор, отказываясь от прямого владения имуществом, вверяет его под управление лицу, которое управляет этим имуществом на профессиональной основе»². Именно наличие правовой связи и обеспечивает возможность требовать соответствующих выплат (получать иные материальные блага).

¹ См.: Лаптева А.М., Скворцов О.Ю. Инвестиционное право: учебник. М.: Юрайт, 2019. С. 22.

² См.: Wymmerch E. Op. cit. P. 6.

Следует заметить, что хотя в тесте *Howey* говорится о том, что ожидание прибыли должно проистекать **«исключительно из усилия промоутера или третьей стороны»**, в более поздних решениях судов акцент сделан на разумных ожиданиях прибыли от предпринимательской деятельности или управленческих усилий других людей¹. Как было указано в решении уже канадского суда, «возможная прибыль может быть получена усилиями третьих лиц, которые дают эффект успеха или неуспеха предприятия»². Иными словами, это могут быть и усилия других инвесторов.

Значит, наличие цели получения дохода является для квалификации инвестирования условием необходимым, но, безусловно, недостаточным. Важно проанализировать, кто именно осуществляет деятельность по созданию дохода. Нельзя отнести к инвестированию ситуации, где возможный доход может быть получен усилиями самого заинтересованного лица, прежде всего предпринимателя, вложившего средства в приобретение, например, предприятия как имущественного комплекса и т.д.

Сама жизнь, развитие экономических процессов то расширяют, то, наоборот, сужают рамки инвестиционного процесса, однако выработанные критерии инвестирования по сути остаются неизменными³, поскольку «определение инвестиционного контракта является олицетворением принципа, который способен к адаптации к бесчисленным и разнообразным схемам, придумываемым теми, кто стремится к использованию чужих денег в обмен на обещание доходов»⁴. Не случайно в деле *Forman* было указано, что «Конгресс намеревался применить законы о ценных бумагах так, чтобы включить экономические реалии, лежащие в основе сделки, а не наименование»⁵. Так, например, в деле Австралийской лесной компании, рассмотренном Верховным

¹ *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*. 421 U.S. 837. 95 S. Ct. 2051. 44 L. Ed. 2d 621 (1975).

² См.: *Pacific Coast Coin Exchange Canada LTD v. Ontario Securities Commission* 10.

³ Дискуссия о том, что такое *securities*, далеко не закончена. Не все судебные решения точно соответствуют тесту *Howey*. В судебной практике продолжают возникать прецеденты, новые подходы к отдельным элементам теста *Howey*. Однако в целом именно этот тест является определяющим.

⁴ См.: *SEC v. W. J. Howey*, 328 U.S. 293, 298–99, 66 S. Ct. 1100, 1102–03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

⁵ *United Housing Foundation, Inc. v. Forman*. 421 U.S. 837. 95 S. Ct. 2051. 44 L. Ed. 2d 621 (1975).