

点数制分时度假权益的 证券属性分析

任容庆*

摘要:分时度假是结合分时与交换概念的新型旅游消费产品,点数制是分时度假发展到一定阶段的产物,是通过“货币化”的点数来体现购买者享有的分时度假权益,点数制分时度假结合点数系统和俱乐部会员形式,使其彰显出债权性、身份性及证券性的复合权属特征,进而影响点数制分时度假权益的法律调整范畴的界定,对于点数制分时度假权益是否属于证券,能否受《证券法》的调整,应从商业证券与金融证券区分的角度进行探讨。

关键词:点数制分时度假权益 商业证券 金融证券

分时度假是目前全球推崇的一种休闲度假方式,先后出现以特定度假房产为标的的实物型分时度假和以虚拟点数为标的的点数制分时度假。点数制是分时度假发展到一定阶段的产物,点数制分时度假权益,是指购买者通过购买开发企业虚拟的

* 最高人民法院中国应用法学研究所博士后研究人员,法学博士。

点数,并以该点数享有消费标价已折合成点数的度假权益,及以该点数实现与异地分时度假权益的交换。具体而言,分时度假产品不再以周为单位而以点数制为基础,“点数系统”将消费者购买的房屋使用权分解为拥有多少“点”,使房屋使用权以“点数”来计算。此时,消费者享有的权利并不与具体的度假房产相对应,而是按其所购买的点数确定自己的住宿时间和住宿单元。随着点数制的普及,多个推行点数制的开发企业联合形成点数俱乐部,点数制俱乐部的推广又促进了全球化点数制网络体系的建立。目前,点数制已成为国外分时度假的主流模式,美国的迪斯尼、希尔顿、马里奥特、凯悦,欧洲的环球、LSI 等公司都采用了点数制。这种通过货币化、份额化的点数来体现购买者权益的点数制分时度假权益,其是否符合证券定义及能否受《证券法》调整,是值得深入探讨的。

一、点数制分时度假权益的债权属性分析

点数制分时度假权益属于债权性权益之一,体现了债权的证券化。与实物型分时度假相比,尽管点数制分时度假购买者也享有度假房产使用权和交换权,但在权益的具体构造上仍存在一定差别。

(一) 点数制分时度假与实物型分时度假的区别

实物型分时度假是购买者以购买某一特定度假房产的形式获得包括使用权与交换权在内的相应分时度假权益的模式,点数制分时度假与实物型分时度假的区别表现在以下几个方面:

1. 权利主体的身份性不同

在点数制分时度假中,购买者并非度假房产的直接权利人,而是通过购买点数,成为度假俱乐部会员后才拥有享受分时度假权益的资格,权益主体身份上的特殊性也隐射了点数制分时度假权益的身份性特点;在实物型分时度假中,购买者是某一特定度假房产的直接权利人,依据购买者取得的分时度假权益属性的不同,购买者可能是度假房产的共有人、所有权人、他物权人、债权人、信托受益人等。

2. 权利客体不同

在点数制分时度假中,购买者享有的分时度假权益的客体为无形物,即虚拟的点数,该点数有基本单位,相当于一种新的“货币”,购买者按所购点数的大小来区分享有度假权益的不同;在实物型分时度假中,购买者享有的分时度假权益的客体为有体物,具体来说是在所购某一固定时间段内的度假房产、酒店或度假村及其相关配套设施。

3. 权利取得方式不同

在点数制分时度假中,权利人取得分时度假权益的前提是用所购点数来取得交易资格,在成为由开发企业成立的度假俱乐部的会员后,用所购点数作为货币的替代品去购买自己的分时度假权益,这一权利取得方式类似于普通消费者用现金获得酒店住宿权益;在实物型分时度假中,购买者的分时度假权益是直接取得,例如,取得债权性权益的依据是承购合同的签订,取得物权性权益基于承购合同的签订与登记手续的完成,取得信托受益权基于信托的生效与信托公司向购买者提供许可证等。

4. 权利行使方式不同

在点数制分时度假中,权利行使针对的是合同的相对方,购买者依合同请求开发企业为其安排分时度假计划,具体来说,即用所购点数换取度假房产的使用,或者通过交换网络换取其他度假房产的使用;在实物型分时度假中,购买者取得是针对作为物的分时度假房产的权利,购买者可以直接行使而无须他人协助、配合,亦不用办理任何手续即可使用分时度假房产,并按规定在交换网络中办理登记即可实现交换价值。

(二) 点数制分时度假权益的法律特性

点数制分时度假权益属于债权性权益之一,但与度假许可、度假租赁等分时度假形式不同,表现了特殊的法律特性:

1. 债权性

民法上广义的合同概念,是指当事人之间以发生一定私法上效果为目的的意思表示一致,而专以发生债之关系为目的的,称为债权合同。在点数制分时度假会员权销售中,分时度假购买者与分时度假开发企业之间,以发生债的关系为目的,且意思表示一致。双方签订合同目的在于依据合同约定互负对方一定的给付义务,而并非以发生物权

变动为目的。购买者购买分时度假最主要的目的在于获得酒店、度假村内特定度假房产、设施及服务的用益权。商业实践中,点数俱乐部与购买者签订的承购合同条款中,对购买者需要向俱乐部支付的承购费用及每年的年费等作出约定,同时,对俱乐部需要向购买者交付度假房产,并保证其享有占有、使用、交换、收益、处分度假房产亦作出相应约定。因此,债权性是点数制分时度假的首要法律特性。

2. 身份性

根据购买者与度假俱乐部签订的点数制分时度假合同的约定,购买者有权在支付价款后,要求度假俱乐部为一定的给付,其中包括获取交换公司或俱乐部的会员身份,购买者取得会员身份的目的有二:一是为了按会员的待遇享受度假房产及其相关设施的使用权益;二是为了获得世界各地度假交换的权益。在实物型分时度假模式中,购买者通过直接购买度假房产而享有使用权益,交换权益则是另行加入交换公司成为会员后实现;而在点数制分时度假权益中,特别是在点数制俱乐部出现后,购买者只有具备俱乐部会员身份后,才享有分时度假权益。也就是说,在实物型分时度假中,购买者对度假房产的使用权益与交换权益是分离的,使用权益在其支付对价后即产生,并不受购买者是否加入交换公司,及是否享有交换权益的影响;而在点数制分时度假权益中,购买者对度假房产的使用权益与交换权益是一体的,是否具有度假俱乐部的会员身份决定了购买者是否享有度假房产的使用和交换权益。由此来看,身份性是点数制分时度假权益的又一法律特性。

3. 证券性

点数制分时度假是从不动产证券化概念衍生而来的分时度假制度,因此,点数制分时度假体现了不动产证券化的特性,主要表现在以下四方面:

(1)单位化的投资。消费者购买的点数制分时度假资产,也可以说是点数制分时度假权益,是以时间分割为基础的度假使用权益,尽管大部分的购买者是以满足自我旅游为目的购买点数制分时度假产品,然而,当存在一定的市场需求和一个交易中介机制时,交易自然是可行的,那么,购买者享有的此项权益亦可以实现自由转换。

(2)财务上的考量。从消费者的角度来考虑,作为一种新兴的旅

游产品,分时度假制度的优势在于超值的度假安排。消费者在支付点数价款后,一方面,可以享有所购俱乐部长期的分时住宿权益,这种一次性支付的方式,必然比单次入住酒店所需支付的费用要低得多;另一方面,可以通过交换系统实现到世界各地的度假交换。

(3)资产有效利用。从俱乐部经营者的角度来考虑,分时度假制度将一年划分为不同的时间单位,以提供购买者自由选购,购买者可以按自己安排的休假时间来购买分时使用权益,这样能更好地避免旅游旺季酒店爆满,旅游淡季则空房闲置的巨大落差,从而达到有效利用度假资产的目的。

(4)权利可分割性。证券化的出现,使有形资产转化为无形资产,且可以在相当长一段时间内产生收益。因为采用分时的概念,实际上,点数制分时度假权益采用时间维度的权益分割模式,以时间作为区分权益证券价值的方法。该类权益分割可以通过信托的方式,交由专门的资产管理公司运营。

二、点数制分时度假权益的证券权属界定

证券作为一种书面凭证,从民法的角度来看,记载并代表了特定的民事权利。^[1]随着无纸化证券的发展,证券不再称之为证券,而称之为可以自由流动的权利。分析点数制分时度假权益的权属性质离不开对证券权利本质的探讨。

(一)点数制分时度假权益之证券化条件

证券本身即是某种民事权利或权益,证券作为书面凭证与其上记载的权利是一体的,证券的交付和转让即是其上记载的权利的转让。点数制分时度假权益体现了民事权利证券化,即民事财产权利借助书证表现和流转,是通过某种交易形式将民事权利与证券形式相互结合的过程。民事权利证券化以“基础权利”的存在为前提。点数制分时度假权益要实现证券化,必须具备以下四个条件:

[1] 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第6页。

1. 采取符合法定规则的证券形式〔2〕

点数制分时度假的发展经历了点数制和点数俱乐部两个阶段,以直接购买点数来换取度假房产使用和交换权益的点数制分时度假权益属于债权证券,显示了购买者作为承购合同相对方所享有的民事权利;以购买会员卡的形式出现的点数制分时度假权益属于社员权证券,显示了购买者作为俱乐部成员所享有的民事权利。

2. 属于可转让性的财产权益

可转让性是权利证券化的生命力,较之财产性权利自身的转让性而言,实现证券化后的权利的转让性更强,流动性更快,变现更容易,疏解了分时度假房产作为不动产商品流通性低所致的不利于交易的缺陷。

3. 提供权利自由交易的场所

分时度假权利证券化能促使不同的权益类型进入市场交易,因此,区域性或全球性的分时度假销售和交换系统的建立,为点数制分时度假的证券化提供自由交易的场所。

4. 建立权利证券化的立法及市场规则

交易规则、市场规则的建立对于分时度假的发展起着积极的推动作用,特别是实现权利证券化后,促进交易便捷的同时更易产生不诚信的销售行为,因此,有必要通过立法来规范销售行为。

(二) 证券定义的民法视角:点数制分时度假权益与证券内涵的吻合

点数制分时度假权益有别于实物型分时度假权益类型,其最大的特点是购买者所购买标的并非有形物的度假房产,而是被标准化的、可流动的、虚拟的点数,因此,点数制分时度假权益独具的债权性、身份性和证券性特点,使其符合现代证券的定义,可结合证券的下列法律特征进行分析:

1. 点数制分时度假权益符合证券的权利本质

关于证券的权利结构,出现了二元说向一元说的过渡。二元说主张,证券上存在两种权利:证券权利人对证券实物的所有权和证券表示

〔2〕 证券依其表彰的权利性质,可分为物权证券、债权证券、社员权证券。

的权利,即持有证券的人依证券记载而享有或行使的权利,^[3]实际上,前者类似证券权利的纸质载体,后者则是证券权利本身。随着无纸化证券的发展,可以直接将证券视为证券权利,此称为证券一元说。当前电子商务高速发展,购买者购买点数后,获得了开发企业为其开立的一个点数账户,该账户内记载了购买者所购点数数额、享有度假权益的范围,及每次度假的电子记录。每一购买者的点数账户成为其享有点数制分时度假权益的虚拟载体,点数账户与电子记录的结合表彰了购买者享有的度假房产使用权益的大小和度假交换权益的范围,点数账户本身即代表了购买者享有的分时度假权益。

2. 点数制分时度假权益具备证券的流动生命

证券作为权利,为流动而存在,其流转的速度和质量与经济发展成正相关^[4]。在理论上,作为一种权利的证券,由债权等相对权转化而来,为实现权利的自由转让,通过证券化使债权等相对权转化为类似物权的证券权利,从这一点来看,流通是证券的生命之所在。在点数制分时度假权益中,权利客体不是某一特定的度假房产,购买者购买的标的物只是虚拟的点数,点数背后隐含的才是具体的分时度假权益,此时,分时度假权益会随着点数的增加或减少有所不同,也会受到俱乐部内容规范变化的影响(当然,这一规范的变动必须是有利于购买者的,变动导致的结果不能低于合同约定的购买者所享有的权益)。例如,随着购买者使用次数的增加,点数数额即减少,对应的分时度假权益也相应减小;又如,购买者在使用期间,增加购买点数升级,所对应的分时度假权益也相应扩大;再如,遇到俱乐部搞返利、回馈、促销等活动时,点数对应的分时度假权益的内容、范围也会出现变化。因此,购买者所购点数是灵活多样的,并非一成不变,这就为其自由流通转让提供了天然的便利条件。

3. 点数制分时度假权益属于证券包含的权利

证券所代表的特定民事权利是一种财产性权利,排除了涉及人身

[3] 谢怀栻:《票据法概论》(增订版),法律出版社2006年版,第5页。

[4] 张舫:《证券上的权利》,中国社会科学出版社1999年版,第7页。

性质的人格权和知识产权。^{〔5〕} 物权与证券的区别在于:一是物权的客体为物,而证券的客体为交付;二是物权为绝对权,因证券涉及权利人和给付人,权利人实现其权利必须依赖于给付人,故证券(权利)兼具绝对权和相对权。《德国民法典》将证券作为债的一种形式规定于“债法篇”,故从民法层面理解,证券属于债务性证券。因此,证券是一种以交付为客体的可以流转的财产性权利。点数制分时度假权益是具有债权性的财产权利,购买者权利指向的标的是合同相对方的给付行为,而非直接针对度假房产的支配,换言之,点数制分时度假权益的购买者可以在合同约定的时间内请求开发企业为其安排度假房产及配套设施的住宿、使用,同时,购买者亦可以要求俱乐部为其提供度假交换的机会。点数俱乐部是点数制发展到一定阶段的产物,体现了点数系统与俱乐部会员形式的结合,购买者通过购买一定的点数成为俱乐部的会员,再以所购点数换取以一定标准折合成点数的度假权益,此时,购买者享有的权益类似于社员权。^{〔6〕} 综上,点数制分时度假权益是包含于证券所代表的特定民事权利范围内的一类新型的财产性权利。

三、点数制分时度假权益的证券范畴定位

从证券的范围来看,经历了从商业证券到金融证券的两个不同的历史发展阶段,商业证券推动了法律内涵的发展,金融证券则在市场内涵与法律内涵方面均对商业证券有所突破。对点数制分时度假权益的证券范畴定位分析必须围绕商业证券与金融证券展开。

〔5〕 知识产权包括专利权、著作权及商标,专利权及著作权都是因智力创造成果而享有的权利,包括财产和人身的双重属性,其性质不宜用证券来记载和代表,现实中的专利权证书和著作权证书都是证书,只是证明该权利的存在,证书本身不能代表该权利并于该权利合一。商标权更具有财产属性,但商标权的产生来源于企业长期经营所具有的信誉和商誉,其性质也不适于为证券所代表,更不适于频繁转让。

〔6〕 因股票属于证券,而股票表彰的股权属于社会权范畴,故证券上的权利包括社员权。

(一) 对证券范围的辨析:商业证券与金融证券的区分

我国学理上,把证券分为金券〔7〕资格证券〔8〕和有价证券。有价证券又分为商品证券和价值证券,价值证券可分为货币证券和资本证券〔9〕。有价证券与金券和资格证券的区别在于其流通性和让渡性,因此,从证券功能上看,证券亦可分为履行性证券和流通性证券,前者包括金券和资格证券,后者包括货币证券和资产类证券,资产类证券即商品证券和资本证券〔10〕。货币证券,是指使持券人或第三人取得货币索取权的有价证券,包括商业票据和银行票据。商品证券又称货物证券,是证明持券人享有商品所有权或使用权的凭证,具有财产价值且可以转让,如仓单、提单、运货单等。资本证券又称投资证券、金融证券,是凭其上记载的权利可以取得资本性收益的有价证券,其主要功能是投资工具之一种,如股票、债券等,持券人享有的资本性收益,如股息、利息、基金收益等。

证券的法律本质通过立法以法律条文的形式来展现其市场本质。〔11〕证券从商业证券〔12〕向金融证券的发展,其市场本质和法律制度均存在巨大差异,于是,美、英、德、日等国均形成双重立法体系予以规范,即民商法层面的“商业证券”和金融法层面“金融证券”,〔13〕而我国在民商法层面则几乎没有关于商业证券的一般性规定。商业证券的出现使实物交易向证券交易转变,各交易主体之间不再需要以实物交

〔7〕 金券仅限于特定目的之使用,如邮票用于信件邮寄、印花用于办理印花税使用、性质上也不能转让(少数邮票具有收藏价值,其转让有其特殊性)。

〔8〕 资格证券如车船票、银行存折等,持券人具有行使一定权利资格,主要是为了获得商品和某种服务,一旦持券人即权利人实现了证券上的权利,其权利人资格就已丧失,资格证券的特点决定其不适合转让。

〔9〕 陈甦主编:《证券法专题研究》,高等教育出版社2006年版,第16页。

〔10〕 张保红:《论证券的概念和范围》,载《韶关学院学报》(社会科学)2012年第3期。

〔11〕 周晓松:《定义“证券”:内涵加外延的立法模式》,载《证券法苑》2014年总第11卷。

〔12〕 商业证券,是指作为商品交易的物权凭证,如提单、仓单、运货单等,或者作为支付工具的,如汇票、本票、支票、保理合约等。换言之,就是与上文提到的商品证券、货币证券等有价证券相类似的概念。

〔13〕 美国《统一商法典》第8章第103条是“确定特定债务和权益是否是证券或金融资产的规则”,为区分商业证券和资本证券奠定了基础;德国《民法典》第7章第21节规定了记名证券、第22节规定了不记名证券,共25个条款;日本关于证券的一般规则散落于《日本民法典》第86条、364~366条、519条。

易为必须,而仅通过商业证券和支付工具的交易即达到相应的支付效果,且提高了交易安全、降低了交易成本。同时,证券的便利性和安全性成为连续的证券市场交易实现的前提。由此可见,商业证券的市场本质表现为,其是实现商业交易安全、便利和维护市场交易的连续性工具。同时,市场对立法保护商业证券的安全性、便利性、连续性提出了要求,各国基本围绕持有人主义制度^[14]公示制度^[15]善意持有人制度^[16]设计,来实现保护商业证券市场本质的立法需求。

随着实体经济金融化的发展,商业证券从此前的支付工具和货物凭证转变为结构化和组合化的金融工具。^[17]对于金融证券与传统商业证券的区分标准,各国采用不同的立法模式。欧盟、日本、韩国、香港地区均引入金融工具作为兜底概念,但未规定证券的法律本质。^[18]德国采用实质标准,以界定金融证券的法律本质,即是否具有可转让性作为与商业证券的区分。^[19]美国则采用复合模式,首先,《统一商法典》第102条规定了证券的实质标准,第103条具体列举了九条一般性规则,用于界定特定权益是否属于金融证券;其次,美国《1993年证券法》第2节规定了“投资合同”的判断标准;最后,通过法院判例对投资合同标准进行扩张解释,确定了具体适用的“先例”。

(二) 商业证券抑或金融证券:点数制分时度假权益的证券范畴界定

运用点数制分时度假操作时,购买者享有点数制分时度假权益,即证明其享有度假房产使用权益及度假交换权益,此时,点数制分时度假权益产生权利凭证的效力,之所以将其份额转化为点数形式的权益,是为了商业运营的便利所做的创新,创造了分时度假权益的证券形态,即

[14] 持有人主义制度,是指为保障交易的便利和安全,将证券的持有者视为所有人,证券持有人可以对抗或有条件地对抗真实所有人。美国和德国采取了两种不同的立法理念设计持有人制度,美国是采纳持有人主义,德国则是有限采纳。

[15] 公示制度是指为实现权利的对世效力而采用登记、交付、背书、登记等公示方式。

[16] 善意持有人制度,是指为保障证券交易的连续性,使证券形成的原因与证券相分离,即使证券的前手是非法交易,也不影响证券在证券市场的独立流通。

[17] [美]罗伯特·希勒:《金融与好社会》,束宇译,中信出版社2012年版,第1~26页。

[18] 《欧盟金融工具市场指令》(2004/39/EC指令)第4条;韩国《资本市场法》第1条;日本《金融商品交易法》第1条;香港《证券和期货条例》。

[19] 参见《德国证券交易法》第2条。

商业证券。但是,点数制分时度假权益是否亦属于金融证券,并能被金融法律规范所调整呢?我国《证券法》只规定了股票、公司债券、上市交易的政府债券、证券投资基金份额这四类(金融)证券,点数制分时度假权益不属于其中任何一类,^[20]但在2015年最新的《证券法》修订草案中则将(金融)证券界定为“代表特定的财产权益,可均分且可转让或者交易的凭证或者投资性合同”。^[21]那么,关于点数制分时度假权益能否受《证券法》的调整,除其具备标准化权利凭证的特点外,还应从金融证券的以下三个基本属性入手进行分析。

1. 对金融证券直接投资性的分析

金融证券是一种直接投资工具,一方面,投资者购买金融证券后有权分享发行人的经营成果;另一方面,投资者可以通过金融证券的交易行为而获取利润,因此,各类金融证券权利之间的共通性在于投资性,能够由金融证券表彰的权利是投资性权利,投资性是金融证券权利的内涵;相应地,投资性权利即为投资者基于投资行为而取得合理利润的权利。^[22]

关于投资性的判断标准,我国《证券法》没有作出明确界定,可以参考美国最高法院在 *Howey* 案中对投资合同的认定标准,即“《证券法》目的上的投资合同是指一个合同、交易或计划,一个人据此将他的钱投资于共同单位,并且受引导有获利的愿望,该利益全部来自发起人或第三人的努力。”^[23]由此得出认定投资合同的四个要件:金钱投资 (invest of money); 共同单位 (common enterprise); 预期收益 (expectation of profit); 完全来自他人的努力 (solely from the efforts of others)。点数制分时度假权益是否属于投资合同,应从上述四个要件详细分析:

(1) 关于购买者是否存在金钱投资的认定。“金钱”的含义很容易被理解,但是“投资”的认识更微妙,该术语表明通过有价物品的投入

[20] 参见《证券法》第2条。

[21] 参见《证券法》(2015年修订草案)第3条。

[22] 叶林:《证券法教程》,法律出版社2005年版,第3页。

[23] *Securities & Exchange Commission v. W. J. Howey Co.*, 328 U. S. 293, 298 - 299, 66 S. Ct. 1100, 1102 - 03, 90 L. Ed. 1244 (1946).

以期获得将来的回报,从广义上来说,该回报并不意味着必须是金钱方面的,也可以是投资者所希望的任何回报。但事实上,最高法院在 Forman^[24]案中,在认定合作住宅建造项目(cooperative housing project)权益的要约和销售是否与金融证券有关时,以“投资者主要是被居住在这种地方的前景所吸引,而不是来自于投资的金钱回报”^[25]为由否定了上述权益属于金融证券。明尼苏达州最高法院在 Gopber Tire^[26]案中,继续使用“投资”一词的限定含义,即“为了获得来自其工作的收入或利润而投入资本或金钱”。^[27]另外,从最高院于 Daniel^[28]案中的阐述“被认定为投资者的人放弃了某一特定的对价,以作为另外的具有(金融)证券特征的经济收益作为回报”^[29]亦可知,投资者投入金钱所获得的回报是经济收益等金钱方面的,而非其他实物的回报。反观点数制分时度假权益,购买者支付相应价款后,期望获得的回报是俱乐部提供的,与其所购点数对应的分时度假权益,包括度假房产使用权益与度假交换权益,换言之,购买者金钱投入是为了实现便利旅游的目的,而非获得某种经济收益。因此,点数制分时度假权益中,购买者的投资行为不符合 Howey 标准中“金钱投资”的本质内涵。

(2)关于购买者是否投资于共同单位的认定。共同单位要求的重点在于,投资者的获利在多大程度上依赖于企业内其他人。^[30] 上诉法院出现了两种截然不同的认定标准:一种是水平共性(horizontal commonality),用来描述投资者间的关系,即共同单位是投资者相同利益的集合;另一种是垂直共性(vertical commonality),用来描述投资者与发

[24] United Hous. Found., Inc. v. Forman, 421 U. S. 837, 95S. Ct. 2051, 44L. Ed. 621 (1975).

[25] United Hous. Found., Inc. v. Forman, 421 U. S. 837, 95S. Ct. 2051, 44L. Ed. 621 (1975). at 853.

[26] State v. Gopber Tire & Rubber Co., 177 N. W. at 938.

[27] 事实上,法院此时并不是在讨论是否存在依据 Howey 检验标准的有关投资的含义,而倾向于讨论是否为该标准中的“预期收益”部分。

[28] International Bhd. Of Teamsters v. Daniel, 493 U. S. at 551.

[29] International Bhd. Of Teamsters v. Daniel, 493 U. S. at 559.

[30] [美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第26页。

起人的关系,又分为宽泛的垂直共性(broad vertical commonality)^[31]和严格的垂直共性(strict vertical commonality),^[32]前者仅要求投资者的收益与发起人或第三方的努力相联系即可,后者则要求投资者的收益必须与发起人或第三方的收益相联系。在认定不动产利益是否是金融证券时,法院通常使用严格的垂直共性。例如,第二巡回法院在 *Revak v. SEC* ^[33]一案中,要求投资者的财富与发起人的财富不可分割,否则,共有公寓的权益因未投资于共同事业而不属于投资合同,进而不是金融证券。在点数制分时度假权益中,尽管购买者之间具有相同的利益,即为了获得度假房产使用权益和度假交换权益,且每一购买者的利益外化为虚拟点数集合于点数俱乐部。但是,从购买者与点数俱乐部的关系来看,首先,购买者购买点数的目的主要在于旅游度假,而非投资盈利;其次,购买者的收益与点数俱乐部的收益亦无联系,购买者可以通过将个人的度假权益出租给他人使用的方式获利,而点数俱乐部则通过向购买者收取承租费及相应年费的方式来获利,两者之间互不牵扯,更非不可分割,故点数制分时度假权益并不符合认定“共同单位”的狭义垂直共性标准,因此,不能认定购买者投资于共同单位。

(3)关于购买者是否存在预期收益的认定。投资者投资的目的即盈利,如果没有盈利的期望,则更像是消费而非投资。在分析不动产利益是否属于金融证券时,预期收益是最佳的认定标准。例如,在一系列

[31] 在 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.* 案中,第五巡回法院认为:“(一项)共同事业指的是,投资者的收益密切联系并依赖于寻求投资的人或第三方的努力和成功。”参见 *SEC v. Koscot Interplanetary, Inc.*, 497 F. 2d, at 478 (引用 *Glenn W. Turner*, 474 F. 2d, at 482 n. 7)。

[32] 严格的垂直共性更多的用来认定管理商品的账户是否属于证券。*Milnarik v. M - S Commodities, Inc.* 案中,法院强调了这样一个事实:原告账户的收益情况并不受由同一经纪商管理的其他账户盈亏的影响,经纪商的“各个客户虽然由一个共同代理商所代表,但是他们并非同一投资企业的共同参与人”,因此,最终认定只存在雇佣代理关系,管理商品账户不是证券。参见 *Milnarik v. M - S Commodities, Inc.*, 457 F. 2d (7th Cir. 1972), a denial of Certiorai 409 U. S. 887, 93S. Ct. 113, 34L. Ed. 114 (1972), at 276 - 277.

[33] *Revak v. SEC*, 18 F. 3d 81, 88 (2th Cir. 1994), at 88.

的旅游公寓案^[34]中,法院认为,尽管可能存在引诱某人以投资为主要目的购买不动产的事实,但如该不动产主要用于实际居住,哪怕发起人许诺以商业租赁收益折扣的形式来减少一部分租金,也因缺少“预期收益”,而只能认定为居住房屋租赁协议,而非投资合同,除非公寓权益出售时附有保证协议从而使投资者期望获得收益,这时就存在金融证券。^[35]又如,在 *Wals v. Fox Hill* 开发公司^[36]一案中,法院认为,在以分时度假计划的方式销售不动产权益时,如果完全作为度假寓所出售,而没有收益集合,数周连续居住的事实本身不产生金融证券,故销售按时间计算不动产单位不是销售金融证券。再如,在认定乡村俱乐部权益是否属于金融证券时,法院认为,如果会员不分享收入,只是清算时分配财产,或者会员资格只有转售给本社区的居民,销售理念并不注重转售获利的可能性,那么,乡村俱乐部会员资格就不是(金融)证券。^[37]在点数制分时度假权益中,首先,购买者的购买动机主要是看重分时度假产品作为旅游消费品的灵活性、经济性、质量的稳定性及度假的安全性,与实物型度假相比,消费者更愿意尝试这种家庭共同外出分时间段,且可自由选择度假地的方式,故购买者购买分时度假的首要动机是度假居住,而并非获得投资的经济收益;其次,尽管有人提出“投资”分时度假节约了一部分未来度假的费用,即以今天的价格锁定未来度假住宿的成本,但这种“投资”以一次性支付未来几十年的款项为代价,且可能受货币通胀的影响而达不到节约费用的预期效果;最后,虽然度假权益可以出租和转让,但通常价格都会低于首次购买的价

[34] *Aldrich v. McCulloch Industrial, Inc.*, 627 F. 2d1036 (10th Cir. 1980); *Williamson v. Tucker*, 645 F. 2d404 (5th Cir. 1981).

[35] *Hocking v. Dubois*, 839 F. 2d 560 (9th Cir. 1988); *Adams v. Hyannis Harboview, Inc.*, 838 F. Supp. 676 (D. Mass. 1993).

[36] *Wals v. Fox Hill Development, Inc.*, 24 F. 3d 1016 (7th Cir. 1994), uphold *vedict* 828F. Supp. 623 (E. D. Wis. 1993).

[37] 参见高尔夫俱乐部公司案,载《证券法律法规报告》第23期第611页(美国证券交易委员会1991年4月17日不进行诉讼函);及美国家族公司案,载《联邦证券法律报告》第79段,431段(美国证券交易委员会1990年1月19日不进行诉讼函)。转引自[美]托马斯·李·哈森:《证券法》,张学安等译,中国政法大学出版社2003年版,第32页。

格,因沉淀成本导致的退出市场难,大大降低了购买者通过转售获利的可能性。因此,难以认定购买者在签订合同时存在“预期收益”。

(4)关于是否来自他人努力的认定。对该标准的认定已从 Howey 标准中的利润的获得“完全”来自他人努力,弱化为“实质上”或“主要”依靠他人努力获得利润即可。^[38] 如果主要是通过投资者自身的努力而致使企业成功,则不被认定为投资合同;反之,企业成功运作需要投资者的一些努力参与,则不能改变该计划的投资合同特征。例如,在销售不动产的过程中,如果购买者自己直接控制房产,且无须借助他人的努力,这个交易就不能认定为金融证券交易。从国外分时度假的运营状况来看,消费者购买点数制分时度假的目的是享受高品质的度假服务,尽管一部分购买者出于节约度假费用考虑,但是,度假费用的节约并不直接产生投资增值。购买者如想以出租或转让的方式获利,则必须通过自己的努力去实现,作为承购合同相对方的点数制俱乐部仅负有为购买者提供分时度假权益的合同义务,而没有为其提供转租或转售的合同义务。因此,如果购买者想从点数制分时度假产品中获得经济收益,则必须依赖自己的努力。

综上所述,点数制分时度假计划并非严格意义上的投资计划,尽管有金钱支出,但却不是以获得预期经济收益为回报,购买者与点数制俱乐部之间各自收益的独立,决定了点数制俱乐部没有保证购买者获得转租、转售收益的合同义务,故点数制分时度假权益不具备金融证券的直接投资性,进而难以将其认定为金融证券,也正因如此,国外普遍将分时度假看作是一种消费品,而非投资品^[39]。

2. 对金融证券可转让性的分析

金融证券从本质上看是能在不同市场主体之间自由转让的一种权利凭证。与物权、债权的可转让性相比,金融证券的可转让性特指在金融市场上的转让,这从《德国证券交易法》对金融证券的定义,即“证券是任何在金融市场上具有可转让性的证券”得以证实。此外,《美国统

[38] SEC v. Glenn W. Turner Enters., Inc., 474 F. 2d 476 (9th Cir. 1973), uphold verdict 414U. S. 821, 94S. Ct. 117, 38L. Ed. 2d. 53 (1973).

[39] HOVEYS M, *Is Timeshare Ownership an Investment Product*, Journal of Financial Services Marketing, July, 2002, pp. 146 - 156.

一商法典》第八章第 103 条关于认定金融证券所列举的九条^[40]具体标准中,“(c)除非在证券市场或证券交易所进行交易,否则,有限公司的股份和合伙份额不属于证券(明确声明是证券的除外)”,该条款规定了可以认定为金融证券的两个实质标准:其一,在证券交易所或者证券市场^[41]交易的属于证券;其二,充当交易媒介且其条款表明是一种证券。由此可见,金融证券是指发行人发行的能够在金融市场自由转让的代表财产权利和其他权益的份额化的金融工具。尽管点数制分时度假权益具备可转让性,但这种转让行为并不是在证券交易所或者证券市场上的转让,而只是在商品市场的转让。这从《美国统一商法典》第 103 条“(f)一个被 9-102(a)(15)定义的商品合同不是证券或金融资产”的规定也可以看出,一个商品期货合同、一个商品期货合同中的期权、一个商品期权,或者与之相似的(期权)合同^[42]均不属于金融证券,而作为旅游度假商品的点数制分时度假,其合同本身即属于商品

[40] 包括:(a)被一个公司、商业信托、共同股份公司或者与之相似的企业实体发行的一个份额或者与之相似的可以均等的权益,可认定为(金融)证券。(b)一个“投资公司证券”是(金融)证券,“投资公司证券”是指由一个根据联邦投资公司法律登记为投资公司的企业实体发行的一个份额或者与之相似的可以均等的权益,或者已经登记的单位投资信托中的一个权益,或者一个已登记的面值凭证公司发行的一个面值凭证;投资公司证券不包括一个保险公司发行的保险单或养老保险单或者年金合同。(c)除非在证券市场或证券交易所进行交易,否则,有限公司的股份和合伙份额不属于证券(明确声明是证券的除外);尽管如此,一个(金融)证券账户里的合伙企业的份额或有限责任公司的股份则属于金融资产。(d)书面形式的(金融)证券凭证由该条款约束,而不是由第 3 条约束,即使它同时也满足第 3 条的要求;尽管如此,受第 3 条约束的可转让票据,如果处于一个(金融)证券账户中,那么,就是金融资产。(e)一个清算公司向其参与者发行的一个期权或与之相似的债务,不是(金融)证券,而是金融资产。(f)一个被 9-102(a)(15)定义的商品合同不是(金融)证券或金融资产。(g)所有权凭证不是金融资产,除非证券中介(包括清算公司以及实施存管业务的银行经纪)为证券账户开户的人持有的任何资产,也就是说,权利人在证券中介机构开户实施了存管。

[41] 《美国统一商法典》没有界定证券市场(security market)的法律定义,但从 1999 年《美国国家证券市场促进法》的规定来看,证券市场包括:一级市场、二级市场、场外市场、州市场、区域市场等。

[42] 按《美国统一商法典》第 9-102(a)(15)条规定:(A)(合同或期权)是指合同或期权的交易按照交易委员会的规则交易的,并指定一个符合美国联邦商品法律规定的合同市场;(B)在国外商品交易市场交易、交换或出售的,为了商品客户考虑而被记载于商品中介名册中的。

合同,鉴于分时度假的长期性使得购买者于该合同获得的分时度假权益具有一定的期权特征,但在美国证券实务中,除非期货(期权)合同的标的物是证券,^[43]否则,不被法院认定为金融证券,而从另一个角度来看,源于这类合同权益无法实现在金融市场的转让。因此,点数制分时度假权益不具备金融证券的可转让性。

3. 对金融证券风险性的分析

风险性与直接投资性密不可分,金融证券投资是一种具有市场风险的行为,投资者投资金融证券的目的是获得收益,但是,收益与风险是金融投资行为的一体两面,没有投资风险的金融证券是不存在的,投资不同的金融证券就会存在不同的风险。理论界对于金融证券风险的定义,最为完整的表述是:“未来收益的实现将受不确定性因素的影响而偏离预期,这种偏离将导致投资者可能得不到预期的收益甚至亏损的危险,这种危险便是投资的风险。”^[44]换言之,金融证券风险是指因未来收益不确定,导致偏离预期收益而产生的损失。具体来说,金融证券投资风险体现在,因金融证券价格的波动对投资者产生以下两方面影响:其一,投资收益率的不确定性或易变性;其二,损失的可能性或损失的不确定性。分时度假作为一种新型的旅游消费产品,更多地体现了消费性特点,而其投资性相对较弱。在购买者与点数制俱乐部签订承购合同时,俱乐部不会用预期收益来吸引购买者签订合同,在俱乐部承诺的给予购买者的分时度假权益中亦不包括预期收益,因此,就不存在购买者因投资风险造成投资收益率的不确定性或损失的可能性。当然,点数制分时度假权益也存在一定的风险性,表现在,因产品设计的长期性,使得点数俱乐部在几十年的经营周期内,难免出现对外负债甚至破产的情形,造成购买者预先支付的承购款的损失。但是,这一损失风险与金融证券投资风险有差别,前者只是一种违约风险,购买者可以通过一定的救济途径,如要求俱乐部支付违约金或者赔偿损失的方式予以弥补;而后者则是一种金融投资风险,除非存在投资市场的违法行

[43] *Levine v. Merrill Lynch, Pierce, Fenner & Smith, Inc.*, 639 F. Supp. 1391, [1986 - 87 Transfer Binder]《联邦证券法律报告》(CCH)第92,841段(S. D. N. Y. 1986),该案认定无条件期权账户是证券。

[44] 陈共:《证券投资分析》,中国人民大学出版社1996年版,第1页。

为,否则,投资者自负盈亏。

综上所述,只有符合标准化、直接投资性、可转让性、风险性要求的金融投资商品才可以成为法定金融证券的种类,而点数制分时度假权益除了满足金融证券的标准化外,对于金融证券的直接投资性、可转让性、风险性的基本属性则均不具备,因此,不能将点数制分时度假归为金融证券的范畴,其亦不受证券法律规范调整。

四、余论:点数制分时度假权益的可行性论证

在国外,点数制分时度假因其灵活多变的特点,已成为分时度假发展的主流。英美法系国家不以物、债为区分的财产权理论,对于购买者享有的点数制分时度假权益,能获得同物权性权益相似的保护力度,但在大陆法系国家,物、债二元理论使得点数制分时度假这一债权性权益,难以获得同物权性权益相当的法律保护。但从我国商业实践来看,点数制分时度假模式日渐增多,足以见其运营机制上的商业优势,如果仅从保护购买者权益的角度来否定其可行性,显然过于不切实际地违背了市场规律。但从长远来看,分时度假制度能否获得长足发展,关键在于能否达到交易双方利益的最大平衡,即增加开发企业经济效益的同时,保障购买者的合法权益不受侵害,从经济学的角度来说,就是兼顾效率与公平。因此,点数制分时度假的创新有利于分时度假业自身的发展,但鉴于点数制分时度假权益的债权属性,有必要构建相应制度予以规范,主要包括:

(一) 引入信托制度架构点数制分时度假

可以借鉴英国的俱乐部/信托模式,其操作步骤为:(1) 购买者向开发企业支付费用以购买分时度假产品;(2) 开发企业将作为资产的度假设施委托给信托机构成为信托财产;(3) 信托机构向购买者颁发许可证后,使其成为信托受益人;(4) 购买者成立业主委员会,与度假管理机构签订管理协议,向其交纳管理费;(5) 购买者通过加入点数俱乐部或者交换公司实现交换功能。在该模式下,购买者对度假房产的使用权与交换权相分离,且权利属性不一样,使用权属于信托受益权,

交换权则是债权。点数制分时度假中引入信托机制的核心环节在于,将度假房产作为信托财产交付信托机构,这样就保证了度假房产的独立性,有效地增强作为债权的点数制分时度假权益的保障力度,使购买者享有的度假房产使用权从债权转变为信托受益权,度假交换权益则另行通过购买者与开发企业成立的点数俱乐部签订合同的方式予以实现,购买者所购点数支配的是度假房产的交换权益,而非使用权益。

(二)通过立法规范点数制分时度假

点数制分时度假要在我国获得长远、健康发展,必须通过国家立法确立相应制度以规范其行为。对此,可以借鉴欧美各国的做法,以立法的形式明确以下制度:第一,信息披露制度,即要求开发企业向潜在购买者披露包括承购合同、公开发售说明书、及其告知其取消合同权利的通知等在内的文件;第二,冷却期制度,即赋予购买者于签订承购合同后的一定期间(通常是7~15天)内,享有无理由解除合同的权力,一旦购买者行使取消权,开发企业必须于法定期限内,退还购买者已支付的全部合同价款(也可以参照欧盟做法,在冷却期内禁止购买者预先付款)及签署的所有法律文件;第三,托管制度,即在没有实行禁止预先付款的情形下,开发企业必须将购买者支付的冷却期内的款项实行托管,托管人必须是独立于开发企业的金融机构、信托机构或保险公司等。