

Web3.0 投融资法律指南系列（一）：新加坡监管概述

作者：李胜 | 资雯迪 | 高超星

一、引言（关于本系列）

2021年对于全球 Web3.0 行业的从业者来说，一定是充满惊喜的一年，无论是加密货币市场的暴涨，或是 CryptoPunks 和无聊猿等顶流 NFT 的火热，亦或是 Facebook 更名 Meta 掀起的元宇宙浪潮，都将 Web3.0 行业推上了全球金融和科技的主舞台。

随之而来的是 Web3.0 行业的 PE/VC 投资在 2021 年迎来了大爆发。根据 CB Insights 的统计，基于公开数据，2021 年全球 Web3.0 相关领域的 PE/VC 投资金额合计约为 249 亿美金，2022 年仅第一季度也达到了约 92 亿美金；投资数量上，2021 年全球完成 1,277 例 Web3.0 领域的 PE/VC 投资交易，2022 年第一季度全球就完成了 461 例 Web3.0 领域的 PE/VC 投资。

虽然近期 Luna 事件引起了加密货币市场的巨大震荡，但是，我们仍然看到，真正看好 Web3.0 行业的投资人们以及真正希望通过 Web3.0 技术创造价值的创业者们并没有停下他们坚定的脚步，比如 2022 年 5 月 25 日知名加密货币原生基金 Andreessen Horowitz (a16z) 宣布已为其第四只加密基金「Crypto Fund IV」筹集 45 亿美元¹。

从 2021 年开始，我们陆续参与或接触了数十起 Web3.0 行业的投融资项目。我们希望通过这一系列文章，从 PE/VC 投融资的角度，梳理和探讨 Web3.0 行业投融资的相关法律问题。出于各地监管政策不同以及项目国际化程度高的原因²，目前我们接触的 Web3.0 行业的投融资项目均为境外项目。因此，我们会在这个系列的第一部分对亚洲 Web3.0 项目常见设立地（新加坡、香港、开曼群岛、BVI）的 Web3.0 主要监管要求进行梳理，然后在第二部分重点讨论 Web3.0 项目主要涉及的美国证券法监管（由于境外 Web3.0 项目大部分都会在美国的虚拟货币交易所上市，这也是行业投资人和项目方都非常关注的问题），最后在第三部分结合前两部分监管要求的梳理及我们的经验与观察，从法律的角度对境外 Web3.0 项目投融资交易的架构路径及注意事项进行总结与剖析。

境外 Web3.0 行业监管观察的第一站，我们将目光投向新加坡。新加坡国土虽小，但是由于其具有世界

¹ <https://a16zcrypto.com/crypto-fund-four/>。

² 关于中国大陆对于虚拟货币等方面的监管政策，具体可见之前我们推出的系列文章：《聊聊金融科技的 2021（六）——数字货币篇》、《元宇宙：如何理性看待非法集资新规对虚拟币业态的影响》、《我不想做虚拟货币：探索一枚 NFT 的合规之路》。

上最开放的经济体制，一直都是全球金融科技中心之一，也是目前亚洲 Web3.0 行业的中心舞台。我们也在项目上看到越来越多华人背景的 Web3.0 团队将其融资或运营主体设立在新加坡，因此，有必要对新加坡 Web3.0 行业的监管进行梳理。

二、整体监管框架

新加坡正在非常积极的推进和完善虚拟资产³相关立法，以创造有利于虚拟资产行业发展的监管环境，同时有效地识别和防范相关风险。虚拟资产目前在新加坡主要受到支付服务、资本市场、反洗钱相关法律法规的监管，主要监管机构是新加坡金融管理局（Monetary Authority of Singapore，“MAS”）。

整体而言，从 Web3.0 项目投融资的角度考虑：

1. 一家在新加坡设立的 Web3.0 企业，如果发行不具备证券属性的代币（token/coin）给投资人，目前尚无需在当地取得任何牌照或批准；
2. 如果该新加坡 Web3.0 企业拟发行代币，且该等代币构成当地法律下的资本市场产品（比如证券），除非属于特定的豁免情形（包括私募配售、小额发行、向机构投资者或合格投资者发行等），否则需要满足资本市场产品发行相关要求，包括经 MAS 登记的招股书；
3. 如果该新加坡 Web3.0 企业提供具备支付功能的代币的交易、转让、托管钱包、交易所等相关服务，则需要当地取得支付机构牌照；
4. 如果该新加坡 Web3.0 企业发行的代币构成功能型代币（utility tokens）或支付型代币（payment tokens），则可能需要在当地征税。

具体分析详见下文。

三、支付服务方面的监管

《支付服务法》（Payment Services Act，“PSA”）是新加坡监管支付服务业务的主要规定，监管范围包括传统的支付服务业务，比如开户服务、汇款服务、货币兑换服务等，经 2020 年初生效的修订后，也将新型的数字支付服务纳入监管。其中涉及到虚拟资产的主要是关于电子货币（E-money）和数字支付代币（Digital Payment Token，“DPT”）的监管规定。因此，对于具备支付功能的虚拟资产而言，首先需要判断其是属于电子货币还是 DPT，从而进一步确定其适用的监管规定。

（一）电子货币和 DPT

根据 PSA 的规定，电子货币，是以电子形式存储的货币价值（electronically stored monetary value），其本质上是法定货币的电子形式，具备如下特征：

- 以法定货币计价，或与法定货币挂钩；
- 已预先支付，以便通过支付账户进行支付交易；

³ 从监管角度，各国基本采纳了反洗钱金融行动特别工作组（Financial Action Task Force）提出的“虚拟资产（virtual assets）”概念，以将加密货币（cryptocurrency）、代币（token/coin）、NFT 等各种市场上现有以及未来可能出现的 Web3.0 产品包含在内。虚拟资产定义为一种价值的数字形式（digital representation of value），能够以数字方式进行交易或转让，并可用于支付或投资目的。

- 被发行人以外的人接受；以及
- 代表着对发行人的一项债权（claim）。

DPT，是价值的数字形式（digital representation of value），其具备如下特征：

- 以单位（unit）表示；
- 不以法定货币计价，也不与法定货币挂钩；
- 是公众或一部分公众所认可的交换媒介（medium of exchange）；
- 作为商品或服务的对价，或作为债务的清偿；
- 能够以电子形式转让、存储或交易。

MAS 在其发布的咨询意见中说明，电子货币与 DPT 的主要区别在于：

- 是否以法定货币计价，或与法定货币挂钩的，并且电子货币只能与单一法定货币，而非多种法定货币挂钩，DPT 则不需要与任何法定货币挂钩；
- 电子货币必需代表着对发行人的一项债权，但 DPT 则不一定（在很多情况下，DPT 可能并非由一个发行人来发行，比如比特币）；
- 如果其价值需要通过某种形式的市场机制，比如通过其在交易所的交易来决定，那么则不是电子货币，而可能是 DPT。

根据上述定义，比特币、以太币等市场上常见的支付型代币一般都属于 DPT，而非电子货币。但随着稳定币（stablecoin）的出现，由于其在一定程度上与法定货币挂钩，因此对于判断其属于电子货币还是 DPT，带来了一些挑战。MAS 进一步说明，一般来说，稳定币并不符合电子货币的定义，因为电子货币本质上是法定货币的电子形式，而稳定币与法定货币之间的汇率是不固定的，在具体交易中是变化的，以及稳定币的持有人与发行人之间不一定有合同关系（而往往是和交易所以及其他第三方服务商之间进行交易）；因此，稳定币很可能属于 DPT，其中 USDC 和泰达币，根据其目前的特点，会被视为 DPT。此外，MAS 将根据稳定币的具体特点来决定适用何种监管框架。

特别的，根据 PSA 的规定，如果是非货币性的客户集点或奖励点数、游戏内资产（in-game asset）以及类似代币，不受到监管，这类代币需要符合如下条件：

- 不能退回给发行人，且不能转让或出售来交换货币；
- 只能用于支付或交换发行人或其指定商家提供的商品或服务（对于客户集点或奖励点数而言）；
- 只能用于支付或交换网络游戏内的虚拟道具、服务或其他与网络游戏相关的物品（对于游戏内资产而言）。

（二）DPT 服务

根据 PSA 的规定，提供 DPT 服务的主体需要取得标准支付机构牌照（standard payment institution license）或主要支付机构牌照（major payment institution license）之一。

PSA 的规定的 DPT 服务仅包括 DPT 的交易（dealing）服务以及交易所（facilitating the exchange）

服务：

- DPT 交易服务即购买或出售 DPT 以换取货币或其他 DPT（无论是否是同种类的），比如为用户将 DPT 兑换为货币或其他 DPT，但不包括作为商品或服务的支付方式而接受或使用 DPT；
- DPT 交易所服务即建立或运营 DPT 交易所，用于发出购买或出售 DPT 的要约，且出于此目的服务提供商会持有货币或 DPT。

但 MAS 在其后续发布的咨询意见中说明，由于目前 PSA 对于 DPT 服务的范围规定过窄，与反洗钱金融行动特别工作组（Financial Action Task Force）提出的监管标准不一致，MAS 将会参考该等标准修订 PSA，将下述服务也纳入监管：

- **DPT 的转让服务**，即出于将 DPT 转移到另一个账户的目的而从一个账户接收 DPT 的服务；
- **为 DPT 提供托管钱包服务：**
- 在服务提供商不持有货币或 DPT 的情况下，提供 DPT 交易所服务（因为 PSA 目前规定的交易所服务要求服务提供商持有货币或 DPT）。

因此，如果仅仅是 DPT 的发行人，未提供上述 DPT 服务，则不需要取得牌照或受到监管。仅就 DPT 服务而言，如果一个月之内接受、处理或执行的支付交易总价值超过 300 万新加坡元（按照一年平均值计算），则需要取得主要支付机构牌照，否则取得标准支付机构牌照即可。

根据 MAS 官网显示，截至 2022 年 5 月 27 日，已获得 DPT 服务牌照（包括主要支付机构牌照和标准支付机构牌照）的公司共计五家：

- TripleA⁴；
- DBS Vickers Securities⁵；
- FOMO Pay⁶；
- Independent Reserve⁷；以及
- coinhako⁸。

其中，coinhako 和 Independent Reserve 是虚拟货币交易所，FOMO Pay 和 TripleA 是第三方支付服务提供商，DBS Vickers Securities 是星展银行旗下的证券经纪公司，其也同时持有资本市场产品服务牌照。前述主体中，除 Independent Reserve 是澳大利亚公司外，其余均是新加坡公司。

据悉，币安、火币等此前也曾提交 DPT 服务牌照的申请，但因未能符合新加坡关于反洗钱方面的合规要求，最终未获授予，币安和火币现已停止在新加坡的运营和服务。

⁴ <https://triple-a.io/>。

⁵ <http://www.dbsvickers.com>。

⁶ <https://www.fomopay.com/>。

⁷ <http://www.independentreserve.com/sg>。

⁸ <http://www.coinhako.com>。

（三）电子货币发行服务

根据 PSA 的规定，提供电子货币发行服务的主体需要取得标准支付机构牌照或主要支付机构牌照之一。电子货币发行服务即向任何主体发行电子货币，目的是让该主体能够进行支付交易。此外，如果发行或运营用于存储电子货币的支付账户，属于账户发行服务，也需要取得上述牌照之一。

仅就电子货币发行服务而言，如果一天之内发行的电子货币总价值超过 500 万新加坡元（按照一年平均值计算），则需要取得主要支付机构牌照，否则取得标准支付机构牌照即可。

小结：对于具备支付功能的虚拟资产而言，可能会受到支付服务方面法律法规的监管，提供该等虚拟资产的交易、转让、托管钱包、交易所等相关服务需要取得支付机构牌照。

四、资本市场方面的监管

如果虚拟资产构成《证券与期货法》（Securities and Futures Act, “SFA”）规定的证券（包括股权、债权、商业信托权益等）、衍生品合约（包括证券的衍生品）、或者集体投资计划（collective investment scheme, “CIS”）⁹的权益等，合称为**资本市场产品**（capital markets products），除非属于豁免情形，从事该等虚拟资产的相关活动将会受到 SFA 的监管。

（一）判断虚拟资产是否属于资本市场产品

根据 MAS 发布的《数字代币发行指南》（A Guide to Digital Token Offerings），MAS 将会综合审查数字代币的架构和特征，包括其附带的权利，来判断其是否构成资本市场产品，比如，数字代币可能构成如下资本市场产品：

- 股权，如果数字代币确认或代表着企业的所有者权益、代表持有人在企业中的责任，以及代表和其他持有人在企业中的相互义务；
- 债券，如果数字代币构成发行人的债务凭证；
- 商业信托权益，如果数字代币确认或代表着商业信托的信托财产中的所有者权益；
- 证券的衍生品合约，如果衍生品合约的基础是任何股权、债券或商业信托权益；
- CIS 权益，如果数字代币代表着 CIS 中的权利或权益，或其相关期权。

（二）资本市场产品服务

根据 SFA，从事资本市场产品服务，需要取得 MAS 颁发的牌照，资本市场产品服务主要包括：

- 交易（dealing in）资本市场产品，指和任何主体订立交易或尝试订立交易，目的是收购、处置、生成、执行、撮合、认购或承销资本市场产品；
- 基金管理：包括管理或运营 CIS，或者为客户管理资本市场产品的投资组合等；
- 为资金募集（raising of funds）提供有关法律和合规要求的建议；为认购、购买、出售或处置资本市场产品的要约提供关于该等要约的建议；

⁹ 常见的基金一般属于集体投资计划。

- 为认购、购买或持续持有资本市场产品提供债务融资；
- 为资本市场产品提供托管服务等。

此外，建立或运营资本市场产品的交易所也需要 MAS 的批准或确认，只有 MAS 批准的交易所或者确认的主体可以建立或运营交易所。

（三）资本市场产品发行

如果虚拟资产构成资本市场产品，其发行需要满足相关要求，包括符合规定的经 MAS 登记的招股书，除非属于特定的豁免情形之一，包括：

- 私募配售：在 12 个月内向不超过 50 名主体发出要约；
- 小额发行：在 12 个月内从发行中募集资金总额不超过 500 万新加坡元；
- 向机构投资者、合格投资者及其他特定人士（例如发行人的配偶、父母、子女，发行人的 officer 及其父母、配偶、子女等）发行：

合格投资者主要包括：（a）个人净资产超过 200 万新加坡元，或者金融资产（financial assets）超过 100 万新加坡元，或者过去 12 个月内收入不少于 30 万新加坡元的个人；和（b）净资产超过 1,000 万新加坡元的企业；

机构投资者主要包括：政府、银行、金融公司、保险公司、信托公司、资本市场产品服务商、交易所、信托、养老基金、集体投资计划等。

需要注意的是，上述豁免情形的满足还有其他条件，主要包括不得进行宣传，也不得产生销售或推广费用。MAS 就曾经禁止过一家证券型代币的 ICO（initial coin offering），因为发行人拟通过向合格投资者发行这一项豁免情形来进行发行，但其法律顾问在社交媒体发布了关于发行的信息，违反了不得进行宣传的要求。

如果发行的虚拟资产属于 CIS 权益，相关 CIS 也需要经过 MAS 的授权或确认，并且需要满足相关的合规要求。

小结：如果虚拟资产构成资本市场产品，则会受到资本市场方面法律法规的监管，从事该等虚拟资产的相关服务活动可能需要取得牌照，且该等虚拟资产的发行需要有符合规定的经 MAS 登记的招股书，除非属于豁免情形。

五、税收方面的监管

对来自于虚拟资产的收入是否征税取决于该等虚拟资产的类型，以及该等虚拟资产在纳税人的业务中是如何使用的。根据新加坡国内税务局（Inland Revenue Authority of Singapore）发布的关于代币的税收指南（IRAS e-Tax Guide），新加坡税务局将代币分为如下三类：

（一）证券型代币（security tokens）

证券型代币赋予持有人对于底层资产部分所有权或其他权利，如代表控制或收益的一类权利。

通过 STO（security token offering）发行证券型代币所募集的资金类似于发行证券或其他投资资产，因此属于资本性质，不需要纳税。但一般的所得税或预提税将适用于持有人后续取得的分红、利息或其

他分配。

（二）功能型代币（utility tokens）

功能型代币赋予持有人使用某种商品或服务的权利。

通过 ICO 发行功能型代币所募集的资金一般将视为递延收入，将在实际履行交付商品或服务义务的时候纳税。用户购买功能型代币的对价将视为对未来商品或服务的预付款。

（三）支付型代币（payment tokens）

支付型代币能够被用作商品或服务的支付手段，常见的包括比特币和以太币。

对于使用支付型代币购买商品或服务，将被视为以物易物交易，卖方需要就该等商品或服务的销售收入纳税，按照商品或服务的价值确认收入；对于买方而言，其可以在应纳税收入中扣除购买的商品或服务的价值。在某些情况下，商品和服务的价值可能需要参照代币的价值确认。

通过 ICO 发行支付型代币并不常见，因此需要根据相关事实判断是否需要纳税。一般来说，这种情况下，支付型代币将被视为发行人的交易存货（trading stock），发行人将被视为从事支付型代币交易的业务，因此发行所募集的资金需要纳税。

六、监管沙盒（Regulatory Sandbox）

根据 MAS 发布的《金融科技监管沙盒指南》（Fintech Regulatory Sandbox Guidelines），为鼓励创新，新加坡对于金融科技企业提供监管沙盒的机制，申请人可以向 MAS 提出申请，MAS 根据具体情况判断是否授予监管沙盒，获得授予的申请人可以在特定的地域和时间范围内试运营其金融产品和服务，并适用较为宽松的监管要求，但仍需要满足 MAS 提出的一些基本要求。

七、反洗钱方面的监管

根据新加坡相关法律法规，从事金融活动的主体，包括 DPT 服务提供商，需要履行反洗钱和资助恐怖主义的相关义务，包括评估和防范风险、客户尽职调查、保存交易记录、可疑交易报告以及内部政策、合规、审计以及培训等。MAS 指出，DPT 服务具有更高的洗钱和资助恐怖主义风险，因此更需要遵守反洗钱和资助恐怖主义相关规定，并且进一步指出 DPT 服务提供商需要采取强有力的控制措施，以监测和阻止非法资金流入新加坡的金融体系。

特别声明

汉坤律师事务所编写《汉坤法律评述》的目的仅为帮助客户及时了解中国或其他相关司法管辖区法律及实务的最新动态和发展，仅供参考，不应被视为任何意义上的法律意见或法律依据。

如您对本期《汉坤法律评述》内容有任何问题或建议，请与汉坤律师事务所以下人员联系：

李胜

电话： +86 10 8525 4691

Email: sheng.li@hankunlaw.com