

新加坡的创业投资：未来之路

林 琳

摘要：本文对新加坡现行的创业投资监管框架进行分析，讨论了新加坡当前创业基金组织形式和税收政策，审视了最近为了鼓励基金管理人将创业投资基金重新在新加坡注册的法律改革，例如引进可变资本公司和简化创业投资基金管理人的注册程序。为了继续改善新加坡创业投资的监管环境，本文提出了几项改革措施，如引入更加自由的税收政策，修改有限合伙法，将双层股权结构扩大至凯利板。

关键词：创业投资；新加坡；基金管理人；可变资本公司；双层股权结构

[中图分类号]D933.922.8 [文献标识码]A [文章编号]2096-6180(2020)01-0041-23

引言

创业投资（VC）是指利用来自成熟投资者的私人融资，投资于“早期、高潜力、高速增长和高科技的公司”。⁽¹⁾ 创业投资被普遍认为能够促进经济增长、创造就业机会，是高科技商业化的重要推动力。⁽²⁾ 鉴于创业投资有许多潜在的好处，包括德国⁽³⁾、澳大利亚⁽⁴⁾、日本⁽⁵⁾、以色列⁽⁶⁾、智利⁽⁷⁾和中国⁽⁸⁾等八个国家在内的政府已经采取政策促进创业投资市场的发展。

对新加坡而言，因为地域狭小、劳动力紧缺等原因，其必须通过提升生产力和创造力来实

[作者简介] 林琳，法学博士，新加坡国立大学法学院助理教授。本文英文原文“Venture Capital in Singapore: The Way Forward”曾发表于英国 5 JOURNAL OF BUSINESS LAW, 363-387 (2019)。中文版有部分修改。

(1) Lin Lin, *Private Equity, in Dora Neo, Hans Tjio and Lan Luh Luh eds., FINANCIAL SERVICES LAW AND REGULATION IN SINGAPORE* 579 (Singapore, Academy Publishing, 2019).

(2) Ronald J. Gilson, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from the American Experience*, 55 STAN. L. REV. 1067, 1068 (2003).

(3) *Id.*

(4) See Treasury and the Department of Industry, Innovation, Science, Research and Tertiary Education, Australian Government, *Review of Venture Capital and Entrepreneurial Skills* (2012), *Australian Private Equity & Venture Capital Association Ltd.*, <https://www.avcal.com.au/documents/item/516> (last visited May 23, 2019).

(5) See Shishido Zenichi, *Why Japanese Entrepreneurs Don't Give up Control to Venture Capitalists* (30 March 2009), SSRN, <http://ssrn.com/abstract=1370519> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1370519> (last visited May 23, 2019).

(6) *Supra* note (2).

(7) *Supra* note (2).

(8) Lin Lin, *Engineering a Venture Capital Market: Lessons from China*, 33 COLUMBIA JOURNAL OF ASIAN LAW 160 (2017).

现未来经济增长⁽⁹⁾，转型成为由创新驱动、以知识为基础、面向未来的经济⁽¹⁰⁾，因此，创业投资业对于新加坡的经济发展极为重要。未来经济委员会在回顾新加坡长期经济战略时，强调了创业投资市场在促进创新和发展方面的重要性。⁽¹¹⁾从市场来看，新加坡的创业投资业发展依然强劲。2018年，并购交易数目达到220宗以上，净值接近42亿美元。⁽¹²⁾此外，政府计划在2019年再增加2亿新元拨款，使当地中小型企业获得的资金增加至13亿新元。⁽¹³⁾长远来看，尽管已经拥有了东南亚大部分市场，但随着东南亚地区创业投资业持续强劲发展，从2019年起新加坡似乎有望成为更具吸引力的投资地区。⁽¹⁴⁾

因为认识到创业投资的重要性，新加坡政府实施了旨在发展本地创业投资市场的多项政策。例如，成立了各种政府项目向企业家提供公共资金或者提供共同融资机会⁽¹⁵⁾；最近推出的风险资本投资协议模板（VIMA）为支持风险资本投资提供了一套模式协议，以降低种子轮和早期阶段融资的交易成本和减少谈判过程中的摩擦。⁽¹⁶⁾这些努力取得了部分成功，使新加坡成为目前东南亚最大的创业投资中心。⁽¹⁷⁾尽管如此，新加坡仍然落后于中国、韩国、印度和日本等传统竞争对手，仅位列亚洲第五大创业投资市场。⁽¹⁸⁾因此，在发展新加坡创业投资市场方面还可以做得更多。事实上，创造一个充满活力的创业投资市场，也符合新加坡当前“智慧国

(9) Pearl Lee, *Singapore Needs to Base Its Growth on Productivity and Innovation: Ong Ye Kung*, (25 January 2017), Straits Times, <http://www.straitstimes.com/singapore/spore-needs-to-base-its-growth-on-productivity-and-innovation> (last visited May 23, 2019).

(10) Carolyn Khew and Lin Yangchen, *Singapore "could be Global Innovation Hub"* (10 January 2016), Straits Times, <http://www.straitstimes.com/singapore/singapore-could-be-global-innovation-hub> (last visited May 23, 2019).

(11) Singapore, Committee on the Future Economy, *Report of the Committee on the Future Economy* (Ministry of Trade & Industry, February 2017), para.36, https://www.gov.sg/~media/cfe/downloads/mtis_full%20report.pdf (last visited May 23, 2019).

(12) Angela Tan, *Singapore Budget 2019: Singapore Sees Over 220 Venture Capital Deals, Worth US\$4.2 Billion, a Year*, <https://www.businesstimes.com.sg/government-economy/singapore-budget-2019/singapore-budget-2019-singapore-sees-over-220-venture> (last visited May 23, 2019).

(13) Tan, *Singapore Budget 2019*, <https://www.businesstimes.com.sg/government-economy/singapore-budget-2019/singapore-budget-2019-singapore-sees-over-220-venture> (last visited May 23, 2019).

(14) Singapore Venture Capital & Private Equity Association, *2019 Factsheet*, <https://www.svca.org.sg/editor/source/Publication/Research%20Publications/SVCA%20Factsheet%202019.pdf> (last visited May 23, 2019).

(15) For example, the Early Stage Venture Fund provides government funding to assist private VC funds to invest in "Singapore-based early-stage high-tech companies". See National Research Foundation, *Early Stage Venture Fund*, <http://www.nrf.gov.sg/funding-grants/early-stage-venture-fund>. Likewise, SEEDS Capital works with incubators, accelerators and VC firms to invest in deep tech startups. See Enterprise SG, *SEEDS Capital*, <https://www.enterprisesg.gov.sg/financial-assistance/investments/investments/seeds-capital/overview> (last visited May 23, 2019).

(16) Singapore Law Watch, *Venture Capital Investment Model Agreements*, <https://www.singaporelawwatch.sg/About-Singapore-Law/VC-Investment-Model-Agreements> (last visited May 23, 2019).

(17) CB Insights, *The State of Southeast Asia Tech*, <https://www.cbinsights.com/research/southeast-asia-tech-financing-trends-investors>; see also Jacquelyn Cheok, *VC Funding Growth Strong in S-E Asia Despite Slowing Global Economy*, <http://www.businesstimes.com.sg/technology/vc-funding-growth-strong-in-s-e-asia-despite-slowing-global-economy> (last visited May 23, 2019).

(18) PWC, *China Private Equity/Venture Capital 2016 Review and 2017 Outlook* (23 February 2017), 6, PWC China, <https://www.pwccn.com/en/private-equity/pe-china-review-feb2017.pdf> (last visited May 23, 2019).

家”的战略。⁽¹⁹⁾

虽然有文献从法律的角度对美国⁽²⁰⁾、中国⁽²¹⁾和日本⁽²²⁾的创业投资市场进行了探讨，但目前的文献缺乏对新加坡创业投资市场的探讨。因此，本文试图从法律的角度审视新加坡的创业投资市场，填补研究的空白。本文试图找出新加坡法律法规体系中存在的问题并提出解决问题的法律建议，从而促进新加坡创业投资市场的发展。本文审视了新加坡目前的法律结构和税收政策，考察了新近的法律改革，这些改革包括新的组织形式——可变资本公司（VCC）和修订后的合格投资者制度，讨论了它们对新加坡创业投资业的影响，提出了继续改善创业投资基金运营环境的若干改革措施，例如引入更加宽松的税收政策、修改有限合伙法、将双层股权结构（DCS）扩大到凯利版。本文提出的建议对试图鼓励创业投资市场形成和发展的其他国家也具有一定的参考价值。由于开曼群岛是新加坡管理的众多投资基金注册离岸管辖地之一，在讨论新加坡的融资组织形式时，会与开曼群岛的其他组织形式进行比较，例如将可变资本公司与开曼群岛的“豁免有限合伙企业”⁽²³⁾进行比较。

本文首先考察新加坡创业投资的监管和法律框架；然后提出改革新加坡创业投资法律框架的具体建议，包括改革基金组织形式、改善税收环境、完善退出环境；最后进行总结。

一、新加坡创业投资的监管和法律框架

鉴于新加坡的土地面积有限，国内市场小，制造业发展不足等情况，人们可能会认为在投资阶段，政策制定者能做的事情并不多。事实上，通过建立适应基金管理业商业需要的法律框架，改善退出环境，可以吸引更多的资金流入新加坡，而且因为基金管理人和投资者对税收极其敏感，引入自由税收政策也将鼓励资金回流。此外，建立在岸创业投资基金制度将进一步巩固新加坡作为国际金融中心的领先地位，并创造出具有高附加值的新工作机会。本地基金将：（1）有利于现有的创业投资基金群体；（2）吸引希望进入亚洲市场的外国创业投资基金在新加坡设立办事处；（3）产生溢出效应，如为新加坡本地咨询公司通过向创业投资公司提供基金管

(19) Part of the Smart Nation vision in Singapore is to cultivate a culture of innovation, including a strong presence of VC. *See Smart Nation Singapore, Smart Nation*, <https://www.smartnation.sg/why-Smart-Nation/transforming-singapore> (last visited May 23, 2019).

(20) *Supra* note (2).

(21) *See* Lin, *Engineering a Venture Capital Market*, 33 COLUMBIA JOURNAL OF ASIAN LAW 160 (2017).

(22) *See* Shishido, *Why Japanese Entrepreneurs Don't Give up Control to Venture Capitalists*, <http://ssrn.com/abstract=1370519> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1370519> (last visited May 23, 2019).

(23) Most closed-end funds are structured as ELPs in the Cayman Islands. *See Getting the Deal Through Private Equity (Fund Formation)*, <https://gettingthedealthrough.com/area/28/jurisdiction/59/private-equity-fund-formation-cayman-islands/> (last visited May 23, 2019).

理、会计、法律和税务咨询服务增加收入。⁽²⁴⁾

(一) 对基金管理人的监管

新加坡有一系列与普通基金管理活动有关的法律法规，其中比较重要的是《证券与期货法》(SFA)及其附属法规中有关创业投资的规定。新加坡金融管理局(MAS)也有权发布指引和守则来进一步监管。⁽²⁵⁾虽然这些指引和守则严格来说并非附属法规，但由于其阐明了金融管理局的监管立场，因此仍然十分重要。此外，为促进创业投资的发展，金融管理局最近简化了对创业投资基金管理人的授权程序和监管框架。⁽²⁶⁾

基金管理人(通常即基金管理公司(FMC))如果要在新加坡从事基金管理活动，必须持有由新加坡金融管理局发放的资本市场服务(CMS)执照⁽²⁷⁾，或者拥有执照豁免资格。⁽²⁸⁾新加坡金融管理局可向基金公司发放两种资本市场服务执照：(1)合格/机构基金管理公司执照(可服务于不限数目的合格投资者和机构投资者)；或(2)个人基金管理公司执照(可服务于个人投资者)。

同时，基金管理人可以通过注册成为注册基金管理公司，豁免金融管理局对执照的要求。取得注册基金管理公司资格，基金管理人只能向不超过30名有资格的投资者提供基金管理服务⁽²⁹⁾，并且管理的资产总额不得超过2.5亿新元。⁽³⁰⁾根据《证券与期货法》的规定，“有资格的投资者”包括：(1)合格投资者(包括个人净资产不低于200万新元(在200万新元的最低限额中，个人主要住所净资产不得超过100万新元)的个人，个人金融资产(扣除任何相关负债)超过100万新元的个人，年收入不低于30万新元的个人，以及资产超过1000万新元的公司)；或(2)机构投资者(包括养老基金、集体投资计划、银行和规定的法定董事会)。⁽³¹⁾

从2019年4月8日起，合格投资者必须以书面形式表示明确的知情同意，才会被视为具有合格投资者(而非个人投资者)身份。这一新的准入制度旨在让投资者有机会考虑他们是否

(24) *Similar Benefits of Having Onshore PE Funds have been Stated in Hong Kong's 2015 Financial Services Development Council Paper: A Paper on Limited Partnership for Private Equity Funds* (December 2015), 1, <http://www.fscd.org.hk/sites/default/files/LP%20Paper%20-%20Eng-No.17.pdf> (last visited May 23, 2019).

(25) SFA s.321.

(26) MAS, Media Release, *MAS Simplifies Rules for Managers of Venture Capital Funds to Facilitate Start-ups' Access to Capital* (20 October 2017), <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-simplifies-rules-for-managers-of-venture-capital-funds.aspx> (last visited May 23, 2019).

(27) SFA s.82.

(28) See Second Schedule of Securities and Futures (Licensing and Conduct of Business) Regulations (SF(LCB)R), reg.14 and para.5.

(29) Of which a maximum of 15 can be funds.

(30) Second Schedule of SF(LCB)R, paras 5(7) and 5(1)(i).

(31) See Second Schedule of SF(LCB)R, para.5(3), read with SFA s.4A(1)(a), and Securities and Futures (Classes of Investors) Regulations 2018 "SFA Regulations 2018" regs 2 and 4 on the definitions of "accredited investor" and "institutional investor".

愿意放弃某些监管保障措施，以便于获得更加广泛的投资产品。⁽³²⁾ 监管制度朝着正确的方向迈进了一步，它通过要求获得知情同意确保投资者有机会适当地考虑他们的决定，从而加强对投资者的保护。这种制度更有效地帮助投资者了解其投资所涉及的风险，并将不愿意进行更高创业投资的投资者排除在外。

在新加坡，获得金融管理局批准或者进行基金管理之前，所有的持牌或注册基金管理公司都必须满足若干监管要求，某些关键要求包括保证最低资本额和最低风险资本额，拥有合规管理体制，以及风险管理框架。⁽³³⁾ 不过，与持牌基金管理公司相比，注册基金管理公司的优势在于不需要满足太多繁杂的要求，这主要是由于注册基金管理公司获准销售其基金的投资者数目和类别有限。

此外，所有的基金管理公司，无论是已注册或已获得许可，都必须遵守若干商业行为过程中的要求，包括确保充分披露、减少利益冲突，以及确保管理资产额得到独立的保管和估值。⁽³⁴⁾ 和新加坡的情况一样，开曼群岛的基金管理人必须根据《证券投资商业法》（SIBL）获得执照，除非根据《证券投资商业法》附表 3 或附表 4 获得豁免，成为被豁免人或者行为被豁免。⁽³⁵⁾

尽管开曼群岛的基金管理公司发牌制度与新加坡的持牌基金管理公司制度相似，但依据《证券投资商业法》附表 3 或附表 4 申请豁免比新加坡注册基金管理公司制度要简单得多。开曼群岛的监管制度只要求取得豁免的基金管理公司在营业前进行年度申报，这些并不繁琐，而且根据《证券投资商业法》附表 3 或附表 4 的豁免基金管理公司还可以执行与新加坡注册基金管理公司极为相似的业务职能。这对注册在开曼群岛的基金管理公司而言是一个极大的优势。大多数基金管理公司往往会设法免除其所在管辖地内的执照要求，以避免冗长的申请程序、长长的合规要求清单和其他持续性义务。

自 2012 年新加坡实施注册基金管理公司制度以来⁽³⁶⁾，大量基金管理公司出走新加坡：在 2011 年注册基金管理公司制度实施之前，新加坡共有 540 家被豁免的基金管理公司；而在这项新制度实施以后，其中的 260 家申请成为注册基金管理公司，140 家申请成为持牌基金管理公

(32) Y.M. Lock, *The New Regime for Accredited Investors* (9 November 2018), Allen & Overy, <http://www.allenoverly.com/publications/en-gb/Pages/The-New-Regime-for-Accredited-Investors-.aspx>; Amit Dhume, *Changes to the Accredited Investor Class and the Introduction of an Opt-in Regime* (3 January 2018), Colin Ng & Partners, <https://www.cnplaw.com/changes-to-the-accredited-investor-class-and-the-introduction-of-an-opt-in-regime/> (last visited May 23, 2019).

(33) *MAS Guidelines on Licensing, Registration and Conduct of Business for Fund Management Companies* (Guideline No.SFA 04-G05), para.3.1.

(34) *Id.*, at para.4.1.2.

(35) Cayman Islands Monetary Authority, *Cayman Islands Securities Licensing Requirements* (n.d.), <https://www.cima.ky/securities-licensing-authorisation-requirements> (last visited May 23, 2019).

(36) Drew & Napier, *Regulation Update: Enhanced Regulatory Regime for FMCs* (10 August 2012), <https://www.drewnapier.com/DrewASPX/media/assets/Legal%20Updates/10-Aug-Enhanced-Regulatory-Regime-for-Fund-Management-Companies.pdf> (last visited May 23, 2019).

司⁽³⁷⁾，剩下的大约 140 家基金管理公司根据新的注册基金管理公司制度合并或者取消运营。⁽³⁸⁾ 根据 2016 年的统计数据，注册基金管理公司的数目并没有显著增加，而是维持在了 268 家，在 4 年中仅仅增加了 8 家注册基金管理公司。

为了降低创业投资基金管理人的注册门槛，并且提高注册效率，从 2017 年 10 月 20 日起，新加坡的风险基金管理人需要遵守简化的授权程序和监管制度。⁽³⁹⁾ 与私募股权基金管理人不同，合格风险基金管理人不要是至少具有 5 年相关基金管理经验的基金董事或基金代表。⁽⁴⁰⁾ 为了符合新的创业投资基金管理人制度，管理人管理基金必须符合以下特征：（1）投资未在证券交易所上市的企业；（2）将至少 80% 的承诺资本投资于成立不超过 10 年的初创企业所直接发行的证券；（3）基金单位在募集结束后不得再认购，只能在基金使用期限届满时赎回；以及（4）基金单位只提供给合格投资者和/或者机构投资者。⁽⁴¹⁾

在新的创业投资基金管理人监管框架下，新加入的或现存的创业投资基金管理人（即选择纳入创业投资基金管理人制度）也无须遵守目前适用于其他基金管理人的资本要求和商业行为守则⁽⁴²⁾；基本资本和基本风险资本要求将会被取消⁽⁴³⁾；创业投资基金管理人也无须遵守独立估值、内部审计以及向金融管理局提交审计财务报表的规定。⁽⁴⁴⁾ 作为保障，创业投资基金管理人必须向客户披露他们不受与持牌基金管理人同样的监管要求。⁽⁴⁵⁾

为合格风投基金管理人制定的新监管框架受到业界欢迎，因为宽松的监管更有利于基金管理，同时考虑到风投基金管理人的投资者客户群体成熟，通常会对基金管理人进行广泛的尽职调查，并通过谈判达成全面的合同保障条款来保护自身利益。⁽⁴⁶⁾ 事实上，Preqin 公司在 2014 年进行的一项调查中显示，新加坡的私募投资者（包括创业投资者）主要是机构投资者，尤其是财富管理公司和家族理财机构，合计占新加坡私募股权投资者的 48%。其他主要投资人包括

(37) Mok Fei Fei, *Smaller Fund Management Firms Still Going Strong Despite Regulations*, <https://www.straittimes.com/business/companies-markets/smaller-fund-management-firms-still-going-strong-despite-regulations> (last visited May 23, 2019).

(38) *Id.*

(39) *Supra* note (26).

(40) *Supra* note (26).

(41) *Supra* note (26).

(42) *Supra* note (26).

(43) Choo Lye Tan and Carey Kong, *The MAS's New Regulatory Regime for Venture Capital Fund Managers Comes into Force* (2 November 2017), KL Gates, <http://www.klgates.com/the-mass-new-regulatory-regime-for-venture-capital-fund-managers-comes-into-force-11-01-2017/> (last visited May 23, 2019).

(44) *Id.*

(45) MAS, *Response to Feedback — Proposed Regulation for Managers of Venture Capital Fund* (20 October 2017), p.9, http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Response%20to%20Consultation_Managers%20of%20Venture%20Capital%20Funds_20Oct2017 (last visited May 23, 2019); see also *Guidelines on Licensing and Conduct of Business for FMCs*.

(46) *Supra* note (26).

养老计划、投资公司和基金管理人的私募股权基金，合计占新加坡私募股权投资者的 24%。⁽⁴⁷⁾

创业投资者一般进行有选择性的投资，他们倾向于为在初始基金中具有成功投资记录的风投基金管理人提供新一轮的融资。⁽⁴⁸⁾ 此外，对风投基金管理人来说，受到较少监管的方法也许是合理的，因为与其他类型的基金相比，风投基金的操作、行为和系统性风险较低，这是因为创业投资基金是封闭式的，不在公开市场进行投资且通常不使用杠杆。⁽⁴⁹⁾ 通过减少风投基金管理人不必要的监管和行政负担，允许风投基金可以更快地上市并将其合规负担降至最低⁽⁵⁰⁾，加速审批和降低监管要求，将会吸引更多的创业投资基金管理公司来新加坡设立基金，从而扩大当地创业投资资金池。这将有助于初创公司的发展，对推动创新和增长，以及进一步巩固新加坡作为基金管理中心中的地位至关重要。附表 1 列出了新加坡基金管理公司之间的主要差异。

(二) 对基金的监管

除了对上述基金管理人监管外，基金本身也受到监管。在投资者的选择中，创业投资基金基本上是不可赎回的，因此《证券与期货法》⁽⁵¹⁾ 将其视为“封闭式基金”，并提出两种监管选择。⁽⁵²⁾ 第一种选择是向金融管理局申请批准成为获授权（在新加坡组成的计划）或获认可（在新加坡以外组成的计划）的投资方案⁽⁵³⁾，并向金融管理局注册招股说明书。⁽⁵⁴⁾

第二种选择是援引数项豁免中的一项，即该基金无须有授权和招股说明书。对创业投资基金而言，最适合的豁免是有限制的计划豁免，豁免适用于只向合格投资者和其他相关人士开放市场的基金。⁽⁵⁵⁾ 如果援引有限制的计划豁免，基金将被要求向金融管理局提交一份载有具体披露内容的备忘录，以及一份列明基金和基金经理资料的告知书来替代招股说明书。⁽⁵⁶⁾ 创业投资基金通常会利用这项豁免，这是由于备忘录实际上是投资计划主要条款的摘要，比起要求长期

(47) Preqin, *Preqin and SVCA Special Report: Singapore and ASEAN Private Equity* (April 2014), p.13, Singapore Venture Capital & Private Equity Association, https://www.svca.org.sg/editor/source/Publication/Preqin_SVCA_Special_Report_Singapore_ASEAN_Private_Equity_April_2014.pdf (last visited May 23, 2019).

(48) *Id.*

(49) *Supra* note (26).

(50) *Supra* note (26).

(51) MAS, 2012 *Consultation Paper on the Amendments to the Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2005* (2012), paras 8–9.

(52) MAS, *MAS Response to Feedback Received — Consultation on Proposed Amendments to the Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2005 and Proposed Regulatory Treatment of Close-Ended Funds* (2013), para.3.4, <http://www.mas.gov.sg/~media/MAS/News%20and%20Publications/Consultation%20Papers/Response%20to%20Feedback%20Received%20CIS.pdf> (last visited May 23, 2019).

(53) SFA ss.286 and 287.

(54) SFA s.296.

(55) SFA s.305.

(56) *Reg.32 and paras 1 and 2 of the Sixth Schedule to the Securities and Futures (Offers of Investments) (Collective Investment Schemes) Regulations 2005* (S 602/2005).

且全面披露的招股说明书，编写起来更加简便和省钱。⁽⁵⁷⁾

(三) 现行法律框架

之前新加坡只有两种商业结构：商事企业（即独资企业和普通合伙企业）和公司。⁽⁵⁸⁾ 商事企业不是独立于其所有者的法人实体，公司所有者对公司及合伙人所产生的一切债务和责任负有无限连带责任，因此商事企业不符合基金管理目的。⁽⁵⁹⁾ 另外，虽然股东以投资额为限对公司承担有限责任⁽⁶⁰⁾，但资本维持原则限制了有限责任在新加坡公司结构中的使用。⁽⁶¹⁾ 公司的分红只能从利润中提取，不能从资本中提取⁽⁶²⁾，而且公司在资本偿还之前还必须符合行政程序，如偿付能力标准。⁽⁶³⁾ 此外，公司股东将会在公司实体和所有者两层进行双层缴税（这取决于投资者的税收居住地，并且公司没有使用任何税收优惠计划）。因此在新加坡，商事企业和公司这两种商业结构都不适合用于基金公司。

公司立法和监管框架委员会认识到有限合伙企业的吸引力，以及新加坡现有商业结构不适合用于创业投资和基金投资业务，因此在 2002 年建议颁布法律将有限合伙企业作为一种新的商业结构。⁽⁶⁴⁾ 该建议后被采纳，有限合伙企业于 2009 年被引入以鼓励另类投资基金管理者将他们的基金在新加坡设立或者重新注册。

创业投资的基础目标是筹集私募资金，这些资金通常来自富人或者机构投资者，并且一般投资于处于早期阶段的高科技公司。⁽⁶⁵⁾ 在新加坡成立的风投基金通常是期限固定的有限合伙制。在有限合伙企业中，普通合伙人（GP）对有限合伙企业的债务和损失承担个人责任，而有限合伙人（LP）仅承担有限责任，对合伙企业的债务和损失不承担约定出资额以外的个人责任。⁽⁶⁶⁾ 这种结构适合创业投资基金中基金管理人（普通合伙人）和投资者（有限合伙人）的不同角色。⁽⁶⁷⁾

(57) Stefanie Yuen Thio, *Chapter 24: Singapore*, in Paul Dickson ed., *THE ASSET MANAGEMENT REVIEW* 397, 5th ed. (Law Business Research, 2016).

(58) Attorney-General's Chambers, *Public Consultation Paper on Limited Partnerships in Singapore*, para.2.1, AGC, https://www.agc.gov.sg/DATA/0/Docs/PublicationFiles/Consultation_paper_of_the_study_team.pdf.

(59) *Id.*

(60) *Id.*

(61) Capital maintenance rules mean that a company must not take any steps that in effect return capital to its shareholders unless profits have been made.

(62) Companies Act (Ch.50) s.403(1).

(63) The satisfaction of solvency requirements under the Companies Act (Ch.50) is stated in s.76F(1) for share buybacks and s.78B(1)(b) and s.78C(1)(b) for capital reduction.

(64) Attorney-General's Chambers, *Final Report on Limited Partnerships*, para.2.2, AGC, https://www.agc.gov.sg/DATA/0/Docs/PublicationFiles/Report_of_the_Study_Team_on_Limited_Partnerships_.pdf or <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan034486.pdf> (last visited May 23, 2019).

(65) *Supra* note (8).

(66) Provided that the LPs do not take part in management of the limited partnership: see Limited Partnerships Act (Ch.163B) s.6.

(67) Bill Jamieson and Amit Dhume, *Singapore*, in Sam Kay ed., *INVESTMENT FUNDS* 412 (London, Thomson Reuters, 2016).

在实践中，基金经理还能将投资管理职能委托给一家独立的基金管理公司，从而减轻其责任。⁽⁶⁸⁾ 新加坡的有限合伙企业不是一个单独的法律实体，而是一个税收透明机构，因此有限合伙人不需要在实体一级纳税。⁽⁶⁹⁾ 相反，每个合伙人都将根据他从有限合伙企业中获得的收入份额进行纳税。有限合伙企业的另一个优点是，它在很大程度上受有限合伙协议的规制，不受通常适用于公司的法律规制，特别是在资本返还和利润分配方面。⁽⁷⁰⁾ 组成有限合伙企业的合伙人数量也没有限制，而私营公司的人数则限制在 50 人以内。⁽⁷¹⁾

然而，尽管新加坡有限合伙企业制有理论上的优势，但总部位于新加坡的基金管理公司对有限合伙制的认可率却很低。此前对 2009 年至 2016 年之间对新加坡有限合伙商业形式的研究表明，采用有限合伙制的比例一直很低。⁽⁷²⁾

大多数基金没有采用新加坡的有限合伙制，位于新加坡的私募基金管理人更倾向于在开曼群岛成立豁免的有限合伙企业，这可能是由于路径依赖以及熟悉开曼的司法管辖，并不是因为开曼有限合伙制度的内在优势。⁽⁷³⁾ 与新加坡的有限合伙企业一样，开曼豁免的有限合伙企业没有独立的法律人格。⁽⁷⁴⁾ 设立基金的时间范围也类似。在新加坡，限制性计划（许多私募基金都属于这一类）需要不到一周的时间得到通知，而开曼注册证书可以在三到五个工作日内签发，如果是快速通道则能在 48 小时左右签发。⁽⁷⁵⁾ 开曼群岛受欢迎的另一个重要因素是其极为优惠的税收政策，这一点将在下一部分中阐述。

至于有限责任合伙制（LLP），有人可能认为有限责任合伙具有独立的法人人格，可以作为基金的另一组织形式。考虑到每年有大量在新加坡注册的有限责任合伙企业，有限责任合伙可能被用来代替有限合伙企业。但是这并不是一个完美的解决方案，因为有限责任合伙自身也有缺陷。首先，有限责任合伙企业不区分普通合伙人和有限合伙人，所有合伙人对自己的过错行为所造成的债务和损失承担个人责任，而不对其他合伙人所造成的有限责任合伙债务和损失承担个人责任。⁽⁷⁶⁾

(68) *Id.*

(69) Inland Revenue Authority of Singapore, *IRAS e-Tax Guide: Income Tax Treatment of Limited Liability Partnerships (LLPs)* (2nd ed., 1 March 2014) at para 7.1, https://www.iras.gov.sg/irashome/uploadedFiles/IRASHome/e-Tax_Guides/etaxguides_IIT_Income%20Tax%20Treatment%20of%20LLPs_2014-03-01.pdf (last visited May 23, 2019).

(70) Note that the Limited Partnerships Act (Ch.163B) makes constant reference to the partnership agreement.

(71) Companies Act (Ch.50) s.18(1)(b).

(72) *Supra* note (1), at 593.

(73) Low Kah Keong, *Singapore*, in Kirk August Radke ed., *THE PRIVATE EQUITY REVIEW 91* (London, Law Business Research Ltd., 2013), <http://www.wongpartnership.com/files/download/700> (last visited May 23, 2019).

(74) Gary Smith, *Cayman Islands Private Equity Funds and the Use of Exempted Limited Partnerships*, <https://www.loebsmith.com/cayman-legal/cayman-islands-private-equity-funds-and-the-use-of-exempted-limited-partnerships/34/> (last visited May 23, 2019).

(75) Private Funds Management, *July/August 2016 Fund Domiciles Guide*, 6–7, https://www.privatefundsmanagement.net/uploadedFiles/Private_Equity_Manager/Non-Pagebuilder/Aliased/News_And_Analysis/2016/July/Magazine/PFM_Fund%20Domicile%20Jul-Aug16.pdf (last visited May 23, 2019).

(76) Limited Liability Partnerships Act s.8.

这将抑制投资者参与基金的积极性，因为他们没有受到有限责任的保护。其次，有限合伙制中的控制原则排除有限合伙人“参与合伙企业管理”的有限责任保护⁽⁷⁷⁾，而这在有限责任合伙企业中是不存在的，这种缺失可能会妨碍基金管理人的基金运作，因为有限合伙人更有可能干预基金管理。这也抑制了基金管理人采用有限责任合伙制的意愿。因此，作为基金商业运作工具，有限责任合伙制替代有限合伙制并不能令人满意。

值得注意的是，现在越来越多的新加坡基金管理人采用主联结构（master-feeder structure），外国有限合伙企业（通常是在开曼群岛）作为连结基金池，（在大多数情况下）由连结基金（feeder-fund）全资出资在新加坡注册的主基金（master-fund），将资金分配到投资组合公司中。⁽⁷⁸⁾ 投资者将购买开曼群岛连结基金的股票，连结基金将反过来购买新加坡主基金同等价值的股权。这种双重结构使他们既能利用有限合伙制的灵活性，又能享受新加坡中间控股公司带来的税收优惠。⁽⁷⁹⁾ 如果风投基金希望利用新加坡广泛的双重税收协定（DTA）系统，就必须以公司的形式在新加坡注册。⁽⁸⁰⁾ 主联基金结构如图 1 所示。

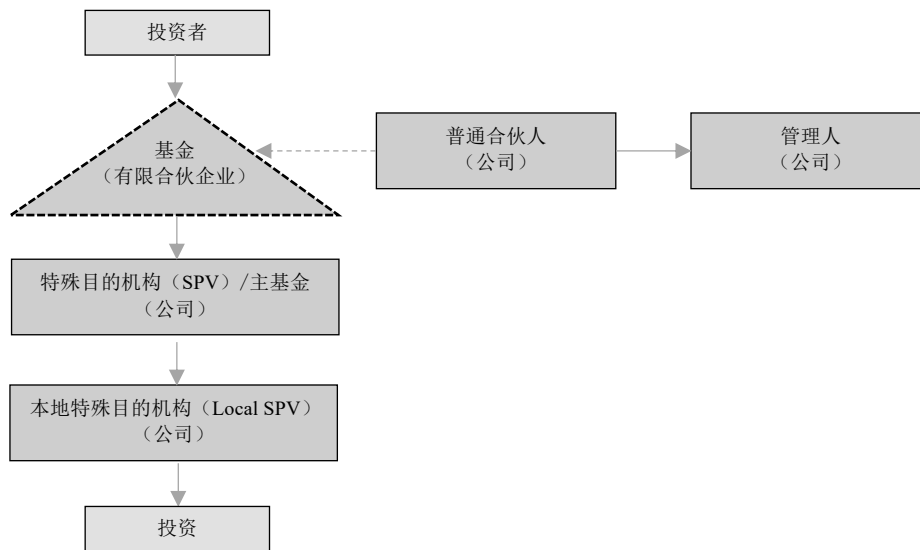


图 1 主联基金结构⁽⁸¹⁾

尽管如此，目前的主联基金结构仍然不能令人满意，因为与建立在岸有限合伙企业相比，这种结构的成本更高且耗时更长。实际上，主联基金结构要求同时成立外国有限合伙企业和新加坡公司。如果新加坡的有限合伙制和税收制度有足够的吸引力使基金管理人愿意采用在岸合

(77) Limited Partnerships Act s.6.

(78) *Supra* note (73), at 91.

(79) *Supra* note (73), at 91.

(80) *Supra* note (73), at 91.

(81) SVCA, *Setting up PE & VC Funds in Singapore* (March 2019), at 6.

伙企业而不是主联基金结构，就有可能避免这种低效率。

二、新加坡创业投资法律框架改革的路径

虽然新加坡现有的监管和法律体制体现了为创造一个创业投资友好型环境的共同努力，但仍然可以作出些许改进，例如：（1）改革基金组织形式；（2）改善创业投资的税收环境；以及（3）完善创业投资的退出环境。

（一）改革基金组织形式

1. 引入可变资本公司

为了进一步发展新加坡作为基金管理活动和投资基金场所全球中心，最近议会于 2018 年 10 月 1 日通过了《可变资本公司法》，该法于 2020 年 1 月 14 日生效并开始实施。《可变资本公司法》将会提供一种新的专业化公司结构，比现有的单位信托基金、有限合伙企业和公司更适合投资基金。⁽⁸²⁾

由于向股东返还资本的限制，新加坡的基金通常不设立投资公司。⁽⁸³⁾ 资本维持的要求妨碍了基金的正常运作，因为基金要求投资者无论何时行使赎回权时都能灵活变更其资本并赎回股份。⁽⁸⁴⁾ 此外，《公司法》（第 50 章）并不适用于设立资产和负债相分离的子基金，这阻碍了基金管理人通过将某些管理职能合并到一个伞型基金，从而获得规模经济效益。⁽⁸⁵⁾ 《可变资本公司法》旨在通过引入一种专门的公司结构来解决这些不足之处，这种结构将剔除现有公司法中不适合基金的部分。根据《可变资本公司法》提出的结构，可变资本公司将享有独立法人人格，其股东责任也以各自所持股份的未缴股款为限承担责任。⁽⁸⁶⁾

不过与公司不同的是，可变资本公司在偿还资本或者赎回资本前无须申报破产，而且可以使用其净资产进行分配和偿还。⁽⁸⁷⁾ 由于可变资本公司无须向公众披露其股东登记册，只须向监管执法机关提供登记册，基金以可变资本公司形式设立的保密性也会更高。⁽⁸⁸⁾ 此外，把子基金的资产和负债分离在一个伞型基金结构内，这将使基金管理人能够通过合并伞型基金管理职能来实现成本效率。⁽⁸⁹⁾ 因此，尽管可变资本公司在法律上只需要一个公司，即一个单独实体，每

{82} Sunit Chhabra, *MOF Consults on Proposed GST and Stamp Duty Treatment of Variable Capital Companies in Singapore*, <https://www.allenandledhill.com/sg/publication/articles/9789/mof-consults-on-proposed-gst-and-stamp-duty-treatment-of-variable-capital-companies-vcc-s-in-singapore>; Damayanti Shahani, *S-VACC: A Milestone for Fund Management in Singapore*, <https://sbr.com.sg/professional-services/legal/commentary/s-vacc-milestone-fund-management-in-singapore> (last visited May 24, 2019).

{83} *Supra* note (75) .

{84} *Supra* note (75) .

{85} *Supra* note (75) .

{86} PWC, *Singapore Variable Capital Companies (S-VACC): The Game Changer for Asset Management in Asia Pacific*, p.13.

{87} MAS, *Monetary Authority of Singapore, Consultation Paper on the Proposed Framework for Singapore Variable Capital Companies* (Consultation Paper P006-2017, March 2017), p.6.

{88} *Id.*

{89} MAS, *MAS Proposes a New Corporate Structure for Investment Funds*, <http://www.mas.gov.sg/News-and-Publications/Media-Releases/2017/MAS-Proposes-a-New-Corporate-Structure-for-Investment-Funds.aspx> (last visited May 24, 2019).

个子基金作为独立单元运作就可能有不同的投资对象和投资者（见图2）。在子基金破产时，每个子基金会像独立法人一样清算，并且在清算期间对每个子基金的资产和负债进行分离。⁽⁹⁰⁾ 不仅如此，在免税政策中，可变资本公司将会被视为单一实体，而不像主联基金结构那样每个基金都必须根据自身情况获得免税资格。与单独评估每个子基金相比，可变资本公司结构能使更多基金取得豁免资格。

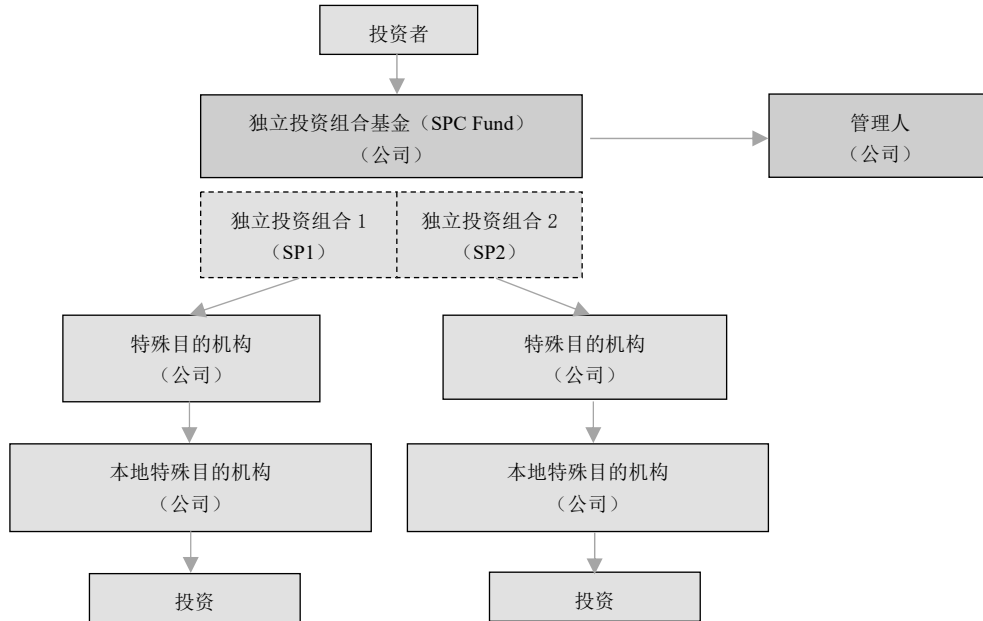


图2 子基金资产分割⁽⁹¹⁾

可变资本公司在建立、重组和合并方面不会受到《公司法》的限制，而将由《可变资本公司法》中的各项条款规定。如果可变资本公司的章程是精心设计起草的，它在保留了创业投资有限合伙企业常见的主要特征（如控制规则）的同时，对目前的主联基金结构可进行功能上的改造。通过用可变资本公司结构替代主联基金结构，该投资工具可永久存续并能以自己的名义持有资产，从而利用上述优势给投资者和基金管理人带来更大的确定性。

卢森堡和爱尔兰等其他主要基金管辖区已经建立了专门的公司结构来促进资产管理活动，可变资本公司结构的使用正在向国际化标准迈进。鉴于在新加坡销售的离岸基金中，有70%以上的基金是在外国设立公司⁽⁹²⁾，市场显然需要为资产管理活动设计专门的公司结构。通过允许相应的外国公司基金以可变资本公司的形式在新加坡重新设立，将鼓励基金管理人将基金注

(90) Part IV of the VCC Act.

(91) *Supra* note (26).

(92) PWC, *Singapore Variable Capital Companies (S-VACC): The Game Changer for Asset Management in Asia Pacific*, p.6.

册地与其在新加坡的基金管理活动进行合并。尽管可变资本公司是一个公司，在实体一级征税，但新加坡财政部提议将目前适用于新加坡其他基金结构的免税政策扩大到可变资本公司。⁽⁹³⁾《可变资本公司法》的颁布将增强新加坡作为在岸枢纽的竞争力，并且对提高新加坡作为创业投资活动地区的价值和地位至关重要。

2. 有限合伙制改革

新加坡有限合伙制的一个显著特点是其不具有独立于合伙人的法律人格。立法者采用了2002年研究小组的建议而不采用独立人格特征，提出这一建议的主要原因是其担心如果新加坡有限合伙企业拥有法人人格，海外税务当局可能出于征税目的将有限合伙视为一个不透明实体。⁽⁹⁴⁾这将降低有限合伙制对投资者的吸引力，并对新加坡有限合伙制结构的接受度产生负面影响。⁽⁹⁵⁾

此外，因为新加坡有限合伙制采用集合体形式，有限合伙企业不能永久存续⁽⁹⁶⁾，也不能以自己的名义持有财产和订立合同。⁽⁹⁷⁾由于每当合伙人退休或者接纳新的合伙人时，将设立新的合伙企业而先前的有限合伙企业不复存在，与有限合伙企业长期交易的第三方可能在不知情的情况下已经与几个不同的合伙企业进行了交易。⁽⁹⁸⁾因此，有限合伙制的法律特征与有限合伙企业应当是一个法律实体的商业观念不一致。

值得注意的是，目前国际上各国法律的趋势是赋予有限合伙企业以独立法人人格。英国政府最近表达了将独立法人人格引入有限合伙企业的兴趣。⁽⁹⁹⁾英属维尔京群岛（BVI）已经采取了这种做法，根据最新的2017年《英属维尔京群岛有限合伙企业法》（2017年第24号），所有成立的英属维尔京群岛有限合伙企业都有权选择是否具有法人人格。⁽¹⁰⁰⁾为了向基金管理行业提供一个可行的组织形式，新加坡亦可考虑同样的做法。独立的法人人格将更好地反映商业现

(93) See The Ministry of Finance, *Press Release*, [https://www.mof.gov.sg/Newsroom/press-releases/mof-invites-feedback-on-proposed-legislative-amendments-for-the-corporate-income-tax-treatment-of-variable-capital-companies-\(vccs\)](https://www.mof.gov.sg/Newsroom/press-releases/mof-invites-feedback-on-proposed-legislative-amendments-for-the-corporate-income-tax-treatment-of-variable-capital-companies-(vccs)) (last visited June 7, 2019).

(94) Study Team on Limited Partnerships, *Report of the Study Team on Limited Partnerships*, para.7.1.5, <http://unpan1.un.org/intradoc/groups/public/documents/apcity/unpan034486.pdf> (last visited May 24, 2019).

(95) *Id.*

(96) *Id.*

(97) *Id.*

(98) The Law Commission and The Scottish Law Commission, *Partnership Law* (2003), para.5.8, http://www.lawcom.gov.uk/app/uploads/2015/03/lc283_Partnership_Law.pdf (last visited May 24, 2019). While the third party might be required to pursue legal remedies for past wrongs against different aggregations of persons, admittedly this is not a critical issue for limited partnerships since general partners are readily identifiable, and limited partners' liability is restricted to their capital contribution.

(99) James Burdett and John Unger, *Limited Partnership Reform: Implications for Private Funds* (April 2016), Thomson Reuters Practical Law, [https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-627-0642?transitionType=Default&contextData=\(sc.Default\)&firstPage=true&bhcp=1](https://uk.practicallaw.thomsonreuters.com/9-627-0642?transitionType=Default&contextData=(sc.Default)&firstPage=true&bhcp=1) (last visited May 24, 2019).

(100) Michael Killourhy, *BVI Limited Partnerships Act 2017* (12 February 2018), Ogier, <https://www.ogier.com/publications/bvi-limited-partnership-act-2017> (last visited May 24, 2019).

实，并促进新加坡与其他地区的法律发展保持一致⁽¹⁰¹⁾，也能为各种实际问题提供更加简明的解决办法，例如合伙人更换后的企业连续性问题、合伙财产的所有权问题和转让问题，以及诉讼程序性和实质性问题等。⁽¹⁰²⁾

除了引入独立法人人格之外，2017年的《英属维尔京群岛有限合伙企业法》还加入了针对具有法人资格的有限合伙企业进行公开抵押登记的权利，并根据英属维尔京群岛法律获得抵押优先权。⁽¹⁰³⁾这种登记担保权益的权利以及登记后债权人获得确定的优先权，是维尔京群岛有限合伙企业法中独有的创新。⁽¹⁰⁴⁾英属维尔京群岛立法还通过明确允许投资者（在符合任何有限合伙协议条款的情况下）根据有限合伙协议抵押其合伙人权益作为借款的担保，来提升投资者借款融资的能力。⁽¹⁰⁵⁾管理层除了有权将合伙人的未缴资本转让给第三人外⁽¹⁰⁶⁾，法律明确还可以采取一系列法定补救措施，包括没收合伙人的权益，防止投资者资本赎回违约。⁽¹⁰⁷⁾普通合伙人可以行使这些法定救济方法，而不用担心自己违反了对其他合伙人的信义义务，或者这些措施具有惩罚性质而无法执行。⁽¹⁰⁸⁾新加坡应当仿效英属维尔京群岛有限合伙制高度商业化的特征，来确保其有限合伙制更加符合现代投资的规范和习惯。

此外，自2017年4月6日起，英国为私人投资基金设立了一类新的有限合伙制——私人基金有限合伙制（PFLP）。⁽¹⁰⁹⁾英国对私人基金有限合伙制实施简化版监管制度，旨在为投资基金管理人提供更加灵活的投资工具。私人基金有限合伙制减轻了英国普通有限合伙成立私人基金时的财务和行政负担，也取消了对有限合伙人的出资要求。⁽¹¹⁰⁾然而，该制度不允许苏格兰以外的有限合伙企业拥有独立的法人人格。⁽¹¹¹⁾

鉴于拟议引入可变资本公司结构，新加坡没有必要建立类似于英国私人基金有限合伙的专业化有限合伙制。相反，新加坡应当结合《英属维尔京群岛有限合伙企业法》来修改当前有限合伙制度，这将为希望以新加坡有限合伙制注册基金的基金管理人提供更大的吸引力。

(101) Elspeth Berry, *Limited Partnership Law in the United States and the United Kingdom: Teaching an Old Dog New Tricks?* J.B.L. 160, 164 (2012).

(102) *Id.*

(103) Virgin Islands, Limited Partnership Act, 2017 (No.24 of 2017) ss.57 and 63.

(104) Limited Partnership Act 2017 (Act No 24 of 2017) (BVI) ss 57 and 63. *Supra* note (100).

(105) Virgin Islands, Limited Partnership Act, 2017 (No.24 of 2017) s.44.

(106) Virgin Islands, Limited Partnership Act, 2017 (No.24 of 2017) s.48.

(107) Section 40 of the Virgin Islands, Limited Partnership Act 2017 (No.24 of 2017); *see* VCC Act s.63; Companies Act ss.156 and 157.

(108) *Supra* note (100).

(109) John Adams *et al.*, *Private Fund Limited Partnership: The UK's New Fund Vehicle* (3 May 2017), Sherman & Sterling, <https://www.shearman.com/Perspectives/2017/05/The-UK-New-Fund-Vehicle> (last visited May 24, 2019).

(110) *Id.*

(111) Dechert LLP, *A New Lease of Life for Limited Partnerships in the UK*, <https://www.lexology.com/library/detail.aspx?g=1c2a3d38-0260-4777-8f23-daa4efc84299> (last visited May 24, 2019).

（二）改善税收环境

鉴于创业投资者在普遍采取双重税收协定的地区中寻求税收效率高的结构，新加坡完全有能力从未来创业投资的增长中获益。随着税收透明度方面的压力越来越大，现在有必要在变现收益汇回的法律实体注册地显示其商业实质。如果新加坡允许基金工具和基金管理人同时拥有完全商业实体，创业投资基金将从新加坡广泛的 DTA 网络中获得最大收益。⁽¹¹²⁾ 这将使新加坡对于世界各地的离岸资产管理中心有着天然的竞争优势。鉴于新加坡已经建立了以创业投资基金管理人为基础的业务中心，应把其重心放在鼓励设立在岸基金上。

在全球范围内，大多数创业投资基金目前仍在美国、泽西岛、开曼群岛和卢森堡注册，这是因为它们有法律和税收政策的吸引力。⁽¹¹³⁾ 特拉华州被认为是美国的避税天堂——该州的企业所得税为应税收入的 8.7%⁽¹¹⁴⁾，而所得税的税率上限为 6.6%。⁽¹¹⁵⁾ 同样，泽西岛的企业所得税标准税率为 0%，而个人所得税的最高税率为 20%。⁽¹¹⁶⁾ 开曼群岛不征收任何所得税、企业税或资本利得税。⁽¹¹⁷⁾ 虽然卢森堡的税率相对较高（整体上公司名义税率为 26.01%⁽¹¹⁸⁾，所得税最高税率为 42%⁽¹¹⁹⁾），但卢森堡得益于对避税天堂的监管打击和其在欧洲大陆的地理位置。随着《另类投资基金管理人指令》（AIFMD）的颁布，以及考虑欧盟另类投资行业加强监管和保护投资者的普遍趋势，一些国际投资者已经开始将他们在欧洲的投资基金从不受监管的离岸中心（即开曼群岛）转移到卢森堡，以避免欧盟金融监管机构的进一步审查。⁽¹²⁰⁾

为了吸引更多创业投资并且支持中小企业发展，澳大利亚、中国香港等也推出了特殊的有限合伙企业税收优惠。根据澳大利亚的创业投资有限合伙制度，合格有限合伙人所取得的收入

(112) It should be noted that tax benefits for funds domiciled in Singapore may be limited for DTAs which exclude partnerships from the term “person”, and define “company” as any body corporate or any entity that is treated as a body corporate for tax purposes. In such cases, the tax benefits may not be achieved if the VC fund is structured as a partnership, which is tax-transparent.

(113) Inland Revenue Authority of Singapore, *Angel Investors Tax Deduction (AITD) Scheme*, <https://www.iras.gov.sg/irashome/Schemes/Individuals/Angel-Investors-Tax-Deduction-Scheme-AITD/> (last visited May 23, 2019).

(114) Department of Finance, *Division of Revenue — Filing Corporate Income Tax*, http://revenue.delaware.gov/services/Business_Tax/FilingCIT.shtml (last visited May 23, 2019). Note that this is only required for Delaware corporations that conduct business in Delaware (i.e. having income from a source in Delaware), and not to corporations that do not conduct business in Delaware, even if incorporated in Delaware.

(115) Department of Finance, *Division of Revenue — Step 5: Withholding Taxes, State of Delaware*, http://revenue.delaware.gov/services/Business_Tax/Step5.shtml (last visited May 23, 2019).

(116) Department of Jersey, *Taxation in Jersey*, <https://www.gov.je/LifeEvents/MovingToJersey/Pages/Tax.aspx> (last visited May 23, 2019).

(117) *Cayman Islands Government, Taxes*, Cayman Islands Government. <http://www.gov.ky/portal/page/portal/cighome/cayman/theeconomy/taxes> (last visited May 23, 2019).

(118) *Deloitte, Corporate Pocket Tax Guide 2018 — Luxembourg*, Deloitte, <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/lu/Documents/tax/lu-corporate-pocket-tax-guide-2018.pdf> (last visited May 23, 2019).

(119) KPMG, *Luxembourg — Income Tax*, <https://home.kpmg.com/xx/en/home/insights/2011/12/luxembourg-income-tax.html> (last visited May 23, 2019).

(120) PWC, *Luxembourg Limited Partnership*, 6, PWC, <https://www.pwc.lu/en/private-equity/docs/pwc-private-equity-lux-limited-partnership.pdf> (last visited May 23, 2019).

和资本收益免税。⁽¹²¹⁾ 为了享受税收优惠, 创业投资基金的结构必须是有限合伙制(设立在澳大利亚或者设立在与澳大利亚签订避免双重税收协定的国家), 至少有 1 000 万澳元的承诺资本, 以及所有的普通合伙人必须是澳大利亚居民或者是与澳大利亚签订 DTA 国家的居民。⁽¹²²⁾ 与此同时, 中国香港提出豁免所有在岸投资基金有限合伙企业的利得税和印花税, 以便使创业投资有限合伙企业的税务政策与开放式基金公司(主要由在岸共同基金和对冲基金采用)一致。⁽¹²³⁾

在新加坡, 如果基金以有限合伙形式设立, 任何收入都将按照投资者(无论投资者是否在新加坡注册)标准征税, 而不是按照有限合伙的标准征税。⁽¹²⁴⁾ 如果投资者是个人, 其收入根据个人所得税税率纳税, 最高税率为 22%。⁽¹²⁵⁾ 如果投资者是公司, 其收入将按 17% 的固定公司税率纳税。⁽¹²⁶⁾ 如果基金是以公司形式组建, 在没有任何免税情况下, 基金将按照应税收入净额的固定公司税率 17% 纳税。⁽¹²⁷⁾ 投资者在申报个人所得税时将被再次征税。⁽¹²⁸⁾

与上述国家一样, 新加坡也对在岸基金和离岸基金免税。新加坡的现行法律框架通过以下政策对创业投资基金进行税务减免⁽¹²⁹⁾: 离岸基金免税政策⁽¹³⁰⁾, 在岸基金免税政策⁽¹³¹⁾ 和特级基金减免政策。⁽¹³²⁾ 免税的前提是, 该基金管理公司必须位于新加坡, 要么在新加坡金融管理局注册从而持有 CMS 执照, 要么获得执照豁免。鉴于政策之间存在差异, 基金经理人必须考虑基金的法定形式和基金所在地, 基金投资者的类型也可能受到限制。重要的是, 根据在岸基金免税政策或者特级基金减免政策, 想要免税的基金必须符合最低支出要求, 有一名驻新加

(121) Australian Taxation Office, *Venture Capital Limited Partnerships*, <https://www.ato.gov.au/Business/Venture-capital-and-early-stage-venture-capital-limited-partnerships/Venture-capital-limited-partnerships> (last visited May 23, 2019).

(122) *Id.*

(123) Hong Kong, Financial Services Development Council, *A Paper on Limited Partnership for Private Equity Funds* (FSDC Paper No 17, December 2015), p.12.

(124) IRAS, *Income Tax Treatment of Limited Liability Partnerships (LLPs)* (2nd ed.), 4, IRAS, https://www.iras.gov.sg/irashome/uploadedFiles/IRASHome/e-Tax_Guides/etaxguides_IIT_Income%20Tax%20Treatment%20of%20LLPs_2014-03-01.pdf (last visited May 23, 2019).

(125) IRAS, *Individual Income Tax Rates*, <https://www.iras.gov.sg/irashome/Quick-Links/Tax-Rates/Individual-Income-Tax-Rates/> (last visited May 23, 2019).

(126) IRAS, *Corporate Tax Rates*, <https://www.iras.gov.sg/irashome/Quick-Links/Tax-Rates/Corporate-Tax-Rates> (last visited May 23, 2019).

(127) *Id.*

(128) However, to achieve tax neutrality, various tax exemptions are provided to exempt Singapore-domiciled funds from virtually all incidence of income tax.

(129) *Supra* note (1), at 579-610.

(130) Income Tax Act (Ch.134) s.13CA. Income Tax (Exemption of Income of Non-Residents Arising from Funds Managed by Fund Manager in Singapore) Regulation 2010.

(131) Income Tax Act (Ch.134) s.13R. Income Tax (Exemption of Income of Non-Residents Arising from Funds Managed by Fund Manager in Singapore) Regulations 2010.

(132) Income Tax Act (Ch.134) s.13X. Income Tax (Exemption of Income of Non-Residents Arising from Funds Managed by Fund Manager in Singapore) Regulations 2010.

坡管理人，并且新加坡金融管理局批准基金投资计划且之后不得更改。然而，这些额外的要求也带来了好处。在岸基金免税政策允许该基金加入新加坡广泛的避免双重税收协定网络，而特级基金免税政策则需提交一份涵盖所有主联基金中主基金及连结基金的综合申请。

不过，新加坡目前对在岸基金的免税政策远比开曼群岛的政策严格。事实上，在岸基金只有当新加坡投资者不是100%持股，并且所有投资者必须是有资格的投资者时，才能根据在岸基金免税计划获得豁免。⁽¹³³⁾ 虽然特级基金减免政策对新加坡籍投资者没有限制，但该基金要求至少有5 000新元的承诺资本。⁽¹³⁴⁾ 在新加坡建立一个与其他现有基金制度具有可比性和竞争力的基金制度，将更有助于新加坡作为服务创业投资业的在岸中心地位。

除了向基金投资者提供税收减免外，还对基金管理费和驻新加坡基金管理人收益进行税收减免。最低资产管理规模为2.5亿新元的新加坡基金管理人，可以根据金融部门基金管理激励计划(FSI-FM)向金融管理局提出申请，基金管理和投资咨询服务收入可根据计划获得10%的优惠税率（而不是通常的17%企业所得税税率）。⁽¹³⁵⁾ 此外，鉴于创业投资活动对支持创业至关重要，管理风投基金的获批管理公司将获得5%的优惠税率。⁽¹³⁶⁾ 尽管如此，与不征收企业所得税的泽西岛和开曼群岛相比，新加坡的税制仍然缺乏吸引力。

因此，尽管新加坡的基金有多种减税选择，但通过前文比较分析显示，目前的选择仍然有限。新加坡应当通过改善法律结构和放宽税收政策来提高其作为注册地的吸引力。在重新调整其税收政策时，新加坡需要在提高对基金的吸引力和保持税收水平使其获得合理利益之间进行适当平衡。例如，新加坡可以考虑实施进一步的税收优惠政策，如为符合条件的创业投资基金实行完全的免税，而且应当缓慢地将完全免税政策扩展到创业投资者以外的基金管理人。这一平衡将使新加坡成为一个更具吸引力的注册地，同时也使新加坡能够通过向基金管理公司征收企业所得税来征收税款。

（三）完善退出环境

由于创业投资基金的寿命有限，成功的退出对创业投资者来说至关重要的，它能确保投资者获得有吸引力的回报，进而从投资者那里为未来的风投基金获得后续资金。⁽¹³⁷⁾ 成功的退出也反映了创业投资者的成功。实际上，目前创业投资基金缺乏退出选择似乎是阻碍创业投资行

(133) Income Tax (Exemption of Income of Approved Companies Arising from Funds Managed by Fund Manager in Singapore) Regulations 2010.

(134) Income Tax Act (Cap 134, 2014 Rev Ed) s 13X; Income Tax (Exemption of Income Arising from Funds Managed in Singapore by Fund Manager) Regulations 2010 (S 6/2010) reg.3.

(135) IRAS, *Budget 2018 — Overview of Tax Changes*, IRAS, <https://www.iras.gov.sg/irashome/News-and-Events/Singapore-Budget/Budget-2018---Overview-of-Tax-Changes/> (last visited May 23, 2019).

(136) Income Tax Act (Ch.134) s.13H.

(137) Lin Lin, *Venture Capital Exits and the Structure of Stock Markets in China*, 15 ASIAN JOURNAL OF COMPARATIVE LAW 1, 5(2016).

业发展的真正障碍。⁽¹³⁸⁾

在众多退出选择中，首次公开募股（IPO）是最重要的创业投资退出工具之一。事实上，吉尔森（Gilson）和布莱克（Black）指出，IPO退出机制的可用性与经济体中创业投资活动水平有直接关联。⁽¹³⁹⁾ IPO不仅对投资组合公司来说是最赚钱的⁽¹⁴⁰⁾，而且能使创业投资人退出投资，同时还能让初创者拥有初创公司的控制权。⁽¹⁴¹⁾通过这种方式，IPO退出为创业者们提供了根据公司成功与否而定的“看涨期权”。⁽¹⁴²⁾这种隐含的合同为创业者提供了强有力的业绩激励，因为为了重新获得对公司的控制权，创业者必须证明他们的管理才能，表明他们不会辜负创业投资基金资本的信赖。⁽¹⁴³⁾反过来，这种隐性合同的可行性和有效性也取决于IPO退出机制的可行性。

然而，在2017年，东南亚最大的五家风投公司（其中四家设在新加坡）都涉及了并购。⁽¹⁴⁴⁾2016年金门创投公司（Golden Gate Ventures）的一份报告也强调，近年来东南亚最著名的风投退出都与收购有关。⁽¹⁴⁵⁾此外，在2005年至2015年间，只有11家东南亚科技初创公司进行了首次公开募股⁽¹⁴⁶⁾，但没有一家在新加坡证券交易所（SGX）上市。⁽¹⁴⁷⁾另外，同一时间地点内有127家进行了技术收购。⁽¹⁴⁸⁾这表明，新加坡证券交易所的退出十分困难。⁽¹⁴⁹⁾由此可得，进行政策改革可以使在新加坡证券交易所上市的风投公司更具吸引力，以提高新加坡的风投活动水平。

(138) Interviews conducted by the author with industry players.

(139) Bernard Black and Ronald Gilson, *Does Venture Capital Require an Active Stock Market*, 11 JOURNAL OF APPLIED CORPORATE FINANCE, 36 (1999).

(140) Bernard Black and Ronald Gilson, *Venture Capital and the Structure of Capital Markets*, 47 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS 243, 247 (1998).

(141) Angela Tan, *SGX Enters New Era as It Starts Dual-class Shares for Qualifying IPOs*, <https://www.businesstimes.com.sg/stocks/sgx-enters-new-era-as-it-starts-dual-class-shares-for-qualifying-ipos>; Today, *Singapore Details Rules for Offering Dual-class Shares, Follows Hong Kong* (26 June 2018), 3, <https://www.todayonline.com/singapore/singapore-details-rules-offering-dual-class-shares-follows-hong-kong> (last visited May 24, 2019).

(142) *Supra* note (137).

(143) *Supra* note (137).

(144) Preqin, *Venture Capital in Southeast Asia*, Preqin Venture Capital Publications, <http://docs.preqin.com/reports/Preqin-Venture-Capital-in-Southeast-Asia-September-2017.pdf> (last visited May 23, 2019). This report only provides data up to August 2017—more recent data does not seem to be available. Nevertheless, it provides a useful illustration of the prevalence of M&As and the lack of IPOs in VC exits.

(145) Golden Gate Ventures, *The Bamboo Report* (2016), 9, <http://goldengate.vc/wp-content/uploads/2016/03/Asia-VC-Bamboo-Report-II.pdf> (last visited May 23, 2019).

(146) *Id.*

(147) *Id.*

(148) *Id.*

(149) Golden Gate Ventures, *Southeast Asia Offers Big Exits (Just not through IPOs)*, <http://goldengate.vc/news/southeast-asia-offers-big-exits-just-not-ipos/>; see also Marissa Lee, *Listing Turf Wars: Can SGX do More?* (5 June 2017), Straits Times, <https://www.straitstimes.com/business/listing-turf-wars-can-sgx-do-more> (Both accessed 24 May 2019).

在这方面，新加坡金融管理局于 2019 年 2 月 14 日向新加坡股票市场拨款 7 500 万美元（GEMS），用以提升新加坡作为集资和企业融资的亚洲中心。三年内，GEMS 计划包含三部分：（1）上市补贴，为希望在新加坡证券交易所上市的公司支付 IPO 费用；（2）研究人才发展补助金，以培养股票研究人才来扩大新加坡研究覆盖面；（3）研究计划拨款，用来支持设立研究项目，激励新加坡的股权研究系统。⁽¹⁵⁰⁾

虽然这肯定是朝着正确方向迈进的一步，但鉴于所涉金额不大，加上如果研究成本不是主要问题，仅提供资金可能不合适，是否会产生预期效果仍有待观察。批评人士指出，目前许多独立研究都是由上市公司自己委托并支付费用，因此券商和独立公司所做研究存在的问题更多的是质量而非数量。⁽¹⁵¹⁾ 尽管如此，这项新的资助拨款计划的退出似乎还是很有希望的。

此外，新加坡证券交易所在 2018 年批准了双层股权结构，允许拥有这种股权结构的公司主板上市。⁽¹⁵²⁾ 这个可喜的变化增加了新加坡证券交易所对于创业投资公司的上市吸引力。双层股权结构的典型特征是一类股票每股一票（即通常向公众投资者发行的普通股），另一类股票每股有多票（通常由创始人持有）。⁽¹⁵³⁾ 这种结构的结果是创始人将获得与其持股不成比例的投票权或者其他相关权利，从而使他们在保持对公司的控制的同时，能获得大众融资。⁽¹⁵⁴⁾ 双层股权结构通常被用于有风投背景的公司，因为它们使创始人即使在公司上市后也能保持对公司的控制。⁽¹⁵⁵⁾ 通过增加恶意收购的难度，降低对业绩需求的短期压力，双层股权结构还可能激发高科技公司创始人孵化创新，而这些创新需要时间才能产生实际收入。⁽¹⁵⁶⁾ 因此，采用双层股权结构将有助于创业投资公司在新加坡证券交易所上市后退出现，使其更具吸引力，从而鼓励创业投资业发展。

然而，一股一票制的投票结构似乎仍然是新加坡 IPO 的默认结构。此外，虽然引入双层股权结构值得称赞，但所提议的修改还远远不够。目前，新加坡已经提议允许该结构在

(150) Staff Reporter, *MAS to Launch \$75m Grant for Equity Market Singapore*, Singapore Business Review, <https://sbr.com.sg/economy/news/mas-launch-75m-grant-equity-market-singapore>; Nisha Ramchandani, *MAS to Boost Singapore's Standing as Enterprise Financing Hub with \$75m Grant* (14 January 2019), Business Times, <https://www.businesstimes.com.sg/banking-finance/mas-to-boost-singapores-standing-as-enterprise-financing-hub-with-s75m-grant> (last visited May, 23 2019).

(151) Ben Paul, *MAS Plans to Boost Stock Market by Subsidising Listing Expenses, Analyst Salaries — will It Work?*, The Edge Singapore, <https://www.theedgesingapore.com/mas-plans-boost-stock-market-subsidising-listing-expenses-analyst-salaries-%E2%80%94-will-it-work> (last visited May 23, 2019).

(152) *Supra* note (141).

(153) *Supra* note (137), at 22.

(154) Lance Lim, *Dual Class Shares in Singapore (Law Gazette April 2017)*, Law Society of Singapore, [http://www.lawsociety.org.sg/jusnews/newsletter/201705/Dual%20Class%20Shares%20in%20Singapore%20\(%20Law%20Gazette%20Apr%202017\).pdf](http://www.lawsociety.org.sg/jusnews/newsletter/201705/Dual%20Class%20Shares%20in%20Singapore%20(%20Law%20Gazette%20Apr%202017).pdf) (last visited May 23, 2019).

(155) *Supra* note (137), at 5.

(156) *Supra* note (36).

主板上市，但不允许在凯利版上市。凯利版是针对具有增长潜力但尚未满足主板严格上市要求的年轻公司。⁽¹⁵⁷⁾要在新加坡证券交易所主板上市，公司需要满足先前所述的量化标准，包括最低市值、达到收益或利润要求等。相比之下，在凯利版上市的公司无须满足任何量化标准。⁽¹⁵⁸⁾

令人遗憾的是，双层股权结构不适用于凯利版，因为大多数由风投支持的公司可能是规模较小的公司，很难达到主板的量化标准。⁽¹⁵⁹⁾此外，目前凯利版面临缺乏风投所支持的公司上市问题。正如有研究指出⁽¹⁶⁰⁾，自2017年1月以来，在凯利版上市的80家公司中，没有一家是风投支持的初创公司。相反，这些公司都属于制造业、医疗保健、媒体和房地产等传统行业。在凯利版上市的风投公司寥寥无几的原因是因为公司估值较低，并且在凯利版上市的风投公司历史利润不佳，例如趋势线集团有限公司（Trendlines Group）。⁽¹⁶¹⁾因此，为了提高对风投支持公司的吸引力，把双层股权结构引入凯利版就显得尤为重要。

新加坡的立场与中国香港不同，中国香港允许新提出的双层股权结构进入主板和创业板（GEM）中，后者相当于新加坡的凯利版。此外，香港证券交易所（HKSE）已经与中国全国中小企业股份转让系统（NEEQ）达成协议，该协议针对创新型初创公司，允许挂牌新三板的公司使用双层股权结构申请在香港证券交易所上市。⁽¹⁶²⁾因此，对新加坡而言，打破其对双层股权结构的壁垒，使之成为广泛的选择才是明智的做法。

凯利版不允许使用双层股权结构可能是出于对保护投资者的考虑。然而，新加坡需要在强劲发展的股票市场和保护投资者之间进行平衡。对投资者保护问题最好通过引入替代性保障措施来解决，而不是在凯利版中禁止双层股权结构。例如，公司必须具备“创新型”企业资格，并在香港证券交易所批准使用前证明其有充分的理由增加投票数量⁽¹⁶³⁾，还要求公司的最低资本额为100亿港元。⁽¹⁶⁴⁾

此外，在新加坡，在不增加进入壁垒的情况下已经为减轻投资者负面影响制定了保障措施。

(157) SGX, *Catalist Celebrates 10 Years of High Growth*, <http://www.sgx.com/wps/portal/sgxweb/home/listings/catalist10> (last visited May 23, 2019); Linnett Lim, *SGX's Catalist Board to Hit New Milestone on Thursday* (24 November 2015), Channel News Asia, <https://www.loebsmith.com/cayman-legal/cayman-islands-private-equity-funds-and-the-use-of-exempted-limited-partnerships/34/> (last visited June 17, 2019).

(158) Listing Manual of Singapore Exchange, r.406(2)(a); *Catalist Rules*, http://rulebook.sgx.com/en/display/display_viewall.html?rbid=3271&element_id=3305&print=1 (last visited May 23, 2019).

(159) *Supra* note (137), at 26–29.

(160) Lin Li, *VC-backed Exits in South East Asia* (24 July 2018), <https://36kr.com/p/5144784> (last visited June 7, 2019).

(161) From its listing price of 30 cents in 2016, the share price of Trendlines Group dropped to 11 cents as of 21 September 2018.

(162) Enoch Yiu, *HKEX, Beijing's New Third Board in Dual-class Listings Accord*, <http://www.scmp.com/business/companies/article/2142826/hkex-beijings-new-third-board-dual-class-listings-accord> (last visited May 23, 2019).

(163) HKEX, *Listing Regime Reforms for Share Structure and Biotech Industry*, https://www.hkex.com.hk/-/media/HKEX-Market/News/Research-Reports/HKEx-Research-Papers/2018/CCEO_DualClass_201811_e.pdf?la=en (last visited June 25, 2019).

(164) *Hong Kong Stock Exchange Launches New Rules for Dual Class and Biotech Listings*, https://www.davispolk.com/files/2018-04-25_hk_stock_exchange_launches_new_rules_dual_class_biotech_listings.pdf (last visited June 25, 2019).

例如，要求所有公司必须在关键文件中表明自己采用了双层股权结构，如所有的通知、年报及招股说明书等。⁽¹⁶⁵⁾ 这将会直接提醒投资者注意这种结构，以便他们能够作出更理智的投资决定。除此之外，小股东可以采取许多行动来反抗压迫，这对于双层股权结构公司缺乏投票权而受到压迫的股东来说十分有用。新加坡证券投资者协会（SIAS）甚至正在探索让小股东在年度股东大会上提出问题等。⁽¹⁶⁶⁾

有人就改善新加坡创业投资退出环境的必要性提出质疑。首先，可能会有人认为新加坡风投市场已经适应了将风投支持的投资组合上市通过 IPO 在海外上市，而不是在新加坡证券交易所上市。事实上，坊间证据表明，许多新加坡初创公司都在寻求在海外上市。规模较大的初创公司比如 Sea⁽¹⁶⁷⁾ 已经在纽约交易所（NYSE）上市，而一些小型初创公司，比如 Netccentric⁽¹⁶⁸⁾、SportsHero⁽¹⁶⁹⁾ 以及 Dropsuite⁽¹⁷⁰⁾ 已经在澳大利亚证券交易所（ASX）上市。因此，即便在新加坡证券交易所进行 IPO 是一个可行的选择，但因为初创公司已经选择在海外上市，创业投资活动可能不会因此而显著增加。事实上，吉尔森和布莱克指出，尽管以色列公司因为缺乏本土 IPO 选择转而寻求去美国，但以色列仍然拥有活跃的创业投资市场。⁽¹⁷¹⁾ 然而，新加坡的实证数据并不支持这样的一种观点，即新加坡风投组合公司已经习惯于利用在海外 IPO 作为其退出手段。如前文所述，东南亚 IPO（包括海外 IPO）的公司总数历来远远低于并购的数目，由此表明海外 IPO 的吸引力低于并购。

其次，也有观点认为即使新加坡改善了退出环境，也可能不会吸引更多风投支持公司在新加坡上市。虽然上述分析强调了新加坡证券交易所与其他交易所相比需要的方式，但决定在某一地区上市并不限于上述因素。就其本质而言，无法实施改革的一个关键原因是公司的地理位置。例如，一些新加坡的公司寻求在香港证券交易所而不是新加坡证券交易所上市，纯粹是为了增强它们在中国市场的地位。⁽¹⁷²⁾ 同样，其他公司可能会根据其区域增长战略来选择上市的

(165) See also SGX Mainboard Listing Rule 610, 753, 1206 and 1207.

(166) See Securities Investors Association (Singapore), *Guide On Best Practices For Shareholder Meetings Of Listed Companies*, <https://sias.org.sg/wp-content/uploads/2019/03/Guide-On-Best-Practices-for-Shareholder-Meetings-of-Listed-Companies.pdf> (last visited June 25, 2019).

(167) The Straits Times, *S'pore Games Start-up Sea Raises \$1.2b in New York IPO* (21 October, 2017), <https://www.straitstimes.com/business/companies-markets/spore-games-start-up-sea-raises-12b-in-new-york-ipo> (last visited June 15, 2019).

(168) Tan Weizhen, *Tech Start-ups Opting for ASX Listing* (5 March 2016), Straits Times, <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/tech-start-ups-opting-for-asx-listing> (last visited May 23, 2019).

(169) Tanya Mariano, *Why Singapore's SportsHero is Going to List on the ASX* (5 January 2017), <http://inc-asean.com/grow/why-singapores-sportshero-is-going-to-list-on-the-asx/> (last visited May 23, 2019).

(170) Tanu Pandey, *Singapore's Hatcher Exits Two Portfolio Firms Via ASX Route* (2 May 2017), <https://www.dealstreetasia.com/stories/sg-firm-hatcher-exits-two-via-asx-listing-71645/> (last visited May 23, 2019).

(171) *Supra* note (139), at 46.

(172) Wong Wei Han, *More Singapore Companies Consider Moving to Hong Kong Bourse*, <http://www.straitstimes.com/business/companies-markets/more-spore-companies-consider-moving-to-hk-bourse> (last visited May 23, 2019).

地区。这些并不是新加坡可以竞争的因素，因为新加坡的地理位置限制了其进入区域市场的机会。归根结底，上市的决定是一个多管齐下的决定，需要考虑许多不同的因素。尽管如此，存在新加坡无法控制的因素并不意味着新加坡不应该积极寻求改善退出环境，以吸引更多风投公司在新加坡上市。

三、结语

新加坡健全且适度的监管框架，将进一步提高新加坡作为区域资产管理中心的声誉。虽然引入可变资本公司和双层股权结构是一个可喜的变化，即能改善新加坡创业投资监管环境，但建议放宽税收政策和修改有限合伙结构，以推进新加坡成为创业投资基金区域性在岸枢纽的目标。新加坡的退出环境也有改善的余地，包括将双层股权结构扩大至凯利版，以便为风投公司提供更加广泛的退出选择。

最后，新加坡能否创建一个完善的创业投资市场，将取决于本文所讨论的所有要素能否有效且无缝地协同运作。除了改革监管和法律环境之外，还需要培育更健全的创业文化。当地创业投资家除了仅提供资金，还需要有更多的经验以便更好地为投资组合公司增值。此外，还需要做更多的工作来培养当地的企业家精神，进一步鼓励和支持企业家们承担风险，并鼓励当地技术工人从初创公司中学习专业知识。⁽¹⁷³⁾ 培育企业文化不可能一蹴而就，需要一段时间来改善经济和社会基础设施。在新加坡，尽管还可以做更多，但这些改变似乎正朝着建立一个类似硅谷创业投资环境的方向迈进正确的一步。

附表 1 新加坡基金管理公司的主要差异一览表

	已注册基金管理公司	持牌合格/机构基金管理公司	持牌零售基金管理公司	合格的风投基金管理人制度
投资者类型	有资格的投资人（包括合格投资者和机构投资者）		所有投资人	合格投资者和机构投资者
对投资者人数的限制	最多 30 名投资者（基金数目不超过 15）管理总资产不得超过 2.5 亿新元	无		
最低资本要求	25 万新元		50 万或 100 万新元	无
风险资本要求	无	资金来源至少为运营风险要求的 120%		无

(173) Interviews conducted by the author with founders of a few technology start-ups in Singapore (anonymity required) (17 May, 2019, Singapore).

续表

	已注册基金管理公司	持牌合格/机构基金管理公司	持牌零售基金管理公司	合格的风投基金管理人制度
合规管理	适合业务规模 (可外包)	如果有大于 10 亿新元的资产管理规模，必须有全职部门，否则业务可以外包	必须有全职且独立的合规部门	无
风险管理机制	必须有正式的风险管理机制			无
职业责任保险	强烈建议		强制	无表述
内部审计管理	必须有			无
报告要求	年度报告	年度报告和季度报告		基金管理和投资者的年度报告（但无须提交经审计的财务报表）

Venture Capital in Singapore: The Way Forward

LIN Lin

Abstract: This article critically examines the existing regulatory framework governing venture capital in Singapore. It discusses the problems within the legal structures and tax policies, and examines recent law reforms that aim to encourage fund managers to re-domicile their venture capital funds in Singapore, such as the introduction of the variable capital company and the simplified authorisation process for venture capital fund managers. This article proposes several reforms that will continue to improve the regulatory environment for venture capital in Singapore, such as introducing more liberal tax policies; modifying the limited partnership structure and extending the dual-class share structure to the Catalist board.

Keywords: Venture Capital; Singapore; Fund Manager; Variable Capital Company; Dual-class Share Structure

(责任编辑：王乐兵)