

Web 3.0 投融资法律指南系列（九）：如何在海外投资 DAO

作者：李胜 | 夏彦 | 龚春分 | 姚凤霞 | 蔡士睿

随着 Web 3.0 行业成为投资者积极布局的热门赛道，DAO 作为 Web 3.0 生态的新型主要组织形态，也吸引了海外资本不断加码。根据 DeepDAO 统计的数据¹，截至 2022 年 11 月 23 日，DAO 生态系统管理的总资产已超越 85 亿美金。作为海外 Web 3.0 领域中炙手可热的宠儿之一，在海外如何对 DAO 进行投资？本文将分享我们对 DAO 的常见海外投融资架构、投资方式以及在海外投资 DAO 涉及的法律风险的观察。

一、DAO 的常见法律形式

（一）DAO 的定义和特点

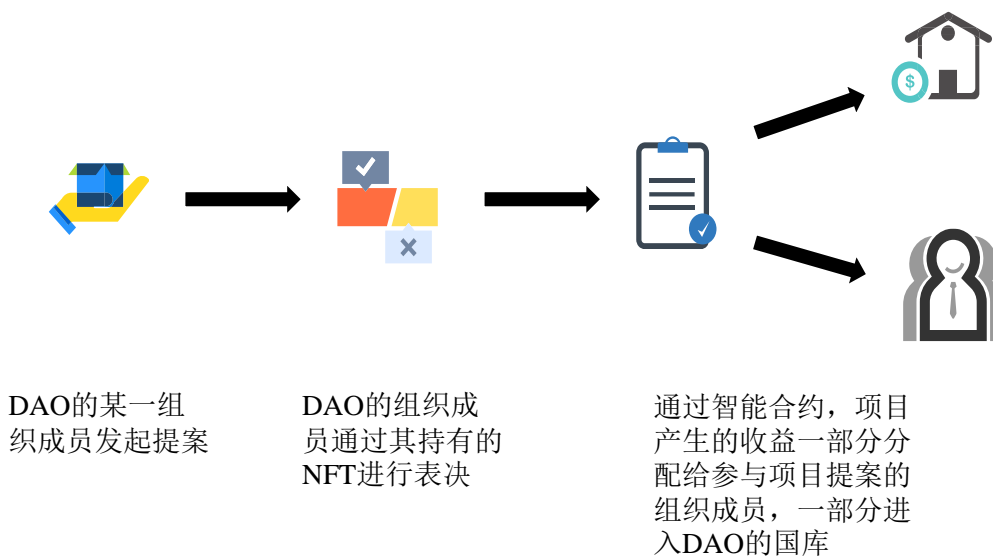
DAO 的全称为“Decentralized Autonomous Organization”，即“去中心化自治组织”，是一种基于区块链、智能合约所构建的组织，在 DAO 中，组织的宗旨、治理规则、内部表决程序等都能做到公开、透明，且能够基于区块链和智能合约进行运作，所有的决策、管理都由有权限的组织成员共同进行，并且可以根据组织成员的贡献进行良好的激励，因此可以吸引更多的组织成员参与 Web 3.0 的早期创业。一个 DAO 常见的组成方式和运作机制如下：

DAO 的组成



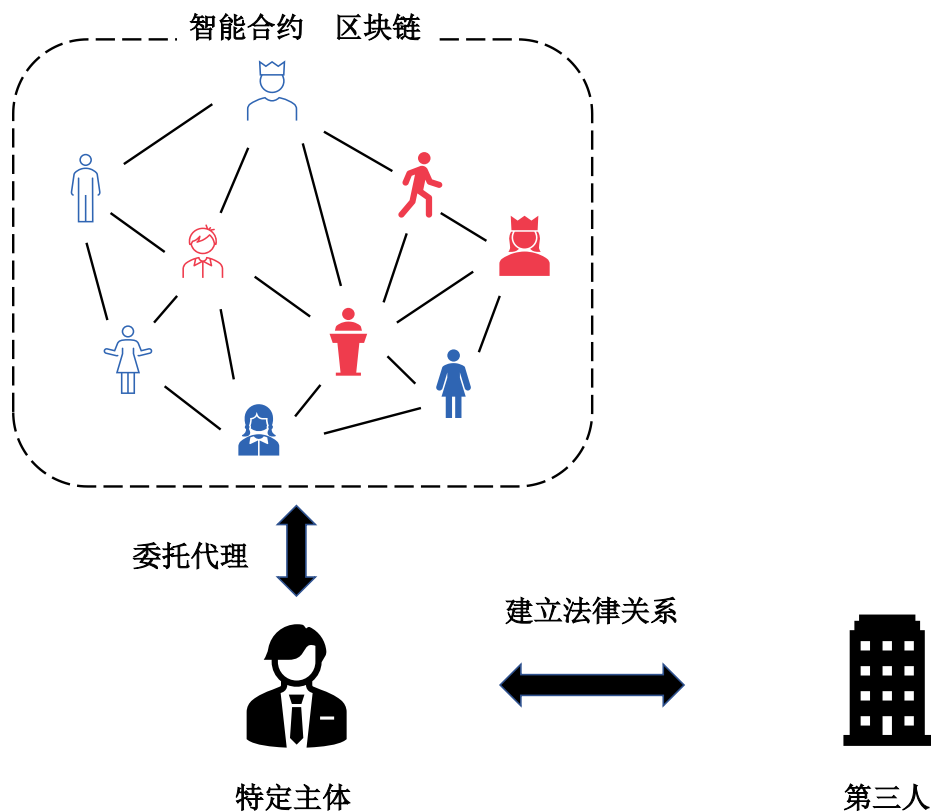
¹ <https://deepdao.io/organizations>。

DAO的运作机制



(二) DAO 常见的法律形式

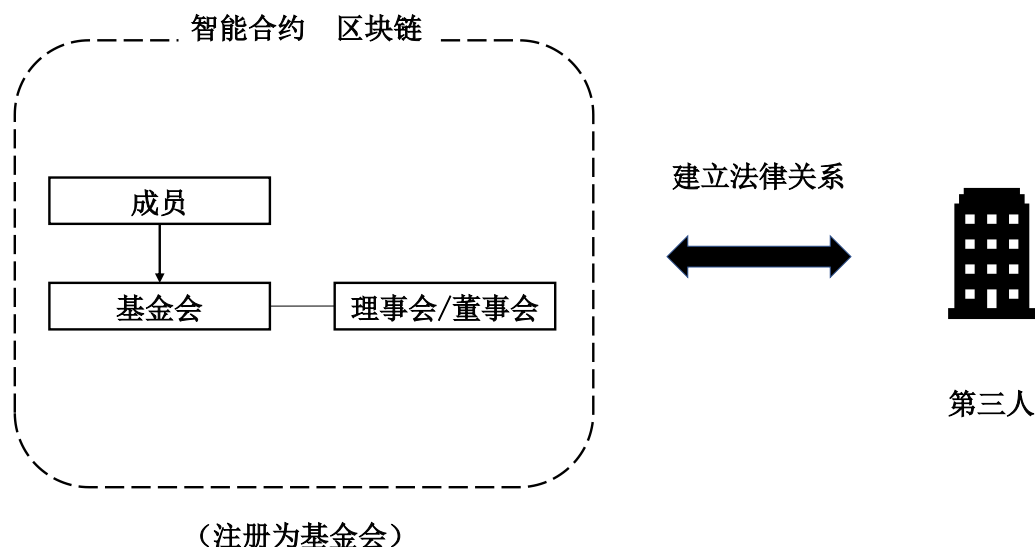
1. 纯链上 DAO，不注册成任何存在的法律实体



在纯链上 DAO 中，各个 DAO 成员基于智能合约形成了一种契约关系，实现共同决策、收益共享，由于纯链上 DAO 不存在对应的法人实体，实践中 DAO 的组织成员会通过各项提案，并根据提案内容形成具体的智能合约，完成提案相关的链上行为，或者授权或委托特定主体（自然人或法人）完成提案相关的链下行为。前述提案的收入将直接根据智能合约在参与提案的 DAO 的组织成员之间分配，其中

一部分收入往往会进入 DAO 的国库，存放在共同监管的多签钱包中。

2. 注册为非营利性基金会或者类似机构的 DAO（如瑞士、新加坡、香港、美国、开曼群岛、英属维京群岛等）

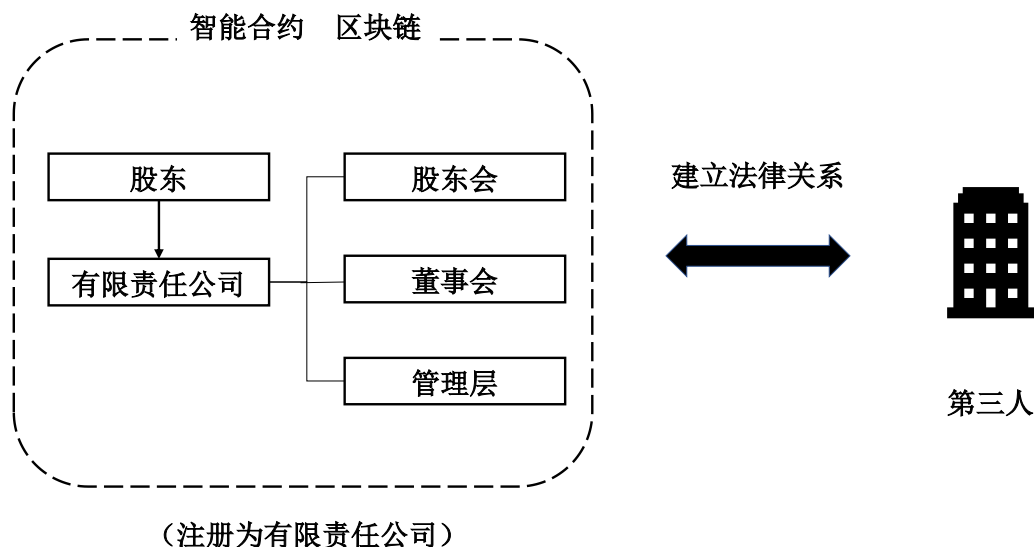


由于纯链上 DAO 未注册为法律实体，没有独立民事权利能力和行为能力，因此 DAO 的组织成员可能需要对 DAO 的对外行为承担共同责任或连带责任；DAO 决策后的提案执行在实践中也经常会遇到复杂的场景，不少的场景需要具有独立法人资格的主体才能参与或执行，且 DAO 仅授权给特定主体进行执行和对国库进行监管，整个内控体系也会比较脆弱；并且 DAO 的组织成员无法就来自 DAO 的收入进行合法的税筹（详见第四部分分析）。考虑到这些因素，越来越多的 DAO 选择在一定程度上“妥协”，按照所在地的现有法律制度，注册成现有法律制度下与 DAO 成立的初衷（即强调去中心化和非盈利性）较为相符的法律实体，即非营利性基金会或者类似性质的法律主体（例如非盈利性机构）。

在典型的以非营利性基金会形式存在的 DAO 架构下，DAO 成员向基金会进行捐赠，并登记注册成为非营利性基金会的成员（或受益人）。DAO 成员可以利用基金会的法人主体资格，作为基金会的成员享受有限责任制度，而 DAO 本身也将拥有与其相对应的法人实体以进行业务所必须的法律活动，实施法律行为并承担独立的法律责任，实现风险隔离。DAO 决策后事项可以通过基金会的理事会/董事会执行，或由其监督执行。DAO 产生的国库收入也可以存放在以 DAO 名义开立的钱包，在一定程度上更加安全。此外，非营利性基金会的收入在符合一定的条件下可以免税，因此在税筹方面有更多灵活性。

在一些没有基金会概念的国家或地区，DAO 成员也会选择与基金会性质类似的法律主体创建 DAO。例如，在新加坡法项下实则没有单独的“基金会”（Foundation）这种法律实体。对于新加坡的非盈利性组织/机构（non-profit organizations, “NPO”，或称 charities、voluntary welfare organizations 等）可以认为是“基金会”。根据我们的项目经验，在新加坡成立基金会主要采取的方式是公共担保有限公司（Public Company Limited by Guarantee, “PCLG”）。PCLG 有独立的权利区别于参与进来的主体，具有独立的法律人格（以其名义参与诉讼、签署合同、享有财产），因此，PCLG 是目前最主流的新加坡基金会的形式，包括但不限于以下较为知名的 Web3.0 项目：比特币、比原链、量子链。

3. 注册为营利性的有限责任公司（LLC）



2021年7月，美国怀俄明州的DAO法案生效，允许DAO注册为有限责任公司。该法案对怀俄明州现有的《有限责任公司法》进行了补充，为DAO的创建和管理提供了规则，在符合法定要求的前提下，DAO可被认定为有限责任公司。特别条款允许公司完全由智能合约管理（全部或部分），还为DAO的形成、管理、投票权、成员权益、运营协议、成员退出和解散提供定义和基准要求。在该种形式的DAO中，各个DAO成员依据DAO内部的治理规则分享决策权、收益权并承担相应责任，且可适用公司法项下的有限责任制度。此外，DAO本身具有法人主体资格，可依据内部章程文件的规定，在各个DAO成员作出决议后实施法律行为并承担相应法律责任。

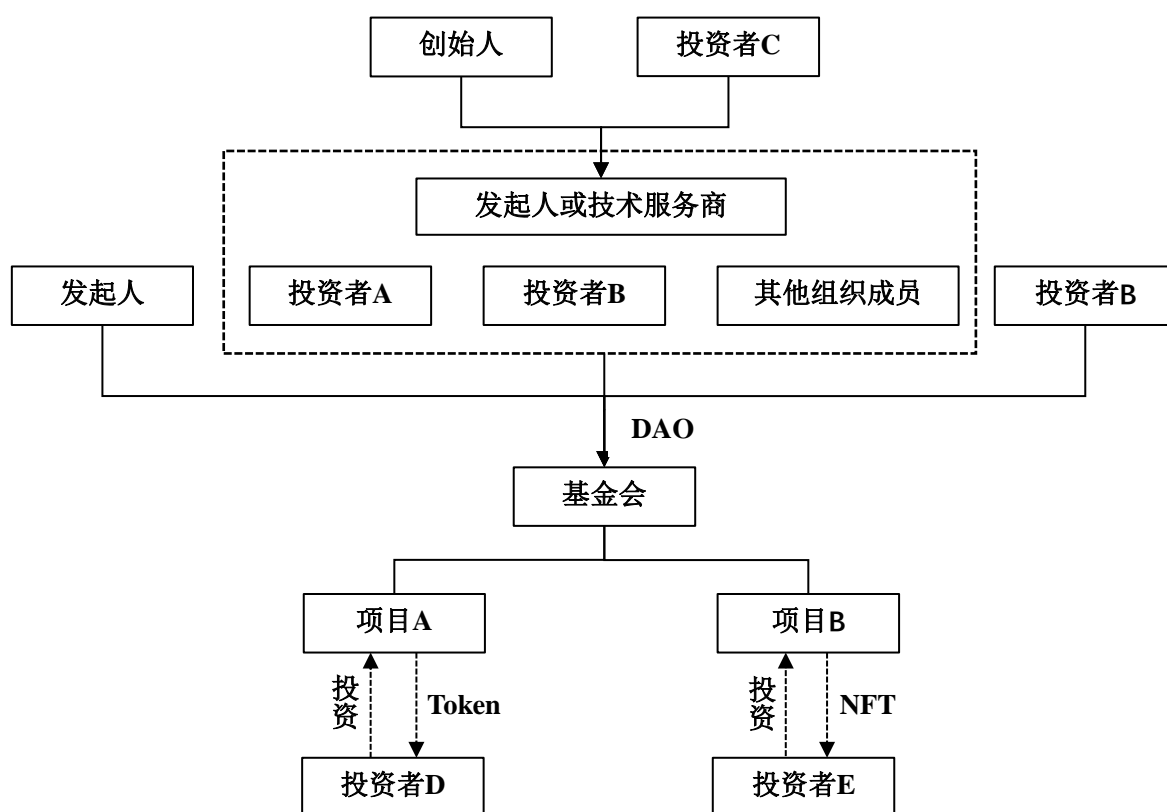
4. 直接注册为DAO类型的法律实体

目前直接承认DAO的法律实体地位的国家/地区主要包括：（1）马耳他允许创新技术安排（包括DAO）在满足一定条件的情况下经过有关部门认证取得法人实体地位；（2）马绍尔群岛共和国承认DAO为法律实体。在此种情况下，DAO无需考虑与传统法律实体的体制的兼容性的问题，因此也具备相应的优势。

二、对DAO的常见海外投融资架构

就以上四种DAO的法律形式，在美国怀俄明州注册为营利性的LLC需受制于美国法律的严格管辖，并且会存在和传统中心化组织架构如何兼容的问题，以及DAO的收入如何缴税的问题；而马耳他和马绍尔群岛政策的实施情况以及国际市场的接受度，还有待市场进一步观察。因此，第一种和第二种法律形式以及两者结合的形式，目前在实操中更为常见。

以下我们总结了对前两种法律形式的DAO进行海外投资的常见方式，以及目前很多传统VC机构投资人更加青睐的投资方式——对DAO的发起人或基础服务提供商进行股权投资：



(一) 投资者 A: 对海外链上 DAO 进行投资, 认购 NFT PASS, 成为 DAO 的组织成员

纯链上 DAO 一般会在海外发行非同质化通证 (Non-Fungible Token, “NFT”), 作为参与 DAO 治理的会员凭证 (“NFT PASS”), 投资者认购 NFT 后即享有相应对 DAO 的治理权利, 可基于 DAO 的内部治理规则参与议案的提出及表决, 并且享受相应议案实施产生的激励或收益。

同质化通证 (Fungible Token, “Token”) 一般不会作为 DAO 的治理通证, 因为如果投资者可以在交易所上便捷地购买相关 DAO 的治理通证, 但其市场价格的短期波动可能会带来大量投机行为, 不利于吸引真正想要参与 DAO 社区建设和运营的积极社区成员, 可能会破坏社区环境和其内在价值。但每个 NFT PASS 都是独一无二的, NFT 的流动性较 Token 更低, 也正是因此, NFT 更容易实现 DAO 治理的目的, 从而排除较多的投机因素。

以 SeeDAO 为例, 会员 NFT 代表 SeeDAO 会员身份, 也是 SeeDAO 治理决策和投票的参与凭证, 是该 DAO 中最重要的 NFT。SeeDAO 发行的会员 NFT 的数量有限, 共计 10,000 枚, 只颁发给为社区做出突出贡献的成员。不持有会员 NFT 将不能参与社区治理、投票和决策²。

此外, 投资者通过购买 NFT PASS 可以提前锁定项目权益, 如 Moonbirds、0xOG PASS 等项目中, 购买 NFT Pass 卡的投资者有资格加入私人 Discord 社群, 获得后续子项目的空投或铸造白名单, 从而能够以更低成本参与项目或活动、使用一些内部工具或功能等³。

从投资退出角度而言, DAO 的系统也是开放的, 一般会允许 NFT PASS 持有人通过转让 NFT PASS

² <https://mp.weixin.qq.com/s/tWhvQPpyBAZ2l2gcy2NYEEg>。

³ https://mp.weixin.qq.com/s/1WFlf_9ISsOzVUnn0eA1t。

的形式退出，但 DAO 发起人一般会对 NFT PASS 设置一定的锁定期，需要持有有一定时间解锁后持有人才能自由转让 NFT PASS。但是也有特例，即灵魂绑定通证（Soul-bounded Token，“SBT”）。

灵魂绑定通证（Soul-bounded Token，“SBT”），是一种比较特殊的 NFT，系与钱包地址绑定的不可转让的通证，其不可转让的特性更加弱化了投机属性，并为 DAO 提供了抵御女巫攻击的方法。女巫攻击指一个用户控制多个虚假身份的钱包地址从而获得大量投票权，SBT 可以识别出真实的个人和没有灵魂的机器人，从而降低女巫攻击的可能性⁴。因此，仅从投资退出角度，SBT 并不适宜作为投资标的。

整体而言，通过购买 NFT PASS 对纯链上 DAO 进行投资风险系数较高，金额较小，不太适合作为机构投资人的 VC 进行投资，因此，VC 采用这种方式进行投资的比例在实践中比较少。

（二）投资者 B：对采用基金会或类似架构的 DAO 进行捐赠，成为 DAO 的组织成员并获得链上资产

对于采用基金会或类似架构的 DAO 而言，其可直接通过基金会或类似非盈利性机构接收投资者的资金。投资者向基金会或类似机构进行捐赠并登记成为其成员，与此同时，链上所对应的 DAO 项目向投资者免费发行 NFT PASS 以及项目 Token/NFT，使其享有 DAO 组织成员资格并取得被奖励的链上资产。

以 Defi 独角兽 1inch Network 为例，1inch Network 由 1inch DAO 管理，1inch 基金会作为发行主体向 1inch DAO 的成员发行 1inch 通证，1inch 通证的持有者能够对关键协议参数进行投票并参与协议的治理。截至目前，1inch Network 已经获得 280 万美元的种子轮融资、1,200 万美元 A 轮投资和 1.75 亿美元 B 轮融资，均通过 1inch 基金会向投资者出售通证的方式完成⁵。

VC 通过这种方式对 DAO 进行投资，更适合项目底层有价值的资产是 DAO 对应的项目发行的 Token/NFT 的该类资产，即纯币权类投资，但是同时，投资人又可以作为基金会或类似架构的 founding members 享有法定的一些权利。

（三）投资者 C：对 DAO 的发起人或基础服务提供商进行股权投资，成为其股东

DAO 的发起人或基础服务提供商（“项目方”）设立传统的有限责任公司进行股权融资，用于 DAO 的建设和合约的开发、完善，也是 DAO 项目常见的融资方式之一。此种投资方式属于传统的一级市场股权投资，传统的专业机构投资者对此更为熟悉，也更为青睐。以 ApeCion DAO 为例，其项目方为 Yuga Labs（知名 IP 无聊猿 NFT 母公司），Yuga Labs 在 2022 年 3 月以传统股权融资方式完成融资 4.5 亿美元。

在此种融资方式中，投资者认购 DAO 的发起人或基础服务提供商的股权。由于此种投资方式属于股权投资，投资者可以作为股东参与股东会表决，如果投资者享有委派董事的权利，则还可以参与董事会的表决。此外，投资者还可根据公司章程或股东协议的约定享有一系列 VC 投资中惯常的优先股持有人权利，如优先认购权、优先购买权、共售权、分红权、赎回权、优先清算权、反稀释权、一票否决权等。

此外，部分投资者可能会要求项目方向其免费赠送 DAO 运营项目发行的 Token 或 NFT，或赋予其

⁴ <https://mp.weixin.qq.com/s/kqZG1eZDIKvMgWVPTqN9Cg>。

⁵ https://mp.weixin.qq.com/s/m0mfecibBIW_4ONi2vvyQ。

按照一定价格折扣购买该等 Token 或 NFT 的权利。

（四）投资者 D 和 E：认购 DAO 运营项目的 Token 或 NFT，获得链上资产

除了投资 DAO 本身成为 DAO 的组织成员外，对 DAO 在海外运营的 Web 3.0 项目铸造发行的 Token 或者 NFT 投资，也是 Web 3.0 项目中常见的投融资方式。

海外 Token 或 NFT 铸造发行后，可以选择在海外的交易所进行公开交易，相比于传统的 IPO，此种上所公开交易的门槛更低、流程更快。因此投资人投资 Token 或 NFT 可以获得更好的流动性，并且实现更快的项目退出。特别是 NFT，由于其广泛应用于 PFP 社交及艺术收藏，其本身的价值受到投资者的关注，投资者对其投资可同时获得商品投资的权益属性。

投资者认购 Token 通常适用具体 Web 3.0 项目方约定的锁定期，不同类型 Token 的持有人可能会适用不同类型、不同期限的锁定期，也会根据交易所的意见对锁定期调整，解锁后投资者即可实时自由转让 Token。

三、投资者采用不同方式投资 DAO 的对比

#	股权投资	NFT PASS 投资	项目 Token 投资	项目 NFT 投资
享有的权利	股权	DAO 组织成员权利	Token 所有权	NFT 所有权
参与项目决策	通过股东会、董事会（如有董事席位）参与公司治理	NFT PASS 持有人根据 DAO 项目的具体规则参与经营治理事项的提案提出及表决	视项目发行 Token 本身的属性而定	视项目发行 NFT 本身的属性而定
收益分配权	分红权	参与提案项目的收益分配权	视项目发行 Token 本身的属性而定	视项目发行 NFT 本身的属性而定
退出方式	股权出售	出售 NFT PASS	Token 转让	NFT 转让
反稀释条款	通常有	通常无	通常无	通常无
最惠国条款	通常有	通常无	部分项目有	部分项目有
一票否决权	通常存在	通常无	通常无	通常无
知情权	通常存在	通常存在	通常存在	通常存在
投资者处置限制	上市前一般可以自由转让（项目方竞争对手除外）；上市后按上市规则	一般有锁定期要求；SBT 无法出售	私募投资一般有锁定期要求；公开市场投资一般没有	私募投资一般有锁定期要求，但比 Token 短；公开市场投资一般没有
投资者能否匿名	不能	视 DAO 发起人对 KYC 的要求而定	视项目方对 KYC 的要求而定	视项目方对 KYC 的要求而定
管理透明度	透明度相对较弱	透明度相对较强	透明度相对较强	透明度相对较强

#	股权投资	NFT PASS 投资	项目 Token 投资	项目 NFT 投资
受金融和证券监管程度	较强	较弱	如有金融、证券属性，则较强；如无，则相对较弱	一般没有金融、证券属性，相对较弱

四、涉及 DAO 的投融资区别于传统投融资的法律风险

（一）相较于传统法律实体，纯链上 DAO 未注册为法律实体存在的问题

1. 投资者可能需对纯链上 DAO 的行为承担连带责任

相较于传统的有限责任公司，纯链上 DAO 的投资者无法受到有限责任的保护，由于投资者通常会通过通证参与 DAO 的治理，其可能需要对纯链上 DAO 的行为承担无限连带责任。

不少法域目前尚未对 DAO 进行明确的法律定性，从而 DAO 在该等法域下不具备独立法律主体地位，无法独立承担法律责任。对于 DAO 从事日常业务发展而与 DAO 成员之外的第三人形成的各种法律关系，由于 DAO 并无对应法人实体，因此在该等法域下全体 DAO 成员都可能被要求共同地对第三人承担责任。在 DAO 成员对第三人承担责任后，如 DAO 的智能合约中约定了各个 DAO 成员应承担的责任比例或份额，则 DAO 成员内部可根据约定进行追偿。

另外，DAO 的投资者可能需对纯链上 DAO 的违法违规行为承担行政甚至刑事责任。例如，美国时间 2022 年 9 月 22 日，美国商品期货交易委员会（CFTC）对 bZeroX, LLC 及其创始人 Tom Bean 及 Kyle Kistner（Ooki DAO 的两名成员）分别处以 25 万美元的和解罚金，CFTC 的罚单认为，Ooki DAO 是一个营利性的非法人组织（an unincorporated association for-profit），应对违反美国《商品交易法》和 CFTC 法规的行为负责，并认定 Tom Bean 及 Kyle Kistner 作为 Ooki DAO 积极的参与成员应对 Ooki DAO 的违规行为负有个人责任⁶。同时，CFTC 在美国加州北区地方法院对 Ooki DAO⁷的非法行为提起诉讼，并请求法院支持其要求 Ooki DAO 赔偿、退回非法所得、民事罚款、禁止 Ooki DAO 及其成员实施相关违法行为的主张⁸。

2. 纯链上 DAO 的投资者可能由于缺失税盾而承担较重的税负

如果纯链上 DAO 的法律实体地位不被认可，由于缺失税盾，DAO 投资者可能需直接就 DAO 的收入进行纳税，而不管其实际是否取得收入，这将大大加重投资者的税务负担。

3. 纯链上 DAO 的链下活动受限

由于纯链上 DAO 不具备法律主体地位，其不具备相应的民事行为能力，因此，纯链上 DAO 无法像传统的公司、合伙企业对外签署有效的合同、拥有知识产权、链下资产等，只能通过授权或委托特定主体代表 DAO 完成 DAO 所需的链下行动。另外，由于不具备法律实体地位，DAO 无法取得经营业务所需的资质证照，从而无法合规地开展需要资质许可的特定业务。

⁶ <https://www.cftc.gov/PressRoom/PressReleases/8590-22>; <https://www.cftc.gov/media/7676/enfbzeroxorder092222/download>。

⁷ Ooki DAO 由持有 Ooki 代币并通过代币投票管理 Ooki 协议的代币持有人组成。Ooki DAO 最早由 bZeroX 的创始人将 bZx 协议转让给 bZx DAO，bZx DAO 后更名为 Ooki DAO。

⁸ <https://www.cftc.gov/media/7681/enfooki-complaint092222/download>。

（二）DAO 发行的通证可能根据投资者所在地的政策要求被认定为“证券”从而触发合规义务

根据美国证券交易监督委员会（SEC）于 2017 年 7 月发布的一份调查报告，其认定一家 DAO 组织“The DAO”发行的 DAO 币属于美国 1933 年证券法以及证券交易法定义下的“证券”，需要在 SEC 进行注册。⁹据此，DAO 向投资者发行的通证可能根据适用法律的要求而落入“证券”范围内，从而触发相关的合规义务，例如需根据适用法律的规定在相关证券监督管理部门进行注册或备案。相较于 Token 而言，NFT 本质上是一种数字资产，具有艺术收藏价值，因此其被认定为各法域项下“证券”的风险较低。

（三）难以对 DAO 的成员进行 KYC

由于 DAO 的成员来自世界各地，且具有匿名化的特点，作为 DAO 的项目方，难以对 DAO 的成员进行 KYC（KYC 的全称为“know your customer”，即对客户进行审查，以确认客户是否存在违背反洗钱、反恐怖主义融资等方面的法律规定的风险），从而可能难以防范 DAO 的成员通过 DAO 从事洗钱、恐怖主义融资等犯罪活动。

五、结语

DAO 作为 Web 3.0 的新组织范式，是对传统公司治理模式的变革，能够应用于社交、服务、创作、收藏、开发工具等各种领域，有着广阔的发展空间和投资潜力。作为海外 DAO 项目的投资者，应厘清涉及 DAO 项目的投融资与传统投融资之间的差异以把握投资风险；作为海外 DAO 的项目方，也应在筹集资金的同时注意防范合规风险。值得注意的是，由于 DAO 目前还处于早期的探索阶段，其相关法律监管要求在境内外尚未被明确，我们将持续关注 DAO 相关法律法规进展，也期待与各位读者就此作进一步的探讨。

⁹ Report of Investigation Pursuant to Section 21(a) of the Securities Exchange Act of 1934: The DAO (Release No. 81207), <https://www.sec.gov/litigation/investreport/34-81207.pdf>.

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

夏彦

电话： +86 755 3680 1989

Email: yan.xia@hankunlaw.com