

对赌协议实务系列（三） — 投资人怠于行使回购权的法律后果简析

作者：刘静 | 马晨轩

距离上两篇对赌协议的实务简析，已过去两年之久。两年里，我们又陆陆续续处理了很多股权回购的案件，也更加觉得这个看起来“老生常谈”的话题，实际上仍有很多容易被人忽视的细节问题。

不能出京的虎年春节假期，使我们有时间对对赌协议的实务问题进行系统梳理。继我们前两篇对赌系列文章之后，我们会于近期陆续推出关于对赌协议的系列研究，包括：

1. 投资人怠于履行回购义务的责任；
2. 目标公司对回购义务承担连带责任的分析；
3. 参与目标公司经营对股权回购的影响；
4. 股权回购中的情势变更原则适用；
5. 股权回购中回购价款及违约金的计算；
6. 股权回购中工商变更登记问题。

希望我们的梳理和研究，能给大家带来更多的帮助和思考。

在私募股权投资中，投资人与其他各方约定股权回购的对赌协议是常见的商业安排，当满足回购触发条件时，投资人可以通过行使股权回购权（下称“**回购权**”）以实现顺利退出，及时降低风险。我们在[《股权回购权的法律性质及“期限”限制》](#)一文中详细分析了回购权的法律性质以及其期限限制的法律性质，本文希望在此基础上，对投资人怠于行使回购权的法律后果进行分析，以期投资双方提供更多的实务借鉴和参考。

一、问题的提出

在一般情况下，从保护自身利益的角度出发，投资协议中并不会限定投资人行使回购权的时间（下称“**回购时间**”），例如：

“当发生某一 A 轮赎回事件或 B 轮赎回事件时，任一在该赎回事件发生时有权行使赎回权的投资人有权主动或于公司向其发出书面通知告知赎回事件以书面通知的形式通知公司和/或现有实益股东行使赎回权，要求公司和现有实益股东连带地向该投资人支付赎回价款”。

但也存在限定回购时间的情形，例如：

“任一在该赎回事件发生时**六个月内**有权行使赎回权的投资人有权主动或于公司向其发出书面通知告知赎回事件以书面通知的形式通知公司和/或现有实益股东行使赎回权……”。此条款中，“六个月内”即可视为对行使回购权时间的约定。

由此产生的问题是，对于投资协议中约定回购时间的，如投资人怠于行使回购权，这是否意味着投资人永久性地丧失回购权？对于投资协议中未约定回购时间的，古谚有云，“法律不保护躺在权利上睡觉的人”，任何权利的保护都不可能是永久的，那么回购权在没有合同限定时间的情形下，是否具有法律上的时间限制？

二、关于回购时间经过的法律后果

（一）超过合同约定的回购时间未行权，一般被视为丧失回购权

司法实践中的多数观点认为，对于明确约定回购时间的，如果逾期不行使权利，则被视为丧失回购权。

虽然法院多数持有上述观点，但其论述的理由并不完全相同：

1. 有的法院未评价回购权及回购时间的法律性质，仅从合同约定的角度认定丧失回购权

例如，在（2019）京 01 民终 8440 号案件中，当事人约定了 90 天的回购期限，法院认为，投资协议关于回购时间的约定，从文义解释的角度来看，系明确要求投资人在回购条件满足后 90 日内就是否回购做出明确意思表示；从目的解释的角度来看，回购条件满足后投资人若不尽快做出是否回购的意思表示，将对目标公司的经营产生严重不确定性，若给予投资方无任何期限的回购权，亦会造成双方合同权利义务严重失衡。因此，对于超过回购时间的回购权不予支持。

在（2017）沪 01 民终 11439 号案件中，法院也认为投资人未在约定的回购时间内行使回购权，则丧失回购权。

2. 有的法院认为回购权系形成权，超过除斥期间的权利消灭

例如，在（2016）皖 0311 民初 2382 号案件中，法院认为回购权属于形成权，回购时间属于除斥期间，根据除斥期间无任何事由中止、中断的特征，为了维护公司稳定，避免双方处于长期不确定的状态，除斥期间届满，回购权即为消灭。

3. 有的法院认为回购时间属于附期限的约定，超过约定期限即丧失权利

例如，在（2015）六商初字第 572 号案件中，法院认为双方约定回购权利人有自 36 个月期满后的二个月内以书面形式要求回购义务人回购股权，实际上是一个附期限的约定。回购权利人未能在附期限到来时主张权利，丧失了要求回购义务人回购股权的权利。

4. 个别法院持相反观点，认为即便合同约定回购时间，逾期不行使也不会失权

例如，在（2019）京 03 民终 8116 号案件中，法院认为超过回购时间也不丧失回购权的主要理由是，从签订的目的及意义看，投资协议的目的是保证投资人在一定条件下顺利退出，故约定对投资人实体权利的限制性的、排除性的条款缺乏合理性；从合同文义看，回购时间的约定应系赋权性约定，不是限制性约定，且因诉讼时效等法律相关规定存在，可阻却投资人怠于行使自身权利的可能，不会令双方

权利义务持续处于不稳定状态。

在〔2015〕苏中商终字第 00200 号案件中，法院也认为回购时间的约定旨在督促享有回购权的一方及时行使权利，而非剥夺其请求回购的权利。

由此可见，虽然目前我国司法实践中的多数观点认为，对于明确约定回购时间的，如果逾期不行使权利，则被视为丧失回购权，但仍未形成统一的裁判观点。认定丧失回购权的案例中，有的也没有讨论回购时间的法律性质，仅基于合同解释和双方利益平衡的角度，判定双方当事人过期未行权的法律后果。

（二）合同未约定回购时间的，长时间怠于行使回购权也有可能失权

1. 支持投资人长时间怠于行使回购权即失权的裁判观点

司法实践中，对于合同未约定回购时间的，法院往往会综合案件事实对投资人发出回购通知的合理性进行实质审查，并对通知发出期限是否具备合理性有裁量权。如果法院认为投资人没有在合理期限内行使，可能会丧失回购权，但其对合理期限的判断并不完全相同：

（1）回购权属于请求权，故回购时间最长不得超过 3 年

例如，在〔2019〕京 03 民终 9876 号、〔2019〕湘民申 3778 号、〔2019〕粤 0391 民初 4921 号、〔2020〕京 0105 民初 3469 号等案件中，法院认为自回购权具备行使条件至发出回购通知/提起诉讼要求回购的合理期限，一般为诉讼时效期间三年。

（2）回购权属于形成权，故回购时间最长不得超过 1 年

尽管《民法典》未规定统一的形成权行使期限，但其对于合同解除权以及撤销权，都规定了诸如一年的行使期限。因此，有学者认为在没有明确约定回购时间的情况下，应当参照《民法典》中对合同解除权的行使期间予以认定。

在〔2020〕沪民申 1297 号案件中，上海市高级人民法院认为，对于当事人没有约定固定的回购时间的，回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间。法院认为，“合理期间的确定应依据诚实信用、公平原则，综合考量公司经营管理的特性、股权价值的变动，合同的目的等因素。从权利的性质及行使的后果出发，股权回购权的行使期间应短于合同解除权的行使期间。”同时，法院也进一步明确，“回购权与撤销权、解除权同属形成权，行使期限届满，权利消灭，不适用诉讼时效的规定。”

（3）基于行权可行性、时间间隔、股价波动、合同目的、条款内容与性质、履行情况、市场变化等诸多因素，作个案的判断

例如，《上海第二中级人民法院涉“对赌”案件审判白皮书（2015-2019 年）》提出，“审判实践中原则上认为，未约定回购期限情形下，权利方要求对方履行回购义务应受到合理期限的限制，而合理期限的判定应结合行权的可行性、时间间隔、股价波动等因素，在均衡双方当事人利益的基础上，作个案的判断。”

2. 支持投资人长时间怠于行使回购权也不失权的裁判观点

例如，在〔2020〕皖民再 215 号案件中，案涉投资协议没有约定固定的回购时间，在股权回购条件成就六年内未行使回购权利的情形下，安徽省高级人民法院认为：根据《合同法》第六十二条（四）项“履行期限不明确的，债务人可以随时履行，债权人也可随时履行，但应当给对方必要的准备时间”的

规定，投资人可以随时要求履行，并未消灭。同时，法院还认为：民事权利的放弃须明示意思表示，默示意思表示只可在法律有明确规定及当事人有特别约定的情况下才能发生法律效力。在既无明确约定又无法律特别规定的情况下，不宜推定当事人对权利的放弃。最终，法院认为投资人的股权回购请求权既未消灭，也未放弃，并支持了相关诉讼请求。类似的案例还有（2020）粤民申 12182 号案件。

由此可见，目前我国司法实践中，对于合同未约定回购时间的，逾期不行使是否会丧失回购权，未形成统一的裁判观点。但从目前的司法实践来看，对于投资人而言，如果合同没有明确约定回购时间，股权回购条件触发之后，在一年内行使回购权，是比较保险的做法。

（三）关于行权时间经过的法律后果的探讨

我们认为，判断回购权在法理上属于请求权还是形成权，是探讨如何看待和判断实践中超过回购时间的法律后果的逻辑起点。

总体来说，广义上的回购权包括单方选择主张股权回购和请求回购义务人给付股权回购款两个法律行为。（详见《[股权回购权的法律性质及“期限”限制](#)》）本文所称回购权即为前者，属于狭义上的回购权，应系形成权，因而投资人应在除斥期间内选择是否主张股权回购，该除斥期间自回购条件成就之日起算，除斥期间长度优先遵循合同约定，如无约定则有赖于法院就个案进行自由裁量，投资人未在期限内行权的，一般产生回购权灭失的法律后果；后者系债权请求权，因而投资人请求回购义务人支付股权回购价款受到 3 年的一般诉讼时效期间限制，投资人未在期限内行权的，回购义务人可以提出不履行义务的抗辩。

需要说明的是，在我们处理的案例中，我们还遇到过尽管双方约定了回购时间（例如 10 天），在回购权利人超期发出回购通知后，回购义务人仍然给予了回应且偿还了一部分款项。在这种情况下，实际双方就回购事宜用后续履行达成了新的合意。如果回购义务人再以此约定的回购时间为借口，主张回购权利人无权行使回购权，恐难以获得支持。

三、结语及建议

关于回购时间经过的法律后果，司法实践中，多数观点认为，对于合同约定明确的回购时间的，如超期未行权，一般被视为丧失回购权；对于合同未约定回购时间的，长时间怠于行使回购权也有可能失权，但仍未形成统一的裁判观点。恰如对赌条款效力观点的变迁与统一历程，相信本文所涉问题也会进一步统一裁判思路，稳定社会合理预期，对此我们拭目以待。

结合上述分析，在司法实践中观点不一的情况下，为尽可能地保障投资人利益，我们提出以下实务建议以供参考：

1. 在投资文件中尽量不要约定行使回购权的期限，如面对不得不设置回购权的情况，可以约定较为宽裕的主张权利的期限，同时多使用“有权”等词，避免使用“必须”“应当”等词，为自己保留更多的行权空间；
2. 在股权回购条件触发之后，对于合同明确约定回购时间的，投资人应在回购时间内及时行权，对于合同未约定回购时间的，建议参照《民法典》对合同解除权的行使期限，在一年内及时行使权利，避免被认定回购权的行使未在合理期限内；
3. 在因各种原因决定暂不行使回购权，建议做好内部决策程序，以免被认定为该决定损害公司利益或者违反勤勉尽责义务。同时，如果投资人与其他各方就回购条件变更达成一致并拟签署新协议

的，可在新协议中明确约定排除适用原协议项下的回购时间限制或重新约定回购时间，降低回购义务人主张超出原协议约定回购时间的风险。

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：

刘静

电话： +86 10 8525 4692

Email: jing.liu@hankunlaw.com