

瑞士的或有可轉換債券

Dr Alexander Ressos, TEP
Attorney-at-Law (Switzerland), Solicitor (Hong Kong),
Solicitor (England & Wales)

專家委員會的提案賦予一種在 2010 年幾乎尚不存在的工具以核心地位：當發行銀行的資本跌破既定水平時，即轉換為股權或被減記的債務。其理念很簡單。陷入困境的銀行將依合同的效力自動獲得新的股本，而無須在最糟糕的時刻向股東或國家尋求新資金。債券持有人將先於納稅人承擔損失。危機之前，學術界已有關於此類工具的提議。Lloyds Banking Group 於 2009 年發行了附有股權轉換條款的增強資本票據，但當時尚無任何監管機構將其作為資本要求的結構性要素。¹

瑞士銀行成為這一市場的先行者。2011 年 2 月，在相關立法尚未通過之前，Credit Suisse 即與其兩家長期投資者 Qatar Holding 和 Olayan Group 約定發行緩衝資本票據，若該行普通股權益比率跌破百分之七，票據即轉換為股份。數日後，該行又向機構投資者公開發行了高觸發或有可轉換債券。2012 年 2 月，UBS 發行了首隻低觸發工具，這是一種二級資本票據：若該行普通股權益比率跌破百分之五，或瑞士金融市場監管局（FINMA）宣佈該行已達到無法持續經營的臨界點，該票據將被永久減記，而不轉換為股份。²

在轉換為股權與永久減記之間的選擇，受到瑞士公司法和稅法的影響。轉換需要由股東大會批准的有條件資本，這限制了可轉換的金額，並會稀釋現有股東的權益。減記則可避免這些限制。它

瑞士的或有可轉換債券

也適合許多根據其投資授權不能持有股份的投資者。對發行銀行而言，減記會立即產生一筆收益，從而增強其股本。瑞士預扣稅適用於瑞士公司所發行債券的利息，這促使銀行通過根西島和澤西島的境外載體發行其首批工具。2012 年，議會在有限期間內豁免了瑞士銀行或有可轉換債券和減記債券利息的預扣稅，使這些工具得以從瑞士境內發行。此後該豁免已獲延長。³

巴塞爾協議 III 的資本定義生效後，瑞士的工具按照額外一級資本（AT1）的國際標準作了調整，該標準要求工具為永續性質、票息完全可酌情決定，並具備損失吸收機制。巴塞爾委員會的定義既允許轉換，也允許減記，將選擇權留給各國法律。大多數歐洲銀行選擇了轉換，或選擇在銀行恢復後可予回撥的臨時減記。瑞士銀行在其大多數發行中選擇了永久減記，這一設計使 AT1 持有人所處的地位不同於通常債權順位所暗示的地位。如果工具被減記而股份得以保留，債券持有人將損失全部，而股東卻保有剩餘價值。⁴

受遠高於優先級債券收益率的吸引，投資者大量購入這些工具。Credit Suisse AT1 工具的條款和條件描述了發生減記的情形，其中包括“可持續經營事件”，即瑞士當局為防止該行破產而提供特別支持。十年間，這一條款只是一項從未經過檢驗其實際含義的合同規定。它的解釋成為 2023 年 3 月之後訴訟的核心問題，後文將對此加以探討。

1 註釋

1. 關於早期有關或有資本的學術提議（例如 Mark Flannery, “No Pain, No Gain? Effecting Market Discipline via Reverse Convertible Debentures”, 2005 年）以及 Lloyds Banking Group 2009 年 11 月的增強資本票據，參見相關文獻。有待核實。

2. 關於 Credit Suisse 於 2011 年 2 月與 Qatar Holding 和 Olayan Group 約定的緩衝資本票據、Credit Suisse 於 2011 年 2 月公開發行的高觸發或有可轉換債券，以及 UBS 於 2012 年 2 月發行的首批低觸發損失吸收票據，參見兩家銀行的新聞稿。數字和日期有待核實。
3. 關於依“大而不能倒”制度發行的或有可轉換債券和減記債券利息免徵瑞士預扣稅（《瑞士預扣稅法》第 5 條第 1 款 g 項，SR 642.21），該豁免自 2013 年起在有限期間內實施，其後獲延長，參見《瑞士預扣稅法》及聯邦委員會的立法諺文。現行截止期限的狀況有待核實。
4. 關於巴塞爾協議 III 額外一級資本的標準（巴塞爾銀行監管委員會（BCBS），Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems，2010 年 12 月，2011 年 6 月修訂，第 55 段，以及 2011 年 1 月關於確保無法持續經營臨界點損失吸收能力的最低要求）和附永久減記條款的瑞士 AT1 工具的設計，參見國際清算銀行（BIS）的出版物及各工具的募集說明書。有待核實。

僅供一般參考。本文不構成法律或稅務意見，不能取代針對個別情況的專業意見，亦不建立律師與客戶關係。本文反映截至 2026 年 9 月的法律狀況。

網上版本：hk.helveticaregister.com/basel-the-swiss-contingent-convertible