

2008 年危機與 UBS 救助——概述與總結

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

2008 年 10 月 16 日（星期四）上午，在市場開盤之前，聯邦委員會、瑞士國家銀行和瑞士聯邦銀行委員會宣佈了一攬子措施，旨在穩定瑞士金融體系並恢復市場對其的信心。¹ 在這番機構式措辭的背後，是一個一年前幾乎沒有瑞士公民認為可能發生的簡單事實：這家總部分設於蘇黎世班霍夫大街和巴塞爾埃申福爾施塔特的全國最大銀行，已無法在沒有國家幫助的情況下獨自承受其美國投資銀行業務的虧損。聯邦認購了 UBS 發行的 60 億瑞士法郎強制可轉換票據，而國家銀行則設立了一個特殊目的載體，從該銀行的資產負債表中接收最多 600 億美元的非流動性資產。² 同一天，兩大銀行中的另一家——Credit Suisse——宣佈已從私人投資者處籌得 100 億瑞士法郎，無需動用公共資金。³

對 UBS 的救助是瑞士在全球金融危機中經歷的核心事件，它對蘇黎世金融中心的影響之深，超過第二次世界大戰以來的任何事件。它終結了瑞士國內普遍持有的一種信念，即保守的本土銀行文化與嚴格的監管機構相結合，可以使瑞士免受英美金融過度行為的衝擊。它揭示出，建立在瑞士私人銀行業務之上的這一特許經營，已在多大程度上通過單一集團的資產負債表，為倫敦、紐約和斯坦福德的一項交易業務提供資金，而該業務的風險連銀行自身的管理層都不理解。它還賦予了瑞士國家一個新的角色。2008 年之前，聯邦從未對一家大型銀行進行過資本重組，國家銀行也從未

如此大規模地購買風險資產。2008 年之後，這兩個機構都留下了對這次行動的記憶：它在財務上取得了成功，卻沒有人希望重演。

本章分五個階段講述這段歷史。首先介紹 UBS 在 2005 年和 2006 年採取的增長戰略，包括設立內部對沖基金 Dillon Read Capital Management，以及造成虧損的美國抵押貸款證券頭寸的運作機制。隨後考察 2007 年和 2008 年的資產減記、該銀行於 2008 年 4 月向股東提交的報告、向主權投資者的融資以及銀行高層的人事變動。第三部分即核心部分，描述 2008 年 10 月 16 日的救助：強制可轉換票據、SNB StabFund、緊急法的憲法依據以及 2008 年 12 月的議會批准，同時介紹 Credit Suisse 依靠私人資本的平行決定。第四部分追蹤救助的退出過程，從 2009 年聯邦出售所持股份，到 2013 年 11 月 UBS 回購 StabFund。最後一部分探討誰被追究了責任：通過聯邦銀行委員會、瑞士金融市場監管局（FINMA）和議會監督委員會的報告，通過 2010 年股東對解除責任的表決，通過有關薪酬的新規則，以及通過 2013 年“反對天價薪酬”的人民倡議；隨後歸納出日後影響第 G.IV 章所討論的“大而不能倒”立法的各項教訓。同時進行的美國稅務調查終結了針對外國客戶的銀行保密制度，該內容屬於第 G.III 章，本章僅在其涉及救助之處提及。

1 註釋

1. 瑞士聯邦委員會，新聞稿“Bundesrat beschliesst Massnahmen zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems”，2008 年 10 月 16 日，<https://www.admin.ch/de/nsb?id=22019>。該新聞稿記載，聯邦委員會、SNB 和聯邦銀行委員會（EBK）共同通過了這一攬子措施。
2. 國民院和聯邦院議會監督委員會（GPK），Die Behörden unter dem Druck der Finanzkrise und der Herausgabe von UBS-Kundendaten an die USA，2010 年 5 月 30 日報告，BBl 2010 3099，<https://www.parlament.ch/centers/documents/de/bericht-gpk-ns->

ubs-kundendaten-usa-2010-05-30-d.pdf。該報告將這一攬子措施概括為：將非流動性資產轉入由 SNB 出資的載體，並由聯邦認購強制可轉換債券。

3. Business Standard (Bloomberg) , “Switzerland bails out UBS; Credit Suisse raises funds” , 2008 年 10 月 17 日 , https://www.business-standard.com/amp/article/finance/switzerland-bails-out-ubs-credit-suisse-raises-funds-108101701074_1.html 。

2 結論

2008 年 10 月對 UBS 的救助，是該銀行睜著眼睛採取的戰略與一個未能看到其本應看到之物的風險管理體系共同造成的結果。2005 年和 2006 年的增長計劃旨在縮小與美國領先投資銀行在固定收益業務上的差距，而設立 Dillon Read Capital Management 則在集團資產負債表上增加了一個內部對沖基金。UBS 積累的超高級（super senior）分檔在銀行模型中看似幾乎沒有風險，按內部融資成本僅賺取微薄的利差收益，並且一旦進行了對沖（往往只是部分對沖），便從風險報告中消失。當美國房地產市場逆轉時，該銀行損失約 500 億美元。在不得不求助於國家之前，它已從新加坡、中東以及自身股東處籌集了近 300 億瑞士法郎。

救助本身結合了兩種在其他地方很少同時使用的工具。聯邦根據一項直接以憲法為依據的緊急法令，認購了 60 億瑞士法郎、票息為 12.5% 的強制可轉換票據。國家銀行為 StabFund 提供資金，StabFund 以低於賬面價值的價格購買了 387 億美元的非流動性資產。兩項操作均以盈利告終。聯邦於 2009 年 8 月出售所持股份，獲利約 12 億瑞士法郎；國家銀行則在 UBS 於 2013 年 11 月回購 StabFund 之前，從中賺取約 52 億美元。Credit Suisse 選擇了私人途徑，依靠來自卡塔爾和沙特阿拉伯的投資者，並由此走上了一條在十五年後走到盡頭的道路。

責任追究仍不完整。聯邦銀行委員會認定存在嚴重違反適當經營要求的情形，但未對個人進行制裁；FINMA 承認監管存在缺陷，但未認定具體的不當行為；監督委員會批評了聯邦委員會的治理，同時接受了救助的實質內容。儘管股東拒絕解除 2007 年度的責任，董事會仍決定不提起訴訟，其他任何人也未提出索賠。政治上的回應是通過一般性規則實現的：2010 年 FINMA 關於薪酬的通函、2013 年的 Minder 倡議以及 2011 年的“大而不能倒”立法。對蘇黎世而言，2008 年標誌著這樣一個時刻：金融中心最大的銀行依賴於國家，而國家下定決心，這種情況絕不能再次發生。

3 五句話概要

1. 2005 年至 2007 年間，UBS 在固定收益領域推行增長戰略，通過其投資銀行和內部對沖基金 Dillon Read Capital Management，積累了約 500 億美元的超高級 CDO 分檔，而其風險模型將這些分檔視為幾乎沒有風險。
2. 由此產生的約 500 億美元資產減記，迫使該銀行向 GIC、一家中東投資者及其自身股東籌集資本，並導致其首席執行官 Peter Wüfli 於 2007 年、董事長 Marcel Ospel 於 2008 年被撤換。
3. 2008 年 10 月 16 日，聯邦根據以憲法第 184 條和第 185 條為依據的緊急法令，認購了 60 億瑞士法郎的強制可轉換票據，同時國家銀行的 StabFund 接收了 387 億美元的非流動性資產。Credit Suisse 則通過向卡塔爾、沙特及其他投資者籌集資本，避免了國家援助。
4. 救助的兩個部分均為公共部門帶來了盈利：聯邦於 2009 年獲利約 12 億瑞士法郎，國家銀行在 UBS 於 2013 年 11 月回購 StabFund 時獲利約 52 億美元。

5. 聯邦銀行委員會、FINMA 和議會監督委員會的報告、股東拒絕解除 2007 年度責任、FINMA 薪酬通函以及 Minder 倡議，標誌著對這場危機的清算；危機在資本、規模和危機管理方面的教訓，塑造了 2011 年的“大而不能倒”制度。

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/zurich-the-2008-crisis-and-the-rescue-of-ubs-overview-and-summary