

2008 年危机与 UBS 救助——概述与总结

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，在市场开盘之前，联邦委员会、瑞士国家银行和瑞士联邦银行委员会宣布了一揽子措施，旨在稳定瑞士金融体系并恢复市场对其的信心。¹ 在这番机构式措辞的背后，是一个一年前几乎没有瑞士公民认为可能发生的简单事实：这家总部分设于苏黎世班霍夫大街和巴塞卢申福尔施塔特的全国最大银行，已无法在没有国家帮助的情况下独自承受其美国投资银行业务的亏损。联邦认购了 UBS 发行的 60 亿瑞士法郎强制可转换票据，而国家银行则设立了一个特殊目的载体，从该银行的资产负债表中接收最多 600 亿美元的非流动性资产。² 同一天，两大银行中的另一家——Credit Suisse——宣布已从私人投资者处筹得 100 亿瑞士法郎，无需动用公共资金。³

对 UBS 的救助是瑞士在全球金融危机中经历的核心事件，它对苏黎世金融中心的影响之深，超过第二次世界大战以来的任何事件。它终结了瑞士国内普遍持有的一种信念，即保守的本土银行文化与严格的监管机构相结合，可以使瑞士免受英美金融过度行为的冲击。它揭示出，建立在瑞士私人银行业务之上的这一特许经营，已在多大程度上通过单一集团的资产负债表，为伦敦、纽约和斯坦福德的一项交易业务提供资金，而该业务的风险连银行自身的管理层都不理解。它还赋予了瑞士国家一个新的角色。2008 年之前，联邦从未对一家大型银行进行过资本重组，国家银行也从未

如此大规模地购买风险资产。2008 年之后，这两个机构都留下了对这次行动的记忆：它在财务上取得了成功，却没有人希望重演。

本章分五个阶段讲述这段历史。首先介绍 UBS 在 2005 年和 2006 年采取的增长战略，包括设立内部对冲基金 Dillon Read Capital Management，以及造成亏损的美国抵押贷款证券头寸的运作机制。随后考察 2007 年和 2008 年的资产减记、该银行于 2008 年 4 月向股东提交的报告、向主权投资者的融资以及银行高层的人事变动。第三部分即核心部分，描述 2008 年 10 月 16 日的救助：强制可转换票据、SNB StabFund、紧急法的宪法依据以及 2008 年 12 月的议会批准，同时介绍 Credit Suisse 依靠私人资本的平行决定。第四部分追踪救助的退出过程，从 2009 年联邦出售所持股份，到 2013 年 11 月 UBS 回购 StabFund。最后一部分探讨谁被追究了责任：通过联邦银行委员会、瑞士金融市场监管局（FINMA）和议会监督委员会的报告，通过 2010 年股东对解除责任的表决，通过有关薪酬的新规则，以及通过 2013 年“反对天价薪酬”的人民倡议；随后归纳出日后影响第 G.IV 章所讨论的“大而不能倒”立法的各项教训。同时进行的美国税务调查终结了针对外国客户的银行保密制度，该内容属于第 G.III 章，本章仅在其涉及救助之处提及。

1 注释

1. 瑞士联邦委员会，新闻稿“Bundesrat beschliesst Massnahmen zur Stärkung des Schweizer Finanzsystems”，2008 年 10 月 16 日，<https://www.admin.ch/de/nsb?id=22019>。该新闻稿记载，联邦委员会、SNB 和联邦银行委员会（EBK）共同通过了这一揽子措施。
2. 国民院和联邦院议会监督委员会（GPK），Die Behörden unter dem Druck der Finanzkrise und der Herausgabe von UBS-Kundendaten an die USA，2010 年 5 月 30 日报告，BBl 2010 3099，<https://www.parlament.ch/centers/documents/de/bericht-gpk-ns->

ubs-kundendaten-usa-2010-05-30-d.pdf。该报告将这一揽子措施概括为：将非流动性资产转入由 SNB 出资的载体，并由联邦认购强制可转换债券。

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 结论

2008 年 10 月对 UBS 的救助，是该银行睁着眼睛采取的战略与一个未能看到其本应看到之物的风险管理体系共同造成的结果。2005 年和 2006 年的增长计划旨在缩小与美国领先投资银行在固定收益业务上的差距，而设立 Dillon Read Capital Management 则在集团资产负债表上增加了一个内部对冲基金。UBS 积累的超高级（super senior）分档在银行模型中看似几乎没有风险，按内部融资成本仅赚取微薄的利差收益，并且一旦进行了对冲（往往只是部分对冲），便从风险报告中消失。当美国房地产市场逆转时，该银行损失约 500 亿美元。在不得不求助于国家之前，它已从新加坡、中东以及自身股东处筹集了近 300 亿瑞士法郎。

救助本身结合了两种在其他地方很少同时使用的工具。联邦根据一项直接以宪法为依据的紧急法令，认购了 60 亿瑞士法郎、票息为 12.5% 的强制可转换票据。国家银行为 StabFund 提供资金，StabFund 以低于账面价值的价格购买了 387 亿美元的非流动性资产。两项操作均以盈利告终。联邦于 2009 年 8 月出售所持股份，获利约 12 亿瑞士法郎；国家银行则在 UBS 于 2013 年 11 月回购 StabFund 之前，从中赚取约 52 亿美元。Credit Suisse 选择了私人途径，依靠来自卡塔尔和沙特阿拉伯的投资者，并由此走上了一条在十五年后走到尽头的道路。

责任追究仍不完整。联邦银行委员会认定存在严重违反适当经营要求的情形，但未对个人进行制裁；FINMA 承认监管存在缺陷，但未认定具体的不当行为；监督委员会批评了联邦委员会的治理，同时接受了救助的实质内容。尽管股东拒绝解除 2007 年度的责任，董事会仍决定不提起诉讼，其他任何人也未提出索赔。政治上的回应是通过一般性规则实现的：2010 年 FINMA 关于薪酬的通函、2013 年的 Minder 倡议以及 2011 年的“大而不能倒”立法。对苏黎世而言，2008 年标志着这样一个时刻：金融中心最大的银行依赖于国家，而国家下定决心，这种情况绝不能再次发生。

3 五句话概要

1. 2005 年至 2007 年间，UBS 在固定收益领域推行增长战略，通过其投资银行和内部对冲基金 Dillon Read Capital Management，积累了约 500 亿美元的超高级 CDO 分档，而其风险模型将这些分档视为几乎没有风险。
2. 由此产生的约 500 亿美元资产减记，迫使该银行向 GIC、一家中东投资者及其自身股东筹集资本，并导致其首席执行官 Peter Wüfli 于 2007 年、董事长 Marcel Ospel 于 2008 年被撤换。
3. 2008 年 10 月 16 日，联邦根据以宪法第 184 条和第 185 条为依据的紧急法令，认购了 60 亿瑞士法郎的强制可转换票据，同时国家银行的 StabFund 接收了 387 亿美元的非流动性资产。Credit Suisse 则通过向卡塔尔、沙特及其他投资者筹集资本，避免了国家援助。
4. 救助的两个部分均为公共部门带来了盈利：联邦于 2009 年获利约 12 亿瑞士法郎，国家银行在 UBS 于 2013 年 11 月回购 StabFund 时获利约 52 亿美元。

5. 联邦银行委员会、FINMA 和议会监督委员会的报告、股东拒绝解除 2007 年度责任、FINMA 薪酬通函以及 Minder 倡议，标志着对这场危机的清算；危机在资本、规模和危机管理方面的教训，塑造了 2011 年的“大而不能倒”制度。

仅供一般参考。本文不构成法律或税务意见，不能替代针对个案的专业意见，亦不建立律师与客户关系。本文反映截至 2026 年 9 月的法律状况。

在线版本：cn.helveticaregister.com/zurich-the-2008-crisis-and-the-rescue-of-ubs-overview-and-summary