

PDF-CASE2015021

一场针对投资银行的法律诉讼——“高盛欺诈门”¹

案例正文

内容提要：本案例描述的是在 2007 年美国次贷危机过程中，高盛公司设计销售的一款合成型 CDO 产品引发的一场民事欺诈诉讼，最终以负责该款产品的公司高管被处以罚款和市场禁入、高盛公司支付巨额和解费而告终。高盛公司是美国最著名的投资银行之一，在次贷危机发生前后设计销售了大量以次级住房抵押贷款为基础资产的结构性金融衍生产品，赚取了高额收入。由于衍生产品结构非常复杂，只有产品的发起人、销售者可以掌握全面信息，投资者高度依赖投资银行披露的信息进行投资决策。但由于利益冲突问题的存在，使投资者面临遭受损失的巨大风险。利用这一案例，可以讨论金融衍生产品发行的原因、投资银行经营中的利益冲突以及政府监管的必要性。

关键词：利益冲突、合成型 CDO、证券欺诈

引言

2010 年 7 月 15 日，世界著名顶级投资银行——高盛集团宣布同意支付 5.5 亿美元罚款，与美国证券交易委员会（SEC）就民事欺诈指控达成和解，这一诉讼前后持续了三个月，是迄今为止美国证交会对金融机构开出的最大一笔罚单。

-
1. 本案例由中国人民大学财政金融学院的洪玫博士编写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
 2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
 3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
 4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种经济行为是否有效。

高盛公司已经成立一百多年，一直秉承标榜自身的“客户利益至上”的高盛文化，但是在这次事件中却被指控“在 2007 年一个涉及次级抵押贷款业务的金融产品问题上涉嫌欺诈投资者，造成投资者损失超过 10 亿美元。”

美国证交会执法部门（the Division of Enforcement）主管 Robert Khuzami 在 SEC 发布的一份声明中说，高盛的错误就是一方面允许一客户做空该金融产品，另一方面却向其他投资者承诺该产品是由独立客观的第三方推出的。他还表示，高盛的这种金融产品是“新的和复杂的”，但其中的欺诈和利益冲突却是“简单和老旧的”。²

这一事件引发了人们的深入思考，复杂的结构性衍生金融产品的风险是否可控？投资银行在资本市场上的行为与次贷危机的发生存在多少关联？政府监管部门应该在哪些方面加强监管？

一、一起有关证券欺诈的法律诉讼

2010 年 4 月 16 日，美国证监会将长达 22 页的起诉文件递交给纽约南区地方法院，指控高盛和其副总裁法布里斯·图尔（Fabrice Tourre）触犯了美国证券法第 17 部分、交易法第 10 部分，涉嫌证券欺诈罪。起诉书中称，被告在向投资者销售一款自主设计的合成型担保债务凭证 CDO 时，存在重大误导性陈述并隐瞒保尔森对冲基金公司对该产品做空的“关键性信息”。

这款产品名为 ABACUS 2007-AC1，其表现基于住房抵押贷款支持债券（Residential Mortgage-Backed Security, RMBS），由高盛应保尔森对冲基金的要求在 2007 年 2 月设计并销售。当时，美国房市和相关证券疲态初显。在美国房市崩溃过程中，这类与之相关的合成 CDO 将损失放大，对金融危机起到了推波助澜的作用。

为这项交易，保尔森基金公司 2007 年向高盛支付了约 1500 万美元的设计和营销费用，图尔获得 200 万美元报酬。

虽然高盛方面坚决否认了相关指控，但是该股股价当天依然受到强烈冲击，至收盘时下挫 23.57 美元，至 160.7 美元的水平，全日暴跌 12.8%，市值一夜之

²<http://www.sec.gov/news/press/2010/2010-59.htm>, SEC Charges Goldman Sachs With Fraud in Structuring and Marketing of CDO Tied to Subprime Mortgages

间蒸发 120 亿美元。同时，华尔街银行股也受高盛拖累出现大幅下跌，其中曾与保尔森公司有过业务往来的德意志银行股票下跌 9.2%，花旗、美银、摩根士丹利等其他重要银行股跌幅也均超过 5%。而受银行股集体大幅走低影响，道琼斯工业指数当天一度跌破 11000 点，最后收于 11018 点，下跌 1.13%。

二、诉讼涉及的当事人

1. 原告——美国证券交易委员会

美国证券交易委员会（The Securities and Exchange Commission，缩写为 SEC），根据《1934 年证券交易法》的要求成立，负责对美国的证券行业和证券交易所进行监督管理。对违反证券交易法的个人和公司有权采取民事强制措施。

2. 被告人——高盛集团及其副总裁法布里斯·图尔

高盛集团（Goldman, Sachs & Co.）是高盛集团（Goldman Sachs Group, Inc.）下属的主要投资银行子公司，设计和销售了 ABACUS 2007-AC1。高盛集团是一家全球领先的金融控股公司，主要从事投资银行、证券和投资管理业务。成立于 1869 年，总部设在美国纽约，主要为企业、金融机构、政府和高净值个人提供多元化的金融服务。

2006 年底，在其他金融机构还在增持抵押贷款相关债券的时候，高盛集团提前预见到 2007 年次级抵押贷款市场的熊市，在 2007 年的大部分时间里高盛利用衍生工具在抵押贷款市场上保持净空头部位，因而从抵押贷款市场的熊市中获利。在 2007 年 11 月 30 日结束的 2007 财年第四季度里，集团实现盈利 32.2 亿美元，全财年净利润总额达创纪录的 116 亿美元，财年股本回报率达 32.7%。2007 年高盛的股价上涨了 5% 左右，而他的主要竞争对手摩根士丹利、美林、贝尔斯登和花旗集团股价则下降了 20% 甚至更多。

法布里斯·图尔，毕业于法国著名的巴黎中央理工学院数学系，翌年在美国斯坦福大学取得运筹学硕士学位。2001 年，图尔加入高盛纽约总部，在结构性产品相关交易平台（structured product correlation trading desk）工作。他负责设计了 ABACUS 2007-AC1 的交易和营销材料的准备工作，并与投资者进行了直接沟通。2008 年末，他被调往高盛位于伦敦的办公室，并于 2008 年 11 月 24 日在英

国金融服务管理局进行了注册。

3.参与产品设立的其他相关机构

(1) 产品发起者和主要受益人——保尔森对冲基金管理公司

John Alfred Paulson (约翰·保尔森) 于 1994 年在纽约成立了一家对冲基金管理公司 (Paulson & Co Inc)，旗下管理多支对冲基金，其中保尔森信贷机会基金 (Paulson Credit Opportunity Funds)，通过 CDS 做空次级抵押贷款证券化产品。2007 年，Credit Opportunities Fund 的回报率达到了 590%，成为华尔街在次贷危机中的最大赢家。

(2) 产品参考组合挑选者和保险提供者——ACA

ACA 资本控股公司 (ACA Capital Holdings, Inc.) 是一家为信用衍生产品市场好结构融资产品市场的参与者提供财务担保保险服务的金融控股公司，同时也从事相关资产管理并收取费用。其全资子公司 ACA 财务担保公司 (ACA Financial Guaranty Corp.) 是美国最有影响力的从事债券保险业务的公司之一，为包括 RMBS CDO 等许多结构性金融产品提供担保保险。ACA 资产管理公司 (ACA Management L.L.C) 是 ACA 财务担保公司的子公司，主要从事 CDO 管理业务。截至 2007 年 5 月 31 日，ACA 已经完成了 26 个 CDO 交易，涵盖 175 亿美元的基础资产。

ACA 在此次交易中充当多重身份，ACA Management L.L.C 是参考组合的挑选人，ACA 财务担保公司通过以 CDS 的形式为 ABACUS 2007-AC1 优先级份额部分提供 9.09 亿美元的保险。

4.ABACUS 2007-AC1 的投资者

(1) 德国工业银行 (IKB)

德国工业银行 (IKB Deutsche Industriebank AG) 是总部设在德国杜塞尔多夫的商业银行，其前身在 1924 年获得银行执照，主要面向德国中小型企业提供贷款、风险管理、资本市场服务和咨询服务。

大约 2002 年开始，该行为自己和为客户买入证券化资产，主要包括由美国中级和次级抵押贷款支持的 RMBS CDO。旗下“莱茵兰”基金 (Rhineland Funding) 持有大量次贷证券，这部分不在资产负债表上的资产曾为 IKB 带来丰厚收益。

德国工业银行是高盛的重要客户，曾经投资了高盛设立的多个 CDO 产品，

这次投资购买 ABACUS 2007-AC1 产品，包括 5000 万美元的 A-1 类债券和 1 亿美元的 A-2 类债券。

（2）荷兰银行（ABN Amro）

1991 年，通用荷兰银行（Algemene Bank Nederland，ABN）和阿姆斯特丹与鹿特丹银行（the Amsterdamsche-Rotterdamsche Bank，AMRO）合并成立荷兰银行 ABN AMRO，是荷兰最大的跨国金融机构之一，总部设在阿姆斯特丹的 Zuidas。2006 年底，荷兰银行总资产近 1.3 亿美元，在全球排名第 12 位。

通过荷兰银行和高盛以及荷兰银行和 ACA 之间的一系列 CDS 合约，ACA Capital 为 9.09 亿美元的 ABACUS 2007-AC1 的最高等级债券 Super Senior Amount 提供担保保险，如果 ACA Capital 无力偿付，将由荷兰银行承担 ABACUS 2007-AC1 的最高等级债券 Super Senior Amount 的信用风险，荷兰银行每年得到约 17 基点的保费。

三、涉及产品的交易结构以及该产品的最终交易结果

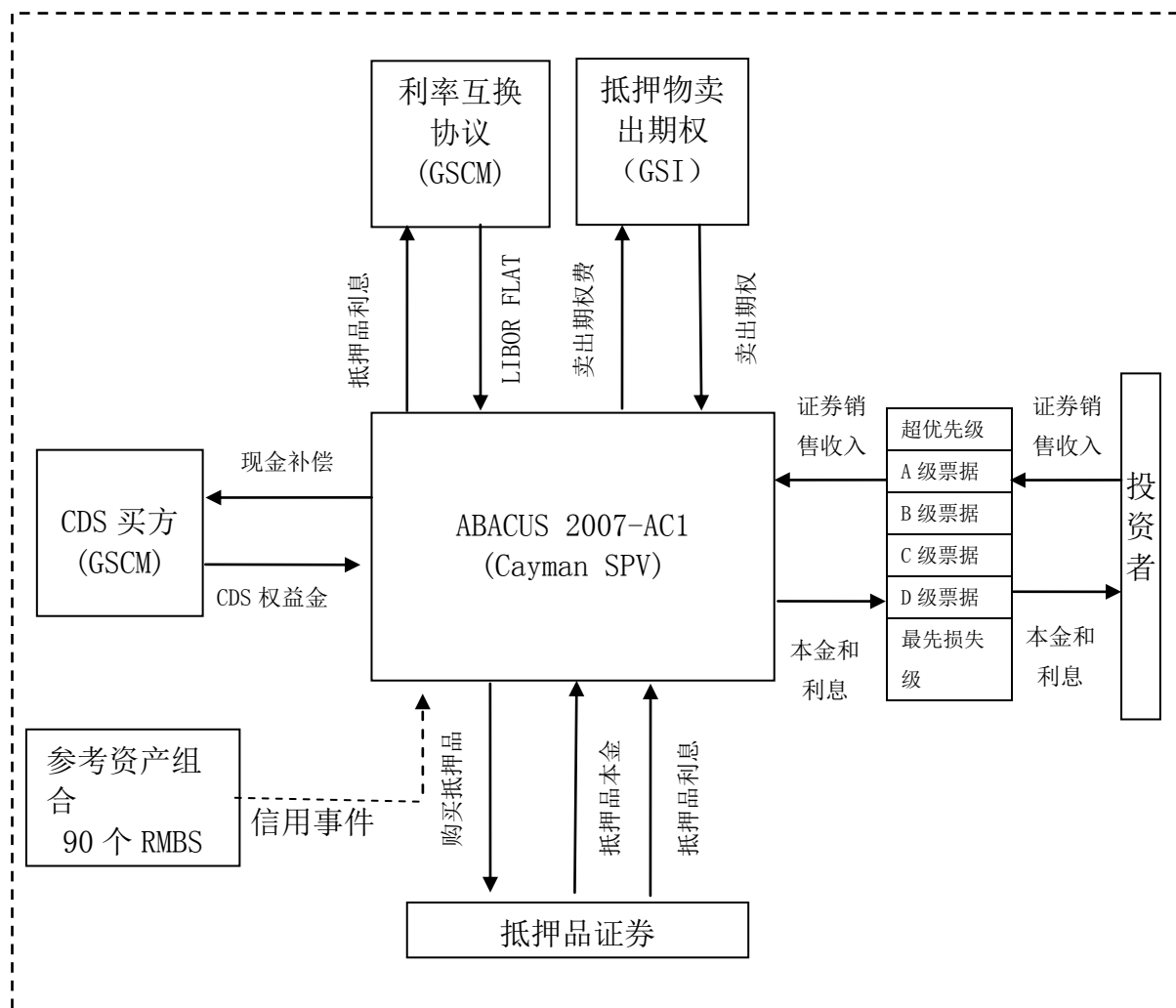
ABACUS 2007-AC1 是一款合成型 CDO 产品，其表现基于 90 个中级和次级住房抵押贷款支持债券（Residential Mortgage-Backed Security，RMBS）的信用状况，由高盛在 2007 年 2 月设计并销售（见下图，取自高盛公司产品说明书）。

高盛公司在开曼群岛注册一家特殊目的公司，由其发行一系列不同等级的债券，发行总金额为 20 亿美元。一共分为 6 个等级，最高等级的保证最先获得支付，最后遭受损失，称为超优先级（Super Senior Amount），最低等级的最后才获得支付，而且最先遭到损失，称为权益级（First Loss Amount），通常由发起人持有。在这两者之间还有 A、B、C、D 四档债券。

特殊目的公司把销售各层级债券获得的收入购买一些 AAA 信用等级的证券作为抵押品。这些金融产品是由高盛挑选的，具有安全性。特殊目的公司与高盛公司签订关于抵押品的卖出期权合约和基础利率互换合约，从而保证抵押品能够变现以及各层级债券的利息能够按时支付。

特殊目的公司同高盛公司签订 CDS 合约，由高盛公司作为 CDS 的买方支付保险费，特殊目的公司作为卖方，由 ACA 资产管理公司选择参考资产组合，作为 CDS 合约交易结果的参考标的。这个参考组合包括 90 个信用等级为 Baa2 的

中级和次级 RMBS，都是 18 个月以前发行的。如果参考资产组合不发生信用事件，则特殊目的公司收取的保险费就成为 CDO 投资者获得的超额收益的来源。如果参考资产发生信用事件，则特殊目的公司要将抵押品出售以筹集资金赔偿 CDS 买方名义上的损失。信用事件包括因信用等级下降而导致的减值或未按时偿付债务本金。



合成型 CDO 的具体结构如下表所示。

| 层级 | 发行金额 (亿美元) | 信用等级 (穆迪/标普) | 预计加权平均期限 |
|-------|------------|--------------|----------|
| 超优先级 | 11 | NA | 3.5 |
| A 级票据 | 2 | Aaa/AAA | 4.0 |
| A 级票据 | 2.8 | Aaa/AAA | 4.2 |
| B 级票据 | 0.6 | Aa2/AA | 4.3 |
| C 级票据 | 1 | Aa3/AA- | 4.4 |
| D 级票据 | 0.6 | A2/A | 4.6 |
| 最先损失级 | 2 | NA | 5.1 |

高盛营销 ABACUS 2007-AC1 的材料包括：投资条款表单（term sheet）、产品说明书（flipbook）及 CDO 发售备忘录。这些材料表明，CDO 对应的 RMBS 参考组合（reference portfolio of RMBS）由 ACA Management LLC（ACA）筛选。ACA 是一家专业分析 RMBS 信用风险的第三方机构。

高盛公司（买方）与特殊目的公司（卖方）、高盛公司（买方）与荷兰银行（卖方）、荷兰银行（买方）与 ACA 资本控股公司（卖方）、保尔森基金（买方）与高盛（卖方）分别签订了 CDS 合约。荷兰银行通过作为高盛公司和 ACA 资本控制公司之间中介，获得 17 个基点的利差。

ABACUS 2007-AC1 发行结束半年后，2007 年 10 月 24 日，ABACUS 2007-AC1 中的 RMBS 有 83% 被降级，另有 17% 处于负面观察。至 2008 年 1 月 29 日，99% 的 RMBS 被降级。ABACUS 2007-AC1 中的 A-1 类债券和 A-2 类债券几乎一文不值，ABACUS 2007-AC1 的投资者损失了近 10 亿美元，其中德国工业银行损失了大约 1.5 亿美元。2007 年底，ACA Capital 遭遇了严重的财务困难。2008 年初，ACA Capital 开始与其全球的交易对手达成协议，解除了价值约 690 亿美元的 CDS 合约，其中大约有 260 亿美元与 2005 年—2006 年间的次级 RMBS 有关。ACA Capital 目前处于停业状态。

2007 年底，荷兰银行被苏格兰皇家银行（RBS）牵头的银行集团收购。大约在 2008 年 8 月 7 日，苏格兰皇家银行向高盛支付了 840,909,090 美元，解除了对 ABACUS 2007-AC1 的最高等级债券 Super Senior Amount 的担保义务。而高盛将大部分钱赔付给了保尔森基金。保尔森基金因持有 CDS 合约获得了近 10 亿美元的利润。

四、起诉的主要理由和证据

SEC 指控美国高盛集团和该产品的主要负责人法布雷斯·图尔，在 2007 年 4 月发行“Abacus 2007-AC1”时，故意向投资者隐瞒关键信息，涉嫌欺诈投资者。起诉涉及的主要事实如下：

（一）高盛公司利用 ACA 品牌，误导投资人相信参考资产组合是完全由专业的“独立第三方”挑选的；

证据：

1.高盛认识到，在当时的市场状况下，要把按揭贷款债券支持的 CDO 营销出去已经有一定的困难。当时的潜在投资人之一——德国工业银行（IKB Deutsche Industriebank AG），在 2006 年底曾告诉高盛的一名销售代表和图尔说，CDO 产品如果没有一名抵押品管理者，也即一位深谙美国楼市并擅长分析 RMBS 的独立第三方，已经不太适合投资。

2.2007 年 1 月，高盛接洽了 ACA，并建议其在一个由保尔森基金发起的 CDO 交易中担任“参考组合挑选代理人”。图尔在 2007 年 2 月 7 日发出的一份内部电邮中说：“有一件事必须让 ACA 明白，那就是我们希望让他们的名字在这笔交易中出现。他们要在此交易中担任参考组合挑选代理人，利用其名声是帮助我们发售债券的重要一环。”

（二）该产品参考资产组合由保尔森公司(Paulson & Co.)参与挑选，高盛公司没有向对投资者披露；

证据：

1.2007 年 1 月 8 日，图尔与保尔森基金和 ACA 的代表在纽约市开会，地点就在保尔森基金的办公室，讨论准备进行的交易。第二天，高盛给 ACA 发了一封电邮，题目叫“保尔森参考组合”，电邮的附件是 123 只评级为“Baa2”的 2006 年的 RMBS。

2007 年 1 月 10 日，图尔给 ACA 发了一个电邮，题为“交易概要”。在电邮的开头，图尔写道：“我们想把 ACA 定义为交易的参考组合挑选代理人，而保尔森基金将是交易的发起人（Sponsor）。”他还写道，“交易的发起人（即保尔森基金）提交了一份很好的参考组合的初始名单，当然，最后的名单具体包括哪些内容，还是可以灵活掌握的。”

1 月 22 日，ACA 回信将 RMBS 数量削减至 55 个。随后保尔森公司不断要求添加，ACA 又多次做出筛选，最终在 2 月 26 日，90 个 RMBS 债券入选。“挑选投资组合的是 ACA 和保尔森基金。”托雷在 2007 年 3 月 2 日的一封电子邮件中写道。

2.高盛在大约 2007 年 2 月 26 日完成了 ABACUS 2007-AC1 的产品说明书，一共 65 页，在其封面上说，RMBS 参考组合由“ACA 挑选”。说明书中，有 28 页是介绍 ACA 的。文件没有提到保尔森基金，包括保尔森基金在交易中的经济利

益，或在选择参考组合中扮演的角色。2007年4月26日，高盛完成了发售 ABACUS 2007-ACI 的备忘录，一共 178 页。备忘录的封面称 ACA 为“参考组合挑选代理人”。在备忘录的交易概述、总结、参考组合挑选代理三个部分，都称参考组合由 ACA 选定。文件没有提及保尔森基金，它的利益，或在挑选参考组合时起的作用。

（三）保尔森公司在该产品中“做空”，高盛公司没有向对投资者披露；

证据：

1. “我们在表达观点的时候向来坦率，也从未隐瞒过我们的立场，”公司创始人——约翰·保尔森（John Paulson）在给投资人的信中说。“保尔森基金对于抵押贷款市场的态度向来公开透明，我们对抵押贷款市场的判断都是基于对公开数据的分析。”

2. 2007年1月，保尔森基金的一位员工如下解释了投资机会：“确实，市场的价格没有充分反映次级 RMBS 证券可能出问题时的情形。我认为，这是由于评级机构、CDO 的管理者和承销商都有意愿让游戏继续下去。而真要出现问题时，实际出钱的投资者既没有分析工具，也没有组织机构可供采取行动。”

保尔森基金与高盛商讨了潜在的交易模式，决定创建一个新的合成一个 CDS 的 CDO，CDS 的输赢取决于由一些“BBB”等级的 RMBS 的参考资产组合的信用表现。保尔森基金可以参与该 CDO 的参考组合的筛选，然后，通过与高盛 CDS 合约做空 RMBS 参考组合。

3. 2006 年底、2007 年初，保尔森基金完成了一份对近期 BBB 级 RMBS 的分析报告，发现超过 100 种债券在不久后会发生信用风险。保尔森基金发现的 RMBS 有以下特点：比例很高的可调整利率按揭贷款；借款人的 FICO 信用评级分数相对较低；按揭集中于近期房价急升的州，如亚利桑那州、加利福尼亚州、佛罗里达州和内华达州。因此保尔森基金在选择 CDO 的参考基础资产时重点考虑满足以上条件的 RMBS。

（四）对 ACA 隐瞒保尔森公司做空真相，使 ACA 相信保尔森公司也是“做多方”；

证据：

2007 年 1 月 8 日，托尔图与保尔森基金和 ACA 第一次会晤后当天稍晚，ACA

给高盛公司的销售代表发了一封电邮，主题为“与保尔森基金会晤”，其中写道：“我不知道这是怎么回事，我不想说这不好，但我想，如果我们不明确知道保尔森基金究竟为何要参与这笔交易，这是不行的。你们能不能给我一些反馈？”

2007 年 1 月 10 日，图尔给 ACA 发了一个名为“交易概要”的电邮，其中，他称保尔森基金是交易发起人（sponsor），并称保尔森基金购买的是资本结构中的“[0]%-[9]%：最先遭到损失”部分（pre-committed first loss）。SEC 认为，这导致了 ACA 资产管理公司确信：保尔森公司认为这些证券比它们的实际安全程度更高，自己的利益与保尔森公司的利益是一致的。

（五）高盛预判美国房地产市场即将崩溃，却没有向投资者提示相关重要信息，而是尽力向投资者推销。

证据：

1.2007 年 1 月 23 日，图尔在给一个朋友的邮件中称，“杠杆用的越来越多，整幢大厦随时都会崩塌…只存在潜在的幸存者，天才的法布里斯·图尔…站在这些他一手创造的所有复杂的、高杠杆的、诡异的交易中，却不用考虑这些怪物所造成的后果!!!”。

2.2 月 11 日，托雷的一名上级写信对他说，“CDO 生意快完蛋了，我们的时间不多了。”

3.2007 年 2 月至 4 月，高盛将 ABACUS 2007-AC1 的营销材料寄给了德国工业银行；2007 年 3 月 6 日，图尔给负责联系德国工业银行的高盛销售代表发了一封电话说，“这是 ACA 挑选的参考组合……”。德国工业银行购买了 5000 万美元面值的 A-1 类债券和 1 亿美元面值的 A-2 类债券。两种债券均实行浮动利率，A-1 类债券为伦敦银行同业拆借利率（LIBOR）加 85 个基点，A-2 类为 LIBOR 加上 110 基点，两种债券都获得穆迪 Aaa 评级和标准普尔的 AAA 评级。

4.2007 年 5 月 31 日，ACA Capital 为 9.09 亿美元的 ABACUS 2007-AC1 的最高等级债券 Super Senior Amount 提供担保保险，意味着通过 CDS，ACA Capital 承担了这个层级的信用风险，换到的是每年约 50 个基点的保费。将最高等级债券 Super Senior Amount 交给 ACA Capital 担保保险，是由荷兰银行（ABN）从中安排的。通过荷兰银行和高盛以及荷兰银行和 ACA 之间的一系列 CDS 合约，荷兰银行每年得到约 17 个基点的保费。荷兰银行的责任是，如果 ACA Capital 无力

偿付，将由荷兰银行承担 ABACUS 2007-AC1 的最高等级债券 Super Senior Amount 的信用风险。

遭到起诉的还有高盛副总裁法布里斯·图尔，SEC 指控他对这起欺诈案负主要责任，因为这位高管设计了上述交易，负责营销材料的准备工作，而且负责与投资者进行直接沟通。SEC 相信，图尔清楚保尔森公司对外隐瞒的卖空部位，也知道该公司在资产选择中扮演的角色。

保尔森基金并没有受到指控。美国证监会表示，向投资者披露合成抵押债务债券如何设计只是高盛的义务，保尔森基金不需承担责任。

ABACUS 给投资者带来的损失约为 10 亿美元，SEC 在起诉书中写道。“这样的合成 CDO，通过放大美国房地产市场的损失，对这次金融危机的爆发做出了‘贡献’。”

五、高盛的回应

1. 高盛在这一交易中也损失了 9000 万美元。

2. IKB 和 ACA 都是市场上非常有经验的投资者，他们知道自己在干什么。特别是这样的交易一定存在卖空的一方。

3. 高盛从未向 ACA 表明保尔森准备购买 CDO 做多 RMBS。作为市场的中间人，高盛没有义务向任何一方透露对家的用意。

4. ACA 是挑选和构建产品的机构。尽管 IKB 和保尔森也都参与了挑选，但是 ACA 是独立的挑选者，IKB 和保尔森只是提供建议。

5. 投资者的亏损并不是因为投资组合内特定的 RMBS，而是房地产市场大面积的衰退。

六、诉讼产生的后果

高盛集团在 2010 年 7 月 15 日宣布同美国证券交易委员会达成协议，承认在销售 ABACUS 2007-AC1 过程中犯有错误，愿意缴纳总额 5.5 亿美元的罚款和赔款，以结束困扰客户与投资者长达数月的谈判。这是美国历史上金融机构向政府缴纳的最大金额罚赔款。

在 5.5 亿美元的罚款和赔款中，3 亿美元上交美国证交会，另外 1.5 亿美元

和 1 亿美元分别用于赔偿在欺诈案中受害最深的德国工业银行和苏格兰皇家银行。

在美国证交会提出指控后，投资者也对高盛提起了 18 起相关诉讼，高盛已请求法官将这些诉讼合并审理。

高盛欺诈案核心人物、副总裁法布里斯·图尔(Fabrice Tourre)，2010 年 4 月 20 日因被指控涉嫌诈骗而被英国监管当局吊销执照。

继高盛和摩根士坦利之后，美国联邦检察官与美国证交会正联手对摩根大通、花旗集团、德意志银行和瑞银集团等美国各大投资银行进行初步刑事调查，以验证其是否在 CDO 交易中误导投资者。

美国国会 2010 年 7 月 15 日通过最终版本的金融监管改革法案(《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》)，其核心内容是施行更加严格的监管措施，限制大型金融机构从事投机性交易，保护消费者的合法权益。根据该法案，美国金融监管体系将全面重塑，原先金融企业“大到不能倒”的状况将得到改变。