

PDF-TN2015021

一场针对投资银行的法律诉讼——“高盛欺诈门”¹

案例使用说明

一、教学目的与用途

1. 本案例主要应用于金融专业的本科生和金融专业硕士研究生阶段学习使用，可以用于投资银行、金融衍生品、金融风险等课程的课堂讨论教学。

2. 案例内容主要是说明高盛公司发起、设计、销售一款金融衍生产品的过程，通过案例讨论可以让学生了解投资银行柜台交易方式的金融衍生产品设立的动机，设计过程中如何考虑风险和收益的转移和控制，以及销售的对象选择等。

二、启发思考题

1. 高盛、保尔森基金、信用评级机构、独立第三方、产品投资者在整个事件中的行为和动机分别是什么？

2. 复杂的结构性衍生金融产品的风险是否可控？

3. 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？

4. 针对利益冲突问题，政府监管部门应该在哪些方面加强监管？

三、分析思路

教师可以根据自己的教学目标（目的）来灵活使用本案例。这里提出本案例的分析思路，仅供参考。

这个案例描述了一起针对投资银行设计销售的一款金融衍生产品的法律诉

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。

讼，教师可以引导学生首先明确合成型 CDO 这一复杂的结构性衍生金融产品的原理，其次对参与这款产品交易的各个参与主体所扮演的角色，他们各自获得的利益或受到的损失，再逐一详细分析其发生这一后果的原因，最后对结构性衍生金融产品的风险控制和如何更好地解决资本市场利益冲突问题提出见解。

四、理论依据与分析

1. 有关金融衍生品定义

在 SEC 长达 22 页的起诉书中，出现了三个产品——住房抵押贷款支持债券（RMBS）、信用违约互换（CDS）以及合成型担保债务凭证（Synthetic CDO）。

（1）住房抵押贷款支持债券（Residential Mortgage-Backed Securities，RMBS）是以住房抵押贷款为基础资产支持发行的债券，其偿付给债券投资者的现金流来自于由住房抵押贷款组成的资产池产生的本金和利息。

（2）信用违约互换（Credit Default Swap，CDS）类似一种保险产品，国外债券市场中最常见的信用衍生产品。在信用违约互换交易中，想要得到债务违约保护的机构作为 CDS 的买方，定期向 CDS 的卖方支付类似保险费的费用（称为信用违约互换点差），一旦出现信用事件（主要指债券主体无法偿付），卖方向买方支付赔偿。CDS 可以为实际拥有债券的投资者提供风险对冲的工具，也可以成为投机者对赌的工具。

（3）担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation，CDO）是一种复杂的证券化产品和信用衍生工具，通过把不同类别的固定收益资产（如住房抵押贷款，公司债券，ABS，MBS 等）打包组合在一起，以这些债务的现金流收入为支撑，通过内部信用增级，重新分割投资风险和回报以整体发行的债券。CDO 的发行分为高级（Senior）、夹层（Mezzanine）、低级/次顺位（Junior/Subordinated）和权益性（Equity）等不同风险和收益的份额（Tranche）。

最早的 CDO 是 1987 年投资银行 Drexel Burnham Lambert Inc. 的银行家为皇家储蓄协会（Imperial Savings Association）发行的，十几年后，CDO 成为快速发展的资产证券之一。

CDO 可以从不同的角度进行分类，按照标的资产是否真实出售，分为现金流量式 CDO 和合成式 CDO。其中，合成型 CDO（Synthetic CDO）是发起人

(Sponsor) 选择一系列债权组合作为参考组合 (Reference Portfolio)，以参考组合是否发生信用事件为标的，并与一特殊目的公司 (SPV) 订定 CDS 合约，发起人定期支付 SPV 固定保险费。SPV 将发行不同系列的债券，所收现金用于购买一组高信用品质的债券作为抵押品 (Collateral)，以确保债券未来至少还本的安全性。上述保险费与抵押品的利息作为支付 SPV 所发行的各系列债券的利息。当参考群组中的贷款债权发生违约，则 SPV 需卖掉高信用品质的债券作为支付给发起人的金额，损失由 CDO 的投资者承担。

2. 投资银行的利益冲突

利益冲突 (interest conflicts) 是金融市场常见的现象，也是政府监管部门监管的重点。在客户与金融机构的“委托——代理”关系中，由于金融机构获得信息的机会和能力远远超过资本市场的其它参与者，使得金融领域存在明显的信息不对称 (Asymmetric information)，客户不得不依赖金融机构提供的信息进行决策，进而引发金融机构产生道德风险 (Moral hazard) 的可能性。金融机构可以利用信息优势，为谋求自身或第三方利益而损害客户的利益，导致利益冲突的发生。

由于目前投资银行从事的业务多元化趋势明显，包括承销业务、并购顾问业务、经纪业务、自营业务、资产管理业务、投资咨询业务等等，利益主体也随之多元化，在加上投资银行在证券市场中所处的中介地位及其所占据的信息优势，潜在的利益冲突的可能性大大增加。利益冲突可能诱使投资银行为了自身利益或第三方的利益而损害客户的利益，伤害资本市场交易的公平公正原则。

世界各国在解决投资银行利益冲突问题上一般有两种思路：一是从杜绝利益主体多元化角度入手，从组织制度上对利益主体多元化进行限制，如分业经营和防火墙；二是从改善信息不对称入手，如设立中国墙 (Chinese Wall) 和加强信息披露，防范投资银行滥用信息优势而造成利益冲突。

3. 证券欺诈

证券欺诈，是指在证券的发行、交易及其相关活动中发生的违反证券法律法规、破坏证券市场秩序、侵犯投资者合法权益的行为的总称，主要包括内幕交易、操纵市场、虚假陈述、欺诈客户等等。证券欺诈并不是专指某一种欺诈行为如欺诈客户行为，而是对所有违法违规的证券行为的统称，包括一般证券违法违规行

为以及证券犯罪行为。

五、关键点

本案例的分析要点有两个，一是投资银行经营过程中出现的利益冲突对资本市场的负面影响，二是结构性融资产品的设计和销售及风险控制。

六、建议的教学计划

本案例可以作为专门的案例讨论课来进行。以下是按照时间进度提供的课堂计划建议，仅供参考。

整个案例课的课堂时间控制在2课时，共90分钟。

课前计划：将案例正文和启发思考题提前一周发给学员，请学员在课前完成阅读和初步思考。

课中计划：

1. 简要的课堂前言，明确主题（5分钟）；
2. 请两位同学发表对整个案例的总体看法，对思考题的想法（20分钟）；
3. 小组讨论（30分钟）：以小组为单位分角色，每个小组代表事件中的一个当事主体，让学生能更深刻地理解该真实案例中各方行为后的真实动机以及各方之间的利益博弈；
4. 小组发言（每组5分钟，控制在30分钟）
5. 归纳总结（5分钟）

课后计划：课后计划：学员根据课前阅读、课堂讨论、指导教师的引导和归纳总结，撰写完整的案例研究报告。

七、案例附录

附录 1. 事件发生的宏观经济背景

美国次贷危机（the US subprime crisis）是从 2006 年春季开始逐步显现的，2007 年 8 月席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场，最后成为一场涉及全球的金融海啸。次贷危机的根源在于房地产泡沫的破裂，房地产泡沫形成是多种

因素共同作用的结果，包括美国的“寅吃卯粮”的消费模式、积极拉动的房地产金融政策和宽松的货币政策。

20 世纪 90 年代以来，在信息技术革命的推动下，美国经济呈现了持续的高速增长，带动美国的资本市场急剧扩张。2001 年互联网泡沫破灭，美国经济出现一定程度的衰退。为了刺激经济增长，美联储采取了极具扩张性的货币政策。前后 13 次降息，到 2003 年 6 月 25 日，美联储将联邦基金利率下调至 1%，创 45 年来最低水平。美联储的低利率政策，导致流动性宽松，美国住房、原油、黄金、有色金属、食品等价格大幅度上升。

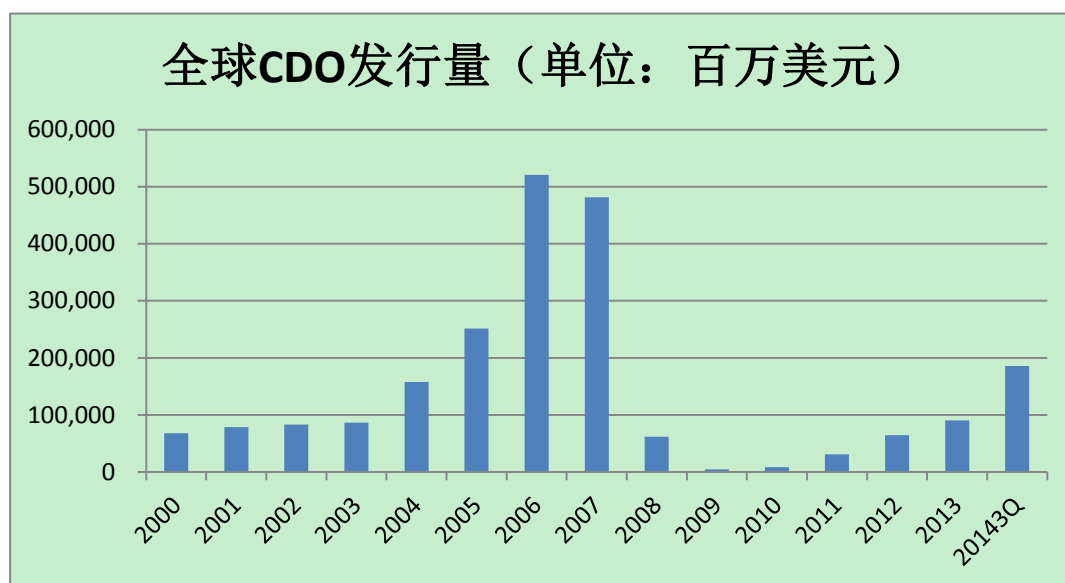
低利率的货币政策意味着低廉的借贷成本，加上美国政府希望通过房地产行业改进民生并拉动经济增长，采取支持民众住房消费的政策，使得通过住房信贷需求大幅度上升。2004-2005 年，美国住房自有率达到近 70% 的历史最高水平。对未来房价持续上升的过于乐观的预期，又促使银行扩大向信用度极低的借款者推销住房贷款，大量发放次级抵押贷款，以赚取更高的利率收入。因此，美国的次级抵押贷款市场迅速发展，规模不断扩大，房地产市场泡沫也日益膨胀。

2003 年美国经济开始复苏，为防止通货膨胀反弹，从 2004 年中开始，美国连续加息 17 次，联邦基准利率从 1% 升高到 5.25%。2006 年开始美国房地产价格回落，是自 1930 年代大萧条以后的首次，一年内全美平均房价下跌 3.5%，部分地区房价下降超过 20%。

次级抵押贷款还款利率的大幅上升，使贷款购房者的利息负担加重，同时，住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难，这双重因素的共同作用导致次级抵押贷款的借款人不能按期偿还贷款，那些提供次级抵押贷款的金融机构不能按时收回贷款也出现财务危机，次贷危机开始显现。

如果事情仅此而已，还不至于对美国经济造成太大的影响。因为据美国经济分析局的调查，美国的住房抵押贷款市场总值达 12 万亿美元，美国的住房抵押贷款市场提供的贷款则相应地按质量分三大类：优质贷款（Prime）、中级贷款（Alter-A）和次级贷款（Subprime）。三类贷款在美国住房抵押贷款市场中的份额大致分别为 75%、11% 和 14%。美国住房次级抵押贷款的总额仅为 1.5 万亿美元。但是，由于投资银行等金融机构出于避险和逐利的本能，开发出花样翻新的创新金融产品，在次级抵押贷款基础上发行了近 2 万亿美元的住房抵押贷款支持

债券，进而衍生出超万亿美元的担保债务凭证 CDO 和数十万亿美元的信贷违约掉期 CDS。这些衍生金融产品的总交易金额已经大大超过美国 GDP 总额。对冲基金、保险公司、商业银行等通过参与这些金融产品的交易而陷入风险旋涡。



数据来源：SIFMA

由于房地产泡沫破灭，次级住房抵押贷款不能按时归还，导致以次级住房抵押贷款作为基础资产的 RMBS 和 CDO 价格急剧下降，或出现有价无市的现象，使购买了大量较低级别 RMBS 和 CDO 的对冲基金的投资人因担心基金净值下降而大量赎回，贝尔斯登公司（Bear Stearns Cos.）旗下的两家对冲基金被迫关闭。再次，较低级别的 RMBS 和 CDO 的风险上升，导致评级机构对较高等级的 RMBS 和 CDO 进行重新评估，这些产品的信用级别被调低，其市场价格也相应下跌。这就使购买信用评级较高的 RMBS 和 CDO 的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等也随之受到冲击。

2007 年 4 月 2 日，美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司向法院申请破产保护，开启了金融机构破产倒闭的序幕。2008 年 3 月，美国第五大投资银行贝尔斯登因流动性短缺而不得被 JP 摩根低价收购。9 月，雷曼兄弟投资银行宣布破产，美林被美国银行收购，高盛、摩根士丹利宣布改组为银行控股公司。至此，美国独立投资银行业模式走向终结。以雷曼兄弟的破产为标志，美国次贷危机开始演变为全球性金融危机。

附录 2.事件后续发展

2007 年 10 月，苏格兰皇家银行（RBS）、西班牙国家银行（Santander）和比利时富通银行（Fortis）组成的 RFSHolding 财团收购了拥有 180 多年历史的荷兰银行。2008 年 10 月，荷兰政府收购了富通银行所拥有的荷兰银行股份，并取代富通银行成为 RFSHolding 的股权持有者之一。收购刚刚完成，就遭遇了次贷危机，荷兰银行在次贷危机中损失了 5.45 亿英镑。苏格兰皇家银行等收购方也在危机中损失惨重，濒临破产。这为荷兰政府重组银行股提供了契机。2010 年 4 月 1 日，荷兰政府收购在法律上获得分离苏格兰皇家银行的荷兰银行业务，组建了新荷兰银行（ABN AMRO BANK N.V）。荷兰银行现在是荷兰政府全资拥有和荷兰中央银行监管下的一个独立的银行。

2007 年底，ACA 遭遇了严重的财务困难，标准普尔公司将 ACA 财务担保公司的信用等级从 A 直降到 CCC。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——2006 年间的次级 RMBS 有关。ACA Capital 现在更名为 Manifold Capital Corp。ACA 财务担保公司目前不再办理新的债券保险业务，只是将过去已发生还未了结的业务进行处理。

2013 年 8 月 2 日，曼哈顿陪审团裁决，前高盛副总裁图尔对 7 项指控中的 6 项负有法律责任，图尔本人将支付数额不详的罚款，并很可能被禁止从事证券行业。2014 年 3 月 12 日，美国联邦法官判决图尔需缴纳 65 万美元的民事罚款，并交回与有争议的金融产品 Abacus 相关的 175,463 美元奖金外加利息。

附录 3：高盛 CDO 产品 ABACUS 2007-AC1 说明书，详见附件 1。

附录 4：2010 年 4 与 16 日美国证券交易委员会对高盛的民事诉讼书原文，详见附件 2。

案例使用说明字数：5350 字