

GAMESTOP EN PARTICULIERE BELEGGER

Eerlijk meegespeeld of marktmanipulatie?

Nick Campuzano*

Na jarenlang aan de zijlijn te hebben gestaan lijken particuliere beleggers nu écht mee te spelen op de beurs. Door de overheidsmaatregelen als reactie op de wereldwijde pandemie is het aantal particuliere beleggers flink toegenomen en hebben deze beleggers elkaar gevonden op internetfora. In het begin van dit jaar maakte de GameStop-saga duidelijk hoe invloedrijk particuliere beleggers zijn geworden, toen een groep de strijd aanging met financiële instellingen en deze flinke schade wist toe te brengen. Hebben de particuliere beleggers eerlijk meegespeeld of was hier sprake van marktmanipulatie?

1 Inleiding

Afgelopen januari was de beursgekte rondom GameStop aanleiding voor de hele wereld om het achterliggende verhaal over Main Street tegen Wall Street nauwgezet te volgen. Een aantal financiële instellingen (Wall Street) had ingezet op een koersdaling door aandelen GameStop te *shorten*, terwijl particuliere beleggers (Main Street) hadden ingezet op een koersstijging en elkaar via sociale media hadden aangemoedigd om massaal aandelen GameStop te kopen.¹ Binnen iets meer dan twee weken was de koers met ongeveer +2400% gestegen.² Door de explosieve koersstijging en het uitzonderlijk hoge handelsvolume kwam Wall Street in de problemen terecht. Financiële instellingen die hadden ingezet op een koersdaling leden grote verliezen. Daarnaast hadden financiële ondernemingen (*brokers*) die handelden voor rekening van particuliere beleggers moeite om te voldoen aan eigen risicomanagement en verplichtingen richting clearinginstellingen, waardoor een deel van hen besloot om de handel in onder andere aandelen GameStop tijdelijk stil te leggen.³ Hierdoor was het voor veel particuliere beleggers niet meer mogelijk om aandelen GameStop te kopen, waardoor de koers vanaf de piek binnen enkele uren een duik maakte van bijna -77%. Deze achtbaan heeft internationaal veel aandacht getrokken over alle linies van de maatschappij en deed allerlei vragen rijzen. Hoe heeft dit kunnen gebeuren? Is dit allemaal toegestaan? Is (aanvullende) regulering nodig?

Ik zal kijken of het omhoogdrijven van de koers door particuliere beleggers die massaal aandelen GameStop opkochten kan worden gekwalificeerd als marktmanipulatie onder de Verordening Marktmisbruik en of (aanvullende) regulering nodig is

In deze bijdrage zal ik de GameStop-casus benaderen vanuit het onderwerp marktmisbruik.⁴ Ik zal onderzoeken wat de juridische consequenties zijn als eenzelfde situatie zich zou voordoen op de Europese beurzen. Specifieker zal ik kijken of het omhoogdrijven van de koers door particuliere beleggers die massaal aandelen GameStop opkochten kan worden gekwalificeerd als marktmanipulatie onder de Verordening Marktmisbruik⁵ en of (aanvullende) regulering nodig is.⁶ De opbouw van deze bijdrage is als volgt. Eerst zal ik een tijdslijn geven van de GameStop-casus waarbij een selectie is gemaakt van gebeurtenissen die van belang zijn in het kader van marktmanipulatie (par. 2). Daarna zal ik onderzoeken of de handelingen van de particuliere beleggers zouden kunnen kwalificeren als marktmanipulatie zoals bedoeld in artikel 12 Verordening Marktmisbruik (par. 3). Tot slot zal ik be-

* Mr. N.A. Campuzano is als PhD-fellow verbonden aan het Hazelhoff Centre for Financial Law van de Universiteit Leiden.

1 Zie ook W.A.K. Rank, 'Game-stop: het eind van het spel', *FI* 2021, afl. 3, p. 61.

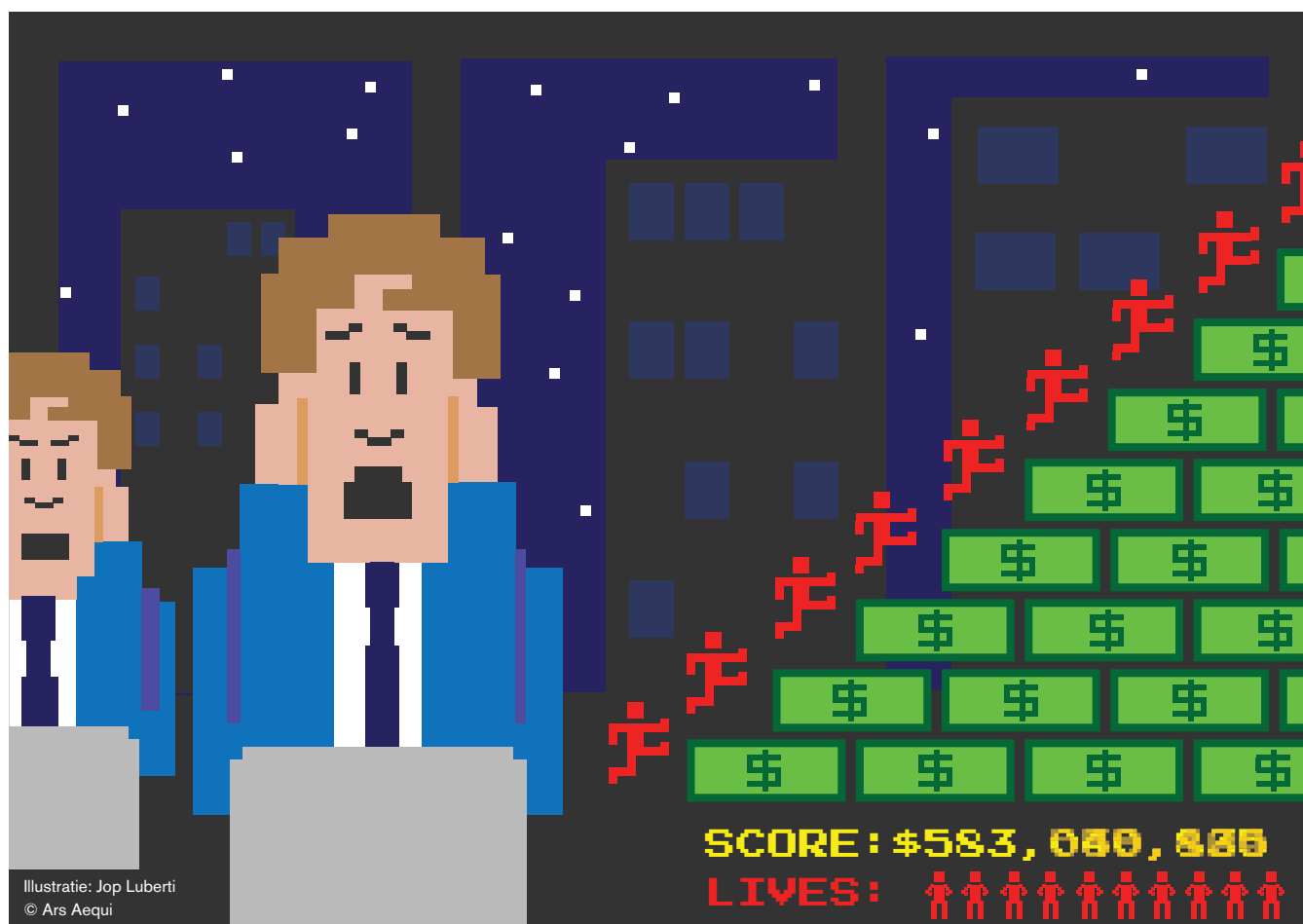
2 Zie voor het koersverloop de 'ticker' van GameStop: GME.

3 Ook Nederlandse beleggingsondernemingen beperkten de handel in GameStop-effecten. Zie AFM, 'Geen onwettigheden, wel meer transparantie gewenst bij handelsbeperkende maatregelen beleggingsondernemingen', *AFM nieuws* 24 maart 2021.

4 De GameStop-casus kent meerdere aspecten en raakt aan een verscheidenheid aan (met name financieel-rechtelijke) wet- en regelgeving relevant voor onderwerpen zoals beleggersbescherming, financiële diensten, effectenhandel, post-trading-processen en marktmisbruik.

5 Verordening (EU) 596/2014 van het Europees Parlement en de Raad van 16 april 2014 betreffende marktmisbruik ('Verordening Marktmisbruik').

6 Strikt gezien is de Verordening Marktmisbruik niet van toepassing op de GameStop-casus, desalniettemin is het waardevol om te onderzoeken of sprake is van marktmanipulatie omdat ook Europese beleggers actief zijn op sociale media, en vergelijkbare gevallen zich kunnen voordoen op de Europese beurzen. Zie art. 2 (1) Verordening Marktmisbruik. Zie ook AFM, *Brochure Marktmanipulatie*, 2017, p. 6-7.



Illustratie: Jop Luberti
© Ars Aequi

- 7 Momenteel telt het bedrijf ongeveer 4800 fysieke winkels.
- 8 Hedgefondsen zijn beleggingsfondsen met een beperkt aantal investeerders die complexe financiële strategieën gebruiken om rendement te behalen.
- 9 In de EU zijn de belangrijkste regels ten aanzien van *shorten* te vinden in Verordening (EU) 236/2012 van het Europees Parlement en de Raad van 14 maart 2012 betreffende short selling en bepaalde aspecten van kredietverzuimswaps, *PbEU* 2012, L 86/1 ('Short Selling Verordening').
- 10 Voor de duidelijkheid: het gaat hier om het aangaan van een *shorttransactie* in aandelen en niet om het innemen van een synthetische *shortpositie* in aandelen, hetgeen bijvoorbeeld via derivaten kan worden bewerkstelligd. Vergelijk art. 2 (1)(b), 3(1)(a) en 3(1)(b) van de Short Selling Verordening.
- 11 YOLO staat voor *you only live once*.
- 12 Zie: J.A. Verlaine & G. Banerji, 'Keith Gill Drove the GameStop Reddit Mania', *The Wall Street Journal* 29 januari

spreken of eventueel (aanvullende) regulering nodig is voor een aantal ontwikkelingen die de GameStop-casus aan het licht heeft gebracht (par. 4).

2 De chronologie van GameStop

2.1 GameStop, Wall Street en shorten

GameStop is een Amerikaanse, aan de New York Stock Exchange ('NYSE') genoteerde onderneming die onder meer computerspellen verkoopt in fysieke winkels.⁷ In de periode 2014-2020 kwam GameStop steeds meer in moeilijkheden terecht vanwege de toenemende digitalisering van de markt voor computerspellen. Dit was aanleiding voor een aantal financiële instellingen, voornamelijk hedgefondsen,⁸ om de aandelen te *shorten*.⁹ Shorten (ook wel *short selling*) is een beleggingsstrategie waarbij aandelen worden geleend en direct ter beurse worden verkocht in de verwachting dat de koers zal dalen en de geleende aandelen op een later moment goedkoper kunnen worden gekocht en teruggeleverd aan de uitlener plus rente.¹⁰ Shorten is een risicovolle strategie, waarbij de verliezen ongelimiteerd zijn – de koers kan in theorie oneindig stijgen – en de opbrengsten gelimiteerd – de koers kan niet lager zakken dan nul.

2.2 *r/Wallstreetbets, Main Street en de short squeeze*
Wallstreetbets is een groep (subreddit) van het sociale media platform Reddit. Het is één van de vele platforms die het internet rijk is waar met name jonge (particuliere) beleggers samenkomen. Wallstreetbets

is opgericht in 2012 en begon als een platform waar met name particuliere beleggers samenkwamen om weloverwogen, maar risicovolle beleggingsstrategieën te bespreken. Wie de pagina nu bezoekt ziet een fascinerende mix van berichten die variëren van vermakelijke *memes* (grappige plaatjes) en filmpjes tot geavanceerde beleggingsstrategieën en min of meer serieuze *due diligence*. Daarnaast is het typisch voor Wallstreetbets dat dagelijks meerdere berichten voorbijkomen van gebruikers die een screenshot maken van extreem risicovolle posities voor tienduizenden, en soms wel honderdduizenden, US dollars die zij niet zelden van hun spaarrekening onttrekken – zogenoemde *YOLO-posts*.¹¹

Sinds de zomer van 2019 kreeg het aandeel GameStop steeds meer aandacht op Wallstreetbets. Een van de gebruikers, een particuliere belegger genaamd Keith Gill (gebruikersnaam: *r/DeepF-ingValue*) plaatste een bericht waarin hij aan de hand van zijn fundamentele analyse uitlegde dat het aandeel GameStop 'ondergewaardeerd' was. Dat wil zeggen dat de koers, ofwel de prijs waartegen het aandeel op de markt wordt verhandeld, lager is dan dat het aandeel daadwerkelijk waard is. Gepaard met het desbetreffende bericht deed Keith Gill de mededeling inclusief bewijs dat hij zelf meer dan \$ 50.000 had ingezet op een koersstijging GameStop.¹² In september 2020 werd door een andere gebruiker een bericht geplaatst op Wallstreetbets waarin onder meer werd uitgelegd dat GameStop voldeed aan bepaalde voorwaarden voor het intreden van het fenomeen *short squeeze*.

Een *short squeeze* is een zeldzaam fenomeen dat een koersstijging explosief kan accelereren. Voor het intreden van een *short squeeze* moet aan twee voorwaarden zijn voldaan. De eerste voorwaarde is dat een hoog percentage van de uitstaande aandelen op dat moment is uitgeleend voor een shortselling-transactie.¹³ In dat geval is een groot aantal aandelen geleend en verkocht waardoor ook uitzonderlijk veel terugleveringsverplichtingen uitstaan. De tweede voorwaarde is dat er een significante koersstijging moet plaatsvinden om de *short squeeze* te initiëren. Op dat moment zullen veel shortsellers hun (ongelimeerde) verliezen willen minimaliseren door de shortpositie te sluiten, hetgeen vereist dat aandelen worden gekocht en teruggeleverd. Het op grote schaal sluiten van shortposities (dus het kopen van aandelen) drijft de prijs nog verder omhoog, waardoor nog meer shortsellers kunnen besluiten hun positie te sluiten en daarmee bijdragen aan een koersstijging.

Bij een gemiddeld shortpercentage (zo rond 2-3%) is een *short squeeze* ondenkbaar.¹⁴ GameStop was een van de meest geshorte bedrijven op Wall Street met een shortpercentage van ongeveer 140%.¹⁵ In de periode december 2020 tot en met januari 2021 waren alle uitstaande aandelen dus een keer, en bijna de helft zelfs twee keer, uitgeleend voor een shorttransactie. Op 11 januari 2021 deed GameStop een mededeling dat drie nieuwe bestuurders, waaronder Ryan Cohen, zouden plaatsnemen in het bedrijf.¹⁶ Door deze mededeling was de koers in twee dagen met 50% gestegen naar \$ 31,40 en heeft de significante koersstijging kunnen plaatvinden om de *short squeeze* te initiëren. In de dagen daarna nam de hype rondom GameStop alsmat toe en sprongen steeds meer marktdeelnemers, waaronder ook andere hedgefondsen, op de Wallstreetbets-golf in de hoop mee te profiteren.¹⁷ Op 28 januari 2021 bereikte de koers zijn *all time high* van \$ 483,00. Op dezelfde dag besloot een aantal beleggingsondernemingen, zoals Robinhood, om de handel in onder andere aandelen GameStop volledig of deels stil te leggen, waardoor de koers binnen enkele uren een duik nam naar \$ 112,25.

Na een dip in februari waarin de koers zich zo tussen de \$ 40 en \$ 60 dollar bevond, is het aandeel in maart weer omhooggeschoten. Van maart tot en met het moment van schrijven (juli) is de koers niet lager geweest dan \$ 120 en niet hoger dan \$ 340.

3 Marktmanipulatie

3.1 Het verbod op marktmanipulatie

Het begrip marktmanipulatie laat zich moeilijk definiëren.¹⁸ De situatie waarin particuliere beleggers de strijd aangaan met financiële instellingen door aandelen op te kopen en daarmee de koers van een aandeel omhoogdrijven lijkt op het eerste gezicht een typisch voorbeeld van marktmanipulatie. Maar als het beïnvloeden van de koers als manipulatief wordt aangemerkt, dan zou elke partij die een transactie aangaat manipulatief handelen. Elke transactie gaat namelijk de strijd aan met de tegenovergestelde richting (*longs vs. shorts*) en heeft, in theorie, invloed op de koers.¹⁹ Er moet dus onderscheid worden gemaakt tussen een 'manipulatieve koersinvloed' en een 'normale koersinvloed'. Hoe dit onderscheid moet

worden uitgelegd, en wat onder het begrip marktmanipulatie valt, is in de EU bepaald in artikel 12 lid 1 Verordening Marktmissbruik.²⁰ Vier varianten kunnen van elkaar worden onderscheiden, maar voor de GameStop-casus zijn transactiemaniplatie (sub a) en informatiemaniplatie (sub c) het meest relevant.²¹

De situatie waarin particuliere beleggers de strijd aangaan met financiële instellingen door aandelen op te kopen en daarmee de koers van een aandeel omhoogdrijven lijkt op het eerste gezicht een typisch voorbeeld van marktmanipulatie

3.2 Transactiemaniplatie

Transactiemaniplatie zoals bedoeld in artikel 12(1) (a)(i) Verordening Marktmissbruik is in het kort 'het aangaan van een transactie die daadwerkelijk of waarschijnlijk onjuiste of misleidende signalen afgeeft met betrekking tot de koers van een financieel instrument'. Denk aan de situatie waarin meerdere partijen met elkaar afspreken om onderling transacties te verrichten waarbij geen sprake is van verandering in eigendom of marktrisico en dus een misleidend signaal wordt afgegeven omtrent het handelsvolume.²²

In theorie geeft elke transactie signalen af met betrekking tot de koers, want elke transactie bevat (markt)informatie en draagt bij aan de koersvorming.²³ In werkelijkheid vinden er miljoenen transacties per dag plaats in aandelen van een onderneming als GameStop,²⁴ waardoor alleen opvallende transacties een signaal zouden kunnen afgeven.²⁵ De transacties die zijn aangegaan door particuliere beleggers hebben doorgaans een beperkte omvang en zullen daarom niet opvallen tussen de miljoenen transacties.²⁶ In het uitzonderlijke geval dat de transactie wel opvallend genoeg is en een signaal afgeeft, moet nog worden gezien of dit signaal onjuist of misleidend is geweest. In essentie is een signaal onjuist of misleidend als deze niet in lijn is met de economische intentie die van de transactie mag worden verwacht. Zo mag van een transactie worden verwacht dat de koper de economische intentie heeft om de aandelen voor een bepaalde periode te bezitten. Het signaal is misleidend als die economische intentie ontbreekt, bijvoorbeeld als deze partij met een andere partij afsprekt om transacties aan te gaan die later worden teruggedraaid. De meeste particuliere beleggers kochten aandelen GameStop om deze voor lange tijd vast te houden of om te profiteren van het momentum van een opwaartse koerstrend. Het signaal dat die transacties afgeven is in lijn met de economische intentie om het aandeel voor lange of korte termijn te bezitten en kan moeilijk worden gezien als onjuist of misleidend.²⁷

Transactiemaniplatie zoals bedoeld in artikel 12(1)(a)(ii) Verordening Marktmissbruik is in het kort 'het aangaan van een transactie die de koers van een of meer financiële instrumenten daadwerkelijk of waarschijnlijk op een abnormaal of kunstmatig niveau brengt'. Denk aan de situatie waarin een partij een

2021. T. Mohamed, 'GameStop millionaire Keith Gill is testifying before Congress on Thursday. Meet the investor who upended Wall Street with cat memes, reaction GIFs, and fundamental analysis.', *Markets Insider* 30 januari 2021.

13 Wat een hoog shortpercentage is hangt voor een belangrijk deel af van het bedrijf. Voor een winstgevende onderneming met een grote marktkapitalisatie zou een shortpercentage van +10% aan de hoge kant zijn, terwijl voor een startende onderneming die nog geen inkomsten genereert een shortpercentage van +30% pas aan de hoge kant zou zijn.

14 Het gemiddelde shortpercentage van de S&P 500, een aandelenindex van de 500 grootste Amerikaanse bedrijven, is 2,4%. Zie: D. D'Souza, 'U.S. Short Interest Slips to 15-year Low in August', *Investopedia* augustus 2020 (laatst geraadpleegd juli 2021).

15 Zie M. Davies, 'Short interest in GameStop declined to 15% vs. 142% at peak', *Reuters* 24 maart 2021.

16 Ryan Cohen is de oprichter en voormalig bestuurder van de succesvolle online huisdierspecialzaak Chewy.

17 D. MacMillan & Y. Torbati, 'How the rich got richer: Reddit trading frenzy benefited Wall Street elite', *The Washington Post* 8 februari 2021.

18 Zie voor een uitgebreide behandeling M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie* (diss. Tilburg), Deventer: Kluwer 2007.

19 In theorie drijft een kooptransactie de koers omhoog en een verkooptransactie (dus ook shorten) de koers omlaag. Ik zeg in theorie, omdat alleen transacties van een significante omvang een koersverandering bewerkstelligen.

20 Het verbod is neergelegd in art. 15 en de uitzonderingen in art. 5 en 6 Verordening Marktmissbruik.

21 Zie voor de vier varianten R.P. Raas, 'Marktmanipulatie', in: D.R. Doorenbos e.a. (red.), *Handboek Marktmissbruik* (Onderneming en Recht 104), Deventer: Wolters Kluwer 2018, p. 185-216. Zie voor benchmarkmanipulatie N.A. Campuzano, 'Benchmarkmanipulatie: het causaal verband tussen een geschonden gedragsnorm uit de BMR en manipulatie-

- schade', *MvO* 2019, afl. 7, p. 203-211.
- 22 Zie verder Bijlage I onder A Verordening Marktmissbruik en Bijlage II Afdeling 1 Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522. Zie ook AFM 2017 p. 12..
- 23 Marktinformatie is informatie over bijvoorbeeld de prijs, het volume, het aantal gekochte of verkochte aandelen, tijdstip en soort transactie.
- 24 In de maand januari 2021 lag het handelsvolume van GameStop tussen 5 miljoen (5 januari 2021) en 197 miljoen (22 januari 2021).
- 25 Over het algemeen zullen transacties met een grote omvang het meest opvallen. Andere factoren zouden eveneens kunnen bijdragen aan het opvallen van de transactie. Zie AFM 2017 p. 10-11.
- 26 Uit een vragenlijst onder particuliere beleggers die hadden geïnvesteerd in GameStop blijkt dat zij gemiddeld \$ 8533 hadden geïnvesteerd, maar dat de mediaan van investeringen \$ 150 was. Slecht 8% van de ondervraagden had een bedrag hoger dan \$ 5000 geïnvesteerd. Zie E. Wolff-Mann, '28% of Americans bought GameStop or other viral stocks in January: Yahoo Finance-Harris Poll', *Yahoo Finance* 9 februari 2021.
- 27 Zie S. Majoor, *Introductory statement. ECON Exchange of views in relation to GameStop share trading and related phenomena*, Parijs: ESMA 2021, p. 3.
- 28 Zie verder Bijlage I onder A Verordening Marktmissbruik en Bijlage II Afdeling 1 van Gedelegeerde Verordening (EU) 2016/522. Zie ook AFM 2017 p. 12-13.
- 29 Om de koers van een aandeel met een paar procent te beïnvloeden, zou vereist zijn dat de manipulator een paar procent van de uitstaande aandelen koopt. Zelfs in het begin van de GameStop-saga was de marktkapitalisatie van GameStop grofweg 1,4 miljard en werden er miljoenen transacties per dag uitgevoerd.
- 30 Niet alleen de koers naar een bepaald niveau brengen, maar ook het in stand houden van de koers valt onder het verbod.
- 31 Overweging 39 Verordening Marktmissbruik.
- 32 Zodra een van de partijen verkoopt werkt de strategie minder goed, want de verkoper moet worden gecompens-

significante koersinvloed uitoefent om een kunstmatig prijsniveau tot stand te brengen waarmee andere marktpartijen worden gedwongen om te voldoen aan een leveringsverplichting.²⁸

Zoals gezegd draagt iedere transactie bij aan koersvorming, maar bij een aandeel zoals GameStop zullen alleen transacties met een zeer grote omvang kunnen leiden tot een koersverandering.²⁹ Het is daarom zeer onwaarschijnlijk dat één particuliere belegger in staat zou zijn geweest om een doorslaggevende invloed uit te oefenen op de koers. Op groepsniveau zijn particuliere beleggers klaarblijkelijk wel in staat geweest om de koers naar een bepaald niveau te brengen.³⁰ Het verbod op marktmanipulatie ziet ook op situaties waarin personen in samenwerking handelen.³¹ De vraag is dus of de particuliere beleggers moeten worden gezien als een groep ongeorganiseerde individuele beleggers, ieder met hun eigen strategie en risico's, of als een groep georganiseerde beleggers met een gezamenlijke, gecoördineerde strategie en gezamenlijke risico's.

Omdat partijen niet konden weten wanneer zij zouden meewerken en zij allemaal een individueel en reëel risico liepen om op de piek te kopen, is het mijns inziens moeilijk te betogen dat sprake is van een echte samenwerking

Het omhoogdrijven van de koers door particuliere beleggers die elkaar aanmoedigen op sociale media om aandelen op te kopen lijkt in eerste instantie op een gecoördineerde strategie. Maar deze strategie – het opkopen van aandelen om de koers omhoog te drijven – werkt alleen zolang geen van de beleggers besluit te verkopen en er voldoende nieuwe beleggers zijn die bereid zijn om meer te betalen dan hun voorgangers.³² Binnen de totale groep kopers was er geen consensus over een verkoopmoment of tot welke hoogte de koers moest worden gebracht en op voorhand was niet duidelijk of en hoeveel nieuwe beleggers zouden meewerken.³³ Ook nieuwe beleggers wisten niet of ze zouden meewerken met het omhoogdrijven van de koers of op de piek zouden instappen. Omdat partijen niet konden weten wanneer zij zouden meewerken en zij allemaal een individueel en reëel risico liepen om op de piek te kopen, is het mijns inziens moeilijk te betogen dat sprake is van een echte samenwerking. Indien de toezichthouder of de rechter anders oordeelt, of als blijkt dat er (sub) groepen waren die in samenwerking handelden, dan zal moeten worden aangetoond dat de gezamenlijke inspanningen de koers naar een abnormaal of kunstmatig niveau (hierna: kunstmatig koersniveau) hebben gebracht.³⁴ De vraag is – en dit is echt de kern van transactiemaniipulatie – wanneer sprake is van een kunstmatig koersniveau.

In de uitleg van de Nederlandse wetgever bij de implementatie van de Richtlijn Marktmissbruik,³⁵ de voorganger van de Verordening Marktmissbruik, is sprake van een kunstmatig koersniveau als een koers niet tot stand komt door een normale wisselwerking tussen vraag en aanbod.³⁶ Omdat een kunstmatige koers

per definitie een koers is die niet tot stand komt door een normale wisselwerking tussen vraag en aanbod, biedt deze uitleg weinig soelaas. Een andere uitleg van de Nederlandse wetgever is een koers die niet de economische werkelijkheid of daadwerkelijke waarde weerspiegelt.³⁷ De koers, de marktwaarde, is echter zelden gelijk aan de daadwerkelijk economische meetbare waarde van de onderneming – de fundamentele waarde – waardoor deze uitleg incompleet is. Bovendien biedt deze uitleg weinig houvast in tijden waarin de gehele aandelenmarkt oververhit is en de meeste koersen ver boven de economische werkelijkheid liggen, zoals momenteel het geval lijkt te zijn.

Hoe moet dan worden beoordeeld of sprake is van een kunstmatig koersniveau? Een vast criterium is helaas niet gegeven, maar het kan behulpzaam zijn om de informatiefunctie van een koers als uitgangspunt te nemen. Een koers is in feite het gemiddelde van waarderingen van alle marktdeelnemers – en daarmee alle relevante informatie die zij hebben gebruikt – uitgedrukt in een enkel cijfer. De gedachte is dat marktpartijen een inschatting maken van de aandeelwaarde en op basis daarvan transacties aangaan. Om alle marktpartijen nauwkeurig te informeren is het van belang dat de koers daadwerkelijk een reflectie is van wat de markt denkt dat het aandeel op dat moment waard is. Transacties die niet in lijn zijn met iemands *eigen* verwachtingen kunnen een koers tot stand brengen die een verkeerd beeld geeft van de verwachtingen en zijn daardoor manipulatief.³⁸ Daarom kan een normale koers worden gezien als het resultaat van oprechte handelingen en een kunstmatige koers als het resultaat van onoprechte handelingen. Of een partij wel of niet oprecht heeft gehandeld moet blijken uit de feiten en deze zijn per geval verschillend. Factoren die kunnen meespelen zijn bijvoorbeeld of de transacties vanuit economisch perspectief logisch zijn, of het handelspatroon gebruikelijk is althans goed kan worden verklaard, en of andere belangen of verplichtingen gemoeid zijn met het koersniveau.³⁹

Veruit de meesten op Wallstreetbets handelden in mijn optiek oprecht. Zij kochten de aandelen omdat zij ervan overtuigd waren dat GameStop daadwerkelijk meer waard was of meer waard zou worden

Veruit de meesten op Wallstreetbets handelden in mijn optiek oprecht. Zij kochten de aandelen omdat zij ervan overtuigd waren dat GameStop daadwerkelijk meer waard was of meer waard zou worden, hetgeen ook blijkt uit het feit dat de koers van GameStop vijf maanden na de achtbaan nog steeds bungelt tussen \$ 120 en \$ 340. Van een kunstmatige koers is mijns inziens dus geen sprake. Het is mogelijk anders als bijvoorbeeld in één van de subgroepen in samenwerking is besloten om gedurende een bepaalde periode en gespreid meerdere kleinere kooptransacties uit te voeren om de koers omhoog te drijven en later op één moment alles te verkopen. In dat geval lijken de kooptransacties niet oprecht.

3.3 Informatiemaniplatie

Informatiemaniplatie, zoals bedoeld in artikel 12(1)(c) Verordening Marktmissbruik, is in het kort 'het verspreiden van onjuiste of misleidende informatie die relevant is voor een of meer financiële instrumenten, wanneer de persoon die de informatie verspreidde, wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was'. Denk aan de situatie waarin een partij valse berichten plaatst op sociale media over een aandeel of de desbetreffende onderneming.⁴⁰

In tegenstelling tot transactiemaniplatie is informatiemaniplatie doorgaans wel 'haalbaar' voor particuliere beleggers. Iedereen kan onjuiste of misleidende informatie verspreiden en daarmee een (koers)invloed bewerkstelligen die niet is beperkt tot de individuele koopkracht van degene die de informatie verspreidde.⁴¹ Wat onder het begrip 'verspreiden' valt moet ruim worden opgevat.⁴² Hieronder valt dus ook het plaatsen van berichten op Wallstreetbets. Omdat op Wallstreetbets dagelijks tientallen berichten worden geplaatst met duizenden reacties, zal ik mij richten op waarschijnlijk de twee meest invloedrijke informatiebronnen ten tijde van de GameStop-affaire: de fundamentele analyse van Keith Gill en het bericht van een andere gebruiker op Wallstreetbets over de *short squeeze*.

In tegenstelling tot transactiemaniplatie is informatiemaniplatie doorgaans wel 'haalbaar' voor particuliere beleggers. Iedereen kan onjuiste of misleidende informatie verspreiden en daarmee een (koers)invloed bewerkstelligen

De berichten en analyses van Keith Gill waren voornamelijk gebaseerd op voor het publiek toegankelijke en juiste informatie, zoals kwartaalcijfers van GameStop. Daarnaast mag iedereen een mening hebben, ook waar het de waarde van aandelen betreft, zolang daarbij geen onjuiste feiten worden gegeven, feiten worden verdraaid of worden weggelaten. Van dit laatste lijkt geen sprake, maar als blijkt dat de berichten of analyses van Keith Gill toch op onjuiste of misleidende informatie leunden, dan moet worden bepaald of hij wist of had moeten weten dat de informatie onjuist of misleidend was.⁴³ Gelet op het handelsgedrag van Keith kan wel met enige zekerheid worden gezegd dat hij informatie gaf waarvan hij zelf ook overtuigd was. Keith Gill lijkt zich niet schuldig te hebben gemaakt aan informatiemaniplatie. Ook het bericht van de *short squeeze* bevatte informatie die voor het publiek toegankelijk was. Een *short squeeze* is een bekend fenomeen dat optreedt bij een hoog shortpercentage. Deze informatie was dus niet onjuist of misleidend en valt daardoor buiten het verbod op informatiemaniplatie.

Dat de twee meest invloedrijke berichten niet als informatiemaniplatie kwalificeren, betekent overigens niet dat er geen informatiemaniplatie heeft plaatsgevonden. Zoals gezegd, worden op Wallstreetbets dagelijks tientallen berichten geplaatst met

duizenden reacties. Hoewel Wallstreetbets in een van de *rules* informatiemaniplatie specifiek verbiedt, is niet uitgesloten, en wellicht zelfs aannemelijk, dat er tussen alle posts over GameStop in deze periode berichten zaten die wel kwalificeren als informatiemaniplatie.⁴⁴

4 Is aanvullende regulering nodig?

Uit voorgaande paragraaf mag duidelijk worden dat de gedragingen van de Wallstreetbets-gebruikers niet eenvoudig te scharen zijn onder marktmanipulatie zoals bedoeld in artikel 12 Verordening Marktmissbruik. Particuliere beleggers zijn over het algemeen niet groot genoeg om de markt naar hun hand te zetten en zolang zij oprecht handelen en niet bewust onjuiste of misleidende informatie verspreiden is er geen sprake van manipulatie. Met de komst van sociale media is het echter wel gemakkelijker geworden voor particuliere beleggers om hun krachten te bundelen en de markt te manipuleren in de bredere zin van het woord. Drie belangrijke ontwikkelingen die de GameStop-casus aan het licht heeft gebracht zijn de opkomst van particuliere beleggers, het fenomeen *short squeeze* en Wallstreetbets. De vraag is of voor deze drie ontwikkelingen (aanvullende) regulering nodig is om te voorkomen dat eenzelfde situatie zich voordoet op de Europese beurzen.

Met betrekking tot de opkomst van particuliere beleggers lijkt het verbod op marktmanipulatie manipulatieve handelingen aan te pakken, maar niet in de weg te staan van de oprechte interesse van de particuliere beleggers in GameStop en andere zogeheten 'meme stocks'

Wat mij betreft is de huidige regelgeving toereikend en vindt het verbod op marktmanipulatie bij alle drie de ontwikkelingen een redelijk goede balans tussen normale handel en marktmanipulatie. Met betrekking tot de opkomst van particuliere beleggers lijkt het verbod op marktmanipulatie manipulatieve handelingen aan te pakken, maar niet in de weg te staan van de oprechte interesse van de particuliere beleggers in GameStop en andere zogeheten 'meme stocks' – aandelen van ondernemingen die viraal gaan onder particuliere beleggers op sociale media.⁴⁵ Het lijkt mij goed dat de markt voor alle beleggers met allerlei interesses toegankelijk blijft. Of de particuliere beleggers er verstandig aan doen om mee te doen met de hype in 'speculatieve' beleggingen waarbij de winstgevendheid voornamelijk afhangt van goede timing (lees: geluk), is niet van belang in het kader van marktmissbruik.

Met betrekking tot de *short squeeze* lijkt het verbod de juiste aspecten van een *short squeeze* te reguleren. Een *short squeeze zelf* wordt niet gereguleerd, maar het uitlokken daarvan kan wel als marktmanipulatie kwalificeren als de significante koersstijging om de *short squeeze* te initiëren is

seerd met een nieuwe koper waardoor de opwaartse druk afneemt.

33 Het verkoopmoment is in dit geval van belang om te bepalen of sprake is van een samenwerking. Niet om te bepalen of een voordeel is behaald. Het behalen van een voordeel is namelijk geen vereiste uit art. 12 (1)(a)(ii) Verordening Marktmissbruik.

34 Volgens de *content guidelines* van Wallstreetbets is het overigens niet toegestaan om een bericht te plaatsen met het doel om de prijs te bewegen.

35 Richtlijn 2003/6/EG van het Europees Parlement en de Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (marktmissbruik), *PbEU* L 96 ('Richtlijn Marktmissbruik').

36 Zie art. 5:58 Wet op het financieel toezicht ('Wft') en *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 9.

37 Zie *Kamerstukken II* 2004/05, 29827, nr. 3, p. 10.

38 Het verbod op marktmanipulatie is neutraal geformuleerd en vereist geen subjectief bestanddeel zoals intentie. Desalniettemin denk ik dat het nagenoeg onmogelijk is om de kunstmatigheid van een koersniveau te bepalen zonder enige indicaties van intentie.

39 Zie ook: art. 12(3) Verordening Marktmissbruik en AFM 2017, p. 10-11.

40 Zie AFM 2017, p. 13. Zie over informatiemaniplatie en het doel van het verbod: M. Giltjes, 'Nikola Tesla en de coltrui-CEO: de gevaren van informatiemaniplatie. Vertrouwen van het beleggend of het algemeen publiek?', *MvO* 2021, afl. 1/2, p. 62-72.

41 Informatie heeft de potentie om in een betrekkelijk korte tijdsperiode de inschatting van iedere belegger te beïnvloeden en tot een stortvloed aan transacties te leiden zonder dat de verspreider zelf een transactie hoeft aan te gaan.

42 Zie art. 12 (1)(c) Verordening Marktmissbruik 'de verspreiding van informatie, via de media, met inbegrip van internet, of via andere kanalen [...]' en overweging 48 Verordening Marktmissbruik.

43 Met andere woorden: Keith had informatie moeten geven die indruist tegen zijn eigen mening. Zie overweging 47 Verordening Marktmissbruik.

44 Zie *Rule #3* www.reddit.com/r/wallstreetbets/.

45 Kenmerkend voor *meme*

stocks is de speculatieve aard van de aandelen met explosieve koersbewegingen die worden veroorzaakt door het beleggerssentiment van particuliere beleggers. Voor de desbetreffende ondernemingen is het overigens niet nadelig om een *meme stock* te zijn. Zo heeft GameStop in juni 2021 vijf miljoen nieuwe aandelen aan het publiek uitgegeven en daarbij \$ 1,1 miljard opgehaald.

46 Desinformatie is het bewust verspreiden van onjuiste of misleidende informatie.

47 L.G. O'Connor, 'Investors' information sharing and use in virtual communities', *Journal of the American Society for Information Science and Technology* (64) 2012, afl. 1, p. 44-45.

veroorzaakt door transactie- of informatiemanipulatie. Een *short squeeze* die is geïnitieerd door normale marktwerking, zoals door een positief bericht vanuit de onderneming (dit lijkt het geval te zijn bij GameStop), valt dus niet onder het verbod op marktmanipulatie. Dit lijkt mij juist, anders zou de koers van een bedrijf met een hoog shortpercentage nooit meer kunnen stijgen. Bovendien ben ik van mening dat het risico op een *short squeeze* essentieel is om een normale wisselwerking tussen vraag en aanbod te bevorderen door extreem hoge shortpercentages inherent afschrikkend te maken. Dat er in het geval van GameStop toch een *short squeeze* heeft kunnen plaatsvinden schrijf ik dan ook hoofdzakelijk toe aan een inschattingfout van de hedgefondsen. Deze partijen weten als geen ander hoe geavanceerde beleggingsstrategieën werken en zijn welbekend met de risico's van shortselling en het fenomeen *short squeeze*, maar hadden simpelweg de dreiging van particuliere beleggers ernstig onderschat.

Op de activiteiten van de Wallstreetbets-beleggers is het verbod op marktmanipulatie gewoon van toepassing. Internetfora hebben een relatief hoog gehalte onjuiste of misleidende informatie, maar dankzij het verbod op informatiemanipulatie kan desinformatie op fora die draaien om beurshandel worden geweerd.⁴⁶ Desalniettemin moeten gebruikers zich realiseren dat hun (doorgaans geanonimiseerde) medegebruikers en zogeheten 'financial influencers' geen gezaghebbende bronnen zijn.⁴⁷

Hedgefondsen weten als geen ander hoe geavanceerde beleggingsstrategieën werken en zijn welbekend met de risico's van shortselling en het fenomeen *short squeeze*, maar hadden simpelweg de dreiging van particuliere beleggers ernstig onderschat

Tot slot is er nog één aspect waarin het verbod op marktmanipulatie niet lijkt te voorzien. Dat is de rol van de beheerder van een dergelijk forum. De beheerders van Wallstreetbets hebben de bevoegdheid om berichten te verwijderen, en zouden dus een invloed kunnen uitoefenen op welke aandelen 'viraal gaan'. Aangezien het de beheerders is toegestaan om effecten aan te houden die op Wallstreetbets worden gepromoot en Wallstreetbets inmiddels een pagina is met meer dan 10,5 miljoen gebruikers, kan er dus sprake zijn van een enorm belangenconflict met risico op manipulatie. Of hier ook daadwerkelijk sprake van is geweest, zal nader moeten worden onderzocht.

Al met al lijkt het erop dat de particuliere beleggers eerlijk hebben meegespeeld.

ArsAequi Libri

Handboek

Leerboek financieel recht

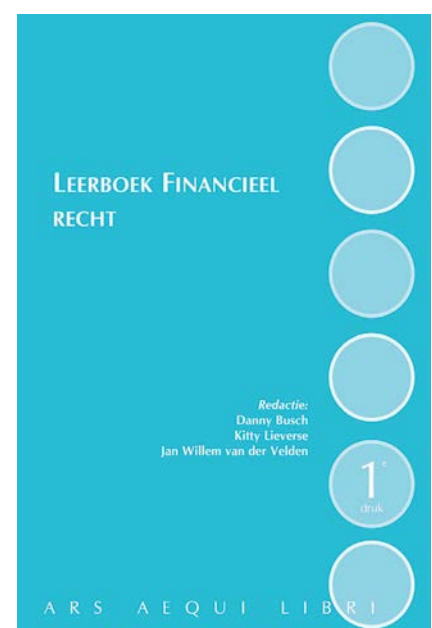
Dit Ars Aequi Leerboek Financieel Recht heeft tot doel het financieel recht op een voor rechtenstudenten begrijpelijke manier te bespreken. Het boek richt zich primair op rechtenstudenten in de masterfase, maar is ook geschikt voor andere rechtenstudenten en afgestudeerde juristen die voor het eerst in aanraking komen met het financieel recht.

Het uitgangspunt van dit leerboek is dat de lezer de financiële praktijk nog niet echt kent. Daarom wordt aan de hand van voorbeelden steeds duidelijk gemaakt wat voor entiteiten of activiteiten worden gereguleerd en waarom ze worden gereguleerd. Steeds wordt enkel de hoofdlijn geschetst, met de nodige concrete verwijzingen naar regelgeving en rechtspraak en enkele verwijzingen naar literatuur, zodat lezers die dat willen verder kunnen graven.

In dit leerboek is gekozen voor een ruime definitie van financieel recht:

De publiekrechtelijke én privaatrechtelijke regulering van de financiële sector en de daarop actieve spelers, zoals banken, verzekeraars, pensioenfondsen, beleggingsondernemingen en beleggingsinstellingen.

De diverse hoofdstukken zijn geschreven door gerenommeerde auteurs uit de wetenschap en de praktijk.



ISBN: 978-94-9319-918-7 | Red.: D. Busch, C.W.M. Lieverse, J.W.P.M. van der Velden | Prijs: € 79,50 | Druk: 1e druk 2021