

Tilburg University

Popper, GameStop en de retail manipulator

Nelemans, Matthijs

Published in:
Op zoek naar evenwicht

Publication date:
2021

Document Version
Publisher's PDF, also known as Version of record

[Link to publication in Tilburg University Research Portal](#)

Citation for published version (APA):
Nelemans, M. (2021). Popper, GameStop en de retail manipulator. In T. Kooijmans, J. Ouwerkerk, C. Rijken, & J. Simmelink (Eds.), *Op zoek naar evenwicht : Liber amicorum Marc Groenhuijsen* (pp. 549-561). Wolters Kluwer.

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Popper, GameStop en de retail manipulator

Matthijs Nelemans

1. Inleiding

Het is een groot voorrecht om een bijdrage te leveren aan het Liber Amicorum voor Marc Groenhuijsen. Deze bijdrage hoop ik persoonlijk te kunnen maken door twee interessegebieden van Marc aan elkaar te koppelen. Velen weten dat Marc een groot kenner is van het werk van Karl Popper. Ik hoef daarvoor maar te verwijzen naar zijn artikel ‘De criticus gekritiseerd’ in het NJB van 1982 dat ik in verband met deze bijdrage met groot plezier weer een keer heb gelezen.¹ Marc heeft daarnaast ook altijd een bijzondere interesse gehad in het financieel-economisch strafrecht. Het boek ‘Strafbaar misbruik van voorwetenschap en “Chinese Walls”² was zijn tijd ver vooruit en zijn artikel over de kanteling in de aanpak van witteboordencriminaliteit uit 2010 heeft met een goed gevoel voor timing een trend benoemd die zich daarna bijna lineair heeft voortgezet.³

In deze bijdrage wil ik volgens de epistemologische lijnen van Popper proberen bestaande opvattingen (waaronder mijn eigen opvatting) over transactiemanipulatie te toetsen. De aanleiding hiervoor zijn de recente ontwikkelingen rondom het aandeel GameStop in de Verenigde Staten. GameStop is een Amerikaanse winkelketen gericht op de verkoop van videospellen. De koers van het aandeel steeg in januari 2021 van USD 17,25 naar USD 347,51. Een dergelijk grote koersstijging is hoogst ongebruikelijk. De zaak heeft nogal wat losgemaakt in de Verenigde Staten. Zo zijn er uitspraken gedaan door vele gezaghebbende personen: de persvoorzitter van het Witte Huis, Senator Elizabeth Warren, de voorzitter van

1 M.S. Groenhuijsen, ‘De criticus gekritiseerd: Van Eikema Hommes over Popper’, *NJB*, 1982/57(6), p. 161-170.

2 M.S. Groenhuijsen, *Strafbaar misbruik van voorwetenschap en ‘Chinese Walls’*, NIBE-bankjuridische reeks; No. 9, Amsterdam: Nederlands Instituut voor het Bank- en Effectenbedrijf 1991.

3 M.S. Groenhuijsen, ‘Berechting en bestraffing van witte boorden-criminelen in Nederland’, *DD* 2010/50.

de SEC, Amerikaanse hoogleraren en prominente advocaten. Ik zal hieronder de GameStop-kwestie uiteenzetten. Voor nu wil ik eerst de centrale vraag van deze bijdrage formuleren: *In hoeverre wordt de dominante opvatting over transactiemaniplatie weerlegd door de GameStop casus?*

De opbouw van deze bijdrage is als volgt. Eerst zal ik een korte samenvatting geven van de GameStop saga (paragraaf 2). Vervolgens zal ik de dominante opvatting over transactiemaniplatie beschrijven en aan een kritische test onderwerpen op basis van de GameStop casus (paragraaf 3). In paragraaf 4 zal ik reflecteren op mijn eigen voorstellen uit 2008. Paragraaf 5 bevat een conclusie.⁴

2. De GameStop saga

Ondanks dat de Amerikaanse GameStop winkelketen zich met de verkoop van videospellen in een groeiemarkt beweegt, heeft GameStop op de financiële markten lang een onzichtbaar bestaan geleid. In feite opereert GameStop in de oude economie, in de zin dat het vooral fysieke, *brick&mortar* winkels heeft terwijl steeds meer videospellen online worden aangeboden. Het ging dus al een tijd minder goed met het bedrijf. De volgende gebeurtenissen vonden recent plaats:⁵

- Op 8 december 2020 publiceerde GameStop slechte resultaten die verband hielden met de coronacrisis en sterke concurrentie van online aanbieders van videospellen.
- Op 3 januari 2021 was de koers van het aandeel GameStop USD 17,25.
- Op 11 januari 2021 werden enkele nieuwe executives aangekondigd die de resultaten moesten gaan ombuigen via een onlinestrategie.
- Rondom die periode was er een actieve discussie op een Reddit forum (WallStreetBets) tussen forumgebruikers over de koers van het aandeel GameStop. Veel kleine handelaren bespraken de potentie van het aandeel en dit creëerde een *buzz* rondom het aandeel. De koers van het aandeel begon op te lopen.
- Op 14 januari 2021 steeg de koers verder naar USD 39,91.
- Rondom die tijd was de richtkoers van analisten voor het aandeel USD 12,50. Door het verschil van de koers ten opzichte van de richtkoers deden professionele partijen hun intrede. Hedgefondsen stapten in door aandelen GameStop te shorten, dat wil zeggen het inlenen van

⁴ Het is mijn voornemen om de inhoud van deze bijdrage verder uit te werken tot een langer artikel.

⁵ Zie o.m. Reuters, *Timeline: GameStop's 1,600% surge in retail investor vs hedge fund battle*, 27 januari 2021 (te bekijken op www.reuters.com).

andere marktpartijen om deze tegen de hoge koers van rond de USD 40 te verkopen en om deze dan vervolgens (na de verwachte koersdaling) tegen een lagere koers te kunnen inkopen en terugleveren.

- Op 22 januari 2021 steeg de koers verder naar USD 65,01.
- Op 25 januari 2021 steeg de koers verder naar USD 147,98.
- Op 26 januari 2021 twitterde Elon Musk ‘Gamestonk!!’, waarna de Reddit gemeenschap nog meer op het aandeel GameStop dook (NB: stonk is *slang* voor aandelen).
- Op 27 januari 2021 steeg de koers verder naar USD 347,51. Als gevolg van deze sterke stijging werden twee hedgefondsen met een short positie gedwongen om hun posities te sluiten met een groot verlies. Ze waren schaakmat gezet door de retailbeleggers.
- Op 28 januari 2021 besloot Robinhood, de online broker die veel jonge retailbeleggers in de Verenigde Staten gebruiken, dat klanten geen aandelen GameStop meer konden kopen.
- Op 29 januari 2021 waren er nog een paar prijsuitschieters en werd het verlies van de hedgefondsen geschat op USD 5 miljard.

Vanaf 1 februari 2021 liep de koers sterk terug. Dus daar waar de richtprijs voor een aandeel GameStop op USD 12,50 lag, was de koers op 27 januari 2021 opgelopen tot USD 347,51. Zie voor het koersverloop de onderstaande grafiek (Figuur 1).



Figuur 1: Koers GameStop in januari en februari 2021 (bron: The New York Times)

3. Een kritische toets van de dominante opvatting over transactiemani­pula­tie

In de inleiding verwees ik al naar een toets langs de epistemologische lijnen van Popper. Hieronder zal ik eerst uiteenzetten wat ik hieronder versta (paragraaf 3.1). Daarna ga ik in op de dominante opvatting over transactiemani­pula­tie (paragraaf 3.2). Ik sluit af met een toetsing ervan (paragraaf 3.3).

3.1 *Het toetsen van een juridische opvatting c.q. wetsartikel*

Het werk van Popper is uiteraard met name begaan met het wetenschap­pe­lijke karakter van theorieën en niet zozeer met de kwaliteit van juri­dische opvattingen of juistheid van wetsartikelen. Echter, met het volgen van de lijnen van het epistemologische gedachtegoed van Popper kun­nen wel enkele uitspraken worden gedaan over juridische opvattingen die helpen om de subjectieve standpunten van een rechtsgeleerde te laten overstijgen. Zo is het van belang dat we kritisch blijven kijken naar juridische opvattingen door te toetsen of zij bijdragen aan de gestelde doelstellingen. Daarbij dient niet te worden gezocht naar confirmaties.⁶ Het heeft meer zin om te proberen opvattingen over recht, indien nodig genadeloos, te ontkrachten. Daar zit de vooruitgang, in het ontkrachten of het weerleggen van opvattingen. Marc heeft de waarde van Popper voor de rechtswetenschappen treffend geformuleerd, waaronder ook de waarde voor uitspraken óver recht: ‘In de sector uitspraken óver recht staat een cognitieve doelstelling voorop; het streven is gericht op ware uitspraken over rechtsverschijnselen. Bij dergelijke aanspraken ligt het voor de hand dat onjuistheid sneller aannemelijk is te maken dan juist­heid.’⁷

In het navolgende zal ik ingaan op de vraag in hoeverre de dominante opvatting over transactiemani­pula­tie wordt weerlegd door de GameStop saga. Ik richt me daarbij op de Amerikaanse manipula­tie­bepalingen, omdat die de dominante opvatting hebben gevoed en de GameStop casus zich in de Verenigde Staten heeft afgespeeld. Langs voornoemde denk­lijnen ben ik benieuwd of de Amerikaanse bepalingen door het ijs zakken, in de zin dat ze het GameStop handelsgedrag niet omvatten. Daarbij is de aanname, maar wel breed gedragen, dat dit soort handelsgedrag (waar­door de koers sterk wordt weggedreven van de fundamentele waarde)

6 K.R. Popper, *De groei van kennis*, Boom: Amsterdam 2002, p. 78.

7 Groenhuijsen 1982, p. 69.

ongewenst c.q. schadelijk is en derhalve in beginsel zou moeten zijn of worden verboden.⁸

3.2 De dominante opvatting over transactiemaniplatie

De dominante opvatting over transactiemaniplatie is dat de objectieve zijde van het gedrag lastig te formuleren is en dat daarom meer moet worden geleund op de subjectieve zijde. De *actus reus* is eenvoudig: dat is het verrichten van één of meer transacties in aandelen of andere financiële instrumenten. De discussie begint bij de weging van de gevolgen van de transacties. Het is namelijk niet verboden om invloed te hebben op de koers. De vraag is dus in wezen wanneer invloed normaal is en wanneer de invloed te bestempelen is als manipulatatie van de koers. Onder de Amerikaanse wetgeving wordt het omslagpunt met name bereikt wanneer de koersinvloed wordt uitgeoefend (i) met de intentie om andere handelaren te misleiden⁹ of (ii) door middel van de inzet van kunstgrepen.^{10/11}

In de kern is de objectieve kant van transactiemaniplatie, bestaande uit de *actus reus* en de gevolgen daarvan, onder de Amerikaanse wetgeving ruim geformuleerd. Dit wordt (over)gecompenseerd door de aandacht te verleggen naar de subjectieve zijde van het gedrag, namelijk de intentie om te manipuleren. Ook in de wetenschap bestaat een lijn van denken die erop neerkomt dat transactiemaniplatie niet objectief gedefinieerd zou kunnen worden. Fischel en Ross hebben in een bekend artikel beargumenteerd dat “there is no objective definition of manipulation” en “[t]he only definition that makes any sense is subjective”.¹² In 2008 heb

8 Zie voor de schadelijke effecten van transactiemaniplatie M. Nelemans, ‘Redefining Trade-Based Market Manipulation’, 42 Val. U. L. Rev. 1169 *TILEC* 2008, p. 1190-1198. Zie daarover verder ook L.R. Fox, G. G. Glosten & G.V. Rauterberg, ‘Stock Market Manipulation and Its Regulation’, 35 Yale J. On Reg. 67 2018, p. 94-104 en G.-F.S. Fletcher, ‘Legitimate Yet Manipulative: The Conundrum of Open-Market Manipulation’, 68 Duke L. J. 479 2018, p. 519-535.

9 Section 9(a)(2) van de Securities Exchange Act is van toepassing op het inflateren of deflateren van de koers “for the purpose of inducing the purchase or sale of such security by others”.

10 Section 10(b) van de Securities Exchange Act en Rule 10b-5 zijn van toepassing op “any manipulative or deceptive device or contrivance” en “any act [...] which operates [...] as a fraud or deceit upon any person”.

11 Ook in andere landen zien we bestanddelen om de manipulatieve natuur van het gedrag handen en voeten te geven. In de Europese Unie en Australië ligt de focus op de kunstmatigheid van de koers.

12 D.R. Fischel & D.J. Ross, *Should the Law Prohibit “Manipulation” in Financial Markets?*, 105 Harv. L. Rev. 503 (1991).

ik een artikel geschreven waarin de gebreken en risico's van de Amerikaanse wetgeving uiteen zijn gezet.¹³ Daarin heb ik ook de stelling van Fischel en Ross becommentarieerd. Ik kom later in deze bijdrage nog terug op mijn artikel.

3.3 *Het toetsen van de dominante opvatting*

Eerst wil ik de hiervoor geschetste dominante opvatting over transactiemanipulatie toetsen aan de hand van de GameStop saga. Het testen van de Amerikaanse wetgeving aan de hand van de GameStop casus is interessant omdat er evident sprake is van het wegdrijven van de koers van de fundamentele waarde en daarmee schadelijk gedrag. Je zou denken dat dit gewoon onder de Amerikaanse manipulatiebepalingen zou moeten kunnen worden geschaard. Volgens de meeste Amerikaanse experts is dat echter niet het geval. Blijkens de publieke discussie bieden de manipulatiebepalingen weinig goede aanknopingspunten om tot een vervolging over te gaan. Het is zoeken naar grip. Een deel van de experts volgt – in mijn optiek ten onrechte – de lijn dat het GameStop gedrag primair informatiemanipulatie zou kunnen zijn.¹⁴ Deze forumberichten gingen niet direct over de *fundamentals* van GameStop maar over een geloof dat Wall Street zou zijn te verslaan. Het is daarom lastig te spreken van onjuiste of misleidende berichtgeving over een specifiek aandeel. Het werkelijke punt, geredeneerd vanuit de schadelijkheid van het gedrag, is dat handelaren de koers enorm hebben weggedreven van de fundamentele waarde van het aandeel. Men zou dus verwachten dat ook wordt gezien in hoeverre sprake was van transactiemanipulatie. De opmerkingen hierover zijn spaarzaam. Rauterberg wijst wel op transactiemanipulatie maar geeft daarbij aan dat dit lastig wordt.¹⁵

Het zoekende gedrag van Amerikaanse experts verbaast niet. De GameStop saga legt het probleem van de Amerikaanse wetgeving bloot, maar dat probleem bestaat al langer. Waarom wordt dit nu zichtbaar? De GameStop zaak kent een aantal unieke eigenschappen:

13 Nelemans 2008.

14 Zie Coffee in Fox Business, Proving manipulation GameStop will be tough for SEC, 30 januari 2021 (te bekijken op www.foxbusiness.com). Zie verder Grundfest in Financial Times, GameStop mania: why Reddit traders are unlikely to face prosecution, 31 januari 2021 (te bekijken op www.ft.com) en Fried in Reuters, Analysis: GameStop's 'Reddit rally' puts scrutiny on social media forums, 30 januari 2021 (te bekijken op www.reuters.com).

15 Press Bolt News, Will the SEC sue GameStop traders? The case could pose a 'super weird' challenge, 29 januari 2021 (te bekijken op www.pressboltnews.com)

- Het gaat om veel kleine retailbeleggers (naast professionele beleggers) die op zichzelf beperkte impact hebben op de koers, maar als geheel wel de koers tot grote hoogten hebben gebracht.
- Veel retailbeleggers hadden geen intentie om de koers te beïnvloeden, maar werden meegenomen in het koopenthousiasme of de wil om *hedge funds* collectief een hak te zetten.
- Er werd op het Reddit forum (WallStreetBets) en in de media openlijk gesproken door de retailbeleggers, dus geen heimelijke strategie.

De Amerikaanse wetgeving is daarvoor niet goed uitgerust:

- De verbodsbepalingen zijn gericht op het inflateren of deflateren van de koers door een persoon, maar niet door een grote groep beleggers. Er is geen goed (theoretisch) kader om bij een grote groep beleggers eenieders persoonlijke koersinvloed te bepalen.
- De verbodsbepalingen leunen zwaar op de intentie om de koers te beïnvloeden of anderen te misleiden. Dat wreekt zich nu in de GameStop zaak.
- De verbodsbepalingen hebben nog een achtervang als er sprake is van kunstgrepen, maar dat is in de GameStop zaak niet meteen het geval.

Ik denk dat de GameStop casus nu eindelijk blootlegt dat de Amerikaanse verbodsbepalingen en de daarbinnen gevoerde lijn van transactiemaniplatie beter zouden kunnen worden herzien. Dat heb ik in 2008 geschreven en toen heb ik ook voorstellen gedaan. Het is wellicht interessant om te zien of mijn voorstellen het zouden houden in de context van de GameStop saga. Volgens het gedachtegoed van Popper zou een bevestiging dat mijn voorstellen standhouden niet zo veel betekenis moeten worden toegedicht. Zou de GameStop casus het nut van mijn voorstellen weerleggen, dan is dat pure winst. Ongeacht de uitkomst, zullen we moeten blijven discussiëren over onze opvattingen over transactiemaniplatie.

4. Enige kritische zelfreflectie

In het voorafgaande zijn de zwakke plekken van de Amerikaanse wetgeving aangestipt. Ik wil nu mijn voorstellen uit 2008 aan een kritische toets blootstellen. Ik zal daartoe eerst mijn 2008-voorstellen in samengevatte vorm beschrijven (paragraaf 4.1) en daarna deze voorstellen toetsen aan de hand van de GameStop casus (paragraaf 4.2).

4.1 De 2008-voorstellen

In mijn artikel 'Redefining trade-based market manipulation' heb ik een geobjectiveerde definitie van transactiemaniplatie voorgesteld

gebaseerd op de maatschappelijke kosten van bepaalde transacties.¹⁶ Dit artikel is afgeleid van een aantal bevindingen in mijn proefschrift.¹⁷ In dit artikel heb ik betoogd dat de kern van transactiemanipulatie het beste kan worden omschreven als het uitoefenen van ongedekte koersdruk (*exercising unsupported price pressure*). Dit houdt in het kort in dat het onder bepaalde omstandigheden verboden zou moeten zijn dat een handelaar zonder te beschikken over informatie met zijn transacties impact heeft op de koers van een aandeel. De grondgedachte daarbij is dat in beginsel niemand erbij gebaat is als de koers van de fundamentele waarde wordt weggedreven. Het gebruik van de ongedekte koersdrukstandaard heeft een aantal voordelen. Anders dan in de Amerikaanse opvatting, wordt daarmee:

- de individuele bijdrage aan de totale prijssimpact afgebakend;
- de aandacht gelegd op de kwaliteit van de prijssimpact en niet op de misleiding van derden; en
- de grens tussen legale en illegale transacties gebaseerd op objectieve kenmerken en niet afhankelijk gemaakt van de *mens rea*.

4.1.1 Het afbakenen van individueel handelsgedrag

De individuele bijdrage van iemand aan de totale koersverandering heb ik in het 2008-artikel aangeduid als koersdruk. Ter illustratie van het idee van koersdruk, geef ik een kort voorbeeld. Stel dat drie handelaren (X, Y en Z) relevante koersdruk uitoefenen (X', Y' en Z') binnen een bepaald interval. De toezichthouder verdenkt X van manipulatie door het uitoefenen van X' en onderzoekt hoe de drie handelaren en hun koersdruk de koersverandering kunnen verklaren, zodat de toezichthouder een betrouwbare afbakening heeft van de omvang van X'. De toezichthouder bepaalt eerst de koers voorafgaand aan de vermoedelijke manipulatie op t. Vervolgens bepaalt hij de waarden X', Y' en Z' tussen t en t+i om de aandelenkoers op t+i te verklaren. De waarden X', Y' en Z' zijn positief voor opwaartse koersdruk, negatief voor neerwaartse koersdruk en nul voor geen prijssdruk. De relatie tussen de drie soorten koersdruk en de totale koersverandering is weergegeven in de volgende vergelijking:

$$Stockprice_{t+i} - Stockprice_t = X' + Y' + Z' = \sum_{h=1}^i x_{t+h} + \sum_{h=1}^i y_{t+h} + \sum_{h=2}^i z_{t+h}$$

¹⁶ Zie voetnoot 8.

¹⁷ M. Nelemans, *Het verbod van marktmanipulatie*, Deventer: Kluwer 2007.

In de praktijk kan een toezichthouder op basis van het orderboek, de ingeleigde orders en de verrichte transacties benaderen welke koersdruk de individuele handelaren hebben uitgeoefend. Voor nu wordt aangenomen dat de toezichthouder concludeert dat X' , Y' , en Z' de volgende waarden hebben: + USD 4, - USD 2 en + USD 1, terwijl de totale prijsverandering + USD 3 is. Om te beoordelen of X inderdaad een manipulator is, zal de toezichthouder een normatief oordeel dienen te geven over X' (+ USD 4). Dit zal worden toegelicht in paragraaf 4.1.2.

4.1.2 Het vaststellen van de kwaliteit van de prijssimpact

Een van de verschillen tussen een manipulator en een 'normale' handelaar is de kwaliteit van de koersdruk. Net zoals informatie in kwaliteit kan verschillen, kan koersdruk van hoge of lage kwaliteit zijn. In het 2008-artikel gebruik ik de term 'ongedekte koersdruk' voor koersdruk met een lage kwaliteit. Dat wil zeggen dat een handelaar ongedekte koersdruk uitoefent wanneer hij niet over voldoende informatie beschikt om de koersdruk te rechtvaardigen. Logischerwijs gebruik ik de term 'gedekte koersdruk' voor koersdruk van een hoge kwaliteit. Handelaren oefenen gedekte koersdruk uit wanneer ze voldoende informatie hebben om hun koersdruk te rechtvaardigen. Ongedekte koersdruk kan tot maatschappelijke kosten leiden, omdat de koersimpact gedeeltelijk of geheel ongegrond is. Omgekeerd is het redelijk om aan te nemen dat gedekte koersdruk niet resulteert in maatschappelijke kosten, omdat deze handel bijdraagt aan de efficiëntie van koersen. Anders gesteld: ongedekte koersdruk is een *sine qua non* voorwaarde voor manipulatie.

Over de jaren heb ik de nodige vragen ontvangen die veelal te maken hebben met het achterhalen van de informatiepositie van de verdachte. Het is evident dat een toezichthouder nauwelijks in staat is de informatiepositie van de verdachte op het moment van handelen te bepalen. Bij handel met voorwetenschap is dat al lastig (hoewel het dan om een afgebakende set belangrijke informatie gaat), laat staan bij marktmanipulatie. De toezichthouder staat dus voor een formidabele taak. Daarom zal hij indirect bewijs moeten verzamelen over de waarschijnlijkheid van een onvoldoende informatiepositie, door de veronderstelde informatiepositie af te leiden van de kenmerken van de transacties en de belangen van de handelaar. Bij manipulatie wordt in de meeste gevallen niet ontkomen aan indirect bewijs. Dat is nu ook reeds de praktijk. Alleen stel ik voor dat dit indirecte bewijs moet wijzen op een onvoldoende informatiepositie, terwijl dit indirecte bewijs thans doorgaans wordt gebruikt om

de manipulatieve intentie van de handelaar vast te stellen, hetgeen zoals uitgelegd geen goed demarcatiecriterium voor manipulatie is.¹⁸

Zoals ik in het 2008-artikel heb opgemerkt, zal een toezichthouder in veel gevallen de informatiepositie van de verdachte niet precies kunnen bepalen, maar wel kunnen concluderen dat de informatiepositie van de verdachte hoogstwaarschijnlijk onvoldoende was om de uitgeoefende koersdruk te rechtvaardigen. Dit is bijvoorbeeld het geval indien een marktdeelnemer in een korte tijd uitzonderlijke koersdruk uitoefent (met bijvoorbeeld een koersverandering van +10% tot gevolg) of wanneer een marktdeelnemer buitengewoon gedrag vertoont dat gepaard gaat met relevante koersdruk en een verwachte winst.¹⁹ In die gevallen is mogelijk te beargumenteren dat de uitgeoefende koersdruk hoogstwaarschijnlijk niet kan worden verantwoord met informatie, maar dat de koersdruk is ingegeven door andere overwegingen. Dan is het aan de verdachte om argumenten aan te dragen dat er geen ongedekte koersdruk is uitgeoefend. Het is ook mogelijk dat hij argumenten aandraagt dat eventuele lichte ongedekte koersdruk onder de materialiteitsgrens valt. Voorts zou hij onder omstandigheden kunnen aanvoeren dat die noodzakelijk was. Daarbij zou bijvoorbeeld kunnen worden gedacht aan een handelaar die genoodzaakt is om snel zijn aandelen te verkopen omdat hij direct contanten nodig heeft of een handelaar die snel zijn portefeuille moet diversifiëren omdat de risico's niet goed verdeeld zijn, en daarbij lichte ongedekte koersdruk op de koop toeneemt.

4.1.3 De mens rea is bijzaak

In het 2008-artikel laat ik zien dat de wetgever manipulatie objectief kan definiëren, en dat de *mens rea* in het manipulatieverbod vooral bedoeld zou moeten zijn om de schuldvraag te beantwoorden. In hoeverre heeft de manipulator schuld aan de ongedekte koersdruk? Op deze wijze kan bijvoorbeeld rekening worden gehouden met handelaren die abusievelijk een verkeerd getal invoeren bij het plaatsen van de order en daardoor ongedekte koersdruk uitoefenen.

4.2 Het toetsen van de 2008-voorstellen

Hieronder wil ik bezien of de voorstellen standhouden in de context van GameStop. Ik doe dat aan de hand van de drie unieke eigenschappen van de GameStop casus zoals genoemd in paragraaf 3.3.

¹⁸ Nelemans 2008, p. 1171-1176.

¹⁹ Ibid., p. 1188.

Veel kleine retailbeleggers (naast professionele beleggers)

In het 2008-artikel heb ik de relevantie van het afpellen van eenieders bijdrage aan de koersverandering uitgewerkt en een model van een simpele markt met drie handelaren (X, Y en Z) uitgelegd, zoals samengevat in paragraaf 4.1.1. In de GameStop zaak zal het uiteraard gaan om een markt met veel meer handelaren, hetgeen de analyse complexer zal maken, maar het principe blijft volledig staan dat de toezichthouder per handelaar zal moeten onderzoeken hoe groot de door de specifieke handelaar uitgeoefende koersdruk is geweest.

Een groot deel van de retailbeleggers zal onbeduidende koersdruk hebben uitgeoefend. Er zullen ook partijen zijn die door agressieve inkopen wel koersdruk hebben uitgeoefend, mogelijk speculerend op een verdere koersstijging. Uiteraard kan hierbij door de toezichthouder een praktische aanpak worden gevolgd door een indeling te maken naar de omvang van de uitgeoefende koersdruk. Zo kan de toezichthouder ervoor kiezen om alleen marktpartijen te gaan onderzoeken die een koersdruk van bijvoorbeeld meer dan USD 2, 5, 10 of 20 hebben uitgeoefend. Dan wordt bij de inzet van de onderzoekscapaciteit gebruik gemaakt van een drempelwaarde of, zoals deze in de Verenigde Staten vaak wordt aangeduid, een *materiality standard*.²⁰

Geen intentie om de koers te beïnvloeden

De insteek van de ongedekte koersdruk zou in de GameStop casus goed van pas zijn gekomen. Waarom? Omdat deze geobjectiveerde definitie van manipulatie niet afhankelijk is gesteld van de intentie waarmee handelaren hebben gekocht. Daarnaast is het in de GameStop zaak betrekkelijk eenvoudig aan te tonen dat er geen nieuws rondom GameStop naar buiten is gekomen waarmee een dergelijke sterke koersstijging kon worden verantwoord. De autoriteiten kunnen dus leunen op de werkhypothese dat de handelaren die koersdruk hebben uitgeoefend, al dan niet boven een drempel, deze koersdruk niet konden verantwoorden met informatie over GameStop.²¹

20 Zie voor toepassing van een dergelijke materialiteitstoets Nelemans 2008, p. 1202-1206.

21 Mogelijk dat er bewijs is dat enkele beleggers bewust de koers naar een bepaald niveau hebben willen drukken om ervoor te zorgen dat de *hedge funds* hun posities gedwongen moesten sluiten. Dan is dat voor deze specifieke beleggers nog aanvullend bewijs dat ze ongedekte koersdruk hebben uitgeoefend.

Een terechte vraag die dan zou kunnen worden opgeworpen is of handelaren niet sterk mogen kopen (met koersdruk tot gevolg) als zij vermoeden dat de markt 'nuts' gaat en er veel mensen tegen nog hogere prijzen zullen gaan kopen. Speculatie is een belangrijk onderdeel van de financiële markten. Het zorgt voor liquiditeit en draagt bij aan prijsvorming. Regelmatig is speculatie gebaseerd op markt- en/of handelsinformatie en ligt er een informatiebasis aan ten grondslag over waar de markt heen gaat bewegen. Speculatie kan dus bijdragen aan een goede prijsvorming. Het punt is evenwel dat ook een speculant in beginsel geen koersdruk wil uitoefenen omdat hij tegen een zo gunstig mogelijke koers zijn belang wil op- of afbouwen. Mogelijk dat hij een grote correctie verwacht, snel wil handelen en dat hij enige koersdruk op de koop toeneemt. Dan is er een rationele en informationele verklaring voor de koersdruk, ook als de verwachte beweging uiteindelijk niet inzet.

In feite zijn er verschillende soorten speculanten en is het voor een goede analyse van belang om een onderscheid aan te brengen op basis van hun informatiepositie. Ik onderscheid de volgende drie speculanten met verschillende informatieposities:

- Als een speculant beschikt over markt- en/of handelsinformatie die wijst op een aanstaande koersstijging, kan hij daarop anticiperen en zou hij eventueel (hoewel hij dat doorgaans liever niet wil) enige koersdruk op de koop kunnen toenemen. De speculant probeert in dat geval in wezen te anticiperen op (hopelijk) geïnformeerde handelaren of geïnformeerde trends en wil dat mogelijk snel doen met agressieve aankopen. Dit kan ten goede komen aan de prijsvorming doordat koersen zich sneller aanpassen. De speculant zal zijn koersdruk dan wel moeten beperken tot zijn informatiepositie.
- Als een speculant weet of zou moeten weten dat anderen de koers aan het manipuleren zijn of sterk wegdrijven van de *fundamentals*, mag hij niet zelf ook koersdruk uitoefenen omdat de speculant dan per definitie ongedekte koersdruk uitoefent en bijdraagt aan het verder wegdrijven van de koers. Dit levert een negatieve bijdrage aan de prijsvorming.
- Als de speculant geen enkele informatie heeft (of non-informatie) is het speculeren van de handelaar niet meer dan gokken. In dat geval mag een handelaar in principe geen koersdruk uitoefenen, omdat die per definitie ongedekt is.

In de praktijk zullen bepaalde vormen van speculatie wellicht niet eenvoudig zijn in te delen in één van deze categorieën en speelt ook de materialiteit van de koersdruk een rol. Echter, in de GameStop casus is dat

wel mogelijk vanwege de uitzonderlijke kenmerken, namelijk de sterke koersstijging die zelfs niet met de meest optimistische economische indicatoren (of lage rentestanden) kon worden verklaard en waarbij het voor handelaren vanaf een zeker koersniveau duidelijk moet zijn geweest dat de koers werd weggedreven van de *fundamentals*. De toezichthouders en autoriteiten zouden dan ook de lijn kunnen volgen dat de handelaren die aanzienlijke koersdruk hebben uitgeoefend en zich beroepen op speculatie (of de *fear of missing out*), wel gewoon ongedekte koersdruk hebben uitgeoefend en het verbod hebben overtreden.

Geen heimelijke strategie

Het laatste punt is het ontbreken van een heimelijke strategie. Zoals opgemerkt, werd op het Reddit forum (WallStreetBets) en in de media openlijk over het aandeel en de transacties gesproken door de retailbeleggers. Dit maakt het lastig voor de Amerikaanse autoriteiten om de lijn van een heimelijke strategie te volgen. Met de ongedekte koersdruk standaard is dat ook niet nodig, omdat dan wordt gekeken naar de kwaliteit van de koersdruk.

5. Conclusie

Het vertrekpunt van deze bijdrage was de volgende centrale vraag: “In hoeverre wordt de dominante opvatting over transactiemaniplatie weerlegd door de GameStop casus?”

Op basis van bovenstaande analyse, ben ik van oordeel dat de GameStop saga goed blootlegt dat de Amerikaanse benadering van transactiemaniplatie lang te weinig aandacht heeft gehad voor de objectieve zijde van het gedrag en te veel heeft geleund op de subjectieve zijde. Dat heb ik in 2008 geschreven en toen heb ik ook een geobjectiveerde definitie van transactiemaniplatie voorgesteld op basis van de ongedekte koersdruk standaard. Dit 2008-voorstel is in deze bijdrage getoetst aan de hand van de GameStop casus. Het lijkt erop dat de ongedekte koersdruk standaard goed standhoudt in deze casus. Volgens het gedachtegoed van Popper moeten we deze bevestiging evenwel niet zo veel betekenis toedichten. Het is slechts een confirmatie. Wel kunnen we concluderen – hoewel daar al langer indicaties voor zijn – dat de Amerikaanse manipulatiebepalingen gebrekkig zijn, nu ze naar verwachting niet succesvol kunnen worden ingezet in de GameStop zaak.