



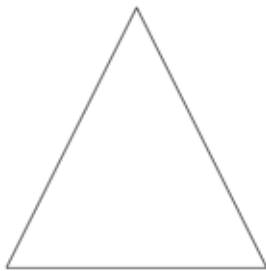
GameStop – Power to the Players?

Prof. Dr. Christoph J. Börner, Lehrstuhl für BWL, insb. Finanzdienstleistungen

Executive Summary

Der Kurs der GameStop-Aktie explodierte im Zuge eines Short Squeeze von 18,84 USD Ende 2020 auf ein Maximum von 483 USD am 28. Januar 2021. Obwohl der Blick auf den Kurs der Volkswagen-Aktie im Oktober 2008 einen ähnlichen Eindruck wie die Entwicklung der GameStop-Aktie im Januar 2021 erwecken könnte, unterscheidet sich der vorliegende Fall des GameStop-"Short Squeeze" im Jahr 2021 grundlegend von dem Fall Volkswagen (Allen et al. 2017). Weder das betroffene Unternehmen GameStop noch mit ihm verbundene Unternehmen oder andere professionelle Investoren sind als Haupttreiber in den Short Squeeze involviert. Stattdessen zeichnet sich ein neues Phänomen ab:

Herdenverhalten



Internet-Plattformen

Transaktionskosten

Ein wirtschaftlich angeschlagener Spielehändler wird von Hedgefonds leerverkauft und opponierende, dezentral organisierte Nutzer eines Online-Forums, die die traditionell unkoordinierten Kleinanleger repräsentieren, kämpfen dagegen. Dieses Phänomen wird sowohl von finanziellen als auch von technologischen Innovationen begleitet und wurde daher von einer neuartigen Konfiguration treibender Faktoren begünstigt.

Inhalt

Entwicklung des Aktienkurses von GameStop	2
Neue Konfiguration treibender Faktoren	4
Handelsplattformen mit geringen Transaktionskosten	4
Herdenverhalten und Preisanomalien	5
Eine aufstrebende Internet-Community	6

Entwicklung des Aktienkurses von GameStop

GameStop Corp. (NYSE: GME) ist ein US-amerikanisches Unternehmen, das als digitaler Omni-Channel-Einzelhändler Spiele und Unterhaltungsprodukte in mehr als 5.000 Filialen und über Online-Vertriebswege in zehn Ländern anbietet. Da sich die Branche generell zum nicht-physischen Spielegeschäft verlagert, was den Wettbewerb durch Online-Plattformen von Sony (PlayStation Network), Microsoft (XBox Live), Nintendo (Nintendo Switch Online), Valve (Steam) und anderen Online-Händlern wie Amazon, Media Markt, Saturn etc. intensiviert, kämpft GameStop mit sinkenden Umsätzen und einer insgesamt sinkenden Profitabilität (GameStop Corp. 2019). Nicht nur allgemeine Trends und der sich verschärfende Wettbewerb fordern das Unternehmen



Über den Autor

John Stiebel ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am Lehrstuhl für BWL, insb. Finanzdienstleistungen an der Heinrich-Heine-Universität Düsseldorf, forscht zu Kapitalmarkt-Themen und legt dabei einen besonderen Fokus auf Anomalien und Marktineffizienzen.

heraus, sondern auch die anhaltende globale Pandemie, aufgrund derer viele der Filialen geschlossen bleiben müssen. Der vermeintliche Abstieg des Unternehmens spiegelt sich auch im Aktienkurs wider, der die angeschlagene Performance des Unternehmens indiziert und auf den rückläufigen Erfolg des zugrunde liegenden Geschäftsmodells hinweist. Aber im Jahr 2020 drängt der größte Einzelinvestor in GameStop Corp. (12,9 %), Ryan Cohen, der Erfahrung im Aufbau von Internetplattformen hat, das Management zu einer strategischen Neuausrichtung. Seiner Meinung nach sollte die Anzahl der physischen Läden reduziert werden, um stattdessen den E-Commerce auszubauen, sowie mehr technologiegetriebene Geschäftsmöglichkeiten zu entdecken, beispielsweise im Bereich E-Sports, Mobile Gaming und Streaming. Zudem befeuerte eine strategische Partnerschaft mit Microsoft die Vision, die "ultimate Gaming-Destination" für Gamer zu schaffen und gleichzeitig der erste Omni-Channel-Kundenzugang für Videospieldprodukte zu sein (GameStop Corp. 2020). Zusätzlich entfachte Optimismus, nachdem die neueste Generation von Videospielekonsolen im November 2020 auf den Markt gebracht wurde und die Nachfrage nach Unterhaltung, insbesondere nach Spielen, aufgrund der anhaltenden Pandemie gestiegen ist. Der Aktienkurs von GameStop lag am Ende des Jahres 2020 bei 18,84 USD.

Da es offensichtlich konkurrierende Narrative über die Zukunft von GameStop gibt, haben viele

Investoren, sogenannte Leerverkäufer, die in Hedgefonds institutionalisiert sind, auf fallende Aktienkurse gewettet. Laut Bloomberg lag der Anteil der Leerverkäufe im Verhältnis zum Streubesitz bei über 100 %, sodass mehr leerverkauft wurde, als Aktien im Umlauf waren. Dies ist möglich, wenn die gleichen Aktien immer wieder für Leerverkäufe ausgeliehen werden.

An dieser Stelle wird das Subreddit "wallstreetbets" wichtig, da sich viele Akteure in einem Internetforum ohne großen Aufwand koordinieren und kollektiv "absprechen" konnten, GameStop-Aktien sowie Optionen darauf zu kaufen, um die Hedgefonds aufgrund ihrer Short-Positionen in Bedrängnis zu bringen. Ein Investmentfonds, der GameStop stark leerverkauft hat - Melvin Capital - hat angeblich bis Ende Januar 2021 über 50 % seines Wertes verloren und musste von anderen Fonds mit Soforthilfen unterstützt werden (Wall Street Journal 2021). Wenn Leerverkäufer gezwungen sind, ihre Short-Positionen zu decken, weil ihre Verluste sonst zu hoch werden würden, müssen sie die Aktien am Markt zu bereits hohen Preisen kaufen, was in der Folge zu noch weiter steigenden Preisen führt. Dieses Phänomen wird als Short Squeeze bezeichnet und wurde von den Reddit-Nutzern beschworen. Nachdem also einige Hedge-Fonds große Verluste realisierten, als der Aktienkurs im Laufe des 28. Januar 2021 auf bis zu 483 USD stieg, stürzte der Kurs Mitte Februar auf etwa 45 USD ab. Am 25. Februar 2021 betrug der

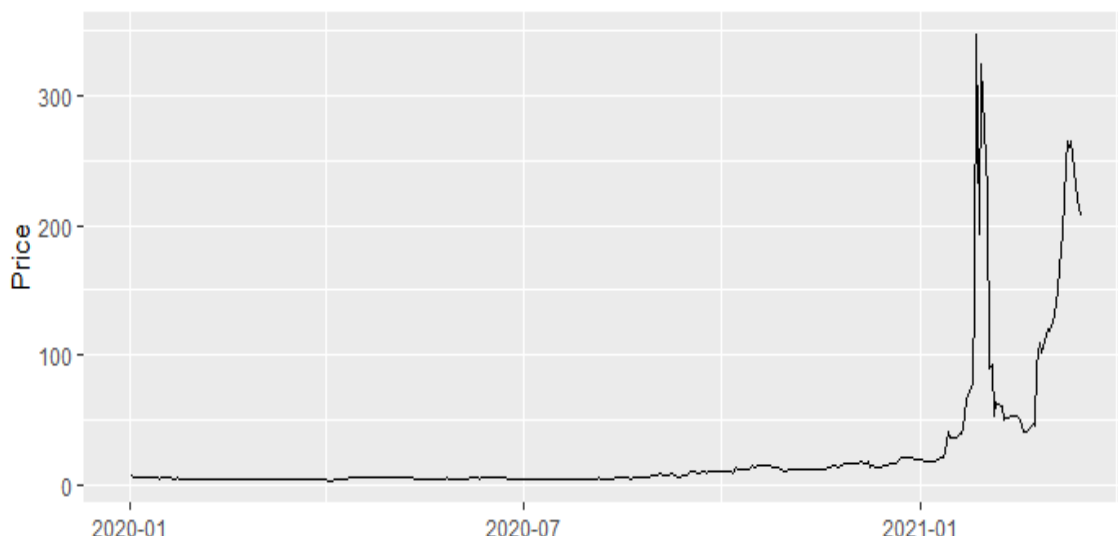


Abbildung 1: GameStops Aktienkurs (in USD)

Anteil der Leerverkäufe am Streubesitz laut Yahoo Finance etwa 52 % und 20,36 % der ausstehenden Aktien. Am 10. März 2021 erreichte der Kurs der Aktie dann wieder ein lokales Maximum bei 348,50 USD und schloss am 17. März 2021 bei 209,81 USD.

Neue Konfiguration treibender Faktoren

Handelsplattformen mit geringen Transaktionskosten

Auch wenn Provisionen für den Aktienhandel im Laufe der Zeit zurückgegangen sind, hat das Aufkommen der provisionsfreien Brokerage den Marktzuwachs, insbesondere für Kleinanleger, erheblich erleichtert. Die Tatsache, dass für den Aktienhandel keine bzw. kaum Provisionsgebühren anfallen, wirft jedoch die Frage auf, welche Einnahmen Broker sonst noch generieren. Die Online-Handelsplattform "Robinhood Markets, Inc." war der erste Anbieter von provisionsfreiem Handel und generiert Einnahmen mit einem Premium-Service, dem Verleihen von Sicherheiten an Gegenparteien, der Anlage von nicht investiertem Bargeld auf zinstragenden Bankkonten und Debitkarten, die in Verbindung mit einem Brokerage-Konto angeboten werden (Robinhood Markets, Inc. 2021). Zudem erhält Robinhood Zahlungen für die Weiterleitung von Handelsaufträgen an verschiedene Parteien zur Handelsausführung. Diese Praxis ist als Payment for Order Flow (PFOF) bekannt. Wie Angel (2021) beschreibt, bringen gemeinsame Handelsplätze oder Börsen wie die NYSE Handelspartner zusammen und nehmen selbst keine Position im Handel ein. Um die aufwendige Recheninfrastruktur zu unterhalten, verlangen sie von den Brokern Geld für die von ihnen weitergeleiteten Börsenaufträge. Im Gegensatz dazu treten Market Maker selbst als Gegenpartei von Kundenaufträgen auf. Dabei haben die Market Maker die Bereitschaft, die Broker für diese Möglichkeit, als Gegenpartei bestimmter Börsenaufträge einzutreten, zu bezahlen. Market Maker bieten also an, von Gegenparteien zu ihrem Geldkurs (Bid) zu kaufen und an sie zu ihrem Briefkurs (Ask) zu verkaufen, der etwas höher ist,

und profitieren daher von der Spanne zwischen dem Brief- und dem Geldkurs, der sogenannten "Geld-Brief-Spanne" (Bid-Ask-Spread). Offensichtlich reduziert ein intensiver Wettbewerb zwischen den Market Makern diese Spanne. Market Maker bevorzugen es, die Gegenpartei bei Transaktionen von Kleinanlegern zu sein, da diese in der Regel weniger gut informiert sind als z. B. institutionelle Anleger wie Hedgefonds. Besser informierte Gegenparteien wie Institutionen stellen ein Risiko für Market Maker dar, da potenziell schlechte Informationen über eine Aktie auftreten können, nachdem Institutionen große Positionen an Market Maker verkaufen. Daher ist der Wettbewerb unter den Market Makern um den Orderflow von Privatanlegern noch intensiver, woraus eine hohe Zahlungsbereitschaft für den Orderflow resultiert. Dies subventioniert den provisionsfreien Handel, was Robinhood als "Rabatte von Market Makern und Handelsplätzen" bzw. "Rebates from Market Makers and Trading Venues" (Robinhood Markets 2021) formuliert. Auch wenn diese Praxis legal ist, stellt sich auf Seiten der Broker die Frage nach einem Interessenkonflikt.

Best Execution bedeutet, dass Broker den Ausführungsplatz wählen müssen, der für den Kunden am vorteilhaftesten ist und nicht für den Broker selbst (FINRA 2021). Fraglich ist demnach, ob Broker ihrer Verpflichtung, Kundenaufträge nach den Best Execution-Grundsätzen auszuführen, nachkommen, oder ob sie die Aufträge an den Market Maker verkaufen, der am meisten für den Auftragsstrom zahlt, unabhängig von der Qualität der Auftragsausführung. Die U.S. Securities and Exchange Commission (SEC) als Aufsichtsbehörde überwacht die Best Execution-Praktiken und verhängt Bußgelder, wenn sie verletzt werden. Zusätzlich sind Broker verpflichtet, offenzulegen, wohin die Orders geschickt werden und wie viel ein Broker daran verdient hat. Es wäre jedoch interessant und notwendig, weitere Informationen zu sammeln, die eine Bewertung der Best-Execution-Qualität einer Order zum Zweck der Überwachung ermöglichen. Da bekannt ist, dass die Best Execution-Grundsätze von Robinhood schon einmal missachtet wurden und die SEC dafür Strafen verhängt hat (U.S. Securities and Exchange Commission 2020),

wäre es im Zusammenhang mit der GameStop-Geschichte besonders interessant, ob die Grundsätze befolgt wurden oder ob ein großer Teil des Orderflusses unerlaubterweise an Citadel verkauft wurde. Citadel ist ein Market Maker, der sich an der Stützung des Hedgefonds Melvin Capital in Höhe von 2,75 Mrd. USD beteiligte, der aufgrund großer ungedeckter Short-Positionen auf GameStop ins Wanken geraten ist. Darüber hinaus ist es interessant, welchen Einfluss Handelsplattformen wie Robinhood oder Trade Republic in Deutschland auf den Markt im Allgemeinen haben, unter der Annahme, dass diese Plattformen vor allem von privaten Kleinanlegern genutzt werden. Beck und Jaunin (2021) entwickeln ein strukturelles Modell, um diesen Einfluss zu quantifizieren und finden, dass Robinhood-Händler zu über 7 % der Querschnittsvariation der Aktienrenditen im zweiten Quartal 2020 beitragen. Ein ähnlicher Ansatz wäre interessant, um die Frage zu beantworten, inwieweit die Kursentwicklung um die GameStop-Aktie von Kleinanlegern getrieben wurde oder ob professionelle Anleger maßgeblich beteiligt waren. Ebenfalls spannend wären weitere Untersuchungen, ob private Kleinanleger, die provisionsfreie Handelsplattformen nutzen, einen qualitätssteigernden oder -mindernden Effekt auf den Markt haben. Im Gegensatz zu anderen Studien kommen Eaton et al. (2021) zu dem Ergebnis, dass private Kleinanleger, die provisionsfreie Handelsplattformen nutzen, in der Summe als Noise Trader agieren und tendenziell einen verschlechternden Effekt auf die Qualität des Marktes und seine Effizienz haben. Wenn diese Investoren also tendenziell Noise Trader sind, dann könnten sie auch eine Tendenz dazu haben, sich am Markt-Sentiment zu orientieren und bei Herdenphänomenen zu partizipieren.

Herdenverhalten und Preisanomalien

Herdenverhalten ist ein weithin anerkanntes Phänomen in der Finanz- und insbesondere der Behavioral-Finance-Literatur und beschreibt den Effekt, dass Individuen Handlungen anderer Individuen imitieren oder ihre Entscheidungen mit denen anderer abgleichen (Spyrou 2013). Folglich handeln Investoren in dieselbe Richtung (Nofsinger und Sias 1999) und

missachten private Informationen, um stattdessen dem aktuellen Trend zu folgen (Avery und Zemsky 1998). Dieses Verhalten tritt beispielsweise auf, wenn Fondsmanager aufgrund einer schlechteren Performance im Vergleich zu Konkurrenten um ihre Reputation fürchten und folglich ihr Vermögen in erfolgreichere Fonds oder Fonds umschichten, die der Branchen- und Aktienstimmung folgen. In einer solchen Situation bestehen für Fondsmanager Anreize Blasen zu perpetuieren, da der befürchtete Reputationsschaden größer ist, wenn alle anderen Manager richtige Anlageentscheidungen treffen, während einer falsch liegt, als wenn alle falsch entscheiden (Scherbina und Schlusche, 2014). Dieses Phänomen wird auch als "Dumb Money"-Phänomen bezeichnet, weil die (vorhergesagten) langfristigen Renditen von Investitionen in Wertpapiere mit hohem Sentiment niedriger sind (Frazzini und Lamont 2008). In einem stilisierten Modell, in dem zwei unterschiedliche Manager miteinander konkurrieren, werden im Gleichgewicht die Entscheidungen des "First Mover" adaptiert, unabhängig von eigenen privaten Informationen (Scharfstein und Stein 1990). Wie Chiang und Zheng (2010) es ausdrücken, beschreibt Herding die Korrelation in Trades, die aus Interaktionen zwischen Investoren resultieren. Diese korrelierten Trades können ganze Populationen betreffen (Bikhchandani, Hirshleifer und Welch 1992), was zu schwerwiegenden Anomalien in der Preisbildung von Vermögenswerten wie z.B. Vermögenspreisblasen führen kann (Chiang und Zheng 2010).

Zusätzlich gibt es das verwandte Phänomen der Herdenmentalität oder des Gruppendenkens, bei dem bestimmte Ansichten oder Wahrnehmungen bezüglich Informationen und Risiken durch soziale, psychologische und institutionelle Kanäle moderiert werden können. Die Verstärkung des Risikos findet in der Phase der Informationsübertragung statt, z. B. über Medien, wobei jede Nachricht nicht nur einen faktischen, sondern auch einen symbolischen Inhalt besitzt. Diese Informationsübertragung hängt auch von der Struktur des zugrundeliegenden Informationsnetzwerks ab, und wie Olsen (2011) betont, wenn es sich bei diesem Netzwerk um eine "kleine Welt" mit vielen "schwachen" Verbindungen

handelt, verbreiten sich Informationen schnell, während sie gleichzeitig einer erheblichen Verstärkung unterliegen. Investoren, die Teil von Netzwerken sind, sind über das Internet gut verbunden und teilen homogene Erwartungen und Überzeugungen über Risiken (Bekiros et al. 2017).

Eine aufstrebende Internet-Community

Reddit ist eine Community-getriebene Plattform zum Teilen, Kommentieren und Bewerten von Links und Textbeiträgen. Seit ihrer Gründung im Jahr 2005 ist ihre Bedeutung exponentiell gewachsen und hat sich zu einer großen Plattform entwickelt, die viele verschiedene Sub-Communities mit spezialisierten Interessen und Themen (sogenannte Subreddits) abdeckt. Da die Reddit-Community ihre eigenen nutzergenerierten Inhalte verstärkt, hat sie sich von einem offenen Tor zum Web zu einer zunehmend selbstreferentiellen Community entwickelt (Singer et al. 2014). Die Plattform kombiniert Eigenschaften von Social-Media-Plattformen, auf welchen Inhalte in vernetzten Gruppen geteilt werden können (Boyd 2010) mit denen von Internet Message Boards, wo die Nutzer anonym agieren, Themen vorgegeben sind und freiwillige Moderatoren (Baym 2000) so etwas wie die Integrität eines Subreddits durchsetzen. In Reddit ist ein "Karma"-System integriert, das es Nutzern ermöglicht, über Inhalte abzustimmen. So entsteht ein "Netto"-Score, bei dem die Differenz aus "Upvotes" und "Downvotes" die Sichtbarkeit für andere beeinflusst. Das Karma der einzelnen Benutzer aus Beiträgen und Kommentaren ist in ihren Profilen eingebettet. Viele Subreddits werden von Millionen von Benutzern abonniert. Die Moderatoren sind zwar unter den Nutzern, allerdings eindeutig an ihrem grün hinterlegten Namen zu erkennen. Diese (ehrenamtlichen) Moderatoren erfüllen eine direkte Steuerungsfunktion, denn sie können einen Beitrag "markieren", Benutzer blockieren, Kommentare löschen oder Beiträge ablehnen und stellen damit eine effektive feudale Governance-Struktur dar (Squirrell 2019). Sie stehen vor dem Problem, dass einerseits steigende Nutzerzahlen in einem Subreddit oftmals von einer höheren Rate an Spam, also sich wiederholenden und minderwertigen Beiträgen, begleitet

werden. Andererseits riskieren sie viele Nutzer zu verlieren, wenn die von ihnen ausgeübte Governance zu streng ist, da Nutzer mit einem Account an mehreren Subreddits teilnehmen (Massanari 2015) und leicht zu verschiedenen Subreddits wechseln können. Dadurch entsteht eine sensible Nutzer-Moderator-Beziehung (Squirrell 2019). Squirrell (2019) betont zusätzlich die Rolle von FAQs als konsens- und vertrauensbildende Institution, da sie Normen und Verhaltensregeln kodifizieren. Diese Regeln werden von Moderatoren geschrieben, gepflegt und spiegeln daher ihre Vision des Subreddits wider. Gleichzeitig bilden die Regeln ein stabilisierendes Fundament an Informationen und Fakten, die die Diskussion leiten können. In einem anonymen Raum im Internet ist es unmöglich, diejenigen, die vertrauenswürdig sind, ex ante zu identifizieren. Daher befinden sich die Benutzer in "epistemischen Zwickmühlen", in denen sie entscheiden müssen, wem sie glauben, wenn sich konkurrierende Behauptungen gegenüberstehen. FAQs können genutzt werden, um diese Fragen zu vermitteln, als Versuch, eine "fortlaufende Dialektik" zwischen Subreddit-Threads und den Bestrebungen der Stammnutzer, eine besondere Art von Gemeinschaft zu etablieren, (Squirrell 2019) zu gestalten. Ein Subreddit, das in jüngster Zeit große Popularität erlangt hat, befasst sich mit Finanzmärkten und heißt *r/wallstreetbets*, oder *WallStreetBets* (WSB). Boylston et al. (2021) analysieren den humorvollen Thread, der sich vor allem "irreverent memes and high-risk options trading" widmet, indem sie Prinzipien des Community Designs zusammen mit sozialpsychologischer Theorie anwenden. Obwohl der Handel mit Optionen nicht außergewöhnlich ist, zeichnen sich WSB-Nutzer durch eine sehr hohe Risikoaffinität aus, da sie in der Regel billige Optionen kaufen, die weit aus dem Geld sind und so ihre Risikopositionen verstärken. Es scheint, als ob die Nutzer ein Spiel spielen, bei dem sehr hohe Gewinne, aber auch enorme Verluste auf dem Spiel stehen, so dass sie in gewisser Weise an das Verhalten von Glücksspielern erinnern, wobei sie zentrale Prinzipien aus der Finanztheorie, wie z. B. Diversifikation, missachten. Abgesehen davon, dass sie die Nähe zwischen WSB-Handel und Lotterie hervorheben, weisen Boylston et al. (2021)

zusätzlich darauf hin, dass das zweite zentrale Merkmal der WSB-Nutzer ihre Tendenz zu unangebrachtem Verhalten ist, was bedeutet, dass die Community manchmal sehr beleidigend ist.

Da dieser Beitrag argumentiert, dass sich WSB als einer der zuvor genannten Medienkanäle zur Förderung von Gruppendenken qualifiziert, werden im Folgenden weitere unterstützende Informationen detailliert. Zunächst einmal ist die Nutzerstruktur sehr heterogen bezüglich des Grades der Handelserfahrung, sodass jederzeit neue Nutzer hinzukommen können, was auch zum schnellen Wachstum des Forums beigetragen hat. Aufgrund des selbstreferentiellen Charakters des Forums kommt den Stammgästen eine besondere Rolle zu, da sie die speziellen Witze, den Nischenhumor und das Vokabular über die Zeit erhalten. Der spezielle Jargon, d.

h. die abwertende Sprache und der Humor, der in Memes und in einem einprägsamen Sprachstil ausgedrückt wird, spielen eine wesentliche Rolle bei der Verstärkung der Gruppenzugehörigkeit. Die Sprache wirkt wie ein Signal, nach dem jeder zu einer Gruppe gehört. Es ist eine spezifische Kultur, die sich in WSB entwickelt hat. Darüber hinaus wird der Gruppenzusammenhalt dadurch gestärkt, dass kein Platz für Heuchler gelassen wird, d. h. jede Art von Ratschlägen, Ideen oder Handelsvorschlägen, die von Nutzern gegeben werden, müssen glaubhaft begründet werden, indem gezeigt wird, dass die Benutzer tatsächlich in sie investiert haben. Erst dann ziehen andere Benutzer in Erwägung, diesen Rat oder diese Idee ernst zu nehmen – andernfalls würden sie sich wahrscheinlich über die Person lustig machen. Auch in diesem Thread sind die Moderatoren ein wesentlicher Bestandteil, da sie einerseits Regeln

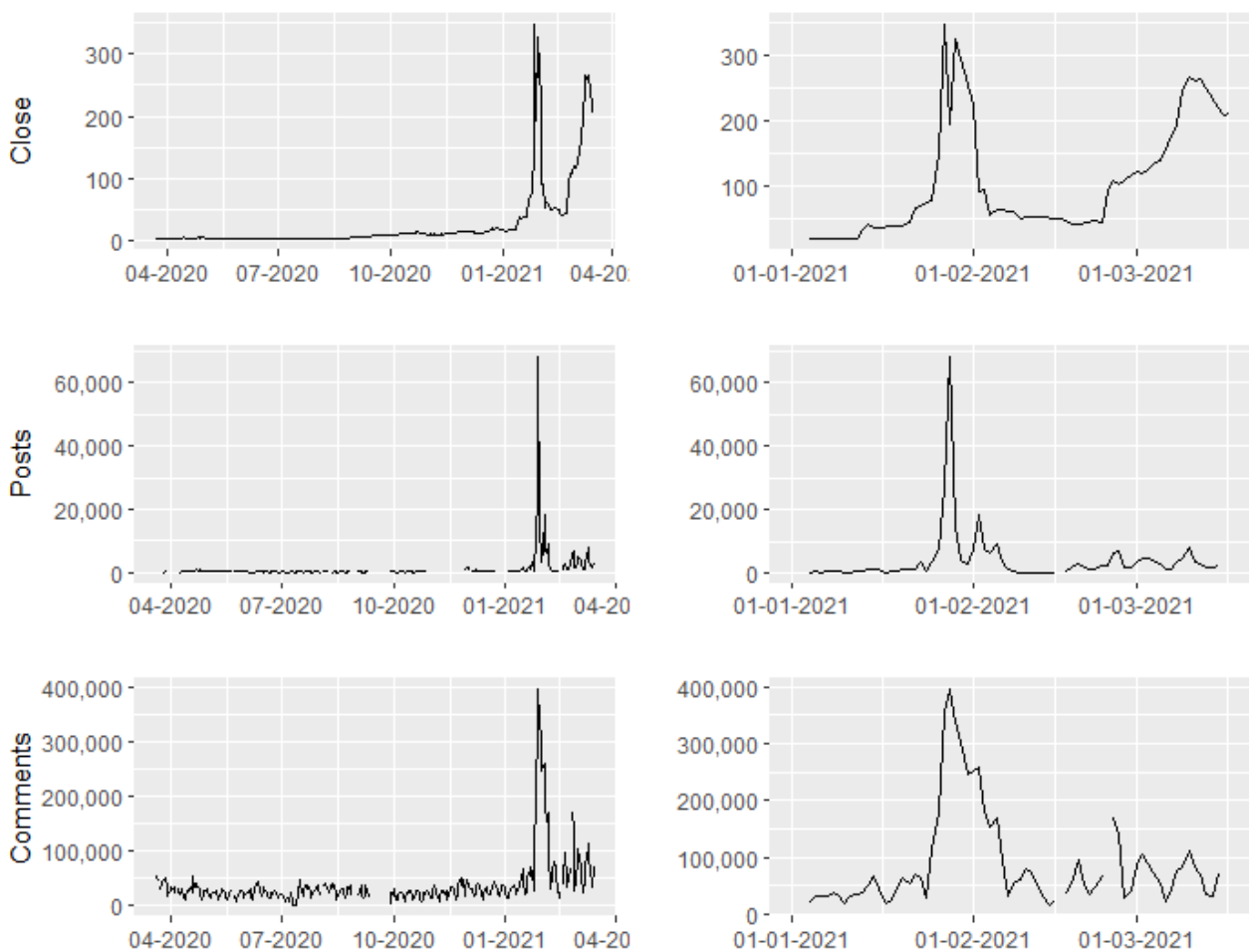


Abbildung 2: Schlusskurse der GameStops Aktie in USD, Beiträge und Kommentare auf WSB

durchsetzen, andererseits aber auch den besonderen Humor einbringen und sogar Events wie Trading Contests planen. Ebenso fungieren die FAQs als "Content-Guide", als diskussionsprägende Institution, die einerseits grundlegende Informationen zu finanziellen Begriffen liefert, andererseits aber auch die spezifischen Verhaltensregeln des Forums erklärt. Damit sich eine Gemeinschaft "wie zu Hause" anfühlt, bedarf es nach Oldenburg (1999) sozialer Wärme, die aus Freundschaft, Unterstützung und gegenseitiger Fürsorge füreinander entsteht. Zusätzlich verstärkt das Reden über intime Themen wie Geld das Gefühl der Gemeinschaft. Boylston et al. (2021) fassen es so zusammen, dass viele Nutzer WSB tatsächlich als ein zweites Zuhause betrachten und ein tiefes Gefühl der Zugehörigkeit empfinden. WSB kann daher als eine Art sozialer Knotenpunkt beschrieben werden, der Gruppendenken ermöglicht, was zu Herdenphänomenen führen kann. Abbildung 2 vermittelt einen Eindruck von der Verflechtung zwischen dem Schlusskurs der GameStop-Aktie und der Aktivität auf WSB, dargestellt durch Beiträge und Kommentare. Der enorme kurzfristige Anstieg der Aktivität auf WSB ist nicht auf einen allgemeinen Zustrom von Nutzern auf Reddit zurückzuführen, wie eine Analyse der 10 größten Subreddits gezeigt hat. Die Daten für die Erstellung der Post- und Kommentar-Grafiken stammen von Subreddits-tats, die Daten für die Schlusskurse von Datastream.

Da das Ereignis von zahlreichen, zum Teil konkurrierenden Narrativen begleitet wurde, lohnt es sich, diese auch im Kontext der Entstehung von Herdenverhalten zu untersuchen. Auf der einen Seite gibt es, fast schon klassisch, die gegensätzlichen Narrative der Parteien, die entweder an den Aufstieg oder den Niedergang eines Unternehmens glauben. Wie oben erläutert, basieren die hohen Short-Positionen der Hedgefonds auf dem Narrativ, dass das Geschäftsmodell von GameStop nicht mehr tragfähig ist, was sich auch in pandemiebedingten Fundamentaldaten widerspiegelt. Im Gegensatz dazu hat der Glaube an die Zukunft eines sich wiederbelebenden Unternehmens, der in das entgegengesetzte Narrativ eingewoben ist, viele Investoren oder Nutzer des Subreddits WSB dazu veranlasst, Long-Positionen in

GameStop (in Aktien oder Optionen) aufzubauen. Dieses zweite Narrativ muss sicherlich tiefgreifender differenziert werden. Während einige Investoren, die "Träger" dieses Narrativs, Due-Diligence-Analysen posten und GameStop als echte Kaufoption "anpreisen" oder zumindest befürworten, schließen sich andere wiederum den Käufen an, da sie intrinsische Motive haben, den Hedgefonds als Vertreter der sogenannten Finanzelite zu schaden. Anekdotisch lassen sich hierfür einzelne Beispiele aus dem Forum finden, meist mit Bezug auf die Finanzkrise von 2007-2009 als ein Ereignis, durch das viele Wall-Street-Profis viel Geld verdient haben und für ihre exzessive Risikobereitschaft und angebliche Gier nicht wirklich bestraft wurden, obwohl große Teile der Bevölkerung stark unter der Krise gelitten haben. In der Folge hat sich Frustration aufgestaut, die sich in dem Bemühen entladen hat, Druck auf Hedgefonds auszuüben. Dieser Beitrag des Users spacepeanut auf WSB vom 29. Januar 2021 ist nur ein Beispiel dafür:

This is for you, Dad

I remember when the housing collapse sent a torpedo through my family. My father's concrete company collapsed almost overnight. My father lost his home. My uncle lost his home. I remember my brother helping my father count pocket change on our kitchen table. That was all the money he had left in the world. While this was happening in my home, I saw hedge funders literally drinking champagne as they looked down on the Occupy Wall Street protestors. I will never forget that.

My Father never recovered from that blow. He fell deeper and deeper into alcoholism and exists now as a shell of his former self, waiting for death.

This is all the money I have and I'd rather lose it all than give them what they need to destroy me. Taking money from me won't hurt me, because i don't value it at all. I'll burn it all down just to spite them.

This for you, Dad.

Dieses intrinsische Motiv könnte verwendet werden, um das gegen Hedgefonds gerichtete Vorgehen als Beispiel für "predatory trading" zu beschreiben, bei dem Investoren den Drang anderer Investoren ausnutzen, einige Positionen zu liquidieren. In einem stilisierten Modell zeigen Brunnermeier und Pedersen (2005), dass, wenn ein Händler verkaufen muss, andere Händler ebenfalls verkaufen und anschließend den Vermögenswert zurückkaufen, was letztlich zu einem Preisüberschießen und geringeren Liquidationserlösen für die unter Druck stehenden Händler führt. Darüber hinaus ist eine Zwangsliquidation seitens größerer Händler besonders gefürchtet, wenn andere Händler von der Notwendigkeit zu verkaufen, wissen. Dieser Rahmen ist gut übertragbar auf die Nutzer des Forums, die um die hohen Short-Positionen der Hedge-Fonds auf GameStop wissen. Sie machen sich die Tatsache zunutze, dass ein steigender Kurs der GameStop-Aktie zunehmend dazu führt, dass die Hedge-Fonds Positionen auflösen müssen.

Allerdings werden viele auch von weit weniger gewichtigen Emotionen oder Motiven getrieben, wie z. B. die Nutzer, die in GameStop investieren, weil es eine "Meme-Aktie" ist. Wie bereits erwähnt, lebt das Forum von viel Humor, der natürlich auch in diesem Fall für viele Memes sorgt und darüber hinaus das Investieren in GameStop zu einem solidarischen Akt der WSB-Community stilisiert hat, getreu dem Prinzip, dass nur wenn alle investieren, der Short Squeeze stattfinden kann. Zu den nach diesen Motiven handelnden Anlegern gesellen sich diejenigen, die einfach nur durch Spekulation von dem enormen Kursanstieg und der hohen Volatilität profitieren wollen. An dieser Stelle wäre es interessant abzuschätzen, wie groß der Anteil der Kleinanleger und professionellen Investoren war, der die Kursentwicklung bzw. die Blase mitgetrieben hat. Institutionelle Anleger, die einen größeren Einfluss auf die Preise haben können, hätten die Meinungsbildung beobachten und verfolgen können, um frühzeitig zu investieren (DeMarzo, Vayanos, und Zwiebel 2003). Außerdem ist diese Interpretation ein gutes Beispiel für die sogenannte "Greater Fool Theory", bei der die Akteure überbewertete Aktien kaufen und

davon überzeugt sind, dass sie die Aktie an einen noch größeren "Narren" verkaufen können (Kindleberger und Aliber 2005).

Ein weiteres Szenario könnte das eines "Pump-and-Dump"-Systems sein. Ein Pump-and-Dump-System ist ein Fall von Betrug oder Marktmanipulation, der in drei Hauptphasen unterschieden werden kann. In der ersten Phase akkumulieren die Manipulatoren typischerweise einen Vermögenswert über einen längeren Zeitraum, d. h. schrittweise, sodass der Preis vor der Pumpphase nicht abrupt ansteigt. In der Pumpphase wird der Preis des Assets durch die Verbreitung von Fehlinformationen künstlich aufgebläht, so dass in der letzten Phase, der Dump-Phase, die Vermögenswerte zu dem höheren Preis an ahnungslose Käufer weiterverkauft werden. Normalerweise fällt der Preis dann wieder, weil er zuvor künstlich aufgebläht wurde. Die Käufer, die die Vermögenswerte aufgrund der falschen Informationen gekauft haben, erleiden Verluste (Kamps und Kleinberg 2018). Das Modell von Benabou und Laroque (1992) zeigt, dass wenn jemand privilegierte Informationen über einen Vermögenswert hat und die Person oder ihre Informationen als glaubwürdig gelten, dann kann die Person von der Manipulation profitieren, indem sie irreführende Aussagen tätigt. Laut einem Bloomberg-Artikel ist einer der einflussreichsten Nutzer, der GameStop als Investitionsmöglichkeit befürwortet hat, zum Gegenstand einer Sammelklage geworden. Keith Gill, der auf Reddit den Spitznamen DeepFuckingValue trägt und einen YouTube-Account unter dem Namen "Roaring Kitty" hat, wird beschuldigt, sich fälschlicherweise als Amateur-Investor ausgeben und den Markt zugunsten seiner Profite manipuliert zu haben (Bloomberg 2021). Während das politische Interesse an dem Fall steigt, wurden am 18. Februar 2021 verschiedene Zeugen vor dem House Financial Services Committee, darunter Keith Gill, angehört. Dort sagte er aus, dass er niemanden dazu aufgefordert habe, die Aktie (zu seinem Profit) zu handeln (U.S. House Committee on Financial Services 2021). Obwohl es schwierig sein könnte, die Absicht auf rechtlich korrekte Weise zu bestimmen, um ein Urteil zu fällen, scheint dieses Narrativ eindeutig zu sein. Artikel, die

von Hinweisen auf signifikante Bot-Aktivitäten im Forum berichten, unterstützen dies. So könnte die Wiederholung ähnlicher Nachrichten im Forum zu einer Verstärkung der Nachrichten geführt haben, die GameStop als lukrative Investitionsmöglichkeit befürworteten. Indizien wie diese verstärken eine Befürchtung, obwohl betont werden sollte, dass es sich nicht um verifiziertes Wissen handelt. Die Befürchtung wird jedoch wiederum unterstützt durch die Tatsache, dass die Behörden Warnungen ausgesprochen haben. Die SEC erklärte, dass sie die extreme Preisvolatilität bestimmter Aktienkurse überwache und dass sie zum Schutz von Kleinanlegern handelt, wenn missbräuchliche oder manipulative Handelsaktivitäten auftreten, die durch die Bundes-Wertpapiergesetze verboten sind (U.S. Securities and Exchange Commission 2021b). Die Aufklärungsseite der SEC warnt zusätzlich, dass aufgrund der Anonymität im Internet und der Tatsache, dass Benutzer ihre Identität hinter mehreren Pseudonymen verstecken können, man nie wissen kann, ob jemand glaubwürdig ist: "One person can easily create the illusion of widespread interest in a small, thinly traded stock by posting numerous messages under various aliases" (U.S. Securities and Exchange Commission 2021a). Die Zahl der Nutzer des Forums ist in kürzester Zeit auf 9,5 Millionen Nutzer angestiegen, wie Abbildung 3 zeigt.

Dies lässt sich zum einen dadurch erklären, dass die (mediale) Aufmerksamkeit für das Thema GameStop sehr hoch war. Andererseits bietet die Entwicklung auch Anlass zu der Vermutung, dass viele Bots im Forum aktiv waren. Wie auch immer, wie oben argumentiert, geht es in dem Subreddit in erster Linie um riskante Investitionen, die, wenn sie von Benutzern vorgeschlagen werden, zum Zweck der Plausibilisierung auch mit Beweisen belegt werden müssen. Da ein Investment in GameStop als ein solches riskantes Investment eingestuft werden kann (hohe Volatilität) und DeepFuckingValue den von der Community implizit geforderten Nachweis erbracht hat (Screenshot, der den Kauf der Papiere zeigt), ist es verständlich, dass auch User mit hohen entstandenen Verlusten DeepFuckingValue decken oder unterstützen. Da alle hier vorgestellten Narrative bis zu einem gewissen Grad zutreffen, ist es selbst bei einer tiefgehenden Analyse unwahrscheinlich, dass das eine oder andere Narrativ das richtige oder wahre ist. Da der Grad der Abstimmung in einem Forum zwar hoch sein kann, wie dieser Fall gezeigt hat, aber dennoch geringer ist als beispielsweise bei Investmentfonds, ist die Koexistenz der verschiedenen Narrative sicherlich ein angemessener Kompromiss. Trotz dieser Mehrdeutigkeit ist der Fall ein gutes Beispiel für Herdenverhalten, das durch soziale Medien ausgelöst werden kann.

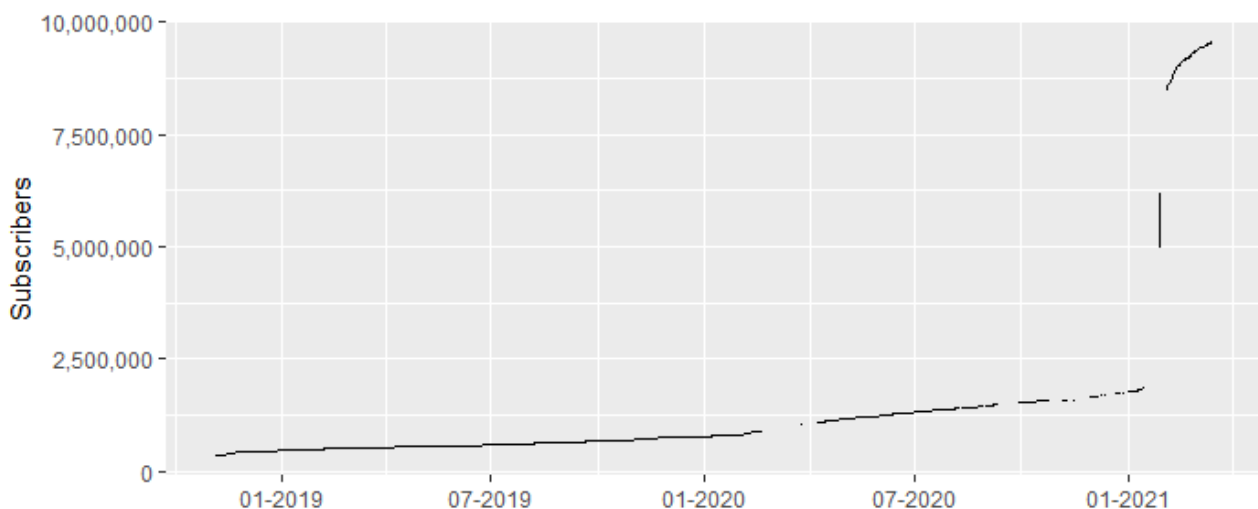


Abbildung 3: Anzahl der Nutzer des Forums r/wallstreetbets

Technologische und finanzielle Innovationen wie das Internet und provisionsfreie Handelsplattformen bringen neue Phänomene mit sich, die vorher unbekannt und unvorstellbar waren. Internetforen sorgen dafür, dass sich viele Anleger dezentral organisieren können. Der provisionsfreie Handel ermöglicht es privaten Kleinanlegern, zu sehr geringen Kosten am Handel teilzunehmen. Mit dem Herdenverhalten wirken diese Aspekte zusammen und zeigen, dass Privatanleger nun an Handelsaktivitäten teilnehmen können, die bisher professionellen Anlegern vorbehalten waren.

Auch wenn die Ereignisse dazu verleiten, von einem Paradigmenwechsel zu sprechen, ist es wichtig festzuhalten, dass dies eher ein Anlass ist, Risikomanagement-Strategien in Hedgefonds zu überprüfen. Aber sicherlich gibt es, wie die eingehende Analyse der einzelnen Aspekte zeigt, noch viele Fragen oder Aspekte, die beantwortet bzw. diskutiert werden müssen.

Kontaktieren Sie uns gerne:

Lehrstuhl für BWL, insb. Finanzdienstleistungen
finanzdienstleistungen@hhu.de

Literatur

Allen, F./Haas, M./Nowak, E./Tengulov, A. (2017): Market Efficiency and Limits to Arbitrage: Evidence from the Volkswagen Short Squeeze, Swiss Finance Institute Research Paper Series 17-64, 1-100.

Angel, J. (2021): Gamestonk: What Happened and What to Do about It, Working Paper.

Avery, C./Zemsky, P. (1998): Multidimensional Uncertainty and Herd Behavior in Financial Markets, *American Economic Review*, Vol. 88(4), 724–748.

Baym, N. K. (2000): Tune in, Log on: Soaps, Fandom, and Online Community, Third Ed., Sage Publications, Inc.

Bekiros, S./Jlassi, M./Lucey, B./Uddin, G. S. (2017): Herding behavior, market sentiment and volatility: Will the bubble resume?, *The North American Journal of Economics and Finance* Vol. 42, 107–131.

Benabou, R./Laroque, G. (1992): Using Privileged Information to Manipulate Markets: Insiders, Gurus, and Credibility*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 107(3), 921–958.

Bikhchandani, S./Hirshleifer, D./Welch, I. (1992): A Theory of Fads, Fashion, Custom, and Cultural Change in Informational Cascades, *Journal of Political Economy*, Vol. 100(5), 992–1026.

Bloomberg (2021): ‘Roaring Kitty’ Sued for Securities Fraud Over GameStop Rise, online available at: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-2-17/-roaring-kitty-sued-for-securities-fraud-over-gamestop-rise>, (Zugriff: 22.03.2021).

Boyd, D. (2010): Social Network Sites as Networked Publics: Affordances, Dynamics, and Implications, in: Papacharissi, Z. (ed.): *A Networked Self: Identity Community, and Culture on Social Network Sites*, First Ed., New York: Routledge, 39–58.

Boylston, C./ Palacios, B./Tassev, P./Bruckman, A. (2021): WallStreetBets: Positions or Ban, Georgia Institute of Technology.

Brunnermeier, M. K./Pedersen, L. H. (2005): Predatory Trading, *The Journal of Finance*, Vol. 60(4), 1825–1863.

Chiang, T./Zheng, D. (2010): An empirical analysis of herd behavior in global stock markets, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 34(8), 1911–1921.

DeMarzo, P. M., Vayanos, D./Zwiebel, J. (2003): Persuasion Bias, Social Influence, and Unidimensional Opinions*, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 118(3), 909–968.

Eaton, G./Green, T. C./Roseman, B./Wu, Y. (2021): Zero-Commission Individual Investors, High Frequency Traders, and Stock Market Quality (January 2021).

FINRA (2019): FINRA Fines Robinhood Financial, LLC \$1.25 Million for Best Execution Violations, online available at: <https://www.finra.org/media-center/newsreleases/2019/finra-fines-robinhood-financial-llc-125-million-best-execution>, (Zugriff: 22.03.2021).

FINRA (2021): 5310. Best Execution and Interpositioning, online available at: <https://www.finra.org/rules-guidance/rule-books/finra-rules/5310>, (Zugriff: 22.03.2021).

Frazzini, A./Lamont, O. A. (2008): Dumb money: Mutual fund flows and the cross-section of stock returns, *Journal of Financial Economics* Vol. 88(2), 299–322.

GameStop Corp. (2019): Annual Report 2019, online available at: <https://news.gamestop.com/static-files/9d2139e1-31c7-498f-ad95-63db1e6d085a>, (Zugriff: 22.03.2021).

GameStop Corp. (2020): GameStop Announces Multi-year Strategic Partnership with Microsoft, online available at: <https://news.gamestop.com/news-releases/news-release-details/gamestop-announces-multi-year-strategic-partnership-microsoft>, (Zugriff: 22.03.2021).

Kamps, J./Kleinberg, B. (2018): To the moon: defining and detecting cryptocurrency pump-and-dumps, *Crime Science*, Vol. 7(1), 1-18.

Kindleberger, C. P./Aliber, R. Z. (2005): Manias, Panics, and Crashes: A History of Financial Crises, 5th ed., John Wiley & Sons.

Massanari, A. (2015): Participatory Culture, Community, and Play: Learning from Reddit, Bern.

Nofsinger, J. R./Sias, R. W. (1999): Herding and Feedback Trading by Institutional and Individual Investors, *Journal of Finance*, Vol. 54(6), 2263–2295.

Oldenburg, R. (1999): The Great Good Place: Cafes, Coffee Shops, Bookstores, Bars, Hair Salons, and Other Hangouts at the Heart of a Community, Hachette Books.

Olsen, R. (2011): Financial Risk Perceptions: A Behavioral Perspective, *Advances in Entrepreneurial Finance: With Applications from Behavioral Finance and Economics*, 45–67.

Robinhood Markets, Inc. (2021): How Robinhood Makes Money, online available at: <https://robinhood.com/us/en/support/articles/how-robinhood-makes-money/>, (Zugriff: 22.03.2021).

Scharfstein, D. S./Stein, J. C. (1990): Herd Behavior and Investment, *The American Economic Review*, Vol. 80(3), 465–479.

Scherbina, A./Schlusche, B. (2014): Asset price bubbles: a survey, *Quantitative Finance*, Vol. 14(4), 589–604.

Singer, P./Flöck, F./Meinhart, C./Zeitfogel, E./Strohmaier, M. (2014): Evolution of Reddit: From the Front Page of the Internet to a Self-referential Community?, *Proceedings of the 23rd international conference on world wide web*, 512-522.

Spyrou, S. (2013): Herding in financial markets: a review of the literature, *Review of Behavioral Finance*, Vol. 5(2), 175–194.

Squirrel, T. (2019): Platform dialectics: The relationships between volunteer moderators and end users on reddit, *New Media & Society*, Vol. 21(9), 1910–1927.

U.S. House Committee on Financial Services (2021):

Hearing: Game Stopped? Who Wins and Loses When Short Sellers, Social Media, and Retail Investors Collide, online available at: <https://docs.house.gov/Committee/Calendar/By-Event.aspx?EventID=111207>, (Zugriff: 22.03.2021).

U.S. Securities and Exchange Commission (2020):

SEC Charges Robinhood Financial With Misleading Customers About Revenue Sources and Failing to Satisfy Duty of Best Execution, online available at: <https://www.sec.gov/news/press-release/2020-21>, (Zugriff: 22.03.2021).

U.S. Securities and Exchange Commission (2021a):

Internet and Social Media Fraud, online available at: <https://www.investor.gov/protect-your-investments/fraud/types-fraud/internet-and-social-media-fraud#Social-media>, (Zugriff: 22.03.2021).

U.S. Securities and Exchange Commission (2021b):

Statement of Acting Chair Lee and Commissioners Peirce, Roisman, and Crenshaw Regarding Recent Market Volatility, online available at: <https://www.sec.gov/news/public-statement/joint-statement-market-volatility-2021-01-29>, (Zugriff: 22.03.2021).

van der Beck, P./Jaunin, C. (2021): The Equity Market Implications of the Retail Investment Boom, Swiss Finance Institute Research Paper No. 21-12, 1–46.

Wall Street Journal (2021): Melvin Capital Lost 53% in January, Hurt by GameStop and Other Bets, online available at: <https://www.wsj.com/articles/melvin-capital-lost-53-in-january-hurt-by-gamestop-and-other-bets-11612103117>, (Zugriff: 22.03.2021).