

# MAREX vs NINGI Memo

---

Analisi delle affermazioni del report short-seller e verifica delle distorsioni

Data: 7 Agosto 2025

Author Claudio Fiorelli

## **Premessa**

Questo documento analizza le principali affermazioni del report di NINGI Research su Marex Group. Le nove distorsioni individuate sono state verificate confrontando le affermazioni del report con i documenti ufficiali di Marex, tra cui bilanci 2024, audit Deloitte e filing SEC.

## Distorsione 1 – Cash Flow Operativo

NINGI sostiene che Marex sta occultando perdite operative consistenti attraverso una manipolazione della rappresentazione del cash flow operativo, arrivando a dichiarare: “*Marex is in reality losing hundreds of millions of dollars each year.*”

L'affermazione si basa sul fatto che, a partire dal 2023, Marex ha incluso l'aumento delle “debt securities” tra i flussi operativi, invece che finanziari. NINGI considera questa scelta un “artificio contabile” che gonfia artificialmente i flussi di cassa operativi.

Tuttavia, questa critica presenta tre problemi principali:

1. **Scelta contabile trasparente e comunicata:** Marex ha chiaramente riportato nel bilancio 2023 e 2024 l'allineamento tra conto economico e rendiconto finanziario. La modifica è stata divulgata in modo trasparente, spiegando che si trattava di una riclassificazione di flussi, non una variazione sostanziale.

2. **Inclusione di voci finanziarie diverse dall'emissione di debito:** NINGI si focalizza unicamente sull'aumento delle “debt securities”, ma nel rendiconto Marex sono presenti anche altre voci di natura finanziaria (es. net borrowing, stock borrowing/lending). Rimuovere solo una componente conduce a un risultato arbitrario e distorto.

3. **Dati di bilancio ignorati:** NINGI omette completamente di riportare la voce “Operating cash flow before changes in working capital” (pari a \$181,2 milioni nel 2024), che rappresenta una misura interna depurata da variazioni di capitale circolante e da voci esterne all'operatività ricorrente.

In sintesi, l'affermazione sensazionalistica secondo cui Marex “sta perdendo centinaia di milioni di dollari ogni anno” si fonda su una riclassificazione interpretata in modo parziale e non su dati effettivi di perdita. Si tratta di una generalizzazione fuorviante che travisa il contenuto del bilancio.

**Conclusion:** La rappresentazione proposta da NINGI è eccessivamente drammatica, ignora voci contabili rilevanti e presenta solo selettivamente i dati, senza includere quelli che contraddicono la narrativa di perdite strutturali.

However, upon reviewing Marex’s accounting policies, we found that in 2023 the company disclosed a change: “Following the changes in the presentation of the income statement, the Group aligned its cash flow statement and corrected some errors in the classification of certain cash flows.”<sup>20</sup> In our opinion, this boilerplate language serves to justify questionable restatements and conceal the fact that, despite reporting substantial net profits, **Marex is in reality losing hundreds of millions of dollars each year.**

The practical effect of the company’s policy change is that **Marex now includes debt issuance—an inherently financing activity—in its operating cash flow. This significantly inflates its reported free cash flow by hundreds of millions of dollars (see Figure 13 below).** Adjusted for this accounting maneuver, Marex’s operating cash flow is negative: -\$150 million in 2024, -\$258 million in 2023, and only modestly positive at \$160 million in 2022. Free cash flow would follow a similar pattern: -\$170 million in 2024, -\$271 million in 2023, and \$150 million in 2022.

Cash flow (in USD million)	2024	2023	2022	2021
Cash flow from operating activities	1,221.60	790.90	243.60	481.90
Increase in debt securities	1,372.30	1,049.80	83.30	742.40
<b>OCF without debt securities</b>	<b>(150.70)</b>	<b>(258.90)</b>	<b>160.30</b>	<b>(260.50)</b>
Purchase of intangible assets	(8.20)	(3.10)	(5.80)	(3.50)
Purchase of property, plant and equipment	(11.70)	(9.00)	(3.60)	(3.80)
<b>Free cash flow</b>	<b>(170.60)</b>	<b>(271.00)</b>	<b>150.90</b>	<b>(267.80)</b>

Figure 13: Marex’s OCF is artificially increased by an accounting trick, source: NMSG Research, company data

Figura 2: Cash Flow Marex 2024

**Consolidated Statement of Cash Flows**  
For the Years Ended 31 December

	Notes	2024 \$m	2023 \$m	2022 \$m
Profit before tax		295.8	196.5	121.6
<b>Adjustments for:</b>				
Amortisation of intangible assets	12	10.8	6.7	5.5
Loss on disposal of intangibles	12	0.3	0.1	0.6
Depreciation of property, plant and equipment	13	7.3	5.5	2.8
Depreciation of right-of-use asset	30	10.7	9.7	5.5
Impairment of right-of-use asset	30	0.7	5.2	—
Bargain purchase gain on acquisitions	15	—	(0.3)	(71.6)
Impairment of goodwill	11	—	10.7	53.9
Movement in provisions		0.2	(2.2)	1.7
Provision for credit losses		(1.7)	7.1	9.5
Share of results in associates and joint ventures		—	(0.8)	0.3
Lease liability foreign exchange revaluation	30	(1.6)	(0.1)	(1.3)
Movement in fair value of derivative instruments		(188.1)	(66.9)	111.1
Other revaluations		15.5	(9.1)	9.3
Other non-cash movements		1.7	(0.5)	—
Share-based payment expense	35	29.6	20.3	16.7
<b>Operating cash flows before changes in working capital</b>		<b>181.2</b>	181.9	265.6
<b>Working capital adjustments:</b>				
(Increase)/decrease in trade and other receivables		(2,757.9)	777.6	3,141.1
Increase/(decrease) in trade and other payables		2,952.6	(709.5)	(2,873.8)
Increase in treasury instruments		(663.1)	(185.9)	—
Increase in fixed income securities		(11.0)	(76.7)	(494.0)
Increase in equity instruments		(3,376.9)	(173.3)	(402.3)
Increase in debt securities <sup>1</sup>		1,372.3	1,049.8	83.3
Decrease in financial institution notes		—	—	1.0
Net increase/(repayment) of borrowings		162.0	(148.7)	(49.9)
Decrease/(increase) in inventory		127.6	(127.6)	44.3
(Decrease)/increase in net repurchase and reverse repurchase agreements		(103.7)	(116.3)	39.2
Increase in net stock borrowing and lending		3,348.5	319.6	489.1
<b>Cash flow from operating activities</b>		<b>1,221.6</b>	790.9	243.6
Corporation tax paid		(68.1)	(55.9)	(18.0)
<b>Net cash from operating activities</b>		<b>1,163.5</b>	735.0	225.6

## Distorsione 2 – Shelf Registration da \$10 miliardi

NINGI critica la decisione di Marex di depositare presso la SEC una shelf registration da \$10 miliardi, considerandola sproporzionata rispetto alla dimensione del bilancio del gruppo (circa \$2,7 miliardi di asset) e indicativa di un “fabbisogno eccessivo di finanziamento”.

Tuttavia, la shelf registration è una procedura tecnica standard negli Stati Uniti che consente a un emittente di registrare in anticipo una varietà di strumenti finanziari (debito, equity, strumenti ibridi), per poi emetterli nel tempo in modo flessibile, senza dover ripetere la documentazione SEC ogni volta.

Nel caso di Marex, il documento SEC depositato a inizio agosto 2025 mostra chiaramente l'intenzione del gruppo di espandere le attività negli Stati Uniti, in particolare nel mercato dei prodotti strutturati, dove la società è già attiva in Europa. L'ampiezza del limite massimo (\$10 miliardi) non implica che venga interamente utilizzato, ma è legata a:

- La necessità di poter emettere in modo rapido e scalabile strumenti come structured notes per clientela istituzionale americana;
- L'obiettivo di costruire una piattaforma di emissione onshore negli Stati Uniti per replicare il modello di successo europeo;
- Il requisito formale di anticipare tutte le possibili categorie di strumenti, anche se in parte solo potenzialmente utilizzate.

MAREX GROUP PLC  
U.S.\$10,000,000,000  
SENIOR DEBT SECURITIES  
DISTRIBUTION AGREEMENT

August 4, 2025

MAREX CAPITAL MARKETS INC.  
140 East 45th Street  
New York, New York 10017

Ladies and Gentlemen:

Marex Group plc, a public limited company incorporated under the laws of England and Wales with company number 05413060 and having its registered office at 155 Bishopsgate, London, EC2M 3TQ, United Kingdom (the "Company"), confirms its agreement with the Agents with respect to the issue and sale from time to time its Senior Debt Securities (any such securities being hereinafter referred to as the "Securities" and any series of the Securities being hereinafter referred to as a "Series"), in an aggregate amount up to U.S.\$10,000,000,000 or the equivalent thereof in other currencies or currency units. Each of the terms "the Agent," "such Agent," "any Agent," "an Agent," "each Agent," "the Purchasing Agent," and "the Selling Agent" when used in this Agreement or in any Terms Agreement (as defined below) or in the Annexes hereto, shall mean Marex Capital Markets Inc., except at any time when any one or more other Agents are acting as such hereunder, as contemplated in Section 12 hereof, in which case such term shall include such other Agent or Agents.

The Company acknowledges and agrees that any Agent may use the Preliminary Prospectus and the Prospectus (as defined below) in connection with offers and sales of the Securities in market-making transactions as contemplated in the Basic Prospectus (as defined below), under the caption "Plan of Distribution" and in the Program Prospectus (as defined below) under the caption "Supplemental Plan of Distribution" ("Secondary Market Transactions"). The Company further acknowledges and agrees that no Agent is under any obligation to effect any Secondary Market Transactions and, if it does so, it may discontinue effecting such transactions at any time without providing any notice to the Company. The term "Agent," whenever used in this Agreement, shall include Marex Capital Markets Inc., whether it is acting in its capacity as an Agent or acting in connection with a Secondary Market Transaction, except as may be specifically provided otherwise herein.

Subject to the terms and conditions stated herein and to the reservation by the Company of the right to sell Securities directly on its own behalf, the Company hereby appoints the Agent as an agent of the Company for the purpose of soliciting and receiving offers to purchase Securities from the Company when and as instructed by the Company pursuant to Section 3(a) hereof and the Company agrees that, except as otherwise contemplated herein, whenever it determines to sell Securities directly to any Agent as principal, the Company will enter into a separate agreement (each a "Terms Agreement"), substantially in the form of Annex 1 hereto or in such other form.

### Figura 3: Shelf Registration SEC

Questa strategia è stata confermata anche dalla notizia del 7 agosto 2025 pubblicata da StructuredRetailProducts.com, secondo cui Marex ha ottenuto lo status di WKSI (Well-Known Seasoned Issuer), che consente di emettere structured notes in modo semplificato e rapido sul mercato statunitense. Questo passaggio rappresenta una tappa strategica chiave nell'espansione USA del gruppo, coerente con la shelf registration depositata.

Conclusione: La shelf registration è una scelta coerente con un'espansione strategica nel mercato statunitense e non rappresenta di per sé un segnale di stress finanziario. **L'interpretazione di NINGI ignora il funzionamento normativo e commerciale di tali strumenti negli USA, e trascura le evidenze ufficiali che dimostrano una strategia di crescita nel business dei prodotti strutturati onshore.**

Fonte: StructuredRetailProducts.com, "Marex completes registration for US structured notes as WKSI", 7 agosto 2025.



SRP  
8.884 follower  
1 giorno • 🌐

**Marex** has officially established its registration shelf to issue [#structurednotes](#) for US retail investors as a well-known seasoned issuer (WKSII).

**BNY** will act as the trustee while **Mayer Brown** is the legal counsel.

The shelf permits unlimited number of securities to be sold with a three-year limit for the validity.

The move follows a sales spree of common stocks including restricted stock units with aggregated market value of US\$178.0m for the non-bank issuer.

**Conclusion:** La shelf registration è una scelta coerente con un'espansione strategica nel mercato statunitense e non rappresenta di per sé un segnale di stress finanziario. L'interpretazione di NINGI ignora il funzionamento normativo e commerciale di tali strumenti negli USA.

### Distorsione 3 – Audit Deloitte sulle passività

NINGI afferma che il revisore Deloitte non abbia specificato la copertura delle passività nel suo lavoro di audit, suggerendo una mancanza di trasparenza o di supervisione sulle principali esposizioni debitorie del gruppo. In particolare, il report afferma: *“Deloitte didn’t even disclose how much of the group’s liabilities its 2024 audit covered. Given Marex’s conflicting disclosures regarding the size of its debt burden, the absence of any audit coverage disclosure for liabilities is particularly concerning”*.

Questa affermazione è particolarmente grave e fuorviante, in quanto dà ad intendere che Deloitte abbia trascurato completamente la verifica delle passività del gruppo, insinuando una mancanza di indipendenza o accuratezza nella revisione. In realtà, tale dichiarazione è smentita dai documenti ufficiali: le structured notes emesse da Marex sono chiaramente trattate come “key audit matter” da Deloitte. A pagina 30 del bilancio della controllata Marex Financial, che è l’entità operativa principale responsabile dell’emissione delle note strutturate, viene riportata in dettaglio la copertura delle passività legate a tali strumenti. Il bilancio fornisce spiegazioni precise sulle metodologie di valutazione, la classificazione contabile, e il monitoraggio delle esposizioni legate alle emissioni.

È importante sottolineare che Marex Financial è una controllata chiave del gruppo Marex, ed è soggetta a revisione completa, regolamentazione multilivello (inclusa FCA e, indirettamente, SEC e CSSF) e consolidamento nei bilanci di gruppo. L’informativa fornita nel bilancio della controllata è quindi parte integrante della trasparenza del gruppo, ed è soggetta a controllo e validazione da parte dei revisori di gruppo.

In aggiunta, la relazione di revisione include esplicitamente la valutazione delle passività finanziarie e strumenti derivati come aree di attenzione. Le passività più rilevanti per il gruppo – structured notes, debiti finanziari, derivati – sono trattate con la dovuta enfasi nei documenti ufficiali e soggette ad audit completo.

**Conclusione:** L’affermazione è infondata e pretestuosa. Le structured notes sono oggetto di revisione approfondita e ampiamente documentata attraverso le controllate operative rilevanti, e il lavoro svolto da Deloitte è pienamente tracciabile, conforme e dettagliato nei bilanci e nelle relazioni di audit.

Figura 4: Claim NINGI sul debito non auditato

And this isn’t the only inconsistency within the audit scope: in the 2023 report, Deloitte also states that 98% of assets were included in the audit.<sup>156</sup> But in the 2024 report — when referring back to the 2023 audit — it states that only 94% of the assets were audited (see Figure 23 below).<sup>157</sup> Deloitte didn’t even disclose how much of the group’s liabilities its 2024 audit covered.<sup>158</sup> Given Marex’s conflicting disclosures regarding the size of its debt burden, the absence of any audit coverage disclosure for liabilities is particularly concerning.

Figura 5: Deloitte – Audit structured notes

5.1 Valuation of structured notes issued by Marex Financial

<b>Key audit matter description</b>	<p>As disclosed in note 27, Marex Financial have issued debt securities amounting to \$ 1,478m as of 31 Dec 2024 (2023: \$978.2m) which are designated at fair value through profit and loss in accordance with IFRS 9 and IFRS 13. These debt securities contain substantive embedded derivatives and are accounted for at fair value to significantly reduce an accounting mismatch. Furthermore, these debt securities include bespoke auto-callable features whose contractual payoffs are referenced to a pool of underlying assets, typically a basket of underlying stock as well as stability and capital linked notes with varied terms.</p>
<b>How the scope of our audit responded to the key audit matter</b>	<p>We have identified valuation of debt securities as a key audit matter because of the complexity involved in valuation of these debt securities which is based on multiple inputs, some of which are assessed for observability against comparable market data involving judgement. This required a higher degree of auditor judgment and an increased extent of effort, including the involvement of our valuation specialists.</p> <p>We have performed the following procedures to address the risk of material misstatements in relation to valuation of structured notes:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Involved valuation specialists to evaluate management's methodology and significant assumptions over pricing inputs, including those that lack adequate market data to support observability;</li> <li>• Challenged the key judgements used by management in valuation of debt securities with the aim of identifying potential management bias;</li> <li>• Independently recalculated the valuation of debt securities as at 31 December 2024 on a sample basis;</li> <li>• Assessed the significance and observability of pricing inputs and their reasonableness in relation to valuation of debt securities; and</li> <li>• Tested disclosures on fair value hierarchy of these debt securities in accordance with IFRS 13.</li> </ul>

## Distorsione 4 – Restatement seriali come prova di manipolazione contabile

NINGI elenca una serie di restatement effettuati da Marex tra il 2022 e il 2024, descrivendoli come sintomo di disfunzione strutturale e debolezza nei controlli interni.

Tuttavia, ogni singolo restatement è spiegato nei bilanci consolidati, con dettagli tecnici, disclosure completa e assenza di impatti economici o patrimoniali significativi:

- Nel 2024, Marex ha rettificato il bilancio 2023 per correggere la presentazione contabile di strumenti derivati. L'errore consisteva nell'espore su base lorda alcune posizioni che avrebbero dovuto essere nette. Il bilancio 2024 (Nota 37, p. 239) specifica chiaramente che l'errore era immateriale e non ha avuto impatti su utile, equity o cash flow. Nel contesto della contabilità e della revisione dei bilanci, un **errore immateriale** (in inglese: *immaterial error*) è una **rettifica o inesattezza nei bilanci che non è sufficientemente significativa da influenzare le decisioni economiche** degli utilizzatori del bilancio (investitori, creditori, regolatori, ecc.).

Come si legge nel bilancio 2024: “*The error did not impact the consolidated income statement, statements of comprehensive income, changes in equity, and cash flows included in the 2023 Group Annual Report.*”

Marex Group plc | Annual Report 2024

Strategic Report

Corporate Governance

Financial Statements

### Notes to the Consolidated Financial Statements continued

For the Year Ended 31 December 2024

#### 37 Restatement

The Group restated the consolidated statement of financial position as of 31 December 2023 to correct errors as follows.

The Group evaluated the materiality of the misstatements outlined below in accordance with Staff Accounting Bulletin (“SAB”) No. 99, Materiality, and SAB No. 108, considering both qualitative and quantitative factors. The Group determined the misstatement in the consolidated statement of financial position as at 31 December 2023 included in the 2023 Group Annual Report was immaterial and did not require restatement of the previously issued consolidated financial statements. The correction of this error did not change the total assets and does not impact the consolidated income statement, statements of comprehensive income, cash flows or of changes in equity.

#### Restatement of consolidated statement of financial position as of 31 December 2023

##### Presentation of derivative instruments

During the preparation of these financial statements, the Group noted an error in the presentation of derivative instruments on the statement of financial position as at 31 December 2023. The Group presented certain legs of derivative instruments separately within derivative instruments assets and derivative instruments liabilities; however they should have been presented as one unit of account.

The Group determined the misstatement in the consolidated financial position as at 31 December 2023 included in the consolidated statement of financial position as at 31 December 2023 in the 2023 Group Annual Report was immaterial and did not require restatement of the previously issued consolidated financial statements. The error did not impact the consolidated income statement, statements of comprehensive income, changes in equity, and cash flows included in the 2023 Group Annual Report. The restatement is summarised in the table below.

	As reported	Adjustment	As restated
	\$m	\$m	\$m
<b>31 December 2023</b>			
Derivative instruments - assets	794.1	(138.5)	655.6
Total current assets	17,074.5	(138.5)	16,936.0
Total assets	17,750.1	(138.5)	17,611.6
Derivative instruments - liabilities	540.7	(138.5)	402.2
Total current liabilities	16,023.2	(138.5)	15,884.7
Total liabilities	16,974.2	(138.5)	16,835.7

There was no impact as at 1 January 2023 arising from this restatement.

**Figura: Nota 37 del bilancio Marex 2024 – Restatement derivati netti/lordi**

Nel 2023, Marex ha rettificato i ricavi del 2022 per \$633 milioni, a seguito di una riclassifica interna legata all'applicazione dell'IFRS 15. In particolare, si è trattato di una riallocazione tra voci di ricavo da principal ad agent — un passaggio contabile fisiologico per emittenti di prodotti strutturati, che distingue tra volumi intermediati e margine reale. Non ha avuto impatto sull'utile netto.

Inoltre, nel bilancio 2023 della controllata Marex Financial, è stata rivista la classificazione di alcune poste 2022, riducendo il risultato di \$118,3 milioni e riallocando strumenti di debito tra le voci “correnti” e “non correnti”. Anche in questo caso, le rettifiche sono state dettagliate e formalmente corrette.

Nel 2022, la rettifica del prime broker balance e delle posizioni in derivati si è tradotta in una riduzione simmetrica di attivi e passivi. L'effetto finale sul patrimonio netto è stato minimo (\$17,3 milioni).

Le affermazioni di NINGI utilizzano un linguaggio iperbolico e accusatorio (“we’ve rarely seen”, “sprawling structure”, “deep weaknesses”) senza fornire contesto contabile o normativo adeguato. La dichiarazione di NINGI “*In our opinion, these repeated restatements point to more than just isolated accounting errors—they suggest deeper structural and control weaknesses within Marex’s financial reporting*” si fonda su una valutazione soggettiva che non è supportata da alcun elemento oggettivo o verificabile. L'affermazione viene proposta come “opinione”, ma assume il tono di una verità tecnica, pur in assenza di evidenze forensi, rilievi da parte dei revisori, segnalazioni da organi di vigilanza o anomali indicatori nei bilanci. I revisori indipendenti non hanno mai riportato material weaknesses nei controlli interni di Marex, né richiesto correzioni significative al reporting.

I restatement citati da NINGI riguardano gli esercizi 2022, 2023 e 2024, e sono stati ampiamente illustrati nei bilanci ufficiali. Si tratta in gran parte di correzioni formali o riclassificazioni tecniche: ad esempio, la riallocazione della rappresentazione contabile dei derivati da “gross” a “net”, oppure la distinzione tra ruolo di agent e principal, frequente nel business dei prodotti strutturati. In nessun caso tali rettifiche hanno comportato impatti significativi sull'utile netto, sull'equity o sui flussi di cassa. In particolare, come osservato, il restatement 2024 è stato dichiarato esplicitamente come immateriale, e ha riguardato esclusivamente una modifica formale della posizione patrimoniale netta.

È altresì sorprendente che NINGI ignori completamente il quadro regolamentare in cui opera Marex, che è soggetta a tripla vigilanza: da parte della FCA (Regno Unito), della SEC (Stati Uniti) e della CSSF (Lussemburgo). In nessun documento ufficiale si riscontra una critica o un intervento da parte di queste autorità rispetto ai restatement o alla struttura dei controlli interni.

Infine, si segnala che il report non include nemmeno una testimonianza interna – diretta o anonima – che possa avvalorare l’ipotesi di carenze nei controlli o problemi sistemici. L’assenza di fonti interne indebolisce notevolmente la credibilità dell’intero impianto accusatorio.

**Conclusioni:** Le modifiche contabili, pur frequenti, sono di natura tecnica e trasparente. L’accusa generalizza e interpreta erroneamente aggiustamenti normativi e di presentazione come segnali di manipolazione, senza che emergano violazioni sostanziali o intenzionali.

## **Distorsione 5 – Incomprensione del modello di business e falsa rappresentazione del debito**

NINGI fa ripetuti riferimenti al cosiddetto “*debt burden*” di Marex, insinuando che la società sia eccessivamente indebitata e costretta a emettere strumenti costosi per coprire le proprie passività. Questa narrativa ignora completamente la natura e il modello operativo di Marex come intermediario finanziario specializzato e market maker. Marex non è una società industriale o una banca commerciale, ma un issuer attivo di prodotti strutturati. Le structured notes che compaiono tra le passività non sono assimilabili a debito tradizionale, ma a strumenti di intermediazione finanziaria:

- Sono spesso hedgiate o strutturate in modo market-neutral;
- Hanno scadenze molto brevi (tipicamente meno di 17 mesi);
- Rientrano nel ciclo operativo quotidiano del gruppo.

Inoltre, Marex:

- Ha un rating investment grade (BBB) da S&P e Fitch;
- È soggetta a regolamentazione multilivello (FCA, SEC, CSSF);
- Ha accesso ai mercati di capitale ordinari e non risulta in stress finanziario.

Il bilancio “espanso” (con attivi e passivi ingenti) è una caratteristica tipica di operatori simili, come Jefferies, Virtu o Interactive Brokers. Le grandi masse bilanciate di attivi/passivi riflettono la funzione di intermediazione, non una leva eccessiva o un debito pericoloso. L’errore concettuale di NINGI consiste nel confondere attività di business con esposizioni debitorie nette. In termini contabili e operativi, le structured notes sono parte della generazione di ricavi e commissioni, non strumenti di finanziamento passivo in senso stretto.

**Conclusioni:** Le accuse sul “*debt burden*” sono frutto di una lettura errata del modello operativo di Marex. La struttura del bilancio è coerente con il suo ruolo di intermediario finanziario globale, regolato e investment grade.

## **Debolezza metodologica – Assenza di fonti interne o whistleblower**

Il report NINGI non include alcuna testimonianza interna, né diretta né anonima, da parte di ex

dipendenti, revisori, collaboratori o stakeholder vicini al gruppo. Questo elemento è atipico rispetto ai report shortisti più solidi e compromette la credibilità delle accuse, che restano quindi formulate esclusivamente sulla base di documenti pubblici, spesso interpretati in modo soggettivo.

Nei report shortisti più autorevoli, come quelli prodotti da Hindenburg Research, è prassi comune includere:

- Dichiarazioni o interviste a ex dipendenti o insider aziendali che rivelano problemi di governance o pratiche scorrette;
- Prove documentali riservate, come e-mail, messaggi, policy interne, o documenti legali non pubblici;
- Fonti anonime ma dettagliate, il cui contenuto viene spesso validato da documenti interni o riscontri multipli.

Ad esempio, nei casi più noti come Nikola (2020) o Adani Group (2023), Hindenburg ha presentato:

- Testimonianze dirette e dettagliate di whistleblower
- Analisi forensi su dati tecnici e finanziari combinati con e-mail interne;
- Verifiche sul campo, interviste a ex dipendenti, e fotografie documentali.

Al contrario, il report NINGI su Marex si basa esclusivamente su una rilettura soggettiva di documenti pubblici, e non offre nessun supporto empirico da parte di figure interne all'organizzazione.

**Conclusioni:** Nessuna delle affermazioni del report è corroborata da elementi probatori interni. Questo limita fortemente la credibilità dell'intero impianto accusatorio e rappresenta una debolezza strutturale del lavoro investigativo, specialmente se confrontato con la metodologia adottata dai principali attori del settore.

## **Commento finale – Il limite metodologico fondamentale del report NINGI**

Alla luce delle cinque principali distorsioni analizzate, è possibile trarre una considerazione critica di fondo: NINGI ignora – volontariamente o per incompetenza – il modello di business di Marex. Questo è un limite metodologico particolarmente grave, **perché in qualsiasi processo di auditing o indagine esterna la comprensione preliminare del modello operativo è un prerequisito fondamentale.**

L'intero impianto accusatorio di NINGI appare indebolito da:

- una lettura meccanica di documenti pubblici

- assenza di fonti interne
- interpretazioni errate di strumenti contabili tipici del settore
- e un uso eccessivo di linguaggio sensazionalistico.

NINGI mostra di non comprendere (o deliberatamente trascurare) il funzionamento di un operatore autorizzato e vigilato nel settore della finanza strutturata e del market making. Le structured notes non sono debito passivo; i restatement non implicano manipolazione; le shelf registration sono comuni negli USA; e la struttura del gruppo è ampiamente trasparente nei documenti ufficiali. Ignorare o deformare questi aspetti equivale a costruire un'accusa su fondamenta errate. NINGI non presenta evidenze materiali, testimoni, né rilievi regolamentari a supporto delle proprie tesi. Il suo report risulta viziato da una lettura parziale e distorta del modello Marex, compromettendone la credibilità e il valore informativo.

### **Appendice: Commento di Jefferies sul Report NINGI**

Il commento informale pubblicato da un analista della banca d'investimento Jefferies offre una valutazione critica del report shortista di NINGI su Marex. Di seguito sono riassunti e analizzati i passaggi chiave del documento, con riferimenti espliciti utili a rafforzare la difesa di Marex nei confronti delle principali accuse contenute nel report.

#### **1. Contestualizzazione temporale degli eventi (2020)**

Jefferies osserva che molte delle accuse più tecniche (sezioni 2.1, 2.2, 2.3 del report NINGI) riguardano il 2020, un periodo caratterizzato da eccezionale volatilità e condizioni operative anomale. La scelta di riportare episodi datati fuori contesto contribuisce a distorcere la realtà attuale della società.

#### **2. Importanza economica trascurabile**

L'investimento citato nel Marex Fund, relativo a soli \$7 milioni, viene definito 'not huge at all' da Jefferies, sottolineando quanto la cifra sia economicamente irrilevante. Questo rafforza la critica metodologica secondo cui il report di NINGI enfatizza eccessivamente operazioni di scarso impatto per costruire un sospetto sistemico.

#### **3. Structured Notes come normale fonte di finanziamento**

Jefferies liquida come infondata l'accusa secondo cui le structured notes costituirebbero una violazione contabile: 'What the flip are structured notes and debt securities if not a source of funding?'. Questo conferma che le structured notes sono, per Marex, strumenti coerenti con il suo modello di business e con la prassi del settore.

#### **4. Crescita del debito coerente con l'espansione**

Secondo Jefferies, la crescita del debito da \$1.2 miliardi a \$4 miliardi in tre anni, inclusi casi di acquisizione, non è affatto allarmante ('not egregious'). Al contrario, è in linea con una strategia di crescita tipica di operatori del settore.

#### **5. Errori contabili passati non giustificano una vendita**

Pur riconoscendo alcuni errori nei bilanci precedenti, Jefferies li definisce 'historic and not current', sottolineando come non esistano criticità attuali tali da giustificare un allarme immediato. La comparazione con casi gravi come Wirecard viene rigettata apertamente ('Is this a Wirecard? IMHO, no').

#### **6. Nessuna fonte interna a supporto**

Il report NINGI non include alcuna testimonianza interna, whistleblower o elemento investigativo indipendente. Questo aspetto viene criticato anche da Jefferies, che implicitamente evidenzia come l'intero impianto accusatorio manchi di supporto fattuale interno alla società target.