

안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사는 6월 13일 공시된 파마리서치(이하 "회사")의 "회사분할결정" 에 대해 6월 16일에 첫 번째 레터를, 6월 23일 회사의 홈페이지에 올린 글에 대해 6월 24일에 두 번째 레터를 보냈습니다. 그리고 두 번째 레터에서 회사와 CVC캐피탈 각각에게 질의를 한 후 7월 1일까지 공개적인 답변을 요청하였습니다.

[회사의 답변에 대한 의견]

이후 회사는 7월 1일 한국거래소에서 열린 투자자 설명회를 포함하여 몇 차례의 공개적인 설명회와 비공개적인 언론 인터뷰 및 투자자 설명회 등을 통해 **여러 가지 답변을 하였습니다. 이에 대한 당사의 의견 및 질의사항은 다음과 같습니다.**

우선, 회사는 당사의 가장 중요한 질문이었던, **"중복상장이 없는 물적분할 vs 중복상장이 생기는 인적분할+현물출자"**에 대해, **"물적분할은 기존 주주가 자회사에 대해 직접적인 주주권을 행사할 수 없기 때문에 오히려 주주가치를 훼손하는 방식"**이라며 후자가 전자에 비해 낫다고 주장하였습니다.

잘 모르는 이들이 들으면 장-단점이 나뉘는 것처럼 들리겠습니다. 그렇지 않습니다.

\*참고로 회사의 계획은 인적분할만 하겠다는 것이 아니고 인적분할 + 현물출자를 하겠다는 것입니다. 지속적으로 인적분할만 했을 때의 장점으로 설명하는 것은 현물출자로 인한 중복상장과 지분을 변동, 그리고 그로 인한 주주간 이해관계 충돌이 되는 등의 문제점을 가리기 위함입니다. 즉 **결과 속이 다른 양두구육(羊頭狗肉)의 설명**입니다.

\*편의상, 중복상장이 생기는 인적분할+현물출자를 이하 **"중복상장 분할"**로, 중복상장이 없는 물적분할을 이하 **"완전자회사 분할"**로 부르겠습니다.

회사는 지주회사 체제로의 전환의 필요성을 강하게 주장하며 하나의 회사가 아닌 **모회사와 자회사의 구조로 나누어 경영해야 한다고 주장**하고 있습니다. 그렇기에 중복상장 분할과 완전자회사 분할 둘 다 직접적인 주주권 행사를 할 수 없는 약점이 있습니다. 이 약점을 최대한 보완하는 방법은 지분율을 최대치로 한 **100% 자회사로 유지**하는 것입니다.

다. 완전자회사 분할은 100% 지분율이고, 회사의 주장인 중복상장 분할은 아마도 30~50%의 지분율일 것입니다. 그렇기에 회사의 **‘완전자회사 분할이 직접적인 주주권 행사를 못한다’**는 주장은 **지성적으로 비양심적인 주장**으로 저는 들립니다. 그러면 왜 순간적으로는 자연스럽게 들릴까요? 그건 인적분할만 하는 경우와 혼동되기 때문입니다. **겉은 인적분할이지만 속은 현물출자와 중복상장**입니다.

참고로, 미국을 비롯한 대부분의 선진 자본시장에서는 자회사 지분율 100%를 소유하는 것을 상식으로 하고 있고, 100% 자회사 구조에 대해 거버넌스 디스카운트를 하는 경우가 거의 없습니다. 우리가 잘 아는 선진적 거버넌스의 수많은 큰 기업들이 다 이와 같은 구조를 취하고 있습니다. 즉, **파마리서치 회사가 자회사 지분율 100%의 구조를 비판하는 것은 너무 심하게 앞선 얘기**입니다.

**한국의 최신 사례**를 말씀드리겠습니다. 현재 한국에서 최고의 거버넌스로 평가받는 메리츠금융지주는 2022년 11월 21일(아마 많은 투자자들은 이 날을 기억할 것입니다) 상장된 자회사 메리츠증권과 메리츠화재를 **100% 지분의 완전자회사로 바꾸는 발표**를 하여 고질적인 한국 자본시장의 문제인 중복상장을 해소하였습니다. 그리고 다음날 그룹 내 **세 기업 모두 상한가**를 기록하며 **자본시장의 극찬**을 받았습니다.

반면 파마리서치는 2025년 6월 13일 하나의 파마리서치에서 **중복상장이 있는 지주회사로 변경하겠다는 발표**를 하였고 당일 **자본시장은 거버넌스 악화에 분노**를 표하며 **-17%의 하락**을 하였습니다. 앞선 사례와 크게 대비되는 모습입니다.

메리츠금융지주 홈페이지 대문에는 **“대주주의 1주의 가치는 일반주주 1주의 가치와 같습니다”**라는 문구가 쓰여져 있습니다.

**“6월 13일 이후의 파마리서치에서 대주주의 1주의 가치는 일반주주 1주의 가치와 같습니까?”**

그리고 어제 7월 1일 투자자 설명회에서 회사는 **“100% 자회사 물적분할 체제를 하기엔 지주회사 요건 충족이 안되어서 불가능했고, 그래서 인적분할+현물출자가 유일한 선택지였다”** 라고 설명하였습니다.

**중복상장 분할로 답을 정해놓고 문제를 맞추어 풀었기 때문에** 완전자회사 분할이 안되는 조건, 시기를 찾았고, 그것도 부족하면 안되게끔 조건과 상황을 만들어 나간 것은 아닌지요? 회사는 최근의 투자자 설명회에서 지주회사 전환을 23년부터 검토했다고 하였습니다. 이후 CVC에 대한 RCPS 발행이 없었다면, 그리고 다른 시기에 했었다면, 혹은 지금이라도 물적분할시 현금 등 자산 배분을 조금 수정한다면, 혹은 기업가치의 90% 이상을

차지하는 지금의 사업회사 외 다른 어떤 사업이 최소한의 형성이 된 후에 분할을 한다면, 등등, 어땠을까요? 그래도 요건 충족이 어려운 과제였을까요? 당사는 회사가 중복상장 분할을 검토하고 기획한 노력의 1/10만 노력해도 완전자회사 분할을 할 수 있다고 판단합니다. **대주주의 지배력 지분율이 증가해야 한다는 전제조건을 지우고 문제를 풀면 어려운 문제가 아닐 것입니다.**

다음으로, 회사는 6월 20일과 25일 투자자 컨콜 그리고 7월 1일의 투자자 설명회 등 여러 곳에서 **“CVC캐피탈의 조력”**에 대해 언급하였습니다. 24년 CVC캐피탈이 투자할 때 지주회사 전환에 대해 논의했고, 이후 모든 과정을 세밀하게 CVC캐피탈이 챙겨보았으며, **CVC캐피탈은 이번 분할 건이 주주가치의 훼손이 없다고 판단하여 동의했다고** 하였습니다.

직전 레터에서 언급했듯이, **CVC캐피탈은 다른 일반주주와 권리관계가 극명히 다릅니다.** 의결권은 있지만, 상환권과 전환권이 있는 우선주 주주이고, 대주주와 별도의 주주간계약을 맺어 대주주와 동반해서 매도할 수 있는 권리 등 **일반주주들이 가지지 못한 많은 보호장치와 권리가 있는 주주이자 회사의 경영권을 대주주와 함께 소유하고 있는 주체**입니다. 무엇보다 분할 후 한 회사는 주가가 급등하고 한 회사는 주가가 급락할 것이라고 회사도 언급하고 있는 예정된 분할 후 상황 속에서, 오를 땐 전환해서 수익을 내고 내릴 땐 상환해서 손실 없이 원금과 이자를 받을 수 있는 권리 소유자입니다. RCPS의 일반적 권리라고 반론할 수도 있겠지만, **이 권리 소유자가 중복상장 분할을 처음부터 기획-논의-조력-동의했다면 그건 완전히 다른 얘기**입니다. RCPS를 선택한 것부터 사전적으로 중복상장 분할을 미리 알고 기획한 것으로 의심되기 때문입니다.

중복상장 분할을 앞둔 파마리서치에는 **세가지 종류의 이해관계가 다른(달라진) 주주**가 있습니다. **주주가치 훼손 여부는 세 주체 각각에 대해 독립적으로 살펴봐야 합니다. 주주 1 대주주, 주주2 CVC캐피탈, 주주3 일반주주.**

이해관계가 다른 대표적 예시로서, 파마리서치홀딩스(가칭)은 전체 중 10% 미만의 가치를 가졌는데 74%로 분할됩니다. 시장이 합리적이라면 1/7 이하로 폭락할 것입니다. 주주 3 일반주주는 이 폭락 그대로 손실을 받습니다. 반면 주주1 대주주는 많은 언론에서 예상하듯이 저가 증여 및 지배력 확대의 기회를 갖게 되는 이득이 생깁니다. 또한 주주2 CVC캐피탈은 상환권이 있어서 폭락하더라도 원금+4% 이자를 받을 수 있습니다. **일반주주의 가치 훼손을 CVC캐피탈의 입장과 묶어서 혹은 CVC캐피탈의 관점에서 검토하지 마시고, 일반주주의 입장에서 독립적으로 재검토해주시기 바랍니다.**

## [CVC캐피탈]

당사는 두 번째 레터를 통해 CVC캐피탈에게 공개적인 질문을 상세히 드린 바 있고, 7월 1일을 시한으로 공개적인 답변을 부탁드립니다. 투자자 설명회를 통해 간접적인 답변을 준 회사와 달리, CVC캐피탈은 주요 질의사항에 대해 단 한가지도 답변을 하지 않았고, 간접적인 설명 자리도 없었고, 어떠한 형식의 소통도 하지 않았습니다.

여러 번 언급된 바와 같이, CVC캐피탈은 10% 이상의 의결권을 가진 주주이자 이사회 구성원이며 대주주와 함께 의결권과 경영권을 공동 행사하고 있는 중심적인 주체입니다. 그리고 우선주로서 일반주주와 확연히 다른 이해관계를 가지고 있는 주주이면서 이번 인적분할+현물출자 의사결정을 한 주체이기도 합니다. 하지만 아무런 답변을 하지 않았습니다.

이번 중복상장 분할 건은 1) 금융감독원이 분할 증권신고서를 심사하는 절차를 가지고 2) 한국거래소에서 분할 신설법인에 대해 재상장 심사-승인을 하는 절차를 가진 후, 3) 주주총회에서 전체주주를 대상으로 하는 특별결의까지 통과되어야 실행됩니다. 그리고 그 과정 전후에서 이사의 충실의무 소송(이사회 의사결정이 특정주주를 위하지 아니하고 전체주주의 이익을 공정하게 보호하는 것이 맞는지) 등의 소송을 거치게 될 것입니다.

이 모든 심사와 검증 과정을 진행중이거나 앞뒀음에도 불구하고, CVC캐피탈은 충분한 시장의 관심을 받은 공개 질의사항에 대해 아무런 답변을 하지 않았습니다.

운용자산 100조원 이상의 글로벌 PEF인 CVC캐피탈은, “한국의 금융당국과 자본시장의 투자자들을 어떻게 그리고 무엇으로 보고 있는 것인가요?”

7월 9일까지 답변을 다시 한번 부탁드립니다. 만약 그 기한까지 충분한 답변이 없는 경우 CVC 글로벌 본사의 Corporate Governance 정책 (<https://www.cvc.com/about/corporate-governance>)과 어떻게 충돌되는지 그리고 CVC캐피탈이 중복상장 분할 조력자로서 어떻게 구체적 역할을 했는지 그리고 한국의 심사 승인 규정과 법률에 의해 어떤 문제가 있는지에 대해 점차 행동해 나가겠습니다.

## [픽셀리티]

우선 이 문단은 7월 1일까지의 회사 답변이 합리적이었거나 중복상장 분할이 철회되었다면 작성하지 않았을 내용임을 말씀드립니다.

픽셀리티는 중복상장 분할 이전의 회사의 모습에서도 거버넌스 측면에서의 우려 사항의 주제이고, 이는 지주회사 체제로 전환되면 더욱 큰 문제가 될 수 있는 주제라고 당사는

판단하고 있습니다.

픽셀리티는 VR, XR 관련 게임 개발사로서 25년초 새롭게 등기임원이 된 정래승 신임 이사가 창업한 회사입니다. 파마리서치의 직접적인 지분이 없기에 종속회사, 관계회사가 아닌 '기타'로 분류되어 파마리서치 사업보고서 주석에 기재된 유일한 회사이기도 합니다. 많은 언론에서 승계 후보자로 언급되고 있는 정래승 이사가 연초에 등기임원으로 선임된 이후 자본시장에 더 알려지게 된 회사입니다.

우선, 픽셀리티는 22, 23, 24년 모두 10억 이상의 적자를 기록하였고 그 적자의 폭은 점차 증가하여 24년에는 약 20억의 적자를 기록하였고 24년말 기준 순자산은 -34억입니다. 그런데 현재 게임 관련 매출이 거의 없음에도 불구하고 채용공고 및 회사의 재무제표 등으로 볼 때 외형이 유지되고 있습니다. 관련되어 파마리서치 주주의 입장에서 몇 가지 질의사항을 드립니다.

Q1. 픽셀리티의 대주주는 누구인지요? 등기부등본에 의하면 현재까지도 대표이사가 정래승 이사로 나옵니다. 정래승 이사가 과반 이상 지분율을 가진 회사가 맞는지요?

Q2. 픽셀리티의 게임 매출은 거의 없어 보입니다. 하지만 파마리서치 혹은 파마리서치의 자회사 튜링바이오 등에서 픽셀리티에게 용역 계약을 통해 픽셀리티의 수익 창출 기회를 주고 있는 것으로 알고 있습니다. 관련된 모든 계약들의 계약 규모와 계약 배경에 대한 설명 부탁드립니다.

Q3. 당사가 확인한 한가지 용역 계약으로, VR 기반의 재활용 의료기기 개발 용역이 있습니다. 그 계약에 대한 설명은 Q2에서 답변해주시면 되지만, 용역의 주제가 의료기기를 주제로 하고 있기에 추후 파마리서치홀딩스(가칭) 지주회사에서 인수하거나 투자할 수 있는 명분을 만들어가는 과정으로 오해될 수 있습니다. 이와 관련된 회사의 향후 계획에 대해 설명 부탁드립니다.

- 위 용역 건은 픽셀리티 회사 전체 매출 중 큰 비중을 차지하는 개발 건임에도 불구하고, 픽셀리티 홈페이지에 전혀 언급되지 않기에 더욱 오해되는 상황입니다.

- 중복상장 분할이 완료되면 대주주의 지분율은 지금의 30%에서 60% 이상으로 증가할 것으로 예상됩니다. (회사가 예상하는 지분율이 다르다면 말씀해 주십시오) 일반주주로서

견제할 수 있는 힘이 절반 이하로 내려갈 것이기에 지주회사 이후의 걱정을 미리 할 수 밖에 없음을 양해 부탁드립니다.

Q4. 픽셀리티는 등기부등본과 채용공고의 주소로 추정해볼 때 **파마리서치 빌딩에 임차 중인 것으로 추정**됩니다. 공시된 회사와의 거래내역 주석의 숫자와 픽셀리티 직원수로 추정되는 임차공간의 크기를 비교할 때 주변 시세에 비해 1/2 도 안되는 평당 임차비용으로 추정됩니다. **픽셀리티에게 임차된 평수와 임차 거래조건에 대해 공개해 주십시오.**

당사는 파마리서치의 지분율 약 1.22%를 보유한 주주입니다. 한국 자본시장의 여러 시장 참여자분들과 이해관계자분들의 응원과 가르침을 부탁드립니다. 그리고 파마리서치가 좋은 거버넌스의 회사로 스스로 능동적이고 주체적으로 변화되기를 기대합니다.

감사합니다.

머스트자산운용 김두용 드림.

연락처

심혜섭 변호사

Office: 02-6925-5090

Mobile: 010-8845-3602

Email: hssimlaw@gmail.com