

[MUST] 리파인 의무공개매수에 대한 의견 발표를 제안합니다.

안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사의 지난 4일 공개레터(악화된 거버넌스에 대한 문제제기 및 개선 방안에 대한 의견 및 제안)에 대한 리얼티파인(스톤브릿지캐피탈과 LS증권이 설립한 법인으로 작년 리파인을 인수한 모회사)의 지난 11일 공개 답변을 읽고 당사의 의견을 말씀드립니다.

우선, 당사는 리파인 거버넌스의 문제점의 출발을 다음과 같이 생각합니다.

1. 지나치게 단기적 성향의 PEF가 인수하였다는 점
2. 그 단기간 내에 PEF의 이익 극대화를 달성하기 위해, 다른 주주들의 가치가 훼손되는 선택들이 이어져 왔다는 점
3. 이를 위해 소액주주 등 비지배주주의 법적 보호 장치들을 악화시키는 선택들이 반복되어 왔다는 점
4. 이에 대한 주주들과의 소통 및 소송에 의한 법률 서면, 공시, 홈페이지 등에서, 상장사로서의 거버넌스에 대한 이해도, 문제의식도 찾아보기 어렵다는 점

[지나치게 단기적 성향의 PEF가 인수하였다는 점]

당사는 2006년 설립 이후 철저한 기업분석을 통해 가치투자를 하며 중장기투자를 하는 투자회사입니다. 2021년 10월에 상장한 리파인에 대해서도 10회 이상의 경영진 미팅 등의 철저한 리서치를 통한 깊은 이해도를 바탕으로 지난 수년 동안의 대부분의 기간에 주주로서 존재하고 있습니다. 리얼티파인은 법률 서면, 언론 인터뷰, 보도자료, 홈페이지, 공시 등에서 당사를 단기주주로 지속적으로 비판하지만, 그것은 리파인이 상장한 지 몇 년 안된 회사인 이유가 가장 크고, 당사는 설립 이후 20년 이상 자본시장의 공개된 투자회사로서 기업의 중장기가치에 대한 전망을 가지고 장기 보유하는 성향의 투자회사임을 보여왔고, 리파인에서도 동일했습니다. 즉, 당사보다 리파인 보유기간이 짧은 리얼티파인이 당사를 비판하는 것의 근거를 찾을 수가 없으며 사실에 근거하지 않은 비판은 지양해주시기 바랍니다.

리얼티파인은 2025년 4월 2일 기존 대주주의 지분을 인수하면서 주주가 되었습니다. 그리고 널리 알려진 대로 그 반년 전인 2024년 12월부터 인수금액을 펀딩 받기 위해 여러 잠재투자자(LP)들에게 IM(상세한 향후 계획이 담긴 투자설명서)를 배포했습니다. 흥미로운 사실은 해당 문서에 “2028년 초 매각 추진” 이라고 쓰여져 있다는 것입니다

(10,19,62,63p). 심지어 19p에는 “잠재 매수 후보군의 매수 의사 확인”이라는 내용이, 63p에서는 “LS그룹에서 인수할 가능성이 높다”는 내용까지 기재되어 있습니다.

PEF는 경영권 인수를 하는 주체이지만 본질적으로 펀드 만기가 있어 초장기투자를 하기는 사실상 어렵습니다. 그래도 대부분의 PEF는 보통 7~10년의 기간으로 비교적 장기투자를 추구합니다. 하지만, 리얼티파인의 경우 2025년 4월 인수를 계획하면서 2028년 초 매각 계획을 투자자들에게 제시했습니다. 투자자들에게 제공한 문서이니 가장 진실된 계획일 것입니다. 경영권 매각이 계획대로 단기에 성공할지는 알 수 없겠지만, **리얼티파인은 사전계획부터 보유기간 3년, 실질적인 경영 기간 약 2년이라는 지나친 단기 성향의 PEF로서 상장사의 대주주가 되었습니다.** 그래서 기간 내 펀드의 투자 성과를 달성해야 한다는 조급함이 존재할 수밖에 없었고, 이로 인해 리파인 가치를 개선하여 리얼티파인의 가치를 개선하는 것보다 리파인의 다른 주주들의 가치를 훼손하여 리얼티파인의 가치를 개선하는 왜곡된 거버넌스를 계획하고 실행하게 된 것으로 보입니다.

그럼 이제부터 초단기 PEF가 조급함과 악한 거버넌스 인식을 가지고 리파인의 비지배주주 주주권을 어떻게 훼손하고, 심지어 법률 권리를 무력화시키려는 노력을 해왔는지 주제별로 설명 드리겠습니다. 이번 레터에서는 그 첫번째 주제로 #의무공개매수에 대해 말씀드리겠습니다. 향후 기회가 될 때 마다 여러 다른 주제별로 리얼티파인에 대한 공개 레터를 써보겠습니다.

[의무공개매수]

의무공개매수는 대부분의 선진 자본시장에 도입되어 있는 주주보호 제도이지만, 한국은 1998년 폐지 이후 아직 도입이 안되어 있는 제도로서, 한국 자본시장의 거버넌스 개선을 위한 중요한 과제 중 하나입니다.

2022년 12월 금융위원회는 보도자료를 통해 주식양수도 방식의 경영권 변경 시 일반투자자를 보호하기 위한 정책으로서 도입의 필요성을 강조하며, 구체적 방법으로 지분을 25% 이상 취득하여 최대주주가 되는 경우 50%+1주 이상까지 추가 취득해야 한다고 설명하였습니다. 그 이후 법안 도입을 위한 본격적인 논의들이 이어져왔고 그 노력의 결과로 현재는 도입이 초읽기 상태입니다.

이와 같이 거버넌스 관점에서 큰 의미를 가지고 있고 도입이 초읽기 단계인 의무공개매수 제도에 민감한 영향을 받는 리파인 이기에, 대주주인 리얼티파인이 이에 대해 어떠한 생각, 전략을 가지고 선택들을 해 왔는지는 상당히 중요합니다.

(1)

2025년 4월 2일 리얼티파인은 지분율 34.05%를 인수합니다. 34.05%, 금융위원회가 2022년 이후 의무공개매수를 권고하는 요건에 해당하는 지분율을 인수한 것입니다. 하지만, 리얼티파인은 전체주주에게 혜택이 공유되는 의무공개매수를 선택하여 실행하지 않았습
니다. 당시 제도상 의무는 아니었지만, 거버넌스 인식이 좋은 다른 PEF들은 의무공개매수를 실행(대표적으로 2023년 오스템임플란트를 인수한 PEF인 유니슨캐피탈, MBK는 의무 공개매수를 실행하여 전체주주에게 권리를 공유하였음)하기도 했습니다. 게다가 리얼티파인은 의무공개매수로 지분 취득을 하지 않았음에도 인수 일주일 후 자사주를 교환사채의
형식으로 대주주 지분 인수가액이자 의무공개매수를 실행했을 때의 가액의 절반 수준인
14,709원에 우회적으로 취득하여 지분율을 48%까지 확대한 사례입니다.

만약 리얼티파인이 당시 금융위원회가 권고한 의무공개매수를 실행했다면 리파인의 전체 주주들은 지배주주와 같은 가액인 27,159원에 매각할 수 있는 기회를 얻었을 것입니다. 그 경제적 차이는 최소 300억원(후술)이고 거버넌스 악화에 의한 주가 하락 및 대외 신용도 하락의 가치 또한 절대 작지 않았습니다.

(2)

의무공개매수를 실행하지 않은 것보다 더 불공정한 것은 일부 선택된 주주에게만 조용히
이를 실행했다는 것입니다. 2025년 4월 지분 매매 전 공식 보고서에 의하면 리파인의 최대주주 및 특수관계인은 5인으로서 총 지분율 30.39% 입니다. 하지만 리얼티파인은 총 9인에게서 총 34.05%를 인수했습니다. 즉, 의무공개매수 대상인 잔여 69.61% 중 3.66%의 주주만 선택하여 선택적 의무공개매수를 제공했습니다. 지배주주와 비지배주주의 주주가치를 차별하는 것도 잔인하지만, 비지배주주 중 선택된 일부만 차별을 없애주는 것은 매우 불공정하고 이중적인 거버넌스 인식이라고 생각합니다.

(3)

리얼티파인은 리파인 자사주 13.9%를 14,709원에 교환사채의 형식으로 인수하였습니다.

해당 지분 취득을 의무공개매수를 통해 27,159원에 했을 때와 비교하면 300억원의 차이입니다. 리얼티파인은 300억원을 얻었고, 다른 주주들은 300억원에 해당하는 기회를 얻지 못했습니다. 그리고 IM자료 44p에 이 지분 우회 확대 방식을 “대주주 지분 매입 후 추가 교환사채 발행을 통해 지배력 확대 및 인수단가 하향 조정” 이라고 투자자들에게 설명하였습니다.

(4)

-> (1), (2), (3)은 리얼티파인의 인수 때의 일이지만, (4)는 매각 시 즉, 다가올 미래에 관한 내용이기에 더욱 중요합니다.

리얼티파인은 향후 지분 매각 시 경영권 프리미엄을 다른 주주에게 공유하지 않고 독차지하기 위한 대비전략을 IM자료에서 밝혔습니다.

매각 시 프리미엄: ① 50%+1주 확보를 통해 공개매수 절차 없이 경영권 매각 가능,

->IM자료 19p

자본시장법 개정 관련, 공개매수 의무 부과 대비 지분 '50%+1주' 확보

->IM자료 4p

PEF Exit 시점, 법령 개정* 예상에 따른 공개매수 Risk 사전적 해소

* 금융위원회 자본시장법 개정 입법 추진

- 주식양수도 방식의 경영권 변경 시 일반투자자 보호를 위한 잔여주주 대상 공개매수 의무 부과

->IM자료 56p

매우 구체적이고 목적이 명확한 내용들입니다. 즉, 리얼티파인은 주주가치를 전체주주에게 나누지 않고 독차지하겠다는 계획이 매우 확고해 보입니다. 그렇기에 리파인의 주주들은 이를 심각히 경계해야 합니다.

당사는 이런 거버넌스 인식에 대해 비판하고 견제함과 동시에, 세부사항이 잘 반영된 의무공개매수 법안이 빠르게 도입되기를 기대해왔습니다. 하지만, 리얼티파인은 이번에도 제도 도입이 임박하자, 요건을 회피하기 위한 지분율 확대를 계획하고 이번 공개매수를 실행하는 기민함을 보여줬습니다.

(*)참고로 리얼티파인은 법원에 제출한 서면에, 최종적으로 취득한 지분율이 48%이기 때문에 50%+1주로 작성된 IM자료는 단지 계획일 뿐이라고 변론했습니다. 하지만 이는 계획을 철회해서가 아니라 선택적 의무공개매수의 과정에서 발생한 선택 범위의 차이로 판

단되며, 필요한 경우 이 점에 대해 공개적으로 질의하겠습니다.

(5)

현재 의무공개매수 도입을 위한 발의안은 10건 이상이고, 도입될 법안의 구체적 내용에 대해 국회와 정부가 치열하게 논의 중입니다. 그 결과는 알 수 없으나 현재 지분율 48%인 리얼티파인은 의무공개매수 발동요건에 해당될 확률이 높습니다. IM자료 56p에 기술된 대로 리얼티파인은 이것을 RISK로 규정하고 사전적 해소를 위해 대비책을 고민했을 것으로 추정됩니다. 일차적으로 발동요건을 벗어나기 위해 지분율을 최소 50% 이상으로 확대하고, 혹시 모를 경우의 수를 대비하여 주주총회 특별결의를 단독으로 처리할 수 있는 지분율(대략 65~70% 이상)을 확보하기 위해, 지분율을 최대 78%까지 확대하는 공개매수를 실행한 것으로 보입니다. 다만, 실제 의도는 공개된 자료만으로 단정할 수 없기에, 리얼티파인의 공식적인 입장을 직접 확인하고자 합니다.

즉, 이번 공개매수가 성공하고, 의무공개매수 제도가 보수적인 버전으로 도입된다면, 리얼티파인 지분 매각 시 의무공개매수는 요건 충족이 안될 가능성이 높습니다. 그렇기 때문에 공개매수 청약 기간이 완료되기 전, 그리고 의무공개매수 법안이 구체화되어 도입되기 전에 리얼티파인이 의무공개매수에 대해 어떻게 생각하는지 의견을 묻고, 전체 주주의 입장에서 입장 발표를 제안해야 합니다.

제안

-리얼티파인이 리파인 대주주 지분 매각 시, 전체주주가 같은 가액으로 매도 참여할 기회를 제공할 것을 공개적으로 발표해주시길 바랍니다.

-공개매수 청약기간이 9월 16일까지인 관계로 9월 15일 낮 12시 이전까지 구체적인 의견을 밝혀 주시길 바랍니다.

지난 11일 발표한 리얼티파인의 공개 답변서에는 “소수주주에 상장사 주주 잔존 선택권을 제공”이라고 쓰여 있습니다. 잔존 주주에게는 의무공개매수에 대한 리얼티파인의 입장이 매우 중요한 정보입니다.

감사합니다.

머스트자산운용 드림.

연락처

안진호 변호사

Office : 02-6956-6023

Mobile : 010-4020-2146

Email : jhahn@labpartners.co.kr