

안녕하세요 머스트자산운용 입니다.

당사는 상장사 리파인(이하 "회사")이 2025년 4월 9일에 발행한 교환사채에 대해 법률적, 도덕적 문제의식을 제기하였고, 이와 맞물려 회사의 자본배치의 현명하지 못함에 대한 문제제기의 일환으로 자본준비금 감소에 의한 이익잉여금 전입의 안건을 주주제안하였고, 어제 9월 24일 해당 주주총회가 열렸습니다. 응원해주신 많은 주주분들과 자본시장을 애정하시는 분들께 이번 주주총회를 설명드리고 향후 계획에 대해 간단히 말씀드리고자 합니다.

[주주총회 표결 결과] - 부결.

의결한 주주의 71%의 반대로 부결되었습니다만, 전체 주주 중 의결한 주주가 68% 뿐이었기에 실제 반대 표결한 주주는 837만주입니다. 최대주주 리얼티파인의 보유주식수가 831만주인 것을 고려할 때 반대 의결을 한 주주는 사실상 오로지 리얼티파인 뿐이었고, 그 외 332만주에 달하는 많은 주주분들이 절대적으로 찬성 의결을 해주었습니다.

7월 21일 회사에 주주제안을 담은 임시주주총회를 요청했을 때는 회사의 지분율이 34.1%이었기에 지금의 48%과 달리 충분히 의결권 다툼을 해볼 수 있을 것으로 판단되었으나, 설마 했던 교환사채의 조기 교환신청을 바로 다음날인 7월 22일에 하면서 이번 주주총회는 오로지 48%를 소유한 대주주의 의결에 따라 결정되는 구조가 되었고, 우려했던 부결이 되었습니다.

하지만, 회사의 교환사채 조기 교환 신청과 그에 대한 몇몇 해명을 통해 회사의 법률적, 도덕적 문제가 더 드러나거나 추가로 확인되었고, 무엇보다 매 분기 5.3억, 연간 21.2억이 교환사채 6%의 이자비용으로 회사에서 리얼티파인으로 이전되는 것이 중단되었습니다. 연 21.2억은 회사의 연간 순이익의 약 10%에 해당하는 매우 큰 비용입니다.

회사는 '발행 때부터 조기에 교환신청을 할 계획이었다'는, 곧 '그럼 왜 교환사채를 발행했는가?'라는 의문을 불러일으키는 해명에서 시작해, '예상치 못한 주가 상승에 따른 파생상품 회계적 손실이 걱정되어 급히 교환신청을 했다'는 해명에 이르렀습니다. 그러나 이는 그 자체로 합리성이 부족할 뿐 아니라 앞선 해명과 논리적으로 충돌하여, 결과적으로 법률적/도덕적으로 씩씩한 해명만을 내놓은 셈입니다. 가장 놀라운 것은, 지분율 34.1%

의 예비 지배주주가 교환사채 발행 반년 전 인수를 검토할 때부터 '교환사채 형태로 자사주를 확보하고 이율을 6%로 정한다'는 계획을 세워두었고, 그 과정에서 회사의 의사결정을 좌지우지했다는 사실을 스스로 자백했다는 점입니다.

이번 주주총회를 통해서 몇 가지 느낀 점은 다음과 같습니다.

- 장점은 있고 단점은 없는 이번 안건에 대해, 거의 모든 주주들이 찬성 의결을 한 반면, 대주주 리얼티파인은 반대 의결에 대한 어떠한 설명과 논리 제시 없이 거의 홀로 반대 의결을 하여 부결시켰다는 점.
- 문제제기를 안 했다면 연 21.2억이 5년간 계속 유출되었겠다는 씁쓸한 점.
- 주주총회 때의 모습을 보면 회사는 주주와의 소통의지가 전혀 없고, 마치 아무것도 모르고 기억이 안 난다는 안 좋은 모습의 TV 속 청문회를 보는 것 같은 모습이었다는 점.
- 주주총회를 이끈 서호성 대표님은 '이번 안건에 대한 경영진의 의견을 드릴 필요가 없다고 생각한다. 오로지 주주들의 의견이 중요하다', '이번 안건을 대주주와 상의하지 않아서 대주주의 의견은 모른다', '경영진이 된 지 반년 정도라서 잘 모른다' 등 주주들의 질문을 사실상 차단하거나 충격적인 답변 태도를 보였습니다. 서호성 대표님은 문제의 교환사채 발행에 찬성 의결한 이사회 6인 중 한 분이지만, 이러한 거버넌스 측면 보다는 경영에만 집중된 전문경영인이실 수도 있다는 생각으로 법률적/도덕적 책임이 덜 하실 수도 있겠다는 생각도 했었던 저희의 생각을 완전히 사라지게 하는 주주총회의 모습이었습니다.

[법적 조치]

지난 레터에서 썼듯이 문제의 교환사채 발행에 의한 일반주주들은 약 406억원의 실질적 재산상 피해를 보았습니다.

이 피해를 복원/복구하기 위해서는 " 1) 발행 취소 2) 그 피해금액을 의사결정한 6인의 이사회 분들이 회사에 손해배상 3) 그 피해에 해당하는 보상/배상을 다른 대체 방식으로 복원/복구 4) 1,2,3이 다 안되거나 부족하면 법률적 처벌 " 해야 할 것입니다.

3)은 회사 혹은 대주주가 이를 일반주주들에게 제시해주어야 하는 사항이고, 4)는 '죄를 미워하되 사람을 미워하지 말라'는 현인들의 말씀을 생각할 때 신중한 주제입니다. 그렇기에 당사는 1) 또는/그리고 2)에 우선적으로 최선을 다하겠습니다. 당사는 지난 18일 서원교 감사님께 이사에 대한 손해배상 청구의 소제기 청구서 발송을 시작으로 빠르게 법적 조치를 진행하였습니다.

[B2C 진출 등 성장 계획 및 교환사채 발행조건]

당사의 캠페인 이후 회사는 언론을 통해, 그리고 홈페이지 안내문을 통해 몇몇 말씀을 주셨습니다. 하지만 구체성이 매우 결여된 형식적이고 짧은 답변뿐이었고, 그마저도 투자를 전혀 모르는 사람이 들으면 '그런가' 싶지만, 투자를 조금이라도 아는 사람이 들으면, '주당가치 고려가 전혀 없구나' 라고 느낄 수 있는 '회사에 돈은 많을수록 더 좋은 것 아니냐'와 같은 대중을 호도하는 내용 위주였습니다. 이번 레터에서는 그 중 중요한 세가지에 대해서 간단히 당사의 의견을 추가로 개진하겠습니다.

1. 리파인-리얼티파인이 갖는 구조적 문제점

"우리는 EB 발행 직후 조기 전환을 전제로 했기 때문에 시장 평균치 수준을 그대로 반영했다"며 "당시 시장금리가 4% 후반 대였던 점을 고려하면 6%는 합리적 수준이었다"고 말했다. - 언론 인터뷰 중.

동사도 한국 자본시장에서의 교환사채 발행 내역 전체를 정리해서 가지고 있습니다. 하지만 이에 대한 왜곡된 자료 해석을 논하지는 않겠습니다. 다만, 0%로도 발행 가능한 상황에서 왜 6%로 발행하여 회사 돈이 대주주에게 106억 이전되는 결정을 하였는가? 에 대해, 리파인-리얼티파인이 갖는 구조적 문제점에 대해 언급을 안 할 수가 없습니다.

리파인의 이사회는 올해 4월 2일 리얼티파인 측 인사로 변경되었습니다. 그리고 4월 2일, 4월 9일 이사회결의를 통해 리파인은 스스로 피해를 보는 의사결정을 하였습니다. 게다가 이익을 얻은 주체는 리얼티파인 이었습니다.

리파인 이사회 중 LS증권 조주영, 박수진, 스톤브릿지캐피탈의 현승윤, 성익환 등 대부분의 이사님들은 리얼티파인 소속이고, 리파인에서 급여 및 성과급을 전혀 받지 않는 반면, 리얼티파인에서 보상을 받는 분들입니다. 이는 공공연한 비밀입니다. 일반적으로는 리파인이 잘되어야 리얼티파인이 잘됩니다. 하지만 이번 교환사채 발행에서 보듯이 반드시 그렇지 않고, 그렇지 않게 의사결정될 때는 리얼티파인이 아닌 리파인의 일반주주의 피해는 절대 작지 않습니다. 이 구조가 유지되는 한 리파인은 또 리얼티파인의 이익을 위해 희생될 수 있고, 그 피해는 리파인의 모든 주주 중 대주주인 리얼티파인을 제외한 다른 일반주주에게만 귀속될 것입니다.

그래서 현재 리파인의 1) 불투명한 지배구조와 의사결정 구조 2) 이해관계 불일치 구조가 해소되지 않는다면, 제2의 교환사채 문제가 또 발생할 수 있어 보입니다.

생각해보면 새롭게 리파인 이사가 된 LS증권 측 조주영 상무님은 이전 직장의 경력이 주로 메자닌 발행이었습니다. 하지만 그 전문성은 리파인에 유리한 교환사채 발행에 사용되지 않고 오히려 반대로 리파인에게는 불리하고 리얼티파인에게는 유리한 발행에 사용되었습니다. 이러한 이해관계를 가진 이사분들은 리파인을 위해 사임 혹은 해임해야 하는 것 아니겠습니까?

2. 교환사채가 당시 공정한 시가에 10% 할증했기 때문에 괜찮다는 해명에 대해 리파인과 리얼티파인에게 질문드리겠습니다.

당시의 시가가 리파인의 기업가치를 반영한 공정한 가액이었다고 생각하십니까?

만약 시가가 공정했다면, 리얼티파인은 왜 34.1%의 주식을 공정한 시가의 약 2배의 가격에 동시에 사셨습니까?

그리고, 리얼티파인은 PEF의 투자자인 LP들에게, 1) 공정 시가의 2배에 34.1%를 샀다고 얘기하셨습니까? 아니면 2) 공정 시가의 1/2에 13.9%를 샀다고 얘기하셨습니까?

당연히, 1)이 아니라 2)라고 얘기했을 것입니다.

그게 진실이라면, 스톤브릿지캐피탈과 LS증권으로 구성된 리얼티파인은 법원과 자본시장 앞에서 1)이 아닌 2)라는 점을 보다 솔직하고 책임 있게 말씀하시길 바랍니다.

사람의 키를 잴 때 발끝에서 머리끝까지 잰다고 정확한 키가 아닙니다. 서 있을 때 재야 정확한 키입니다. 상장사의 시가는 변화가 크기 때문에 서 있을 때의 키인지, 앉아있을 때의 키인지 분명하지 않습니다. 하지만 리파인은 4월 2일 회사를 제일 잘 아는 대주주 간의 거래를 통해 서있을 때의 키가 주당 27,159원 라고 공식화되었습니다. 그런데 그와 거의 동시에 14,709원의 키가 공정하다고 주장하며 거래를 하신 것이 타당하겠습니까?

왜 대주주의 지분은 서 있는 키를 재고, 다른 주주의 지분은 앉아있을 때의 키를 재십니까? 그 차이에 의한 피해금액은 무려 300억입니다.

당사는 발끝부터 머리끝까지 잘 잰고 10% 상향시켜 줬다고 주장을 할 귀사에 대해 법률적으로 최선을 다해 법원에 물겠습니다. 그리고 법률적인 결과를 떠나 도덕과 양심에 대한 평판은 스톤브릿지캐피탈과 LS증권 그리고 리얼티파인의 역사에 남기겠습니다.

3. 새로운 성장동력으로서 B2C 진출

당사는 지난 3년 이상 리파인이 B2C 진출을 위해 어떤 노력과 검토를 해왔는지 열심히 리서치하였습니다. 잘 아시다시피 쉽지 않은 많은 이유가 있었고, 적절한 M&A 대상은 쉽사리 존재하지 않았습니다. 당사는 거의 유일하게 검토 가능했던 대상의 M&A 건도 잘 알고 있고, 그 규모가 어느 정도인지도 잘 알고 있습니다. 그렇기에 1,300억이 넘는 순현금이 있는 회사가 매우 급하게 355억 교환사채를 발행할 이유로 B2C M&A를 언급한 해명에 전혀 동의하지 못합니다. 또한 구체성이 전혀 없는 공시된 문서들, 회사 홈페이지의 안내문, 그리고 주주총회에서 대표이사님이 이에 대해 어떠한 언급도 답변하지 않은 점을 생각하면 더욱 회사의 자금조달 진정성을 의심하지 않을 수가 없습니다.

회사는 왜 2천억의 현금(1,300억의 현금과 즉각 조달 가능한 700억)으로는 부족하여 355억 원을 급하게 악조건으로 발행한 것인지, 2천억이면 안되고 2,355억이면 되는 M&A 대상이 도대체 무엇이 있는 것인지 답변해야할 것입니다. 그렇지 않으면 대표이사를 포함한 이사분들이 회사와 전체주주의 이익을 보호하는 대신, 특정 주주인 리얼티파인을 위해 교환사채 발행 의사결정을 했다는 법률적, 도덕적 비판에서 자유롭지 못할 것입니다.

[The outsiders – 현금의 재발견]

이 책은 William Thorndike의 책으로서 한글 번역본("현금의 재발견")도 있는 책입니다. 기업가치 보다 주당가치를 소중히 생각하는 현명하고 훌륭한 경영진에 관한 내용으로서, 워렌 버핏이 2012년 주주레터에서 극찬하면서 더 알려진 책이기도 합니다.

*"The Outsiders" is an outstanding book about CEOs who excelled at capital allocation.
(자본배치에 뛰어난 경영진들에 대한 매우 훌륭한 책이다) - 워렌 버핏*

이 책을 리파인 경영진 및 리얼티파인 분들에게 추천합니다. 그러면 최소한 회사에 돈이 많을수록 좋은 거 아니냐 라든지, 배당 등 주주환원을 하는 것이 거위의 배를 가르는 행위라든지 와 같은 말씀은 안하실 거라 생각합니다. 그리고 리파인의 진정한 주당가치 상승을 위한 경영에 큰 도움이 될 것이라고 생각합니다.

저는 리얼티파인 분들이 자회사인 리파인을 바라볼 때와 다르게, 리얼티파인을 바라볼 때는 주당가치 기준으로 판단한다고 생각합니다. 리얼티파인도 PEF이기 때문에 매우 당연히 LP들에게 주당가치의 상승 여부로 평가를 받고 그에 따라 성과보수를 받을 것이고, 리파인의 임원이자 동시에 리얼티파인의 주요 임원인 조주영, 현승윤 등의 이사님들은 성과KPI를 주당가치 상승을 기준으로 세팅하셨을 것이기 때문입니다.

예를들어 만약 리얼티파인의 대주주 지분이 주당 27,159원에 거래가 되었는데, 그와 동시에 리얼티파인의 자사주(있다고 가정)를 스톤브릿지캐피탈이 14,709원에 사간다면 LS증권은 가만히 있을 것이지요? 반대로 LS증권이 사간다면 스톤브릿지캐피탈은 가만히 있을 것이지요? 게다가 교환사채 형식을 취해 이자로 106억을 가져간다면 말입니다. 너무나도 당연히 도덕적으로 강한 비판과 함께, 법률적으로 조치를 취할 것입니다.

그러니 스톤브릿지캐피탈 현승윤 이사님, LS증권 조주영 이사님, 리파인 서호성 대표님 등 리파인을 책임지고 경영하신 분들은 부디 리얼티파인의 모든 주주가 주당가치가 소중하게 생각하듯 리파인의 모든 주주들도 주당가치를 소중히 생각한다는 점을 기억해주시면서, 4월 9일 교환사채 발행부터 시작된 리파인 주당 가치의 훼손과 관련된 많은 일들에 대해 진실된 사과와 함께 일반주주의 재산상 피해를 복원/복구하는데 최선을 다해주시길 바랍니다. 그리고 스톤브릿지캐피탈과 LS증권 그리고 리얼티파인에 소속되거나 그들을 위한 이해관계를 가진 분이면서 리파인의 이사로서 파견되어 임명된 분들의 사임 또는 해임을 요청드립니다.

마지막으로 추석 연휴를 전후한 빠른 시일로, 발전적 소통을 위한 별도의 대면 미팅의 자리를 공식적으로 요청드립니다. 연락 기다리겠습니다.

감사합니다.

머스트자산운용 드림.

연락처

안진호 변호사

Office : 02-6956-6023

Mobile : 010-4020-2146

Email : jhahn@labpartners.co.kr