

한미자유무역협정과 유엔국제무역법위원회
중재규칙에 따른 중재 (PCA CASE NO. 2018-51)에 있어서

엘리엇 어쏘시어츠 엘.피. (ELLIOTT ASSOCIATES, L.P.)

를 청구인으로

-v-

대한민국

을 피청구국으로 하는

재반론 및 본안 전 이의제기에 대한
반박에 대한 재반박서면

2020년 11월 13일



Freshfields Bruckhaus Deringer

42-01 Ocean Financial Centre
10 Collyer Quay
Singapore 049315



63 Namdaemun-ro, Sogong-dong, Jung-gu,
Seoul 04532
Korea

I.	서론 및 주요내용.....	1
	A. 서론.....	1
	B. 주요내용.....	3
II.	여러 선결문제를 고려할 때 청구인의 청구는 기각되어야 합니다 8	
	A. 문제되는 한국과 국민연금의 행위는 협정에 따른 “조치”가 아닙니다.....	10
	1. “조치”라는 단어는 폭넓지만 한정된 의미를 가진다고 해석하는 것이 보다 적절하고 합리적입니다.....	10
	2. 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 “조치”가 아닙니다.....	17
	3. 청구인이 주장하는 “조치”는 청구인의 청구와 법적으로 유의미한 관련성을 결여하고 있으며, 따라서 이를 뒷받침하기에는 지나치게 동떨어져 있습니다.....	20
	B. 문제되는 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다	26
	1. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따라 한국에 귀속될 수 없습니다.....	27
	2. 국민연금은 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 따른 정부 권한을 행사하지 않았습니다.....	49
	3. 국민연금의 행위는 ILC 규정 제 8 조에 따라 한국에 귀속되지 않습니다.....	59
	C. 청구인의 삼성물산 주식은 적용대상투자에 해당하지 않습니다	72
	1. 청구인의 스왑계약은 협정상 적용대상투자가 아닙니다.....	73
	2. 삼성물산에 대한 청구인의 주식보유는 협정상 보호 대상이 되지 않습니다.....	74
	D. 청구인이 제기한 청구는 절차 남용에 해당합니다.....	81
	1. 청구인은 소송을 제기할 수 있도록 투자 구조를 재조정하였습니다..	82
	2. 청구인이 본 중재판정부에 제기하고자 하는 쟁점들은 합의를 통해 이미 해결되었습니다.....	88
III.	청구인의 청구는 본안에 있어서도 받아들여질 수 없습니다	90
	A. 한국은 협정을 위반하지 않았습니니다	91
	1. 청구인은 여전히 인과관계에 대한 법적 기준을 충족하지 못하고 있습니다.....	93
	2. 청구인이 주장한 “10 단계론”은 여전히 단절되지 않은 인과관계를 증명하지 못합니다.....	94
	B. 한국은 청구인에게 국제법상 최소대우기준을 제공하였습니다	175

1.	청구인이 협정에 따른 최소대우기준 위반을 증명하기 위해서는 엄격한 기준을 충족해야 합니다.....	176
2.	청구인은 한국의 최소대우기준 위반을 증명하기 위한 엄격한 기준을 충족하지 못했습니다.....	177
3.	청구인이 현재 실현되었다고 주장하는 바로 그 위험을 청구인이 알고 감수했다는 사실은 최소대우기준 청구를 반박합니다.....	196
4.	문제되는 행위에는 협정상 의무의 적용대상이 될 수 있는 정부 권한의 행사가 포함되어 있지 않았습니니다.....	216
C.	한국은 청구인에게 내국민대우를 부여했습니다.....	221
1.	한국의 협정상 유보는 본건 내국민대우 청구 제기를 금지합니다....	222
2.	사실 청구인의 내국민대우 청구는 청구인의 투자에 대한 “대우 (treatment)”와 무관합니다.....	225
3.	청구인은 동종의 상황에 처한 자국 투자자와 동일하게 유리한 수준으로 대우 받았습니다.....	227
IV.	청구인의 손해배상 청구는 심각한 결함이 있어, 손해배상책임을 인정하는 그 어떠한 판정도 정당화 될 수 없습니다.....	239
A.	청구인은 본건 합병으로 얻은 이익을 숨겼습니다.....	240
B.	손해배상에 관한 청구인의 최근 주장은 자체적으로도 모순됩니다.....	243
1.	청구인은 그 삼성물산 주식에 대한 자체적인 순자산가치 (NAV) 추정치를 회수할 수 있을 것으로 전혀 기대하지 않았습니니다.....	244
2.	Mr Boulton QC 와 Milhaupt 교수는 모두 본건 합병이 부결되면 “코리아 디스카운트”가 사라질 것이라고 주장하지만 누구도 이를 뒷받침하는 분석은 하지 않았으며, 이들의 결론 또한 서로 모순됩니다.....	247
3.	청구인은 청구인측 전문가들도 달성할 수 있었을 것이라고 생각하지 않는 투자수익율에 근거한 손해배상액을 청구하기 위해 자신의 전문가 의견을 외면하고 있습니다.....	253
C.	청구인이 문제 삼는 한국의 행위는 청구인의 손해를 발생시키지 않았습니니다.....	255
1.	문제되는 한국의 행위는 청구인이 주장하는 손해의 “조건적” 원인이 아니었습니다.....	257
2.	문제되는 한국의 행위는 청구인이 주장하는 손해의 주된 원인이 아니었습니다.....	278
D.	청구인이 주장하는 손해의 산정은 여전히 중대한 하자를 내포하고 있습니다.....	286

1. 청구인과 그 증인은 손해배상 쟁점에 있어 서로 모순되는 주장을 펼치며, 자신의 결론을 뒷받침하기 위한 분석을 수행하지 않았습니...	288
2. Dow 교수의 제 1 차 보고서에 대한 청구인과 그 전문가들의 비판은 근거가 없습니...	290
3. Dow 교수는 Boulton QC 의 새로운 손해배상이론이 “개념적으로 결합이 있고 경험적으로 입증되지 않은 것으로 EALP 의 자체 판단과 상충됨”을 보여주고 있습니...	294
4. Dow 교수는 청구인이 본건 합병으로 인해 발생될 리스크를 감수하였음을 보여주고 있습니...	299
E. 기타 손해산정 관련 이슈	300
1. 추가적인 손해경감이 가능하지 않았다면, 이는 청구인의 손해배상이론이 유지될 수 없는 것이기 때문입니...	300
2. 청구인이 32.6%에 달하는 이자율을 청구할 수 있다는 청구인 측의 주장은 청구인의 한국 원화 투자금을 미국 달러화로 환급 받아야 한다는 주장만큼이나 청구인측 주장의 부당성을 드러냅니...	302
V. 한국은 청구인에 불리한 추정을 요청할 권리를 가집니...	304
A. 이 사건은 불리한 추정 채택의 기준을 충족합니...	305
B. 본 중재판정부는 다음과 같은 불리한 추정을 채택해야 합니...	306
VI. 청구취지.....	316
별지 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황	307

I. 서론 및 주요내용

A. 서론

1. 본 중재는 자신이 제안하지 아니한 합병안과 관련하여, 자신이 정하지 않은 합병비율에 따라, 다른 여타 주주와 같이 의결권을 행사할 권리를 지니고 있었던 한 소수주주, 즉 국민연금¹의 의결권 행사에 관한 청구에 지나지 않습니다.
2. 2020년 7월 17일자 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면 (이하 “**재반박서면**”)에서도 청구인은 그 청구를 뒷받침하지 못하는 불리한 기본적 사실관계를 극복해내지 못하였습니다.
 - (a) 국민연금의 지침은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향을 국민연금 투자위원회에서 심의할 것을 규정하고 있고, 투자위원회는 위 지침을 준수하였습니다.
 - (b) 국민연금 투자위원회 위원들은 수 시간에 걸쳐 본건 합병에 대해 심의하였으며, 다양한 범위의 정보와 분석자료를 주의 깊게 검토하여 독립적인 결정에 이르렀습니다.
 - (c) 독립된 전문위원회에서 위와 같은 결정을 내렸다 하더라도 전문위원회가 본건 합병에 반대표를 던지기로 결정하였을 것이라고 판단할 근거는 없습니다.
3. 청구인은 한국 법원에서의 각종 사법절차 관련 수사, 공판 기록을 포함하여 한국이 문서제출의무의 성실한 이행을 위해 제출한 수천 페이지에 달하는 새로운 자료를 제공받고도 이러한 사실을 극복해내지 못하였습니다. 오히려, 청구인은 이러한 새로운 증거를 왜곡하거나, 선별적이고 오해를 불러일으키는 방식으로 이를 포장하는 행태를 보이고

¹ 별도로 정의되지 않은 한 본 재반론 및 본안 전 이의제기에 대한 반박에 대한 재반박서면 (이하 “**재반론서면**”)에서 사용된 용어는 2019. 9. 27.자 한국의 반박서면 (이하 “**반박서면**”)에서 정의된 의미를 가집니다.

있습니다. 예를 들어, 청구인은 본건 합병에 대한 의결권 행사와 연관된 개인들의 “증언”이라고 주장하면서 해당 내용을 발췌하여 원용하고 있으나 이는 사실 실제 법정에서의 증언이 아닌, 검사가 작성한 조서에 기재된 내용입니다. 해당 개인들의 실제 법정 증언은 종종 조서의 내용과 일치하지 않음에도, 청구인은 이러한 사실을 무시하고 있습니다. 나아가, 청구인은 여러 군데에서 어떠한 진술 (본 중재에서 중요한 쟁점임이 분명한, 본건 합병이 승인되도록 하라는 지시를 포함하여)이 있었다고 주장하나, 이는 실제 진술 내용이 아닌 어떠한 개인의 관련 대화에 대한 사후적인상에 대한 진술을 인용하고 있는 것에 불과합니다. 즉, 청구인은 맥락과 무관하게 인용되었거나 기타의 방식으로 왜곡된 일련의 진술을 엮어 오해를 불러일으키는 방식으로 그 주장을 입증하고자 시도하고 있습니다.

4. 이를 통해 청구인은 한국 법원에서의 위 일부 사법 절차의 중대성만으로 (본건과 전혀 무관한 국내법상 원칙과 본건 합병 관련 의결권 행사와 무관한 혐의를 쟁점으로 하고 있음에도) 협정상 청구가 인용되기를 바라고 있는 것으로 보입니다.
5. 사실 청구인이 인용하는 한국 법원의 사건들은 ■■■■■ 전 대통령이 삼성 그룹의 승계 예정자인 ■■■■■으로부터 받은 뇌물에 대한 대가로서 국민연금을 압박하였다는 청구인의 협정상 청구 근간의 허구성을 보여줍니다. 한국 법원은 증거를 검토한 후 위와 같은 주장을 배척한 바 있습니다. ■■■■■ 전 대통령이 ■■■■■으로부터 뇌물을 수수한 것 (및 그로 인해 대통령직에서 탄핵되고 수감된 것)은 사실이나, 해당 뇌물은 본건 합병이 승인된 이후 수수된 것으로, 청구인이 본 중재에서 문제 삼는 의결권 행사와는 무관하였습니다.
6. 청구인은 한국의 책임 및 손해 관련 인과관계 주장에 대해 의미 있는 답변을 하지 못하였습니다. 청구인이 입었다고 주장하는 손해는 합병당사회사들의 주식이 교환된 비율에 의해 야기된 것이며, 청구인은

본건 합병비율의 결정에 있어 한국이 어떠한 관여도 하지 않았음을 인정하고 있습니다 (이를 인정할 수 밖에 없습니다). 이 사실만으로 청구인의 주장을 기각하기에 충분합니다.

7. 손해배상에 대한 청구인의 주장은 처음부터 그랬듯이 여전히 근거 없는 추론에 불과합니다. 역시나 청구인은 스스로 선임한 전문가의 의견을 무시하면서까지 손해 관련 주장을 다시 변경하였습니다. 청구인의 가장 최근의 손해액 관련 주장은 그 직전의 주장과 비교해도 더욱 허황된 것으로, 청구인이 종전에 제출을 거부하였던 증거에 따르면 청구인이 어떠한 손해도 입지 않았음이 입증됨에도 마치 횡재를 바라는 행태를 보여줍니다.
8. 한국은 다시 한번 본 중재판정부가 청구인의 가정과 과장 너머를 살펴 기록상 증거를 관련 협정상 기준에 견주어 봐주실 것을 정중히 요청합니다. 이를 위해 한국은 우선 본 재반론서면에서 제기될 주장의 구조 및 입증자료들의 주요내용을 객관적으로 요약하고자 합니다.

B. 주요내용

9. 본 재반론서면에서 상세히 논의하는 바와 같이 청구인의 청구는 여러 단계에서 오류를 보입니다.
10. 우선, 한국은 그 반박서면에서 개별적으로도 청구인의 청구를 기각시킬 수 있는 여러 선결문제를 제기하였는데, 청구인은 이를 극복해내지 못하였습니다.
 - (a) 문제되는 행위가 “조치”를 구성해야 한다는 협정상 요건을 이미 무시한 바 있는 청구인은 이제 사실상 “조치”를 무한한 범위로 확장하는 해석론을 내놓고 있습니다. 한국은 협정의 문맥상 “조치”라는 용어가 폭넓은 의미를 지니고 있음에는 동의하나, 그 범위가 무한할 수는 없으며, 청구인이 협정의 위반에 해당한다고

주장하는 행위까지 포함하는 것은 아닙니다. 제 2 장 제 A 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

- (b) 청구인은 여전히 국민연금의 문제되는 행위가 한국에 귀속될 수 있음을 입증하지 못하고 있습니다. 국민연금의 행위는 ILC 규정 제 4 조에 대응하는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따르든 ILC 규정 제 5 조에 대응하는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 따르든 한국에 귀속되지 않습니다. ILC 규정 제 8 조는 협정당사국에 의해 그 적용이 배제된 바 있습니다만, 설령 적용가능하다고 하더라도 청구인은 그 요건이 충족되었음을 입증한 바 없습니다. 제 2 장 제 B 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.
- (c) 청구인은 협정상 적용범위 내의 투자를 하였음을 입증하지 못하고 있습니다. 최근의 증언과 기타 증거에 따르면 청구인은 단기적 수익을 목적으로 하는 단기적 투기만을 계획하였고, 이에 따라 청구인은 그 투자가 협정의 보호를 받기 위해 필요한 기간을 충족하였음을 입증하지 못하였습니다. 나아가, 새로운 증거에 따르면 청구인은 그 투자의 상당부분에 대해 직접적으로 기여한 바가 전혀 없는 바, 이를 감안하더라도 해당 부분에 대해서는 협정에 따른 보호가 거부되어야 합니다. 제 2 장 제 C 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.
- (d) 마지막으로, 새로운 증거는 청구인의 청구가 절차의 남용에 해당한다는 한국의 앞선 주장을 뒷받침합니다. 청구인은 분쟁의 발생을 예견한 후 협정상 보호를 악용하기 위해 그 투자의 구조를 변경하여, 자신이 (i) 본건 합병이 임박하였음을 알았고 (ii) 본건 합병이 그 투자에 손해를 끼칠 것이라고 생각하였으며, (iii) 국민연금이 본건 합병을 결정할 것이며 또한 한국의 일부분을 구성한다고 (잘못) 생각하였던 시점에 협정상 보호를 받는 투자로 인정받지 못하는 스왑계약을 매각한 뒤 삼성물산 주식을 직접

매입하였습니다. 청구인의 청구는 또한 청구인이 이미 삼성물산과 그 주식 가치와 관련된 분쟁에서 합의에 이르렀으며, 이제와 해당 합의내용을 우회하여 한국으로부터 거액의 손해배상을 요구하고 있다는 점에서 절차의 남용이라 하겠습니다. 제 2 장 제 D 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

11. 둘째, 본안에 있어서도 청구인은 여전히 협정의 위반을 입증하지 못하고 있습니다.

(a) 우선, 청구인의 재반박서면은 청구인이 협정 위반이라고 주장하는 행위를 한국이 야기하였다는 점을 입증하는데 필요한 법적 기준을 충족하지 못하고 있습니다. 청구인이 보강한“10 단계론”은 곡해, 오류, 그리고 기록상 기타 증거에 의해 쉽게 반박되는 주장으로 가득 차 있습니다. 한국이 입증하는 바와 같이 이들 “10 단계론”은 어떠한 결론도 도출해내지 못합니다. 제 3 장 제 A 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

(b) 청구인의 주장이 설사 사실관계를 적절히 반영하고 있다 하더라도 (물론 그렇지 않습니다만), 이는 국제법상 최소대우기준의 위반을 입증하기에 부족합니다. 청구인이 이러한 협정 위반을 입증하려면 높은 기준을 충족해야 하나, 청구인은 그 기준을 충족하지 못하였습니다. 나아가, 청구인이 이제와 문제 삼는 본건 합병에 대해, 당시 잘 알면서도 주식을 매수함으로써 이제서야 문제 삼고 있는 위험을 인수하였다는 점을 감안할 때 본 청구는 기각되어야 합니다. 제 3 장 제 B 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

(c) 마지막으로, 청구인은 한국이 그에게 내국민대우를 부여하지 못하였음을 여전히 입증하지 못하고 있습니다. 청구인은 그 주장의 기반 전부를 그가 제안하는“[REDACTED] 일가”라는 비교대상에 두고 있는데, “[REDACTED] 일가”는 EALP 와 동종의 상황에 놓여있지 않으며, 청구인은 그 과정에서 실제로 동종의 상황에 놓인 비교대상을

무시하고 있습니다. 제대로 된 분석에 따르면 청구인이 동종의 상황에 놓인 한국인들과 동일한 대우를 받았음이 의심의 여지 없이 명백합니다. 제 3 장 제 C 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

12. *셋째*, 청구인은 근거 없는 추론에 불과한 손해배상을 청구하면서, 이제는 자신이 받을 자격이 없는 거액의 횡재를 구하기 위한 절박한 시도의 일환으로 자신이 선임한 전문가의 의견마저 부정하고 있습니다.

(a) 우선, 기존에 제공되지 않았던 증거에 따르면 청구인은 실제로는 제일모직 주식 지분을 통해 본건 합병으로부터 *이익을 보았음*이 입증됩니다. 한국과 그 손해산정 전문가인 Dow 교수가 보여주는 바와 같이, 청구인은 이러한 제일모직 지분으로부터 자신이 본건 합병 이후 삼성물산 지분을 매각함으로써 입었다고 주장하는 손해를 사실상 상쇄하는 이익을 얻었습니다. 즉, 청구인의 손해배상 청구는 애초에 제기되어서는 안되는 것이었습니다. 제 4 장 제 A 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

(b) 청구인은 손해배상 관련 주장을 세번에 걸쳐 수정하였는데, 이제는 본건 합병 안건 그 자체가 청구인이 주장하는 막대한 이익의 촉매로서 필수적이었다고 주장하고 있습니다. 그 주장에 따르면 본건 합병의 부결은, 삼성 그룹이 청구인의 전면적 구조개편 제안을 문자 그대로 수용하는 것과 결합하여, 삼성물산 주가가 즉각적으로 청구인이 본 중재에서 현재 제시하고 있는 그 주식의 “가치”에 상응하는 수준으로 상승하도록 했을 것이기 때문입니다.

(i) 청구인이 선임한 전문가들조차 이에 동의하지 않음이 명백합니다. Mr Boulton QC 는 본건 합병이 부결되더라도 상당한 “지주회사” 디스카운트가 유지될 것이라고 보았으며, Milhaupt 교수는 본건 합병의 부결은 불특정 기간에 걸쳐 삼성물산의 주가를 결과적으로 상승시킬 수도 있는 하나의 단계라고 보았을 뿐입니다.

- (ii) 사실 본건 합병의 부결이 주가를 상승시켰으리라고 예상할 근거는 전혀 없습니다. 오히려, 제안된 기업 거래 하나가 부결되었다고 해서 수십년간 지속된 디스카운트에 영향이 미치지 않는 것일 것입니다. 한국이 선임한 한국 기업재무 전문가인 배기홍 교수의 의견에 따르면 본건 합병은 사실 보다 투명한 소유구조를 낳고 기업지배구조 관련 위험을 감소시켰는데, 이러한 결과가 없었더라면 주가가 뛰었을 것이라고 예상하기는 어렵습니다.
 - (iii) 청구인의 손해배상 청구는 청구인이 현재 한국을 상대로 청구하고 있는 액수의 80% 이상의 투자수익을 얻을 수 있을 것이라고 예상한 적이 (당연히도) 없다는 EALP의 전 매니저였던 Mr Smith의 최근 증언과도 배치됩니다. 제 4 장 제 B 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.
- (c) 청구인은 여전히 자신이 주장하는 한국의 행위들이 그가 청구하는 손해를 야기하였음을 입증하지 못하고 있습니다. 청구인은 한국의 문제 되는 행위가 그 손해의 조건적 원인이었음을 입증할 수 없습니다. 즉, 문제 되는 행위가 없었더라도 국민연금은 (다른 여타 주주와 같이) 본건 합병에 찬성표를 던졌을 수 있으며, 설령 반대표를 던졌다 하더라도 본건 합병이 여전히 승인되었을 수도 있습니다. 청구인은 한국의 문제 되는 행위가 그 손해의 근인 (proximate cause)였음을 보이지 못하였는데, 이는 한국이 아닌 삼성 그룹이 정한 시점에 법령에 따라 정해진 본건 합병비율의 적용이라는 개입적 사건이 실제로 주장되는 손해를 야기하였기 때문입니다. 제 4 장 제 C 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.
- (d) 이후 한국은 Dow 교수의 제 2차 전문가 보고서에 근거하여 한국이 청구인에게 여하한 손해를 끼쳤다 하더라도, 청구인이 주장하는 손해의 산정은 여전히 큰 결함을 내포하고 있으며 신뢰도가

떨어짐을 설명하도록 하겠습니다. 이에 대해 제 4 장 제 D 절에서 보다 자세히 논의하겠습니다.

13. 본 재반론서면을 마치면서 한국은 본 중재판정부에게 청구인의 지속된 문서제출의무 불이행 (제 5 장 참조)에 따라 청구인에게 불리한 추론을 내려주실 것을 요청하면서 그에 대한 근거를 제시하며, 마지막으로 그 답변취지를 서술합니다 (제 6 장 참조).

* * *

14. 본 재반론서면에 첨부된 문서는 아래와 같습니다.

- (a) 2015 년 한국 보건복지부의 국민연금기금 주식 의결권 행사 전문위원회 위원이었던 ████████의 제 2 차 증인진술서 (**RWS-2**);
- (b) 런던 비즈니스 스쿨(London Business School) James Dow 교수의 손해배상청구에 관한 전문가 보고서 (관련 증거 포함) (**RER-3**);
- (c) 연세대학교 법학전문대학원 김성수 교수의 한국 행정법에 관한 전문가 보고서 (관련 증거 포함) (**RER-4**);
- (d) 캐나다 토론토 소재 York University Schulich School of Business 배기홍 교수의 소위 “코리아 디스카운트”에 관해 청구인이 추가한 새로운 전문가 증거에 대한 답변에 관한 전문가 보고서 (관련 증거 포함) (**RER-5**);
- (e) 사실증거 **R-242** 내지 **R-325**; 및
- (f) 법률증거 **RLA-117** 내지 **RLA-134**.

II. 여러 선결문제를 고려할 때 청구인의 청구는 기각되어야 합니다

15. 한국은 반박서면에서 각각 여러 선결문제에 관한 이의를 제기하였는데, 이들은 모두 당시 한국이 접근할 수 있었던 정보에만 기반한

것이었습니다.² 청구인은 문서제출 절차와 그 재반박서면에 이르러서야 뒤늦게 이러한 선결문제에 관한 이의와 관련된 추가적인 정보를 제공하였습니다. 그런데 오히려 청구인은 그 재반박서면에서 한국이 “다소의 혼란 또는 불확실성을 야기”³하고 있고, 그 선결문제에 관한 이의를 제기함에 있어 “엄격한 적용[이][...]너무나도 극단적[으로 부재]”⁴하다고 비난합니다. 한국은 반박서면에서 이러한 이의제기에 필요한 모든 엄격한 요건을 갖추어 해당 이의를 제기한 것이나, 그럼에도 만약 당시 한국이 제시한 사실관계가 제한적이었다면, 이는 한국이 지적한 바와 같이⁵ 청구인이 (종종 그래왔듯) 자신의 투자에 관해 충분한 정보를 제공하지 않았기 때문일 뿐입니다.

16. 새로이 밝혀진 증거는 아래와 같은 한국의 선결문제에 관한 이의를 더욱 강력하게 뒷받침하면서, 재반박서면에서 청구인이 이러한 이의를 충분히 탄핵하지 못하였음을 보여줍니다.
17. 한국은 우선 새로운 증거에 기반하여, 그리고 재반박서면에서의 청구인의 주장과는 달리, 이 사건 청구의 핵심인 문제되는 행위들이 협정에 따른 “조치”에 해당하지 않고, 따라서 이 사건 청구를 뒷받침할 수 없음을 설명할 것입니다 (A). 다음으로 한국은 국민연금의 행위는 한국의 행위로 볼 수 없음을 설명함으로써 국민연금의 행위가 한국에 귀속된다는 청구인의 추가적인 주장을 반박할 것입니다 (B). 청구인의 투자가 협정의 적용대상이었는지와 관련하여, 이제 한국은 청구인이 보유한 주식의 과반수가 협정에 따른 투자에 해당하지 않음을 입증할 수 있습니다 (C). 마지막으로, 한국은 절차남용과 관련한 두가지 항변을 재확인하고자 합니다 (D).

² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 3 장.

³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 196 항.

⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 386 항.

⁵ 예컨대, 반박서면, 2019. 9. 27., 제 14-15 항, 제 317 항 참조.

- A. 문제되는 한국과 국민연금의 행위는 협정에 따른 “조치”가 아닙니다**
18. 한국이 반박서면에서 설명한 바와 같이, 문제되는 청와대와 보건복지부 담당자들의 행위는 협정에 따른 보호를 받기 위해 필요한 요소인 협정에 따른 “조치”를 구성하지 않습니다.⁶ 마찬가지로, 문제되는 국민연금의 행위는, 설령 한국에 귀속될 수 있다 하더라도 (제 II 장 제 B 절에서 설명하는 바와 같이 이들은 한국에 귀속될 수 없습니다), 협정에 따른 “조치”를 구성하지 않습니다. 청구인이 최근에 제기한 주장은 본 중재판정부에게 협정의 맥락을 무시하고 “조치”라는 단어의 범위를 무한정 확장하는 해석론을 채택할 것을 요구하는 주장으로, 위 행위들이 협정상 “조치”에 해당함을 입증하지 못합니다.
19. 본 장에서 한국은 우선 협정의 맥락상 “조치”라는 단어에 대한 한국의 이해가 보다 합리적인 해석임을 설명할 것입니다 (1). 그리고 한국은 특히 청구인의 청구의 근간이 되는 본건 합병에 대한 의결권 행사를 포함하여 청구인이 문제 삼는 행위들이 “조치”를 구성하지 못하는 이유를 설명할 것입니다 (2). 그리고 한국은 청구인의 최근 주장이 청구인이 문제 삼는 “조치들”이 협정의 적용을 받기에 연관성이 부족하다는 한국의 입장을 반박하지 못하고 있음을 지적할 것입니다. (3)
- 1. “조치”라는 단어는 폭넓지만 한정된 의미를 가진다고 해석하는 것이 보다 적절하고 합리적입니다**
20. 협정의 목적상 “조치”라는 단어는 폭넓은 의미를 가진다는 청구인의 주장은 타당합니다만,⁷ 그렇다고 해서 그 의미의 범위가 무제한적인 것은 아니며 그렇게 볼 수도 없습니다. 한국과 미합중국이 상대방의 투자자에게 부여하기로 합의한 보호가 적용되도록 하는 협정상의

⁶ 협정, C-1, 제 11.1 조.

⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 261 항.

“조치”를 구성하기 위해서는 투자유치국의 행위가 입법적, 규제적, 또는 행정적 규칙 제정 또는 행위를 포함해야 합니다.⁸

21. 청구인은 협정상의 “조치”에 대한 비현실적이고 포괄적인 해석을 펴고 있습니다. 이를 위해 청구인은 자신이 “‘조치’라는 명사의 통상적 의미[를] 본건의 맥락에 맞게” 적용한다고 주장하면서도,⁹ 실제로 이를 *본건의 맥락에 따라*, 즉 국가의 행위 능력을 마비시키지 않으면서 해외 투자자를 유치하기 위해 보호를 제공한다는 협정 목적상의 맥락에 맞게 그 의미를 적용하지는 않습니다.¹⁰ 청구인은 오히려 맥락을 완전히 무시한 해석을 밀어붙이고 있습니다.
22. 청구인은 협정상의 “조치”라는 단어의 다른 용례를 지적하면서 이들이 그 단어가 입법적, 규제적 또는 행정적 행위만을 지칭하는 것은 아님을 보여준다고 주장하나,¹¹ 적절한 맥락에서 살펴보면 청구인이 제시한 용례는 모두 이러한 정의에 충분히 부합합니다.
- (a) 제 20 장에 언급된 “법, 규정 및 그 밖의 모든 조치”는 각국이 부속서에 기재된 “다자간환경협정상의 자국의 의무를 충족”하는 것의 맥락에서 사용된 것입니다.¹² 이러한 맥락이 입법적, 규제적 또는 행정적 행위 외의 것을 시사하지 않습니다.
- (b) 제 1.3 조와 관련하여, 국제 협약의 규정에 효력을 부여하기 위해 국가가 취해야 하는 조치 또한 입법적, 규제적, 행정적 행위의

⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 III 장 제 A 절 참조.

⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 264 항.

¹⁰ 조약법에 관한 비엔나 협약 (이하 “*비엔나 협약*”), 1969. 5. 23., 제 31(1)조 (“조약은 조약문의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 한다”)

¹¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 270 항.

¹² 협정, C-1, 제 20.2 조.

폭넓은 개념에 자연스럽게 들어맞습니다. 국제 협약에 효력을 부여하는 것은 이러한 정부 기능에 정확히 부합하기 때문입니다.

(c) 마지막으로, 제 2 장 제 4 절의 “비관세조치”가 “입법적 또는 규제적 조치에 국한되지 않”¹³ 는다는 청구인의 주장은 그가 나열하는 행위인 수입에 대한 금지, 수입허가의 발급, 수출품에 대한 관세·조세 또는 그 밖의 부과금의 부과가 모두 입법적, 규제적 또는 행정적 행위의 정의에 깔끔히 맞아떨어진다는 점에서 이해하기 어려운 주장입니다. 청구인이 예로 드는 미국의 “특산품”에 대한 한국의 인정에 관련된 제 2 장 제 5 절의 “그 밖의 조치”의 사례 또한 국가가 공식적으로 수입목적상 특산품을 인정하는 것이 입법적, 규제적 또는 행정적 행위가 아닐 수 없다는 점에서 이러한 정의에 부합합니다.

23. 이러한 판례 중 어느 것도 협정의 맥락상 “조치들”이란 단어에 대한 청구인의 무제한적인 해석을 뒷받침하지 아니하므로, 청구인의 선례 인용은 무용합니다. 각 사례에서 중재판정부가 “조치”로 인정한 행위는 모두 한국의 정의에 부합합니다.

(a) *Canfor v US* 사건 중재판정부는 NAFTA 상 예외조항이 반덤핑 또는 상계관세 관련 법령에만 연관되어 해당 청구가 금지되는지 여부만을 따졌습니다.¹⁴ 중재판정부는 무엇이 “조치”를 구성하는 것인지는 당시 판단의 쟁점이 아님을 인정하면서, “여하한 법령, 규정, 절차, 요구 또는 관행”이라는 NAFTA 상의 정의는 “광범위하다”라고만 하였습니다.¹⁵ 이에 따라 청구인들이 문제

¹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 270(c)항.

¹⁴ *Canfor Corporation v United States of America; Terminal Forest Products Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 예비적 항변에 관한 결정, 2006. 6. 6., **CLA-95**, 제 1 항.

¹⁵ *Canfor Corporation v United States of America; Terminal Forest Products Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 예비적 항변에 관한 결정, 2006. 6. 6., **CLA-95**, 제 148-149 항.

삼은 행위는 “조치”를 구성할 수 있었습니다 (물론 *Canfor* 사건 중재판정부는 그 판정에서 실제로 이렇게 판단하지는 않았습니다).¹⁶

해당 행위는 캐나다가 침엽 목재 생산자를 우대하는 보조금을 지급하였고, 따라서 캐나다의 침엽 목재 생산자에 대한 관세가 부과되어야 하며, 캐나다의 목재 관련 보조금 및 덤핑 행위와 관련한 “위기 상황”이 존재하였고, 캐나다 생산자에 의한 미국 시장에서의 위법적인 침엽 목재 덤핑이 자행되었으며, 국내 산업이 실질적인 피해를 입었다는 미국 정부의 공식 “판정”에 관한 것이었습니다. 또한 해당 청구는 상계 및 반덤핑 관세에 관한 입법의 통과로부터 비롯된 것이기도 하였습니다.¹⁷ 이들 행위는 모두 입법적, 규제적 또는 행정적 규칙 제정 또는 행위의 기준에 정확히 들어맞습니다.

- (b) *Loewen v US* 사건에서는 미시시피주 법원의 공식적 행위와 그에 관련된 입법이 다루어졌습니다.¹⁸ 미국은 주 법원이 상업상 분쟁에 관해 내린 판결은 국가의 “조치”가 아니라고 주장하였고,¹⁹ *Loewen* 사건 중재판정부는 이러한 주장을 받아들이지 않고 “‘법령’은 성문법에 기반한 규칙뿐 아니라 판사가 형성한 규칙 또한 포함한다. ‘절차’는 입법적 절차 뿐만 아니라 사법적 절차 또한 포함하는

¹⁶ *Canfor Corporation v United States of America; Terminal Forest Products Ltd. v United States of America (UNCITRAL)*, 예비적 항변에 관한 결정, 2006. 6. 6., **CLA-95**, 제 149 항 (본 중재판정부는 문제되는 쟁점이 무엇이 ‘조치’인지에 관한 것이 아니라는 데에 있어 청구인에 동의한다. [...] 현재의 예비적 항변의 목적상, 청구인들은 제 11 장의 범위에 속하는 조치에 해당하는 행위가 무엇인지 충분히 특정하고 설명하였다.)

¹⁷ *Canfor Corporation v United States of America; Terminal Forest Products Ltd. v United States of America (UNCITRAL)*, 예비적 항변에 관한 결정, 2006. 6. 6., **CLA-95**, 제 87-94 항.

¹⁸ *Loewen Group, Inc. and another v United States of America (ICSID Case No. ARB (AF)/98/3)*, 청구적격 및 관할에 대한 피청구국의 항변에 관한 결정, 2011. 1. 5., **RLA-55**, 제 30 항.

¹⁹ *Loewen Group, Inc. and another v United States of America (ICSID Case No. ARB (AF)/98/3)*, 청구적격 및 관할에 대한 피청구국의 항변에 관한 결정, 2011. 1. 5., **RLA-55**, 제 32 항.

경향이 있다. ‘요구’에는 법원의 명령이 포함될 수 있으며[...], ‘관행’은 법원의 관행을 표상할 수 있다 [...]”²⁰고 하여 NAFTA 상 “조치”의 명시적 정의에 법원의 행위가 명백히 포함된다고만 판시하였습니다. 이번에도, 이러한 행위는 한국의 해석에 따른 협정상 정의에 정확히 맞아떨어집니다.

- (c) *Fisheries Jurisdiction* 사건은 연안 어업 보호 관련 입법의 통과로 인한 국제사법재판소 (ICJ)의 관할권 수용에 대한 캐나다의 공식 유보는 “조치”에 해당한다고만 판시하였습니다.²¹ 이 또한 한국의 해석에 따르면 “조치”에 해당합니다.
- (d) *Ethyl Corporation v Canada* 사건에 있어, 한국은 “실수”²²를 저지른 바가 없습니다. 해당 사건의 중재판정부가 캐나다가 취한 입장의 효과를 인정함으로써 그에 대한 지지를 표명한 것은 사실이기 때문입니다.²³ 또한 *Ethyl* 사건의 중재판정부가 아직 통과되지 않은 입법도 여전히 “조치”에 해당한다고 판시하였다는 청구인의 주장²⁴은 옳지 않습니다. 중재판정부의 결론은 해당 입법이 중재통지가 제출되기 전에 캐나다 의회의 승인을 얻었고, “당연히 내려질” 재가만이 필요한 상황이었으며, 실제로 해당 입법이 승인되어 중재판정 당시에는 “실재하고 있어, 이제 중재판정부는 ‘채택되거나 유지된’ ‘조치’에 기반한 청구에 직면하였다”는

²⁰ Loewen Group, Inc. and another v United States of America (ICSID Case No. ARB (AF)/98/3), 청구자격 및 관할에 대한 피청구국의 항변에 관한 결정, 2011. 1. 5., **RLA-55**, 제 40 항.

²¹ Fisheries Jurisdiction Case (Spain v Canada) (법원의 관할권) [1998] ICJ Reports 432, **RLA-14**, 제 60, 66 항.

²² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 274(c)항.

²³ *Ethyl Corporation v The Government of Canada* (UNCITRAL), 관할권에 대한 판정, 1998. 6. 24., **RLA-15**, 제 67 항 (“캐나다는 ‘관행’을 초래하지도 않았을, 아직 시행되지 않은 입법안은 조치를 구성할 수 없다고 주장하는데, 이는 *일리가 없지 않다*” (강조추가).

²⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 274(c)항.

것이었습니다.²⁵ 따라서 해당 사건의 중재판정부가 시행되지 않은 입법이 “조치”에 해당한다고 판시한 것은 아니며, *Ethyl* 판정 또한 마찬가지로 “조치”에 대한 한국의 해석에 부합합니다.

24. 청구인은 나아가 “한국이 언급하지 않은 그 밖의 다양한 결정들은 “조치”라는 용어에 대한 협의의 해석이 배척되어야 함을 재차 확인하여 주고 있”다고 주장합니다.²⁶ 그러나 청구인이 제시한 사례들은 이를 전혀 뒷받침해주지 못합니다.

(a) *Saur International v Argentina* 사건의 중재판정부는 “조치”는 “모든 종류의 행정적, 입법적 또는 사법적 행위”를 포함한다고 판시하였으며,²⁷ 한국은 물론 이에 동의합니다.

(b) *Pac Rim Cayman v El Salvador* 사건에서는 채굴권과 관련된 허가 및 실시권의 발급과 관련된 결정의 형태를 띤 “조치”가 다루어졌는데,²⁸ 이는 명백히 입법적, 규제적 또는 행정적 행위에 포함됩니다.

(c) 청구인이 제시하는 무역 관련 법령의 사례마저도 “조치”를 정의함에 있어 “행정지도” 및 “명령, 지침, 규정, 고시, 판결 등”을 언급하고 있는데,²⁹ 이들 또한 모두 해당 단어에 대한 한국의 해석에 부합합니다.

²⁵ *Ethyl Corporation v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 관할권에 대한 판정, 1998. 6. 24, **RLA-15**, 제 69 항.

²⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 275 항.

²⁷ *SAUR International v Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/04/4)*, 관할 및 책임성부에 관한 결정, 2012. 6. 6., **CLA-161**, 제 364 항.

²⁸ *Pac Rim Cayman LLC. v Republic of El Salvador (ICSID Case No. ARB/09/12)*, 피청구국의 관할권 항변에 관한 결정, 2012. 6. 1., **CLA-150**, 제 3.42-3.43 항.

²⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 275(c)항.

25. “조치”의 구성요인에 대한 이와 같은 일관적이면서도 합리적인 접근방법은 한국이 본 중재판정부가 인정하여 줄 것을 요청하는 포괄적이면서도 무제한적이지 아니한 해석을 반영하고 있습니다. 반대로 청구인은 아래와 같은 행위들도 협정이 부여하는 강력한 보호를 적용 받는 국가의 조치에 해당할 정도로 “조치”를 무제한적인 것으로 해석할 것을 요구하고 있습니다.

- (a) 특정한 상황의 경과를 “모니터링”하라는 대통령의 요청³⁰
- (b) 특정한 이슈에 대응하기 위해 어떠한 방안을 채택할 수 있을지에 대한 정부 담당자들 간 예비적 논의³¹
- (c) 사기업의 특정한 행위를 선호한다는 취지의 정부 담당자의 발언³²
- (d) 기업의 주주 의결권 행사.

26. 한 매사추세츠 주 상원의원이 다가오는 야구 경기에서 Boston Red Sox 가 Toronto Blue Jays 를 이겼으면 좋겠다고 발언하는 경우를 상정하여 보겠습니다. 청구인의 무제한적인 주장대로라면 이러한 발언은 미국의 “조치”에 해당하고, Blue Jays 는 차별에 따른 협정 위반을 이유로 청구를 제기할 수 있을 것입니다. 협정의 맥락상 “조치”에 대한 이러한 무제한적인 해석은 비합리적이고 비현실적일 것이며, 본 중재판정부는 이를 배척해야 합니다.

27. 한편, “채택되거나 유지된”이라는 문구에 관한 청구인 주장은 간단히 배척될 수 있습니다.

- (a) “채택”이 어떠한 의미를 가지려면, 어떠한 정부 행위가 실제로 시행되었어야 합니다. 협정의 용어에 의미를 부여하기 위해서는

³⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 88 항

³¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 89 항.

³² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 105 항.

단순히 잠재적 행위에 대해 논의하는 것만으로 “조치”의 채택을 구성할 수는 없고, 특정한 행동 방침이 채택되었다고 할 수 있을 정도로 해당 행동 방침을 따르기로 하는 최종적인 결정이 내려졌어야 합니다.

- (b) “조치가 먼저 ‘채택’되지 않고서도 ‘유지’될 수 있”다는 청구인의 주장은³³ 전혀 말이 되지 않습니다. 시작조차 하지 않은 행위를 유지할 수는 없습니다. 청구인이 부작위의 채택 불가능성을 인용³⁴한다고 하더라도 위 주장이 달리 입증되지 않습니다. 해당 부작위가 “조치”에 해당한다면 해당 부작위를 낳은 입법적, 규제적 또는 행정적 행위가 어느 시점에는 채택되었을 것이기 때문입니다.³⁵

2. 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 “조치”가 아닙니다

28. 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 투표는 청구인의 청구 근간을 이룹니다. 청구인이 부적절하다고 주장하는 청와대와 보건복지부의 행위가 국민연금의 의결권 행사에 어떻게든 영향을 주었다는 점을 보여줄 수도 있다는 점(하지만 한국에 대한 청구에 있어서는, 이를 입증할 수 없습니다)을 한국도 인정하나, 위 행위 자체가 협정에 따른 “조치”를 구성할 수는 없습니다.

- (a) 첫째, 본건 합병에 대해 찬성 견해를 표명한 회의석상에서의 논의나 대화 내용은 – 청구인의 허구에 가까운 주장에도 불구하고,

³³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 268 항.

³⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 268 항.

³⁵ 청구인이 인용한 “NAFTA 에 관한 대표적인 주석서” (재반박서면, 2020. 7. 17., 제 269 항)는 주석서의 저자들이 특정한 조치가 채택된 때나 향후 그 조치가 유지되어 투자에 손해를 입힐 때에 이에 기반하여 청구가 제기될 수 있다고 기술하고 있을 뿐이며, 이는 이러한 해석에 영향을 미치지 않습니다. 주석서의 내용은 한국의 입장과 배치되지 않습니다.

사실 이것이 본 중재판정부에 제시된 청와대나 보건복지부 관련 증거의 전부입니다-협정의 맥락상 “조치”에 해당하지 않습니다.³⁶

(b) 둘째, 설령 해당 발언들이 협약상 “조치”로 해석될 수 있다 하더라도, 청구인이 주장하는 손해는 이들로 인해 발생한 것이 아닙니다. 청구인의 주장에 따르면 손해는 본건 합병비율로 인해 발생한 것이고, 청구인의 협정에 따른 청구의 유일한 근거는 국민연금이 단순히 자신의 이익을 위해 의결권을 행사하여 본건 합병에 찬성함으로써 본건 합병비율을 야기하였다는 것이어야 합니다 (아래에서 보는 바와 같이 국민연금의 의결권 행사는 본건 합병비율을 야기하지 않았습니다³⁷).³⁸ 이러한 배경에 관한 주장은 그 자체로서 청구인에게 어떠한 인식 가능한 손해도 끼치지 않았고, 따라서 청구인이 주장하는 손해배상청구를 뒷받침하는 “조치”에 해당할 수도 없습니다.

(c) 셋째, 문제되는 청와대와 보건복지부 관계자들의 행위로부터 비롯된 것으로서 “행위”라고 청구인이 지적할 수 있는 유일한 것은 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 의결권 행사와 관련된 결정을 내렸다는 사실입니다. 그러나 이는 본건 합병에 대한 의결권 행사의 서막에 불과하였을 뿐만 아니라, 국민연금의 공식 지침을 준수하였다는 점에서,³⁹ 협정상 청구권의 요건인 “명확한 자의성” 또는 “적법절차의 완전한 결여”를 입증하는 것으로 볼 수 없습니다.⁴⁰

³⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 220-227 항.

³⁷ 아래 제 4 장 제 C 절 제 2 관 (b)목 참조.

³⁸ 예컨대, 반박서면, 2019. 9. 27., 제 408 항 참조.

³⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 47-51 항. 제 3 장 제 A 절 제 2 관 (c)목도 참조.

⁴⁰ 아래 제 3 장 제 B 절 및 제 3 장 제 C 절 참조.

29. 그렇다면 문제되는 소위 “조치”는 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사일 것입니다. 그러나 이 행위는 협정에 따른 “조치”를 구성할 수 없습니다.
- (a) 첫째, 아래 장에서 설명하는 바와 같이, 국민연금은 한국의 일부가 아니고, 그 의결권 행사 또한 한국의 통제를 받지 않았다는 점에서, 해당 의결권 행사는 한국에 귀속될 수 없습니다. 따라서, 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 투표는 “조치”가 될 수 없습니다.
- (b) 둘째, 설령 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사가 한국에 귀속될 수 있다 하더라도, 주주의 의결권 행사는 해당 주주가 그 자신을 위해 재량에 따라 행사하는 상업적 행위입니다. 이는 입법적이든 규범적이든 행정적이든 어떠한 정부 행위에 해당하지 않으며, 따라서 협정에 따른 “조치”를 구성할 수 없습니다. 실제로, 이는 “정부의 작위, 처리, 또는 부작위”를 구성하지 않고, 따라서 “조치”라는 단어에 대한 청구인의 무제한적인 해석에 따르더라도 포섭되지 않습니다.⁴¹
30. 이 두 번째 쟁점에 관해, 청구인은 *Azinian v Mexico* 사건의 중재판정이 계약의 위반을 다루었고 “조치”를 언급하지 않았다는 이유만으로 위 중재판정과 본 사건과의 연관성을 일축하나,⁴² 청구인은 주주의 의결권 행사가 계약의 위반과 마찬가지로 상업적 행위라는 점에 대해서는 다루지 않습니다. 청구인은 이 상업적 행위가 그 자체로서 협정에 따른 “조치”라는 점을 입증하려는 시도조차 하지 않습니다. 따라서 이에 관한 한국의 주장⁴³은 다투어진 바 없습니다.

⁴¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 261 항 (강조 추가).

⁴² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 274(d)항.

⁴³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 206-207 항.

31. 따라서, 청구인은 협정에 따라 인정되는 “조치”로 인해 손해를 입었음을 입증하지 못하였습니다.

3. 청구인이 주장하는 “조치”는 청구인의 청구와 법적으로 유의미한 관련성을 결여하고 있으며, 따라서 이를 뒷받침하기에는 지나치게 동떨어져 있습니다

a. “법적으로 유의미한 관련성”의 입증이야말로 적절한 판단기준입니다

32. 설령 본 중재판정부가 위에서 살펴 본 증거에도 불구하고 문제되는 행위들이 협정에 따른 “조치”를 구성한다고 판단하더라도, 청구인의 청구는 해당 행위들이 EALP 및 그가 주장하는 손해와 “법적으로 유의미한 관련성”을 결여하고 있다는 이유로 기각되어야 합니다.⁴⁴ 이 판단 기준은 단순히 국제법상 판단 기준 및 협정에 대한 한국의 해석만이 아니며, 협정의 상대방 계약당사자인 미국도 동의하는 해석입니다.⁴⁵

33. 국가의 행위와 투자자가 주장하는 그로 인한 손해 사이에 “사실상 연관성”만이 인정되면 충분한 것처럼 위 판단 기준을 흐리게 하려는 청구인의 시도⁴⁶는 배척되어야 합니다.

(a) 우선, 이것이 오직 본안에 관한 문제라는 청구인의 이해는 잘못된 것입니다. *Methanex* 및 *Resolute Forest* 사건 중재판정부들은 모두 적절하게도 관할권을 판단함에 있어 이러한 이의제기를

⁴⁴ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 147 항. *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada* (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제 242 항도 참조; 반박서면, 2019. 9. 27., 제 228-233 항.

⁴⁵ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 130 항 (미국이 “NAFTA 당사자들이 특정 조치와 투자자 또는 그 투자 사이에 여하한 유의미한 관련성이 없는 경우에도 중재의 대상이 될 것을 의도하였다고 보는 것은 합리적이지 않다. 그렇지 않다면 투자자 또는 그 투자에 대한 부수적인 영향만을 미치는 수많은 지역, 주, 또는 연방 차원의 조치들이 부당하게도 해당 투자자 또는 투자와 ‘관련된’ 것으로 치부될 수 있을 것이다” (인용 누락)라고 주장하는 부분).

⁴⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 288 항.

다루었습니다.⁴⁷ 미국 또한 이 문제가 관할권과 관련된 문제라는 점에 있어 한국에 동의하였습니다.⁴⁸ 실제로, 청구인은 일정한 “연관성”만 있으면 된다는 주장을 위해 한 학술 논문을 인용하면서도,⁴⁹ 그 논문이 해당 문단에서 이 문제가 관할권과 관련된 문제임을 인정하고 있다는 사실은 무시하고 있습니다.⁵⁰

- (b) 둘째, 법적으로 유의미한 관련성은 “규제 변경과 같이 보편적으로 적용되는 조치와 관련된 투자자의 청구일 경우에 특별한 의미가 있는 것”⁵¹이라고 주장함으로써 이를 입증할 필요성을 회피하려는 청구인의 시도는 이 사건에서 문제되는 주주 의결권 행사 (가사 이를 조치라고 볼 수 있다 하더라도)도 유사하게 “광범위한 행위자와 경제적 이해관계에 영향을 미칠 수 있으며”, “아주 많은 수의 투자자와 투자에 대해 잠재적 영향”을 미칠 수 있다⁵²는 점에서 *Methanex* 나 *Resolute Forest* 사건 등에서 다루어진 일반적인 조치와 별반 다를 바 없다는 점을 간과한 것입니다.

⁴⁷ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 128 항. *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada* (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제 242 항 (인과관계는 본안 판단 사항이나, 해당 조치가 청구인 또는 그 투자와의 사이에 “필요한 법적 연관성”을 지니고 있었는지 여부의 문제는 관할권의 단계에서 논할 문제임을 설명하는 부분)도 참조.

⁴⁸ *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada* (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제 218-220 항.

⁴⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 288 항.

⁵⁰ Z Douglas, *The International Law of Investment Claims* (2009), **CLA-178**, 제 463 항.

⁵¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 289 항.

⁵² *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 130 항 (이후 중재판정부가 채택한 미국의 입장을 설명하는 부분).

- (i) 본건 합병에 대한 의결권 행사 당시, 삼성물산의 주주는 110,000 명 이상에 이르렀고,⁵³ 제일모직에도 50,000 명 이상의 주주가 존재하였습니다.⁵⁴
- (ii) 또한, 본건 합병 및 (청구인의 사건에 관해서는) 국민연금의 의결권 행사의 결과는 잠재적으로 한국 경제 전반에 대해 지대한 영향을 미칠 수 있었습니다.⁵⁵
- (c) 셋째, 비록 청구인은 회피하려 하지만, 청구인은 문제되는 행위와 자신의 투자 사이에 충분한 연관성이 존재함을 입증해야 하며 투자에 대한 부차적인 영향은 그것이 “별다른 관련성이 없거나 단순히 결과적인” 이상 협정상의 청구를 뒷받침할 수 없다는 점을 인정하고 있습니다.⁵⁶

34. 따라서 청구인은 본건 합병을 승인하는 국민연금의 의결권 행사와 삼성물산에 대한 EALP 자신의 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성이 존재한다는 점과 청구인이 입었다고 주장하는 손해가 단순히 해당 국민연금의 의결권 행사와 “별다른 관련성이 없거나 단순히 결과적인” 것이 아님을 입증해야 합니다.

b. 국민연금의 의결권 행사와 EALP 가 보유한 삼성물산 지분 사이에는 법적으로 유의미한 관련성이 존재하지 않습니다

35. 한국이 반박서면에서 설명한 바와 같이, 설령 본 중재판정부가 본건 합병을 승인하는 국민연금의 의결권 행사가 협정에 따른 “조치”라고 (위와 같이 판단해서는 아니되겠으나) 판단하더라도, EALP 가

⁵³ “삼성물산 주총 참석률 83.57%...합병통과에 55.7% 필요”, *연합뉴스*, 2020. 10. 25., **R-318**.

⁵⁴ “[삼성 합병주총]윤주화 제일모직 사장 “많은 주주들이 원한 결과..기대 보답할 것””, *이데일리*, 2015. 7. 17., **R-275**.

⁵⁵ 아래 제 171-194 항 참조.

⁵⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 291 항 (Resolute Forest Products Inc v Government of Canada (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제 242 항을 인용하는 부분).

국민연금이 그에 대한 의무를 부담하지도 않으며 의사결정 시에 이를 고려하지도 않았고 표적으로 삼지는 더더욱 아니한 삼성물산의 일개 소수주주에 불과하다는 점⁵⁷에서 해당 의결권 행사는 청구인의 투자에 대해 법적으로 유의미한 관련성을 가지지 않았습니다. 양자가 모두 삼성물산의 소수주주였다는 점은 법적으로 유의미한 관련성을 보이기에는 부족하며, 국민연금의 의결권 행사와 청구인의 투자 간의 관계는 단순히 별다른 관련성이 없거나 결과적인 것일 뿐입니다.

36. 이에 대해 청구인은 그 재반박서면에서 (a) 단순히 “청구인, 그리고 청구인의 투자 둘 다 한국이 본건 합병에 대한 국민연금의 ‘찬성’표를 확보한 행위에 영향을 받을 것으로 예상될 수 있었”기 때문에 “관하여” 요건은 “쉽게 충족”된다는 주장⁵⁸과 (b) “한국이 – 정부 각급에 걸쳐 – 취한 조치는 한국의 삼성 총수일가에 유리하게끔 청구인을 차별할 분명한 의도에서 비롯된 것”⁵⁹이라는 두가지 주장만을 제시하고 있습니다:
37. 이들 주장은 모두 법적으로 유의미한 관련성을 입증하지 못합니다.
38. 첫번째 주장은 청구인이나 그 투자가 문제되는 행위로 인해 “영향을 받을 것으로 예상될 수 있었”다는 점은 그들이 별다른 관련성이 없거나 그로 인해 결과적인 영향을 받을 수 있다는 것 이상의 의미를 가지지 못한다는 점에서 전혀 타당하지 않습니다. 국민연금의 의결권 행사가 “삼성물산 주주들이라는 매우 작은 규모의 투자자집단에 영향을 미쳤다”⁶⁰는 청구인의 주장은 해당 의결권 행사가 삼성물산과 제일모직의 200,000 명 이상의 투자자 및 삼성 그룹을 통틀어 수많은 기타 투자자에 영향을 미쳤다는 점에서 오해에 기반한 것입니다.

⁵⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 234-236 항.

⁵⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 294 항.

⁵⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 295 항.

⁶⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 294 항.

39. 청구인은 국민연금의 의결권 행사가 고유의 목적을 위해 권리를 행사하는 개별적 주주의 의결권 행사 이상의 의미를 가지지 않는다는 한국의 주장에 대해 별다른 대응을 하지 않고 있습니다. 본건 합병을 검토한 국민연금의 해당 팀이나 국민연금 투자위원회 모두 국민연금이 본건 합병에 대한 의결권을 어떻게 행사할지 결정함에 있어 EALP 나 기타 삼성물산 주주에 대한 영향에 대해 논의하지 않았으며, 이러한 사안에 대한 국민연금의 의사결정을 규율하는 지침에는 다른 주주의 투자에 대한 고려가 언급되지 않습니다.⁶¹
40. 이러한 사실은 국민연금의 의결권 행사가 청구인과 그 투자에 대한 별다른 관련성을 가지지 못하며, 청구인이 이에 대응할 논리를 갖추고 있지 못함을 보여줍니다.
41. 한국이 청구인을 특정하여 표적으로 삼았다는 두번째 주장 또한 필연적으로 타당하지 않습니다.
- (a) 첫째, 국민연금의 의결권 행사는 결코 EALP 나 그 투자를 겨냥하지 않았으며, 국민연금 투자위원회가 EALP 에 대한 본건 합병의 영향을 논의하였다는 증거 또한 존재하지 않습니다(투자위원회에 제시된 자료는 본건 합병의 금지를 구하기 위해 EALP 와 기타 주주들이 제기한 소송의 맥락에서 EALP 를 언급하였을 뿐입니다).⁶²
- (i) 청구인이 문제 삼는 “겨냥”은 본건 합병에 대한 엘리엇 그룹의 잘 알려진 반대의사를 본건 합병에 대한 한국 내부의 지지의 근거로 삼기 위한 정부 관계자들의 노력 및 본건

⁶¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 234 항. 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-127; 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 에 대한 수정 번역본), R-57, 제 4 조, 제 6 조; 기금운용본부 운용전략실, “2015-26 차 투자위원회 회의록”, 2015. 6. 17., R-104

⁶² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 235 항.

합병의 부결은 “국부유출”을 야기할 것이라는 국민연금 내부의 논평⁶³으로 이루어져 있습니다.

(ii) 이는 본건 합병을 승인하는 국민연금의 의결권 행사가 청구인을 겨냥하였다는 그 자체로서도 말도 안되는 주장을 입증하지 못하는데, 이는 위 주장이 국민연금이 본건 합병을 승인하기 위해 의결권을 행사한 *이유*가 EALP에게 손해를 끼치기 위함이었음을 전제하기 때문입니다. 이러한 주장을 뒷받침할 증거는 없을 뿐만 아니라, 수 많은 증거들이 본건 합병 찬성을 내용으로 하는 국민연금의 의결권 행사가 청구인을 겨냥하는 것과는 아무런 연관성이 없음을 보여줍니다.⁶⁴

(iii) 실제로, 다른 부분에서 청구인은 해당 의결권 행사가 EALP 를 겨냥한 것이 아니라 삼성 그룹이 █████ 전 대통령에게 공여한 뇌물에 대한 대가라고 주장하기도 하였습니다.⁶⁵

(b) 둘째, 청구인의 주장이 한국이 자신을 차별대우 하였다는 그 주장에 기반한 한도 내에서는, 그러한 차별대우가 입증되지 않았습니다⁶⁶ (또한 그러한 차별대우가 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사한 국민연금의 결정과 연관되어 있지도 않습니다).

⁶³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 295 항.

⁶⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 445-451 항. 또한 아래 제 3 장 제 A 절 제 2 관 (e)목 참조.

⁶⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 139 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 435 항.

⁶⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 510-513 항. 또한 아래 제 3 장 제 B 절 제 2 관 (d)목도 참조.

42. 따라서, 청구인은 국민연금의 의결권 행사가 청구인이나 그 투자와 충분히 관련되어 있지 않다는 한국의 입증을 반박하는데 실패하였으며, 이에 협정에 따른 보호의 적용을 받을 수 없습니다.

B. 문제되는 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다

43. 한국은 그 반박서면에서 문제되는 국민연금의 행위는 어떠한 관련 기준에 따르더라도 한국에게 귀속될 수 없음을 보인 바 있습니다.⁶⁷ “이제 대한민국으로서 국민연금 내부의 행위가 자신에게 귀속될 수 없다는 주장은 하지 않는 편이 현명한 선택일 것”⁶⁸이라는 재반박서면에서의 청구인의 근거없는 발언은 이를 뒤따르는 주장에 의해 뒷받침되지 않으며, 이들 주장 중 어느 하나도 한국의 주장을 성공적으로 반박하지 못합니다.⁶⁹

44. 본 장에서 한국은 국민연금이 법률상으로는 사실상으로는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호의 목적상 국가기관에 해당하지 않음을 확인합니다 (1). 단순한 상행위에 불과한 국민연금의 주주 의결권 행사는 문제되는 행위가 “정부적” 성질을 가져야 한다는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호의 규정에 따른 요건을 충족하지 못합니다 (2). 마지막으로, ILC 규정 제 8 조는 협정에 의해 그 적용이 배제된 바 있으며, 어찌 되었든 청구인이 문제삼는 조치는 ILC 규정 제 3 조의 기준을 충족하지 못합니다 (3).⁷⁰

⁶⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 3 장 제 B 절.

⁶⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 298 항.

⁶⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 3 장 제 B 절 . 한국의 귀속과 관련된 주장이 “대한민국 대통령 집무실 청와대와 보건복지부의 행위에 관하여는 애초부터 성립할 수 없”다는 청구인의 주장 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제 298 항)은 한국이 위와 같이 주장한 적이 없다는 점을 감안할 때 선뜻 이해가 되지 않습니다.

⁷⁰ 물론, 문제되는 행위 중 몇몇은 명백히 한국의 행위입니다. 하지만 해당 문제되는 행위는 아래 제 3 장에서 논의하는 바와 같이 입증되지 않았거나, 설령 입증된다 하더라도 협정 위반의 수준에 이르지 못합니다.

1. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따라 한국에 귀속될 수 없습니다

45. 한국은 그 반박서면에서 국민연금의 행위가 “중앙·지역 또는 지방 정부와 당국”을 규율하고 ILC 규정 제 4 조를 보완하며 이를 참조하여 이해될 수 있는⁷¹ 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따라 한국에 귀속될 수 없음을 설명한 바 있습니다.⁷² 이에 대해 청구인은 이중기 교수의 의견을 원용하여 국민연금이 한국법에 따라 한국 행정부의 일부분이라고 주장하고 있습니다.⁷³ 청구인은 또한 그 독자적이고 특이한 기준을 근거로 국민연금이 그 독립적인 법인격에도 불구하고 국제법상 사실상의 국가기관에 해당한다고 주장하고 있습니다.⁷⁴ 청구인은 두 측면 모두에서 틀렸습니다.

a. 국민연금은 법률상 국가기관에 해당하지 않습니다

46. 청구인과 이중기 교수는 한국법이 “국가기관”이라는 용어를 사용하지 않기 때문에 국민연금은 법률상 국가기관에 해당할 수 없다고 수 차례 주장하는 것처럼 보입니다.⁷⁵ 이러한 서술은 정의 없는 서면 작성의 산물인 것으로 보이며, 실제로 이는 단정적으로 (그러나 이는 옳지 않습니다) “국민연금이 법률적, 사실적 관점에서 한국의 국가기관”이라고 주장하는 이중기 교수의 제 1 차 전문가 보고서의 내용과 모순됩니다.⁷⁶

⁷¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 241 항.

⁷² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 315-316 항.

⁷³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 327-331 항; 이중기 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., CER-4 제 7 항.

⁷⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 315-326 항.

⁷⁵ See, e.g., 이중기 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., CER-4, 제 14 항 (“따라서 본인은 “Stage organ”을 국제법상 개념으로 파악하고 있습니다. 한국법의 경우 “State organ”의 개념에 직접적으로 상응하는 개념은 없습니다.”); 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331 항 (“한국법에는 “State organ”과 같은 일반적 개념이 없는 만큼, 국민연금이 공식적으로 어떻게 분류되는지 여부와 그 밖의 특징들을 검토하여 국제법상 국민연금을 국가기관으로 간주하는 것이 정당화되는지 살펴볼 필요가 있습니다.”).

⁷⁶ 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., CER-1, 제 67 항 (강조 추가).

47. 물론, 한국법이 “국가기관”이라는 표현을 사용하는지 여부는 중요하지 않으며, 국민연금에 한국법에 따른 국가기관의 개념에 포함되는지 여부가 중요한 것입니다.⁷⁷ ILC 규정 제 4 조를 참조하여 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호를 해석하여 보면 이는 첫번째로 검토되어야 하는 문제입니다. 따라서, 청구인도 결국에는 인정하는 바와 같이,⁷⁸ 쟁점은 한국법이 국민연금을 국가기관으로 인정하는지 여부입니다. 물론, 그렇지 않습니다.
48. 김성수 교수는 한국 헌법과 정부조직법이 국가의 행정조직을 구성하는 단체 또는 자연인을 포괄적으로 규정하고 있으며, 국민연금은 이에 포함되지 않음을 설명한 바 있습니다.⁷⁹
- (a) 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 한국법은 한국 정부의 행정조직을 구성하는 모든 단체 (사법부, 입법부 또는 행정부를 막론하고)를 한정적으로 열거하고 있습니다.⁸⁰ 이들은 (a) 헌법기관인 국가기관, (b) 정부조직법에 따라 설립된 국가기관, (c) 정부조직법에 따라 특별히 “중앙행정기관”으로 설치되는 국가기관입니다.⁸¹
- (b) 이는 행정부 (또는 행정기관)와 관련하여 “행정각부의 설치·조직과 직무범위는 법률로 정한다,”⁸² 즉 “중앙행정기관”을 설립하는 정부조직법에 따라 정한다고 규정하고 있는 한국 헌법 제 96 조에도 부합합니다.⁸³ 이종기 교수도 이들 “중앙행정기관”이 한국 정부의 행정조직 일부를 구성하며, 국민연금은

⁷⁷ 예컨대 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 10 항.

⁷⁸ 예컨대 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331 항.

⁷⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-2**, 제 11-16 항; 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 14-19 항.

⁸⁰ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 14 항.

⁸¹ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 15 항.

⁸² 대한민국헌법, 1988. 2. 25., **C-88**, 제 96 조 (강조 추가).

⁸³ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 17 항.

“중앙행정기관”에 해당하지 않음을 인정합니다.⁸⁴ 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 이 사실 하나만으로도 국민연금이 한국 정부 행정조직의 일부가 아니라는 결론에 이를 수 있습니다.⁸⁵

- (c) 김성수 교수가 제 1 차 전문가 보고서에서 설명한 바와 같이, “중앙행정기관”은 다시 부 (대통령에 소속된 부처), 처 (국무총리에 소속된 부처), 청 (부 아래 설치되는 기관)의 세가지로 구분됩니다.⁸⁶ 마지막 종류의 사례로 정부조직법 제 27 조는 기획재정부 (부)를 설치하며, 제 27 조 제 3 항은 국세청을 기획재정부 소속의 청으로서 설치합니다.⁸⁷
- (d) 정부조직법 제 38 조는 보건복지부 (부)를 설치하나, 국민연금을 보건복지부 소속의 청으로서 설치하지는 않습니다.⁸⁸ 정부조직법 제 38 조 제 2 항에서는 질병관리청을 보건복지부 소속의 청으로서 설치하여 두고 있습니다.⁸⁹ 이 단체는 국민연금과 달리 별도의 법인격을 부여받지 못했으며, 국민연금과 달리 정부조직법에 따라 설치되었습니다.⁹⁰ 따라서 이는 국가기관인 반면, 국민연금은 국가기관이 아닙니다.⁹¹
- (e) 정부조직법 제 2 조는 행정기관을 열거적으로 정의하고 있습니다.⁹² 이러한 목록이 열거적이라는 사실은 정부가 새로운 기관이 국가의 일부로 여겨져야 한다고 판단하는 경우 해당 기관이 이 목록에

⁸⁴ 이중기 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-4**, 제 17-20 항.

⁸⁵ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 26 항.

⁸⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-2**, 제 18 항.

⁸⁷ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-2**, 제 18 항.

⁸⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-2**, 제 19 항.

⁸⁹ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 23 항.

⁹⁰ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 23 항.

⁹¹ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 23-24 항.

⁹² 이중기 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-4**, 제 18(a) 및 (b) 항.

포함되도록 명시적으로 법률을 개정한다는 점을 통해 확인할 수 있습니다.⁹³

(f) 정부조직법이 열거적이도록 의도되었다는 사실은 “개별법에 근거가 있는 중앙행정기관의 경우에도 반드시 정부조직법에 그 명칭과 설치근거 법률을 함께 명시”하며, 이를 통해 “행정부 구성에 대한” 개별 국민의 알 권리를 충족시킬 수 있을 것이라는 안전행정부의 2014년 4월 17일자 보도자료를 보더라도 알 수 있습니다.⁹⁴

(g) 달리 말하자면, 어떠한 단체가 한국법상 국가의 일부에 해당하는 경우, 해당 단체가 이 목록에 포함되도록 정부조직법이 개정되는 것입니다.⁹⁵ 이러한 접근방식은 정부의 핵심적 권한은 법에서 정해야 한다는 원칙, 즉 특정한 기관은 국회가 그 입법권을 행사하여 이를 정부기관 중 행정부의 일부로 하는 경우에만 법률상 행정부의 일부가 될 수 있다는 원칙을 반영하고 있습니다.⁹⁶

(h) 국민연금법 제 2조 제 2항에 열거되어 있지 않습니다. 따라서 국민연금법은 한국법상 국가기관이 될 수 없습니다.⁹⁷

49. 청구인과 이중기 교수는 이러한 중요 규정들은 무시한 채 국민연금의 공공적 기능에 초점을 맞춘 주장 (소위 “기능적 접근”)을 펼치면서 공공기관으로서 국민연금은 기능적으로 정부기관 중 행정부의 일부를 구성한다고 주장합니다.⁹⁸ 그들이 이러한 주장을 통해 국민연금이 한국법상 법률상 국가기관임을 입증하고 싶은 것인지, 아니면 (이중기

⁹³ 정부조직법, 2020. 9. 12., **SSK-53**, 제 2 조.

⁹⁴ 안전행정부, 보도자료, 2014. 4. 18., **SSK-34**, 제 1 면.

⁹⁵ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 18(b) 및 (c) 항.

⁹⁶ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 18(d) 항.

⁹⁷ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 18-19 항.

⁹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331 항.

교수의 전문분야가 아닌) 국제법상의 사실상 국가기관임을 입증하고 싶은 것인지 분명하지 아니합니다만, 어느 쪽이든 이는 사실이 아님이 분명합니다.

50. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, “공공기관은 “공공적 성격”의 직무를 수행하는 기관이므로, 그 업무의 수행에 있어 보다 많은 견제와 균형 및 투명성이 요구됩니다”.⁹⁹ 2019 년 기준으로 한국에는 “공공기관”으로 지정된 단체가 339 개 있습니다.¹⁰⁰ 이들 단체에는 예를 들어 “강원랜드”(한국인이 이용할 수 있는 카지노)와 같이 국가기관이 아님이 자명한 단체가 포함되어 있음은 이견의 여지가 없습니다.¹⁰¹
51. 만약 공공적 또는 정부적 기능을 수행하는 모든 기관이 한국의 일부를 구성한다면, 질병관리청과 같은 기관을 보건복지부 “소속”에 둘 이유는 없을 것입니다.¹⁰² 반대로, 국민연금의 공공적 기능이 국민연금을 국가의 행정조직 일부로 두어야 할 정도로 중요하였다면, 이는 정부조직법에 의해 보건복지부 “소속” 단체로서 설립되었을 것입니다.¹⁰³
52. 청구인과 이증기 교수는 또한 국민연금이 *간접적* 행정청으로서 국가 행정조직 범주 외에 위치한다는 김성수 교수의 의견을 지적합니다.¹⁰⁴ 청구인에 따르면 이는 “본건 분쟁을 위한 맞춤형 개념을 개인적으로 고안해낸 결과물”이라고 합니다.¹⁰⁵ 그런데 간접적 행정청의 개념은 이미 확립된 개념이라는 점에서 이러한 비난은 놀랍습니다. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 이 이론은 독일 행정법에서 비롯된 것으로서 간접적

⁹⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-2**, 제 24 항.

¹⁰⁰ 기획재정부, 보도자료, 2019. 1. 30., **SSK-20**.

¹⁰¹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 24 항.

¹⁰² 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 23 항.

¹⁰³ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 24 항.

¹⁰⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 48 항.

¹⁰⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331 (c) 항.

행정청은 국가의 수직적 체계의 일부를 구성하지 않는 (또한 그러한 행정청은 국가의 사실상 일부분에도 해당하지 않는데, 이 점에 대해서는 다음 절에서 상술하겠습니다) 독립적인 공공단체 또는 공기업¹⁰⁶이라는 것을 그 내용으로 합니다.¹⁰⁷ 한국 내에는 여러 개의 간접행정청이 있으며, 민간사회복지법인과 같은 민간 단체 역시 간접행정청으로 간주될 수 있습니다.¹⁰⁸ 국가는 이들 간접행정청을 활용하여 보다 독립적이고 효율적인 방식으로 특정 행정 업무들을 수행합니다.¹⁰⁹ 이러한 개념은 한국 행정법에서 종종 논의되며,¹¹⁰ 헌법재판소 결정례에서도 등장합니다.¹¹¹

53. 마지막으로, 청구인은 그 재반박서면에서 “어떠한 실체가 별개의 법인격을 가진다고 하여 국제법상 국가기관에 해당하지 않는 것은 아니”라고 주장하고 있습니다.¹¹² 다음 절에서 논의되겠지만, 이는 사실상 국가기관에 대해서는 타당한 주장이며, 한국도 달리 주장한 적이 없습니다.¹¹³ 하지만 법률상 국가기관의 맥락에서는, 한국이 이 주장에만 의존하는 것은 아니나, 별개의 법인격은 특정한 단체가 법률상

¹⁰⁶ 독일에서는 *Mittelbare Staatsverwaltung* 라고 불립니다.

¹⁰⁷ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 31-34 항.

¹⁰⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 48-49 항. 예를 들면, 사회기반시설에 대한 민간투자법은 사업시행자로 활동하는 사인으로 하여금 일정한 조건 아래 토지수용권을 행사하도록 허용하는데, 이러한 권한을 행사할 때 그 사인도 행정권한을 행사하므로 행정청으로 간주가 됩니다. 사회기반시설에 대한 민간투자법, 2015. 6. 4., **SSK-15**, 제 20 조 제 1 항.

¹⁰⁹ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 32 항.

¹¹⁰ 최봉석, “직무이행명령의 취소/행정판례연구”(2015) 제 19 권 제 2 호 박영사 125 면 이하, **SSK-36**, 142-143 면; 임영호, “30. 양육비를 지원할 수 있도록 하는 내용의 정선군 조례안의 효력 (2006. 10. 12. 선고 2006 추 38 판결: 공 2006 하, 1919)”, 2007 년 7 월, **SSK-28**, 제 742-755 면.

¹¹¹ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 33 항.

¹¹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 322 항.

¹¹³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 261 항.

국가기관인지 여부를 판단하는데 있어서 “결정적 기준”으로 받아들여져 왔습니다.

- (a) *Almas v Poland* 사건의 중재판정부는 법률상 국가기관에 관해 아래와 같이 판시하였습니다:

피청구국이 재반론서면에서 지적하는 바와 같이, 과거 중재판정부들은 특정 국가의 법적 질서 내에서 독립적인 인격을 지니고 있는 경우 해당 법적 질서에 따른 국가기관에 해당하지 않는다고 판단하여 왔다. 예를 들어, *Bayindir v. Pakistan* 사건에서 중재판정부는 파키스탄 국도청이 별개의 국내 법인격을 가지고 있다는 이유로 그것이 국가기관이라는 주장을 배척하였다.¹¹⁴

- (b) 최근에는 *Staur Eiendom v Latvia* 사건의 중재판정부가 라트비아의 국영기업인 SJSC International Airport Riga 가 법률상 국가기관에 해당하는지와 관련하여 아래와 같이 판시하였습니다:

SJSC Airport 가 라트비아법에 따라 국가기관으로 간주되지 않으며, 오히려 그것은 이미 지적된 바와 같이 자체적이고 별개의 법인격을 가진 기업법인으로 설립되었음은 본 사건에서 이견이 없다. 따라서 그것은 법률상 국가기관에 해당하지 않는다.¹¹⁵

b. 국민연금은 사실상의 국가기관에 해당하지 않습니다

54. 청구인은 재반박서면에서 두가지 근본적 오해에 근거하여 국민연금이 사실상 국가기관 (다만 청구인은 사실상 국가기관이라는 일반적으로 사용되는 용어를 사용하고 있지는 않습니다)이라고 주장하고 있습니다.¹¹⁶

¹¹⁴ *Kristian Almås and Geir Almås v The Republic of Poland* (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 208 항 (강조 추가).

¹¹⁵ *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v Republic of Latvia* (ICSID Case No. ARB/16/38), 판정, 2020. 2. 28., **CLA-165**, 제 312 항 (강조 추가).

¹¹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331 항.

- (a) 첫째, 청구인은, 국제법의 확립된 원칙과는 반대로, ILC 규정 제 4 조에서 사실상 국가기관이 국가에 “완전하게 의존”하여 행위할 것을 요건으로 하지 않으며, 따라서 이를 유추하여 볼 때 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호 또한 이를 요건으로 하지 않는다고 주장하고 있습니다.¹¹⁷ 한국이 설명하는 바와 같이, “완전한 의존”은 국가의 국내법에 따라 국가기관에 해당하지 않는 단체가 여전히 국제법에 따라 국가기관으로 간주될 수 있는지 여부를 결정하기 위해 통용되는 국제법상의 판단기준입니다.
- (b) 둘째, 별도의 법인격에 관한 한국의 주장을 곡해함으로써 청구인은 사실상 국가기관의 판단기준에 있어 (그리고 또한 법률상 국가기관의 판단기준에서도) “별개의 법인격”의 중요성을 깎아내리려 하고 있습니다.¹¹⁸ 한국이 설명하는 바와 같이, 청구인이 인용하는 사건들을 포함하여 과거 중재판정부들은 별도의 법인격을 가진 법인이 국제법상 국가기관으로 간주되는 경우는 최소한 “드물” 것이라고 판시한 바 있습니다.
- i. “완전한 의존”은 확립된 사실상 국가기관의 판단기준이며, 본건에서는 위 판단기준이 충족되지 않습니다

55. 청구인은 *Bosnian Genocide* 사건에서 ICJ 가 고안한 “완전한 의존” 판단기준¹¹⁹ 을 *Bosnian Genocide* 사건이 “투자중재”의 맥락과 관련이 없다는 이유로 무시하려고 합니다.¹²⁰ 대신 청구인은 보다 폭넓고 “여러 요소들을 참작하는” “종합적 판단기준”이라는 것을 제안합니다.¹²¹

¹¹⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 319 항.

¹¹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 322 항.

¹¹⁹ *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v Serbia and Montenegro)* [2007] ICJ Reports 43, **CLA-24**, 제 393 항.

¹²⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 321 항.

¹²¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 321 항.

56. 이러한 청구인의 주장은 국제법의 확립된 원칙에 부합하지 않습니다.

- (a) 첫째, 청구인은 “투자중재”와 “국제법” 사이에 허구적인 경계선을 긋고 있습니다 (그러면서도 청구인은 재반박서면에서 ICJ의 판례가 절차 남용 입증과 관련하여 투자중재에 적용된다면서 위 주장에 모순되는 주장을 펼칩니다¹²²). ICJ의 판단은 국제법의 일부를 구성하며 그 권위를 인정받고 있습니다.¹²³ 청구인은 본 중재판정부가 국제법의 원칙을 적용해야 한다거나 *Bosnian Genocide* 사건에서 ICJ가 ILC 규정 제 4조에 따른 사실상 국가기관의 국제법상 판단기준을 고안하였다는 점을 부정하지 않습니다. 단순히 해당 사건이 “투자중재라는 [...] 맥락”과 관련이 없다고 하여 이 판단기준을 무시할 수는 없는 것입니다.¹²⁴
- (b) 둘째, 이 판단기준이 투자중재의 맥락에 적용되지 않는다는 청구인의 주장도 옳지 않습니다. 투자중재사건이었던 *Unión Fenosa v Egypt* 사건의 중재판정부가 판시하였듯이:

Bosnian Genocide 사건 (2007)에서 ICJ가 판시하였듯이, “사람 또는 단체가 해당 국가의 국내법상 국가기관의 지위를 가지지 않는데도 이를 국가기관이라 판단하는 것은, 위에서 인용한 ICJ의 판결이 ‘완전한 의존’이라고 명시적으로 표현한 관계와 같이 이들에 대한 국가의 고도의 지배력의 입증을 요하므로, 극히 드문 일이다.”¹²⁵

¹²² 예컨대 아래 제 2장 제 D절 제 1관 참조.

¹²³ *Azurix Corp v The Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/01/12), 판정, 2006. 7. 14., **RLA-31**, 제 391 항 (“본 중재판정부는 비엔나 협약 제 31조에 따라 BIT에서 사용된 용어의 통상적 의미를 고려해야 한다. 다른 중재판정부, 특히 ICJ의 판단은 그 해석 작업에 있어 본 중재판정부에게 도움이 될 수 있다.”). C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-133**, 제 63면도 참조.

¹²⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 321 항.

¹²⁵ *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.96 항 (강조 추가). *Union Fenosa* 사건 중재판정부는 제 9.109-9.110항에서 청구인이 “완전한 의존” 판단기준은 투자 중재에 적용될 수 없다고 주장하기 위해

- (c) 셋째, “완전한 의존”은 청구인이 ILC 규정 제 4 조의 적용과 관련하여 “정중히 동의”하는 Crawford 판사¹²⁶를 포함한 다수의 국제법 학자들에 의해 적절한 판단기준으로 받아들여진 바 있습니다.¹²⁷ Crawford 판사에 따르면:

국내법이 ILC 규정 제 4 조의 맥락에서 해당 단체를 “기관”으로 보지 않는 상황은 많다. 그러나 국가의 관행은 (특히 해당 단체의 해당 국가에 대한 “완전한 의존”과 관련하여) 여전히 이를 국가의 사실상 기관으로 보도할 수 있다[...]. 이러한 사례에서는 국내법상 해당 단체의 권한과 다른 단체와의 관계가 중요하다. “완전한 의존” 요건은 ICJ가 *Nicaragua* 및 *Bosnian Genocide* 사건에서 고안한 것으로, 중요한 요소로는 국가의 관여 정도와 실제로 행사된 지배력의 정도가 있다.¹²⁸

57. 이를 종합하여 볼 때 특정한 단체가 ILC 규정 제 4 조, 그리고 유추를 통해 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따른 사실상의 국가기관인지 여부를 판단하는 적절한 판단기준은 “완전한 의존” 판단기준임이 입증됩니다. 이 판단기준은 “국가기관이라고 주장되는 단체와 국가 간의 관계는 완전한 복종 및 어떠한 독립성의 결여를 보여야 하며” 그리고 “밀접한

인용하는 *Ampal-American Israel Corp v Egypt* 사건 판정을 고려하였습니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 321 항.

¹²⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 320 항 (“실제로 크로포드 판사는 ILC 규정 제 4 조를 적용함에 있어 국내법에 “지나치게” 초점을 두는 것을 비판하기도 하였습니다. 그는 “국가의 법적구조에 실제로 어느 정도로 통합되어 있는지가 국가기관인지 여부를 결정함에 있어 결정적인 요소”라는 견해를 밝히고 있습니다. 청구인은 이에 정중히 동의합니다.”).

¹²⁷ M Sasson, *Substantive Law in Investment Treaty Arbitration: The Unsettled Relationship Between International Law and Municipal Law* (2nd edn 2017), **RLA-132**, 제 24 면 (“ICJ는 사실상이라는 개념은 ‘대상에 대한 특히 높은 수준의 국가 통제의 입증을 요하는데, 이는 위에서 인용된 본 법원의 판결이 완전한 의존이라고 설명하는 관계이다’라는 이유로 특수한 개념임을 강조하였다.”). C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-133**, 제 63 면도 참조.

¹²⁸ J Crawford 및 P Mertenskötter, "Chapter 3: The Use of the ILC's Attribution Rules in Investment Arbitration", in: M Kinnear et al. (eds.), *Building International Investment Law: The First 50 Years of ICSID* (2015), **CLA-135**, 제 29 명 (강조 추가).

관계만으로는 특정한 사람 또는 단체를 국가기관에 해당한다고 볼 수 없”음을 그 내용으로 하는 엄격한 기준입니다.¹²⁹

58. 청구인 또한 아래 사항을 부정하지 않습니다:
- (a) 국민연금이 독립적인 법인격을 가진 법인이라는 점¹³⁰
 - (b) 국민연금 내 별도의 이사회가 국민연금을 경영한다는 점¹³¹
 - (c) 국민연금이 자체적인 계좌를 보유하고 있다는 점¹³²
 - (d) 국민연금이 법인세 납부대상이라는 점¹³³
 - (e) 국민연금이 자기 명의로 계약을 체결하고 자산을 소유하며 다양한 소송에서 독립적인 당사자로서 행위한다는 점.¹³⁴
59. 이들 요소들은 개별적으로도 “완전한 의존”의 성립을 어렵게 합니다. 이들을 종합적으로 보면 국민연금은 완전한 의존 판단기준을 충족하지 못할 뿐만 아니라, 청구인이 제안하는 “종합적인 판단기준”에 따르더라도 국민연금을 국가기관으로 보기 어려움을 알 수 있습니다.

¹²⁹ M Sasson, *Substantive Law in Investment Treaty Arbitration: The Unsettled Relationship Between International Law and Municipal Law* (2nd edn 2017), **RLA-132**, 제 25 면.

¹³⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331(g)항.

¹³¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331(g) 항.

¹³² 우리은행에 개설된 국민연금계좌 통장사본, 2018. 2. 6., **R-156**.

¹³³ 공공기관 경영정보 공개시스템 (ALIO), “28-1. 법인세 정보 (2019 년 1/4 분기), 국민연금공단”, 2019. 4. 11., **R-175**.

¹³⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 63(a)항.

ii. *별개의 법인은 매우 이례적인 상황에서만 국제법상의 국가기관에 해당하며, 본건에서는 그러한 상황이 입증될 수 없습니다*

60. 청구인은 국민연금의 사실상 국가기관에 해당하는지 여부에 관한 분석에 있어서 국민연금이 갖는 별개 법인격의 중요성을 깎아내리기 위해 이에 대한 한국의 주장을 곡해하고 있습니다.¹³⁵
61. 별개의 법인격을 갖고 있다는 사실만으로는 특정한 법인이 국제법상 국가기관으로 판단될 수 없는 사유를 구성하지 못할 수도 있음을 한국은 인정합니다. 그러나 이러한 맥락에서도 국제법 법원 및 중재판정부들은 별개 법인격을 지닌 법인이 국가기관이 아니라는 강력한 추정을 뒤집기 위해서는 그야말로 특별한 사정이 있어야 한다는 관점을 일관적으로 취해 왔습니다.
- (a) *Unión Fenosa v Egypt* 사건에서 중재판정부는 “별개 법인에게 국가기관의 지위를 부여하기 위하여는 경찰당국이 행사하는 것과 같이 근본적으로 국가의 권한이라고 판단될 수 있는 기능과 권한 등의 특별한 사정이 충분히 인정되어야 한다”라고 판시하였습니다.¹³⁶
- (b) 청구인도 인용하는 *Deutsche Bank v Sri Lanka* 사건¹³⁷에서 중재판정부는 별개 법인격이 결정적이지는 않으나 “진정으로 독립적인” 경우, “국영기업이 국가기관으로 간주되는 것은 이례적이다”라고 지적하였습니다.¹³⁸

¹³⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 322 항.

¹³⁶ *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.96 항 (강조 추가).

¹³⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(d) 항.

¹³⁸ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(a) 항.

- (c) *Amto v Ukraine* 사건 중재판정부는 Energoatom 이 국가와 긴밀한 연락을 유지하고 있는 전략적으로 중요한 국영법인으로서 그 상업적 행동마저도 국가의 통제를 받았다는 점을 고려할 때 그 법적 독립성은 형식적인 것에 지나지 않았음에도, 그것이 별개의 법인이라는 이유로 우크라이나의 국가기관에 해당하지 않는다고 판단하였습니다.¹³⁹
- (d) *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* 사건에서 대영제국 추밀원 (Privy Council of the United Kingdom)은 영국법 및 국제법 원칙을 분석하여 “[법인]의 별개 기업으로서의 지위는 존중 받아야 한다는 것이 강력하게 추정”되며 “이러한 추정을 뒤집기 위해서는 상당히 극단적인 사정이 필요하다”라고 판단하였습니다.¹⁴⁰ 추밀원에 따르면 “이러한 추정은 해당 법인이 법인격에도 불구하고 별개의 실체적 존재를 지니지 못하는 경우 뒤집”힙니다.¹⁴¹ 헌법적 및 사실적 지배와 주권적 기능의 행사는 그것만으로는 결정적이지 않다고 판단되었습니다.¹⁴² 오히려, “해당 법인의 업무가 어떠한 주요한 목적상으로도 국가로부터 구분되고 국가도 해당 법인으로부터 구분된다고 합리적으로

¹³⁹ *Limited Liability Company Amto v Ukraine* (SCC Case No. 080/2005), 최종판정, 2008. 3. 26., **CLA-43**, 제 101 항 (“Energoatom 은 전략적으로 중요한 국영법인으로서 국가와 긴밀히 협의하는 관계에 있다. 청구인은 가격, 거래처, 지급방식이 법령에 따라 정해지고 우크라이나 국가에너지규제위원회라는 국가기관에 의해 종국적으로 결정되고 통제되는 등 그 상업적 활동마저 국가에 의해 통제되므로 Energoatom 의 법적 독립성은 형식적인 것에 지나지 않는다고 주장한다. 그러나 본 중재판정부는 Energoatom 이 우크라이나 국가의 기관이 아닌 독립적인 법인이었다고 판단하였다.”).

¹⁴⁰ *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* [2012] UKPC 27, **RLA-129**, 제 29 항 (“특히 국가가 표면상으로는 상업적이거나 산업적인 목적을 위해 별개 법인을 설립하고, 그 법인이 자체적인 경영진과 예산을 가지는 경우, 별도 법인으로서의 지위는 존중 받아야 하며 그 법인과 이를 설립한 국가는 서로의 책임을 부담하지 않아도 된다고 강하게 추정된다.”).

¹⁴¹ *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* [2012] UKPC 27, **RLA-129**, 제 29 항.

¹⁴² *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* [2012] UKPC 27, **RLA-129**, 제 29 항.

판단할 수 없을 정도로 긴밀하게 엮여 있고 혼재되어 있는지” 여부를 판단해야 한다는 것입니다.¹⁴³

62. 이처럼 굳게 확립된 원칙은 한국이 그 반박서면에서 인용한 사건들에서도 찾아볼 수 있습니다.¹⁴⁴ 이에 대한 청구인의 유일한 대응은 별개 법인이 국가기관인 것으로 판단된 사례들을 인용하는 것에 지나지 않는데,¹⁴⁵ 이들 사건들은 원칙이 아닌 예외에 해당합니다.

- (a) Eureko BV v Poland 사건에서의 폴란드 재무부(State Treasury):¹⁴⁶ Eureko 사건 중재판정부는 “재무부의 지위에 대해 명시적으로 판단하지 않았고, 대신 일정 범위 내의 가능한 분석을 검토”하였기 때문에 본 중재판정부에게는 유용하지 않습니다.¹⁴⁷ 나아가, 문제되는 계약은 “재무부장관이 폴란드 공화국의 재무부를 대표하여” 체결되었고, 계약서의 “표지에 폴란드 공화국의 인장이 날인”되었습니다.¹⁴⁸ 이러한 사정은 독립된 법인이 사기업의 주주로서 의결권을 행사한 본건에는 전혀 적용될 여지가 없습니다.
- (b) 별개 법인격을 가진 중앙은행:¹⁴⁹ 청구인은 국민연금을 (이상하게도) 중앙은행에 견주기 위해, 중요한 통화 관련 기능을

¹⁴³ *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* [2012] UKPC 27, **RLA-129**, 제 29 항.

¹⁴⁴ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 119 항; *Gustav F W Hamester v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 184-185 항; *Kristian Almås and Geir Almås v The Republic of Poland* (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 209 항.

¹⁴⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324 항.

¹⁴⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(b) 항.

¹⁴⁷ *Gustav F W Hamester v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 186 항.

¹⁴⁸ *Eureko B.V. v Republic of Poland*, 부분판정, 2005. 8. 19., **CLA-34**, 제 118 항.

¹⁴⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(c) 항.

수행하는 중앙은행이 기타 국영기업과는 다른 입장에 서있다는 사실을 무시하고 있습니다.

- (i) 국제법 중재판정부 및 학자들은 “국가의 기타 기관들로부터의 독립성을 고려할 때 중앙은행은 국가의 통화 관련 권한의 집행과 같은 행정 기능을 위탁 받은 별개의 법인으로 설립되는 것이 일반적이다”라고 지적하여 왔습니다.¹⁵⁰
- (ii) 중앙은행의 특수한 지위는, 예를 들어 중앙은행이 국가의 일개 부서인지 별개의 법인인지를 여부를 막론하고 해당 중앙은행의 자산에 완전한 면책특권을 부여하는 영국 주권면제법 (English Sovereign Immunity Act)에서도 인정되고 있습니다.¹⁵¹
- (iii) 나아가, 그리고 어찌 되었든, 중앙은행이 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관으로 분류되어야 하는지 및 그들의 행위가 ILC 규정 제 5 조에 따라 국가에 귀속될 수 있는지에 관해서는 여전히 논의가 진행 중입니다.¹⁵²

¹⁵⁰ C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-133**, 제 94 면. *Sergi Paushok, CJSC Golden East Company and CJSC Vostokneftegaz Company v The Government of Mongolia* (UNCITRAL), 판정, 2011. 4. 28., **RLA-128**, 제 582-585 항도 참조.

¹⁵¹ 국가면제법(State Immunity Act), 1978. 7. 20., **RLA-119**, 제 14(4)조.

¹⁵² C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-84**, 제 94 면; *Sergi Paushok, CJSC Golden East Company and CJSC Vostokneftegaz Company v The Government of Mongolia* (UNCITRAL), 판정, 2011. 4. 28., **RLA-128**, 제 582-585 항. 청구인이 인용하는 사례들은 별다른 분석 없이 중앙은행의 행위가 국가에 귀속될 수 있다고 전제합니다. *Deutsche Bank v Sri Lanka* 사건에서 당사자들은 스리랑카 중앙은행의 행위가 ILC 규정 제 4 조에 따라 스리랑카에 귀속될 수 있다는데 동의하였습니다. *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 402 항. *Alex Genin v Estonia* 사건에서 중재판정부는 별다른 논의 없이 에스토니아 중앙은행은 관련 BIT 의 정의에 따른 국가기관에 해당한다고 판시하였습니다. *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. and A.S. Baltoil v Republic of Estonia* (ICSID Case No. ARB/99/2), 판정, 2001. 6. 25., **CLA-83**, 제 327 항. *MNSS v Montenegro* 사건에서 중재판정부는 ILC 규정 제 8 조와 중앙은행의 기타 민간은행에 대한

(c) Deutsche Bank 사건에서의 스리랑카 중앙석유공사 (Central Petroleum Corporation(CPC)):¹⁵³ Deutsche Bank 사건 중재판정부의 판시내용은 방론이었다는 점 외에도, ¹⁵⁴ 중재판정부는 관련 사정들을 감안할 때 CPC 가 독립된 실체를 지니지 않는다고 판단하였습니다.¹⁵⁵ 그 과정에서 중재판정부는 “진정으로 독립적인” 기업이 국가기관으로 판단되는 것은 “이례적”이라고 지적하였습니다.¹⁵⁶ 중재판정부는 아래의 이유로 CPC 가 이 원칙의 예외에 해당한다고 판단하였습니다:

(i) 스리랑카 대법원은 CPC 가 “깊고 전반적인 국가의 지배”를 받은 “정부의 피조물”이라고 판단하였음¹⁵⁷

지시를 다루었는데, 그 맥락에서 중앙은행은 국가의 일부라고 전제하였습니다. *MNSS B.V. and Recupero Credito Acciaio N.V. v Montenegro* (ICSID Case No. ARB(AF)/12/8), 판정, 2016. 5. 4., **CLA-146**, 제 299 항. 마지막으로 *Invesmart v Czech Republic* 사건에서 중재판정부는 별다른 귀속의 법적 근거를 밝히지 않은 채 체코은행의 행위는 체코공화국에 귀속될 수 있다고 지적하였습니다. *Invesmart, B.V. v Czech Republic* (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 26., **CLA-132**, 제 363 항. 반대로, 영국 항소법원 (English Court of Appeal)은 나이지리아 중앙은행의 지위를 검토한 후 이는 “국제법상” 나이지리아의 부서에 해당하지 않는다고 명시적으로 판시하였습니다. 나이지리아은행의 별도 법적 지위는 법원의 판단에 있어서 주요한 고려 요소였습니다. *Trendtex Trading Corp v Central Bank of Nigeria* [1977] Q.B. 529, **RLA-118**, 제 560 면.

¹⁵³ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 324(d)항.

¹⁵⁴ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 404 항 (“아래에서 추가적으로 설명하는 바와 같이, 중재판정부가 스리랑카 대법원과 중앙은행의 행위가 협정 제 2 조 (공정하고 공평한 대우) 및 제 4 조 제 2 항 (수용)을 위반하였다고 판단하는 이상, 제 8 조의 위반도 있었는지 여부를 판단할 필요는 없다. 따라서, CPC 의 행위가 영국법 (피청구국이 주장하는 바와 같이) 또는 ILC 규정 제 4, 5, 8 조에 따라 스리랑카에 귀속되는지 여부를 판단할 주된 이유 또한 없어진다.”).

¹⁵⁵ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(e) 항.

¹⁵⁶ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(a) 항.

¹⁵⁷ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(a) 항.

- (ii) CPC 는 그것이 CPC 의 이익에 반하는지 여부와 무관하게 석유부 장관의 서면 지시를 이행해야 했음¹⁵⁸
- (iii) 스리랑카 내각과 장관의 지시는 CPC 로 하여금 해당 사건의 투자자가 문제삼은 프로그램을 시작하도록 강제하였음.¹⁵⁹

이러한 요소는 국민연금에게는 적용되지 않습니다.

(d) 아래 사건들에서의 국유 석유회사:

- (i) *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v Republic of Georgia*:¹⁶⁰
이 사건의 중재판정부는 국유 석유회사의 행위를 국가에 귀속시키는 주요 근거를 ILC 규정 제 7 조에서 찾았습니다. ¹⁶¹ ILC 규정 제 4 조에 따른 판단은 부수적이었습니다. 결론적으로 중재판정부는 문제되는 회사들이 연료에너지부 (Ministry of Fuel and Energy)의 구조 내에 설립되었으며, 각 회사가 내각령의 발급을 통해 “부의 부서”로서 명시적으로 해당 부에 소속되었으며, 해당 내각령이 문제되는 송유관의 운영을 연료에너지부의 “부서에서 통합”할 것을 명시적으로 확인하였다고 판단하였습니다.¹⁶²

¹⁵⁸ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(b) 항.

¹⁵⁹ *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/02), 판정, 2012. 10. 31., **CLA-29**, 제 405(d) 항.

¹⁶⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(e) 항.

¹⁶¹ *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v Republic of Georgia* (ICSID Case Nos. ARB/05/18 and ARB/07/15), 판정, 2010. 3. 3., **CLA-133** 제 274 항.

¹⁶² *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v Republic of Georgia* (ICSID Case Nos. ARB/05/18 and ARB/07/15), 판정, 2010. 3. 3., **CLA-133**, 제 275 항.

- (ii) *Walker International Holdings v République Populaire du Congo*:¹⁶³ 영국 상사법원 (English Commercial Court)은 SNPC 와 Fininco 가 콩고 공화국의 기관이었는지 여부를 검토하였습니다. SNPC 와 관련하여 법원은 SNPC 는 “국가의 세금 징수 기관이자 정부 프로젝트의 재원조달에 있어서 재무부의 부서”에 지나지 않는다고 판단하였습니다.¹⁶⁴ Fininco 와 관련하여 법원은 Fininco 가 “정부 자금으로 다양한 프로젝트를 수행하는 SNPC 의 연장선”에 지나지 않으며,¹⁶⁵ “이는 콩고가 재무부에게 돌아갔어야 했을 자금의 더 큰 부분을 자신의 목적을 위해 사용하기 위한 장치”였다고 판시하였습니다.¹⁶⁶
- (iii) *Ampal-American Israel Corp v Egypt*:¹⁶⁷ 반박서면에서 지적하였듯이,¹⁶⁸ *Unión Fenosa v Egypt* 사건의 중재판정부는 동일한 국유 법인, 즉 EGPC 의 지위를 검토하여 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관이 아니라고 판단하였습니다.¹⁶⁹ *Unión Fenosa* 사건 중재판정부는 *Ampal*

¹⁶³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(e) 항.

¹⁶⁴ *Walker International Holdings Ltd. v République Populaire du Congo and Others* [2005] EWHC 2813 (Comm), 2005. 12. 6., **CLA-177**, 제 98 항. 법원은 또한 SNPC 가 “국영석유기업과는 본질적으로 구별된다”고 판시하였습니다. SNPC 는 대통령의 대리인으로서 이사회가 그 기능을 위임한 회장이 통솔하였습니다. 회장은 모든 문서에 서명하는 업무를 담당하였습니다. 나아가, SNPC 의 지출 내역은 선거 비용 지급, 평화적 이니셔티브, 인도주의적 지원 관련 기부와 같이 정부가 일반적으로 지출하는 내역과 동일하였습니다. *Walker International Holdings Ltd. v République Populaire du Congo and Others* [2005] EWHC 2813 (Comm), 2005. 12. 6., **CLA-177**, 제 97 항.

¹⁶⁵ *Walker International Holdings Ltd. v République Populaire du Congo and Others* [2005] EWHC 2813 (Comm), 2005. 12. 6., **CLA-177**, 제 107 항.

¹⁶⁶ *Walker International Holdings Ltd. v République Populaire du Congo and Others* [2005] EWHC 2813 (Comm), 2005. 12. 6., **CLA-177**, 제 107 항.

¹⁶⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(e) 항.

¹⁶⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 275 항.

¹⁶⁹ *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.109 항.

American 사건 중재판정부가 석유부 장관의 감독, 국가가 배정한 자본금, 정부가 선임한 이사 등 그가 의존한 요인들이 어떻게 EGPC 가 국가 구조의 일부임을 보여주는지 설명하지 않았다고 지적하였습니다.¹⁷⁰ *Unión Fenosa* 사건 중재판정부에 따르면 이들 요인에는 “모두 회사법상 의무로 인하여 주주들에게 어떠한 책임이 발생하는 효과가 생기지 않는 사기업의 경우와 유사성”이 존재하였습니다.¹⁷¹ 이것이 본 중재판정부가 적용하기에 보다 적합한 판단기준입니다.

- (e) 사회보장서비스를 제공하는 독일의 “공법적 기구”:¹⁷² 청구인이 인용하는 *Haim* 사건은 본건과 관련성이 없습니다. 해당 사건은 국제법에 따른 판단을 받지도 않았으며, 법원이 국제법 원칙을 고려하지도 않았습니다. 나아가, 법원에 제기된 문제는 “[유럽] 공동체법이 회원국 외에도 공법적 기구도 그것이 공동체법을 위반하여 취한 조치의 결과로 개인이 입은 손실과 손해에 대해 보상할 책임으로부터 면제되는지” 였습니다.¹⁷³ 법원은 그렇지 않다고 판단하였습니다.
- (f) 사회보장법 집행을 담당하는 네덜란드 “산업보험위원회”:¹⁷⁴ 청구인이 인용하는 해당 사건 역시 본건과 관련성이 떨어집니다. 시민적 및 정치적 권리에 관한 국제규약에 따라 설립된 인권위원회는 보건 및 정신, 사회 문제 관련 산업보험위원회의

¹⁷⁰ *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.109 항.

¹⁷¹ *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.109 항.

¹⁷² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(f) 항.

¹⁷³ *Haim v Kassenzahnärztliche Vereinigung Nordrhein*, Judgement, Case C-424/97, EU:C:2000:357, 2000. 7. 4., **CLA-127**, 제 25 항 (강조 추가).

¹⁷⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(f) 항.

행위에 따른 규약상 네덜란드의 책임에 대해 심리하였습니다.¹⁷⁵ 이 맥락에서 인권위원회는 “당사국의 기능 일부가 다른 자치기관들에 위임되었다고 하여 당사국의 협약상 의무가 면제되지는 않는다”¹⁷⁶ 고 판단하였습니다. 인권위원회는 보험위원회가 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관인지 여부는 별도로 검토하지 않았습니다.

(g) “공법상의 법인(Personnes morales de droit public)”:¹⁷⁷ 청구인은 특정한 사건이나 법원이나 중재판정부의 판단을 인용하지 않으면서, 단순히 공법상의 법인은 “국가로서의 프랑스의 일부로 보아야 할 것”이라고만 주장합니다.¹⁷⁸ 이는 NPS 의 지위를 판단하는데 있어 연관성을 갖지도 아니하고 유용하지도 않습니다.

63. 반대로, 한국이 그 반박서면에서 인용한 사건들은 중재판정부가 ILC 규정 제 4 조를 국민연금과 유사한 단체에 적용한 국제법 사례들입니다.¹⁷⁹ 즉, 이들 사건들의 사실관계는 가장 적절한 비교대상이라 할 것입니다. 이들 사건 중 이사회 구성원의 선임 및 해임, 밀접한 관리 감독, 국가경제에 중요한 권한의 행사와 같은 국가의 통제 관련 다양한 요소의 행사가 별개 법인격이 국가로부터 해당 단체를 분리시킨다는 추정을 뒤집기에 충분하다고 판단한 사례는 없었습니다.

¹⁷⁵ *B.d.B. et al. v The Netherlands*, Communication No. 273/1988, U.N. Doc. CCPR/C/35/D/273/1988, IHRL 1688 (UNHRC 1989), 1989. 3. 30., **CLA-88**, 제 1, 2.1 항.

¹⁷⁶ *B.d.B. et al. v The Netherlands*, Communication No. 273/1988, U.N. Doc. CCPR/C/35/D/273/1988, IHRL 1688 (UNHRC 1989), 1989. 3. 30., **CLA-88**, 제 6.5 항.

¹⁷⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324(g)항.

¹⁷⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 각주 418.

¹⁷⁹ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 119 항; *Gustav F W Hamester v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 184-186 항; *Kristian Almås and Geir Almås v The Republic of Poland* (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 209 항.

64. 사실상 국가기관 해당 여부에 있어 국가의 통제 요소가 영향을 미치지 못한다는 점은 *Jan de Nul v Egypt* 사건 판정에서 더욱 극명하게 드러나는데, 여기서 중재판정부는 수에즈운하국이 아래의 사항에도 불구하고 국가기관이 아니라고 판단하였습니다.¹⁸⁰
- (a) 회장, 이사회 구성원, 전무이사 및 상무가 모두 국가에 의해 선임되었음¹⁸¹
 - (b) 수에즈운하국은 이사회의 모든 결정이 효력을 발생하기 위한 승인 권한을 가진 수상에게 보고할 의무를 부담하였음¹⁸²
 - (c) 활동으로 인한 수익은 국가의 국고로 자동적으로 이전되었음¹⁸³
 - (d) 직원들이 국가공무원의 지위를 가졌음¹⁸⁴
 - (e) 수에즈운하국은 국가에 적용되는 공공조달법의 규정의 적용을 받았음¹⁸⁵
 - (f) 수에즈운하국의 행위는 정부와의 분쟁을 관장하는 행정법원에서만 심리할 수 있었음.¹⁸⁶

¹⁸⁰ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 162 항.

¹⁸¹ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 146 항.

¹⁸² *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 146 항.

¹⁸³ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 148 항.

¹⁸⁴ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 146 항.

¹⁸⁵ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 146 항.

¹⁸⁶ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 146 항.

65. 본건에 비슷한 분석기준을 적용하여 보면 국민연금이 사실상 국가기관에 해당할 수 없음이 명백해 집니다.

c. 청구인이 제기하는 기타 쟁점은 중요성이 떨어집니다

66. 결론으로 넘어가기 전에, 한국은 청구인이 그 재반박서면에서 중요하게 다루고자 한 2 개의 기타 쟁점을 간략히 탄핵하고자 합니다.

(a) 우선, *Dayyani v Korea* 사건의 판단은¹⁸⁷ 국민연금이 국가기관인지 여부의 문제와 관련성이 없습니다. 청구인이 인용하는 언론보도 중 하나를 보면 잘 알 수 있듯이, *Dayyani* 사건 중재판정부는 국민연금과는 전혀 무관한 기관인 한국자산관리공사가 국가기관인지 여부에 대해 별도로 판단하지 않았습니다.¹⁸⁸ 대신, 중재판정부는 한국자산관리공사가 미국법의 관점상 국가기관에 해당한다고 말한 한국자산관리공사 대표자의 미국 법원에서의 진술을 -한국은 옳지 않다는 입장이지만- 채택하였던 것으로 알려져 있습니다.¹⁸⁹ 언론보도에서 설명하는 바와 같이, 중재판정부는 해당 진술이 한국자산관리공사가 한국법상 국가기관에 해당한다는 점을 명백하게 보여줬다고 판단하였습니다.¹⁹⁰ 이러한 판단은 물론 국민연금이 협정 제 11.1 조 제 3 항 제가호에 따른 (또는 여타의 방식으로든) 국가기관이라는 결론으로 이어지지 않습니다.

(b) 둘째, 청구인이 또다시 제기하고 있는 주권면제의 쟁점은 본건과 관련이 없습니다.¹⁹¹ 국민연금이 다른 법체계 하에서 적법하게

¹⁸⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 324 (a) 항.

¹⁸⁸ “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다”, *IA Reporter*, 2019. 1. 22., **C-299**.

¹⁸⁹ “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다”, *IA Reporter*, 2019. 1. 22., **C-299**, 제 3 면.

¹⁹⁰ “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다”, *IA Reporter*, 2019. 1. 22., **C-299**, 제 3 면.

¹⁹¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331(I) 항.

주권면제를 주장할 수 있는지 여부는 본건 귀속의 쟁점과는 아무런 관계가 없습니다. 협정의 목적상 국가는 어떠한 단체가 해당 국가의 국내법에 따라 국가기관으로 분류되거나 청구인이 해당 단체가 국가에 “완전히 의존”하여 행위함을 입증할 수 있는 경우에만 해당 단체가 국가 행정조직의 일부라는 이유로 해당 단체의 작위나 부작위에 대해 국제법상 책임을 부담합니다. 따라서, 그리고 무엇보다도, 청구인이 구하는 불리한 추정에는 아무런 근거가 없습니다.¹⁹² 덧붙여서, 한국이 문제되는 문서를 제공하지 않는 것에 대해서 한국은 그러한 문서를 보유하고 있지 아니하며 해당 요청과 관련하여 보유하고 있는 모든 문서와 정보를 제공하였다는 충분한 해명을 제공하였기 때문에 이 주장은 배척되어야 합니다.¹⁹³

2. 국민연금은 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 따른 정부 권한을 행사하지 않았습니다

a. 관련법에 따르면 정부 행위가 입증되어야 합니다

67. 한국은 반박서면에서 “중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치”를 규율하는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 따르면 청구인이 국민연금이 (a) 비정부 기관이고, (b) 한국이 “위임”한 “규제, 행정 또는 기타 정부 권한”을 보유해야 하며, (c) 이러한 권한을 “행사”함에 있어 조치를 채택하거나 유지하였음을 보여야 함을 설명하였습니다.¹⁹⁴ 협정 제 11.1 조

¹⁹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 331(I) 항 (“따라서 “국민연금 또는 피청구국이 국민연금과 관련하여 법원과 중재판정부에 주권면제를 주장하였고, 해당 법원과 중재판정부가 국민연금과 관련된 피청구국의 주권면제 주장을 인정하거나 배척한 사실이 나타난” 문서들을 제출하지 않은데 대하여 대한민국에 불리한 추정이 적용되어야 할 것입니다.”).

¹⁹³ IBA Rules on the Taking of Evidence in International Arbitration 2010, **RLA-127**, 제 9 조 제 5 항.

¹⁹⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 285.

제 3 항 제나호는 ILC 규정 제 5 조를 보완하기도 하지만 이를 참조하여 이해될 수도 있습니다.¹⁹⁵

68. 청구인은 그 재반박서면에서 권한의 “위임”이 협정상의 요건 중 하나임을 부인하지 않습니다. 그러나 당사자들은 문제되는 행위가 그러한 위임된 정부 권한의 행사에 해당해야 하는지에 있어 이견을 보이고 있습니다.

i. “권한”이라는 용어는 필연적으로 정부 행위를 의미합니다

69. 협정 교섭기록은 한국과 미국 모두 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 등장하는 “권한”이라는 용어가 “여하한 규제, 행정 또는 기타 정부 권한”을 의미한다는 것에 대한 한국과 미국의 합치된 이해를 설명하여 줍니다.¹⁹⁶

70. 청구인은 그 재반박서면에서 이에 명시적으로 반대하지는 않으나, 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호의 의미는 명확하기 때문에 한국이 교섭기록을 원용할 필요는 없다고 주장합니다.¹⁹⁷ 그 후 청구인은 협정상의 판단기준을 적용함에 있어 국민연금의 권한이 “정부” 권한이라고 (부당하게) 결론 내리면서, 협정에서 사용된 “권한”이라는 용어가 “규제,

¹⁹⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 241-247.

¹⁹⁶ 한-미 자유무역협정 8 차 초안 (교섭기록), 2007. 3. 23., **R-50**, 현행 11.1 조 제 3 항 제나호에 대한 주의 2, 제 135 면 (“당사국들은 ‘권한’에 대한 당사국들의 공유된 이해를 반영하도록 아래 각주를 교섭기록에 포함하는 것에 합의한다. 본 각주는 최종 협정본에서는 삭제된다. 명확히 하자면, ‘권한’이라 함은 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 의미한다.”). 교섭기록은 협정 해석의 적절한 수단으로 인정됩니다. 비엔나 협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 32 조.

¹⁹⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 334 항 (“나아가 대한민국은 (마치 제 11.1 조 제 3 항 제나호가 모호한 규정인 것처럼) 협정 교섭기록을 근거로 “권한”이라는 용어는 “규제, 행정 또는 기타 정부 권한”을 의미한다고 주장하고 있습니다.”). 비엔나 협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 31 조 제 4 항 (“4. 당사국의 특별한 의미를 특정용어에 부여하기로 의도하였음이 확정되는 경우에는 그러한 의미가 부여된다.”)도 참조. 한국과 미국 두 국가 모두의 의도가 교섭기록에 반영되어 있습니다. 해석의 보충적 수단이 비엔나협약 제 31 조의 적용에 따른 해석을 확인하기 위해 사용될 수 있습니다. 비엔나 협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 32 조.

행정 또는 기타 정부” 권한을 의미한다는 점에 동의하는 듯한 태도를 보입니다.¹⁹⁸

71. 어떻게 보든 제 11.1 조 제 3 항 제나호는 비정부기구가 위임 받은 “규제, 행정 또는 기타 정부” 권한을 행사함에 있어 채택하거나 유지한 조치에 대해서만 적용된다는 법리는 명확합니다.¹⁹⁹ 미국 또한 동일한 견해인데, 이는 미국이 비분쟁당사국 제출서면 (이하 “*미국 비분쟁당사국 제출서면*”)에서 “국영기업과 같은 비정부기구는 *규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 행사할 수 있다*”라고 설명하는 것에서 알 수 있습니다.²⁰⁰

ii. 문제되는 특정 행위가 “정부적” 성격을 가져야 합니다

72. 한국은 그 반박서면에서 문제되는 조치는 정부 권한의 “행사에 있어” 채택되거나 유지되어야 한다는 점을 설명한 바 있습니다.²⁰¹ 이 문언은 “문제되는 행위”가 “정부적”이어야 한다는 점에 대해 의문의 여지를 남기지 않습니다.²⁰²
73. 청구인은 재반박서면에서 “대한민국은 협정에 요건을 추가하고자 하는 것인데, 대한민국은 그러한 요건, 즉 문제된 구체적인 행위가 반드시 “정부적인” 성격의 것 (또는 “공적 권한 (*puissance publique*)”)이어야 한다는 점이 ILC 규정 제 5 조로부터 도출된다고 주장합니다”라며 한국의 주장에 반대하고 있습니다.²⁰³ 그 후 청구인은 혼란스럽게도 (이하에서 논의하는) ILC 규정 제 8 조를 포함한 ILC 규정 전체가 적용된다고 인정되는 때에만 ILC 규정 제 5 조가 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호를

¹⁹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 338 항.

¹⁹⁹ 한-미 자유무역협정 8 차 초안 (교섭기록), 2007. 3. 23., **R-50**, 현행 11.1 조 제 3 항 제나호에 대한 주의 2, 제 135 면.

²⁰⁰ 미국 비분쟁당사국 제출서면, 2020. 2. 7., 제 5 항 (강조 추가).

²⁰¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 285 항.

²⁰² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 287 항.

²⁰³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 334 항.

해석하는 데 활용될 수 있다고 주장합니다.²⁰⁴ 이는 부당한 주장이지만, 청구인의 실제 입장을 보여주는 주장이기도 합니다. 이 주장은 터무니없습니다. 아래 제 2 장 제 B 절 제 3 관에서 논의하듯이, ILC 규정 제 5 조가 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호를 해석하는 데 적절히 고려될 수 있는지 여부 (물론 그럴 수 있습니다만)는 협정에서 ILC 규정 제 8 조의 적용을 배제하고자 하는 취지의 명시적 문언이 포함되어 있는 경우에도 ILC 규정 제 8 조가 적용되는지 여부와는 전혀 무관한 쟁점이기 때문입니다.

74. 청구인은 ILC 규정 제 5 조에 따른 이 요건 또한 협정상 의 별도 요건이라는 점을 고려하지 않고 있습니다. 이는 청구인이 무시하는 제 11.1 조 제 3 항의 “행사하여”라는 용어의 사용으로부터도 명확해집니다. 비엔나 조약은 “조약문의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라” 조약을 해석해야 한다고 규정합니다.²⁰⁵ 종합적 분석에 따르면 협정의 문언은 (a) 정부 권한이 비정부기구에 위임되었어야 하며, (b) 채택되거나 유지되는 해당 조치가 이러한 정부 권한의 “행사”에 해당하여야 한다는 의미임이 분명해집니다.²⁰⁶ 따라서 문제되는 해당 행위(본건에 있어서는 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사)는 국민연금에게 위임된 정부 권한을 “행사함에 있어” 유지되거나 채택되었어야 하는 것입니다.
75. “문제되는 행위”가 “정부적” 성격을 지녀야 한다는 한국의 이해는 협정상대 당사국인 미국의 이해와 일치합니다. 비분쟁당사국 제출서면에서 미국은 “비정부기구의 행위가 일방 당사자에 귀속되기 위해서는 [...] 해당 행위가 실질상 정부적이어야 한다”고 설명하고 있습니다.²⁰⁷

²⁰⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 335 항.

²⁰⁵ 비엔나 협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 31 조 제 1 항.

²⁰⁶ 협약, **C-1**, 제 11.1 조 제 3 항 제나호.

²⁰⁷ 미국 비분쟁당사국 제출서면, 2020. 2. 7., 제 4 항 (강조 추가).

b. **국민연금의 문제되는 행위는 정부적이지 않으며 따라서 한국에 귀속될 수 없습니다**

76. 제 11.1 조 제 3 항 제나호의 해석론에 대한 그 (잘못된) 견해로 인해, 청구인은 재반박서면에서 협정 및 국제법에 따른 국민연금의 위임된 권한의 행사를 별도로 다루고 있습니다.
77. 우선 청구인은 보건복지부가 기금을 운용하고 관리할 권한을 국민연금에게 위임하였다는 이유만으로 협정상 요건이 충족된다고 주장합니다.²⁰⁸ 청구인에 따르면 “위임”만이 협정상 요건이기 때문에 국민연금이 무엇을 하든 제 11.1 조 제 3 항 제나호가 충족된다는 것입니다. 이미 지적한 바와 같이, 협정은 문제되는 행위가 위임된 정부 권한의 행사로서 이루어질 것을 요건으로 하기 때문에, 이는 부당한 주장입니다. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 투자 기금을 운용하고 관리하는 것은 정부 권한에 해당하지 않습니다.
78. 다음으로 청구인은 어찌 되었든 국민연금이 ILC 규정 제 5 조의 의미상 위임된 정부 권한을 구체적으로 행사하였다고 주장합니다.²⁰⁹ 하지만 청구인은 이번에도 해당 행위의 성질보다는 “위임”의 쟁점에만 매몰되어 있습니다. 청구인은, 파키스탄 정부가 국도청에 정부 권한을 위임하였다는 사실은 ILC 규정 제 5 조를 충족하지 못한다는 *Bayindir* 사건 중재판정부의 판정에서 볼 수 있듯이, 위임만으로는 ILC 규정 제 5 조를 충족하기에 부족하다는 국제법상 판단기준을 무시합니다.²¹⁰ 청구인은 또한 이집트 수에즈운하국 (이하 “SCA”)의 행위는 정부 권한의 일부가

²⁰⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 337 항.

²⁰⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 339-347 항.

²¹⁰ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 121-122 항.

운하국에 위임되었음에도 ILC 규정 제 5 조의 적용범위에 포함되지 못한다는 *Jan de Nul* 사건 중재판정부의 판정도 무시합니다.²¹¹

79. 이들 사건에서 제시된 원칙은 이후에도 일관적으로 준수되어 왔으며, ILC 규정 제 5 조의 법리를 정확히 반영합니다. 예를 들어 올해 초 *Staur Eiendom v Latvia* 사건의 중재판정부는 아래와 같이 판정하였습니다:

이를 언급한 후, *SJSC Airport* 가 라트비아법에 따라 정부 권한의 요소를 행사할 권한을 부여받았다 하더라도, 중재판정부는 본 중재의 핵심인 *SJSC Airport* 의 행위가 정부 권한의 행사를 의미한다고 합리적으로 볼 수 없다고 본다. 오히려, *Almås v. Poland*, *Jan de Nul v. Egypt*, *Hamester v. Ghana* 및 기타 피청구국이 언급한 사건들에서처럼, 본 분쟁이 관련된 *SJSC Airport* 의 행위는 근본적으로 상업적 성질의 것, 즉 라트비아 사법을 준거법으로 하고 상업적 조건에 의거하여 부동산 개발을 목적으로 체결된 계약에 따라 부동산 개발과 관련하여 사적 투자자와의 관계를 관리하는 것과 관련된다. 피청구국이 정확히 주장하는 바와 같이 일반적인 계약상의 행위만으로는 정부 권한의 행사라고 일반적으로 간주되지 않는다.²¹²

80. 한국이 설명한 바와 같이 본건에서 국민연금의 삼성물산 및 제일모직 주주로서의 본건 합병 관련 의결권 행사는 일반적인 계약상의 행위와 유사한 상업적 행위였으며, 정부 권한의 행사가 아니었습니다.²¹³ 청구인은 이에 대해 기타 어떠한 주주에 있어서도 상업적 행위에 해당하는 주주의 의결권 행사가 국민연금의 경우에는 정부 행위라고

²¹¹ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 171 항.

²¹² *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v Republic of Latvia* (ICSID Case No. ARB/16/38), 판정, 2020. 2. 28., **CLA-165**, 제 343 항 (강조 추가). 청구인은 해당 국영기업의 행위는 오로지 해당 기업의 설립법률이 그 기업에게 해당 행위를 수행할 권한을 명시적으로 부여하지 않았기 때문에 국가에 귀속될 수 없는 것으로 판단된 것이라고 주장합니다. 그러나 본항에서 지적하듯이, *Staur Eiendom* 사건 중재판정부는 더 나아가 해당 법인 정부 권한을 행사할 권한을 부여받았더라도, 문제 되는 구체적인 행위가 정부적이어야 한다고 판단하였습니다.

²¹³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 293 항.

반박하고 있을 뿐입니다.²¹⁴ 이 주장은 위에 논의된 판례가 명확히 보여주듯 어떠한 행위가 상업적인지 정부적인지 여부는 해당 행위의 성질에 달린 것이지 해당 행위를 한 당사자에 달린 것이 아니라는 점에서 터무니없습니다. 청구인이 제안하는 판단기준은 이러한 분석의 의미를 완전히 몰각시킬 것입니다. *Jan de Nul* 사건 중재판정부가 잘 표현하였듯이, 적합한 판단기준은 “어떠한 사적 계약의 상대방이 유사한 방식으로 행위할 수 있었을 것인지”여부이고, 만약 그렇다면 해당 행위는 정부적이 아닌 것입니다.²¹⁵ 청구인도 주주 의결권 행사가 상업적 행위임을 인정하는 이상, 의결권을 행사하는 주주가 국민연금이라고 하여 해당 행위가 정부 행위가 될 수는 없습니다.

81. 청구인은 문제되는 행위인 주주 의결권 행사로부터 국민연금의 일반적인 헌법상 임무와 그 활동에 대한 규제로 관심을 돌림으로써 이 피할 수 없는 결론으로부터 벗어나려고 시도합니다. 청구인은 (a) 국민연금이 한국을 위해 그리고 한국 시민들에게 복지를 제공하라는 구체적인 헌법상 임무에 따라 권한을 행사하였고²¹⁶ (b) 국민연금의 행위는 구체적인 법령에 의해 긴밀히 규제되며²¹⁷ (c) 국민연금은 그 의결권을 행사함에 있어서 공익상의 원칙을 고려해야 하고²¹⁸ (d) 공익을 고려하여 기금의 투자를 운용해야 하는 국민연금의 헌법상 임무는 기본적인 공공적 기능에 해당한다고 주장합니다.²¹⁹
82. 이러한 사실들이 상업적 행위를 정부 행위로 뒤바꿔놓을 수는 없습니다. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 국민연금이 본건 합병에 찬성

²¹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 342 항.

²¹⁵ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 170 항.

²¹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 339 항.

²¹⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 339 항.

²¹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 340 항.

²¹⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 342 항.

투표하는 것과 국민연금의 기금 관련 관리 업무 사이에는 명확한 구분이 존재합니다.²²⁰ 나아가, 동일한 종류의 주장들은 이미 어떠한 행위가 성질상 상업적인지 아니면 정부적인지 여부를 판단하는 기준을 제시한 위 사건들에서 배척된 바 있습니다.

- (a) 따라서, 예를 들어 **Bayindir** 사건에서 중재판정부는 NHA 가 “국도, 전략 도로 및 기타 자신에게 위임된 도로 및 교량에 대한 통행료를 부과하거나 징수하거나 징수되도록 하고”, “미승인 점유자를 쫓아내고” “토지와 부지를 조사하기 위해 이에 ‘진입할’ 수 있는 광범위한 권한을 포함하여 “정부 권한의 요소를 행사할 일반적인 권한을 부여받았다”라고 판단하였습니다.²²¹ NHA 가 “파키스탄 국도 및 전략 도로의 계획, 개발, 운영 및 관리를 책임지기 위해” 공익의 목적상 설립되었다는 사실에도 불구하고,²²² “이러한 일반적 권한의 존재가 그 자체로 제 5 조에 따른 청구를 정당화하기에는 부족하다”라고 판시하였습니다.²²³
- (b) 유사하게, *Jan de Nul* 사건의 중재판정부는 SCA 가 특정 법령에 따라 이집트를 위해 “운하 내의 운항과 관련된 명령을 발급”하고 “운하에서의 운항과 통과에 대한 요금을 부과하고 징수”할 권한을 부여 받았으며 그러한 계약상 의무는 “공공조달법의 규율을 받는다”라고 인정하였습니다.²²⁴ 하지만 이러한 요소는 “청구인,

²²⁰ 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 13., **RER-4**, 제 48-50 항.

²²¹ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 121 항.

²²² *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 9 항.

²²³ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 122 항.

²²⁴ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 166, 170 항.

그리고 특히 문제 되는 작위 및 부작위와 SCA의 관계 내에서 정부 권한이 행사되었음이 인정”되기에는 부족하였습니다.²²⁵

(c) 마지막으로, *Staur v Latvia* 사건 중재판정부는 SJSC Airport가 정부 권한을 위임받지 못하였다고 판단하긴 하였으나, 설령 청구인이 주장한 바와 같이 SJSC Airport가 공익을 위해 행위하고 그러한 권한의 행사에 대해 공적으로 책임질 것을 요구하는 정부 권한을 부여 받았다 하더라도,²²⁶ 결국 중요한 것은 “본 중재의 쟁점인 SJSC Airport의 행위를 “본질적으로 상행위적 성질”을 지닌 것이 아닌, 정부 권한의 행사를 의미한다고 합리적으로 볼 수 있는지 여부”라고 판단하였습니다.²²⁷

83. 결국, 국민연금에 대한 규제와 국민연금이 고려해야 하는 공익의 역할은 국민연금을 ILC 규정 제 5 조의 검토 범위 내로 가져오는 것에 지나지 않습니다. 즉, 이러한 요소들은 국민연금이 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호에 관한 ILC 규정 제 5 조의 지침이 적용될 수 있는 법인임을 의미합니다.²²⁸ 그 다음 단계는 문제되는 구체적인 행위가 정부적인지 상업적인지 여부를 판단하는 것입니다.²²⁹ 본건에서 문제되는 행위는 상업적인 성질을 가지며, 이로써 이에 대한 분석은 ILC 규정 제 5 조에 따라

²²⁵ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 170 항.

²²⁶ *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v Republic of Latvia* (ICSID Case No. ARB/16/38), 판정, 2020. 2. 28., **CLA-165**, 제 340 항.

²²⁷ *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v Republic of Latvia* (ICSID Case No. ARB/16/38), 판정, 2020. 2. 28., **CLA-165**, 제 343 항.

²²⁸ *See Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 165 항 (“어떠한 단체가 이 규정의 적용범위에 속하는지 여부를 판단하기 위한 기준은 정부 권한의 행사로 제한된다.”).

²²⁹ *See Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 167 항 (“정부 권한의 일부 요소를 행사하는 독립법인의 행위가 정부에 귀속되기 위해서는 해당 행위가 해당 정부 권한의 행사에 해당함을 보여야 함은 널리 알려진 바와 같다.”).

추가적으로 해석되는 협정 제 11.1 조 제 3 항 제나호는 적용되지 않는다는 결론으로 종결되는 것입니다.

84. 한국은 마지막으로 두가지를 지적하고자 합니다.

(a) 우선, 청구인이 인용하는 *Gavrilovic v Croatia* 사건은²³⁰ 본건과 관련성이 떨어집니다. 청구인이 지적하는 바와 같이 해당 사건의 크로아티아 펀드 (Croatian Fund)는 크로아티아 정부를 위해 민영화 프로그램을 실시할 권한을 법적으로 부여받았습니다.²³¹ 본건에서 국민연금은 정부를 위해서가 아닌, 상장회사 주주로서의 지위에서 의결권을 행사한 것입니다. 중요한 것은, 청구인도 인정하는 바와 같이, 민영화 프로그램의 실시가 정부 행위라고 판단되었다는 것입니다.²³² 청구인도 인정하듯이, 상장회사에 대한 의결권을 행사하는 것은 정부 행위가 아닙니다.²³³

(b) 둘째, 청구인의 미국 비분쟁당사국 제출서면 인용은 오해의 소지가 있습니다. 청구인은 미국의 견해를 “비정부기구는 당사국이 주권국으로서 위임한 정부 권한을 다양한 환경에서 행사할 수 있으며, “상업적 거래”를 승인하는 행위도 여기에 포함된다”라고 바꾸어 썼습니다.²³⁴ 청구인은 미국의 위 진술의 의미를 곡해하는 과정에서 두가지 중요한 사실을 간과하였습니다.

(i) 본건에서 문제되는 의결권 행사와 같은 “상업적 행위” 그 자체와, 일반적으로 정부 규제를 통해 이루어지는 “상업적

²³⁰ *Georg Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v Republic of Croatia* (ICSID Case No. ARB/12/39), 판정, 2018. 7. 26., **CLA-120**; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 344(b) 항.

²³¹ *Georg Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v Republic of Croatia* (ICSID Case No. ARB/12/39), 판정, 2018. 7. 26., **CLA-120**, 제 809 항.

²³² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 344(b) (“연금지급, 통화안정 또는 은행감독에 있어 민영화는 국가가 자신이 설립하고 권한을 위임한 실체들을 통하는 등의 방식으로 국가 자신에게 유보하는 전형적인 정부기능에 해당합니다.”).

²³³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 342 항.

²³⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 343 항.

거래[의] 승인” 사이에는 차이가 있습니다. *United Parcel Service* 에서 제출한 두번째 서면에서 미국이 설명하였듯이:

유사하게, 상업적 거래를 승인하거나 수수료 기타 요금을 부과하는 행위는 계약 체결 및 가격 설정과 같이 사기업이 일상적으로 수행하는 행위를 일컫는 것이 아니다. 오히려 이는, 제안된 합병의 적법성에 대한 판단, 공공요금의 규제, 수입 쿼터의 설정이나 수입품에 대한 관세 기타 수수료를 부과하는 것과 같이 정부 단체가 비정부 단체의 행위를 규제하기 위해 일상적으로 수행하는 행위에 대한 언급이다.²³⁵

- (ii) 청구인이 누락한 미국 비분쟁당사국 제출서면의 기타 사례들(몰수, 라이선스 수여, 쿼터, 수수료 기타 요금의 부과 권한)이야말로 “정부” 권한의 진정한 성질을 보여줍니다.²³⁶

85. 다시 한번, 상장회사에서의 주주 의결권 행사는 그러한 권한에 해당하지 않습니다.

3. 국민연금의 행위는 ILC 규정 제8조에 따라 한국에 귀속되지 않습니다

a. 협정은 특별법으로서 ILC 규정 제8조의 적용을 배제합니다

86. 청구인은 협정이 ILC 규정 제8조의 적용을 배제하지 않는다고 거듭 주장하고 있습니다.²³⁷ 이를 위해, 청구인은 *Al Tamimi* 중재판정부의 판정이 “법률상 잘못”되었고 “방론에 불과”하다고 주장하면서 *Al Tamimi*

²³⁵ Second U.S. 1128 Submission in *United Parcel Service of America Inc v Government of Canada* (ICSID Case No. UNCT/02/1) 사건에서의 제 2 차 미국측 1128 제출서면, 2002. 5. 13., **RLA-123**, 각주 5, 제 4 면 (강조 추가).

²³⁶ 미국 비분쟁당사국 제출서면, 2020. 2. 7., 제 5 항.

²³⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제301 항.

v Oman 사건의 결정문에 판시된 국제법을 무시할 것을 본 중재판정부에 촉구하고 있습니다.²³⁸

87. *Al Tamimi* 중재판정부는 협정에 따른 국가의 책임을 특정 범위의 국가 행위로 제한하는 명시적인 협정 문언이 ILC 규정 제8조의 적용을 배제하였다고 판단하였습니다.²³⁹ 이는 ILC 규정 제8조의 문맥상 특별법 우선 원칙의 이슈와 관련하여 정곡을 찌르고 있으며 이 사건에서도 설득력있는 것으로 간주되어야 합니다.

88. 또한, 청구인은 “행위귀속에 관한 일반국제법과 협정 사이에는 어떠한 모순도 없으며, 협정에는 일반법을 배제한다는 확실한 의도도 존재하지 않”는다고 주장하고 있습니다.²⁴⁰ 청구인은 *CMS v Argentina* 사건을 인용하여 “협정 조항이 침묵한다고 하여 이를 국제관습법을 배제하는 것으로 해석하지 말아야 한다”고 주장하면서, 오히려 일반 규정이 배제되려면 “조약이 [...] 그러한 점을 명시적으로 규정하고 있거나 또는 그러한 해석의 필요성을 암시하고 있는 경우여야 한다”고 주장하고 있습니다.²⁴¹ 청구인은 또 “미국 측 의견서 역시 협정이 “국제관습법상 귀속의 원칙에 부합하게” 해석되어야 한다는 점을 언급하였”다고 주장하면서,²⁴² 미국이 ILC 규정 제8조의 적용가능성에 대한 청구인의 입장에 동조하고 있음을 시사하고 있습니다.

89. 청구인의 주장은 모든 논점에서 잘못된 것입니다.

(a) 첫째, 청구인의 미국측 제출서면에 대한 언급은 또 다시 오해의 소지를 불러일으킵니다. 미국측 제출서면은 협정 제 11.1 조 제 3 항

²³⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제309항.

²³⁹ *Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman* (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제322항.

²⁴⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제306항.

²⁴¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제305항.

²⁴² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제302항.

제가호의 맥락과 “정부와 당국”이라는 용어의 의미에 따라 작성되었습니다. 이러한 맥락에서, 미국은 “‘정부와 당국’이라는 용어는 한 당사국의 기관을 의미하며, 이는 국제관습법에 따른 귀속 원칙에 부합한다”고 설명하였습니다.²⁴³ 청구인이 주장하는 바와 달리, 미국은 ILC 규정 제 8 조가 협정에 적용된다고 주장하지 않습니다.

(b) 둘째, *CMS v Argentina* 사건은 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다. *CMS* 사건에서 중재판정부는 협정에서 구체적으로 “경제적 긴급상황”을 언급하지 않은 상황 (더 일반적인 용어인 “본질적 안보 이익”을 언급하기는 하였으나)에서, “경제적 긴급상황”을 협정의 “긴급조항”에 포함할 수 있는가를 검토하였습니다.²⁴⁴ 이러한 맥락에서만, 중재판정부는 “국제관습법 또는 협정의 목적 맥락에서 단독으로 주요한 경제 위기를 배제할 수 있는 것은 아무 것도 없었다”라고 판시했습니다.²⁴⁵ 중재판정부는 어디에서도 청구인의 주장처럼 협정이 “침묵한다고 하여” 국제관습법의 적용을 배제할 수 없다고 판시한 바가 없습니다.

(c) 셋째, 협정이 침묵하고 있다는 청구인의 주장은 부당합니다. 반대로, 협정 제 11.1 조 제 3 항은 협정에 따라 적용되는 행위귀속에 관한 원칙에 대해 명시적으로 상세히 규정하고 있습니다. 여기서 동 조항은 ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조를 반영하는 구체적 규정을

²⁴³ 미국 비분쟁당사국 제출서면, 2020. 2. 7., 제3항.

²⁴⁴ *CMS Gas Transmission Company v Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/01/8), 판정, 2005. 5. 12., **CLA-102**, 제359항-360항. 미합중국-아르헨티나 공화국간 양자간 투자협정(Treaty between United States of America and The Argentine Republic Concerning the Reciprocal Encouragement and Protection of Investment), 1991. 11. 14., **RLA-120**, 제XI조 (“본 협정은 어느 한 쪽 당사국이 공공질서의 유지, 국제평화 또는 안보의 유지 또는 회복과 관련된 의무의 이행, 또는 자국의 본질적인 안보이익 보호에 필요한 조치를 적용하는 것을 배제하지 않는다.”) 참조.

²⁴⁵ *CMS Gas Transmission Company v Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/01/8), 판정, 2005. 5. 12., **CLA-102**, 제359항.

포함하지만, ILC 규정 제 8 조를 반영하는 규정은 포함하지 않습니다. 청구인의 주장은 협정에 *어떠한* 행위귀속에 관한 원칙도 담겨 있지 않은 경우에는 적용될 수 있지만 이 경우는 그렇지 않습니다.

- (d) *넷째*, 청구인의 주장이 받아들여질 경우, 본 중재판정부는 당사자들이 특정 조항을 명시적으로 배제하는 경우에만 ILC 규정의 적용을 배제할 수 있다는 극단적인 입장을 채택해야 할 것입니다. 이는 ILC 규정 제 55 조에 반하며, 동 조항에 대한 해설서에서는 한 규정이 다른 규정을 배제한다는 “확실한 의도”가 있을 때 특별법 우선의 원칙이 적용된다고 서술하고 있습니다.²⁴⁶ 특히, ILC 규정 제 55 조에 대한 해설서는 “명시적” 문언을 요구하지 않습니다. 청구인은 마지못해 이를 인정한 결과, “그 적용을 배제할 것을 요하는 어떠한 암시”가 있을 경우에는 일반 규정이 배제될 수도 있다고 주장함으로써 그 극단적인 입장을 희석시키고 있습니다.²⁴⁷

90. 따라서, 협정에 *특별법 우선의 원칙*이 포함되어 있는지 여부를 결정하는데 있어 중요한 문제는 협정에 “확실한 의도”가 있는가 하는 것입니다.²⁴⁸ 한국이 이미 지적한 바와 같이, 협정 당사국들이 제11.1조 제3항 제가호 및 제11.1조 제3항 제나호를 포함시킴으로써 주로 ILC 규정 제4조 및 제5조를 반영하는 행위귀속에 관한 구체적 원칙을 채택했다는 점에서 협정 당사국들의 의도는 분명합니다. 반면, 당사국들은 ILC 규정 제8조를 반영하는 조항은 포함시키지 않았습니다.

²⁴⁶ ILC 규정(주석 포함) (2001), **CLA-38**, 제55조 제4항에 관한 주석, 제140면

²⁴⁷ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제305항.

²⁴⁸ ILC 규정(주석 포함) (2001), **CLA-38**, 제55조 제4항에 관한 해설서, 제140면.

91. 이는 청구인이 주장하는 바와 같이 “중첩적 규정” 또는 “덜 구체적인 조항”을 배제하는 문제가 아닙니다.²⁴⁹ 또한, 이는 청구인이 의문스럽게도 한국의 입장이라고 주장하는 것과 같이 “협정이 명시적으로 일반법을 승인하지 않는 한 일반국제법/국제관습법 일체를 배제하는 것으로 해석”되는지에 대한 문제가 아닙니다.²⁵⁰ 이는 협정이 그에 따른 의무가 촉발되는 경계를 구체적으로 정하는 과정에서, 협정으로부터 제외된 어떠한 추가적 근거가 인정될 여지가 없도록 이를 의도적으로 배제하였다는 점에 대한 것입니다.
92. 마지막으로, 청구인의 의견과 달리, 본 중재판정부가 “이 협정과 적용가능한 국제법 규칙에 따라” 분쟁을 판단해야 한다는 일반규칙인 협정 제11.22조와 협정에서 ILC 규정 제8조의 적용이 배제된다는 한국의 입장 사이에는 모순이 없습니다.²⁵¹ 협정 제11.1조 제3항에 관한 국제법상 원칙은 ILC 규정 제4조 및 제5조로, 이들 조항은 당사국들이 이 협정에 포함시키기로 선택한 행위귀속에 관한 구체적 원칙과 그 내용이 일치합니다. ILC 규정 제8조는 이 사건에 적용될 수 없습니다.

b. ILC 규정 제8조가 적용된다 해도, 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사는 한국의 지시나 통제에 따른 것이 아니었습니다

93. 설사 협정에 따라 이 사건에 ILC 규정 제8조를 적용할 수 있다는 청구인의 주장이 옳다고 하더라도, 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사는 ILC 규정 제8조에 따라 한국에 귀속될 수 없습니다.

²⁴⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제301항.

²⁵⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제302항.

²⁵¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제309항.

i. 문제된 특정 행위에 대한 “실효적 통제”야말로 이 사건에 적절한 판단기준입니다

94. 당사자들은 “실효적 통제”라는 판단기준이 ILC 규정 제8조에 따른 귀속을 판단하는데 적용된다는 데 동의하고 있습니다.²⁵² 또한, 한국은 ILC 규정 제8조가 해당 실체에 대한 국가의 일반적인 통제와, 문제된 특정 행위에 대한 국가의 구체적인 통제 모두를 요구하고 있다고 설명하였습니다.²⁵³ 청구인은 투자 중재 선례에서 확립되어 있고 일상적으로 적용되는 이 판단기준이 “비현실적”이며 “법을 반영하고 있지 않다”고 주장합니다.²⁵⁴
95. 청구인은 먼저 적절한 판단기준은 “구체적 사실에 기반”해야 하며,²⁵⁵ “사건의 상세한 정황과 국가와 이로부터 지시 또는 통제를 받는 개인 (들) 사이의 관계”에 관한 검토가 필수적이라고 주장하고 있습니다.²⁵⁶ 나아가 청구인은 *Bayindir v Pakistan* 사건을 인용하면서, “국제경제법” 맥락에서의 판단에 필요한 통제 수준이 “외국의 무력 개입이나 국제형사책임 등” 이와 다른 사실적 배경에서 요구되는 통제의 수준과 다를 수 있다고 주장하고 있습니다.²⁵⁷ 그 주장의 요지가 명확하지는 아니하나, 청구인은 국제경제법 맥락에서는 보다 관대한 “실효적 통제”의 판단기준을 적용할 것을 주장하는 것으로 보입니다. ILC 규정 제8조에 따른 귀속이 관련 기업이나 개인에 대한 국가의 “일반적 통제”를 입증하는 것만을 요구하고 문제된 특정 행위에 대한 “구체적인 통제”의 입증은 요구하지 않는다고 청구인이 주장하는 것이라면, 이는 법률상 잘못된 주장입니다.

²⁵² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제350항.

²⁵³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제307항.

²⁵⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제352항.

²⁵⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제353항.

²⁵⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제353항.

²⁵⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제354항.

96. 이와 관련하여 ILC 규정 제8조에 관한 법리는 잘 정립되어 있습니다. *Jan de Nul* 사건의 중재판정부는 (투자중재사건의 맥락에서) “실효적 통제” 판단기준의 경우 “개인 또는 실체에 대한 국가의 일반적 통제와 그 귀속 여부가 문제되는 *행위에 대한 국가의 구체적인 통제 둘 다*”를 요구한다고 판시하였습니다.²⁵⁸ 이러한 입장은 *Hamester v Ghana* 사건,²⁵⁹ *Marfin v Cyprus* 사건,²⁶⁰ *Gavrilovic v Croatia* 사건²⁶¹ 및 *White Industries v India* 사건²⁶² 등 다른 많은 투자중재 판정부도 채택한 바 있습니다.
97. 한국이 다음 (ii)에서 설명하듯, 청구인은 한국이 본건 합병 안전에 찬성 의결하도록 (그 고유의 분명한 결정권을 가진 기관인) 국민연금 투자위원회에 “구체적인 지시”를 내렸다는 사실을 입증하지 못했습니다. 청구인의 증거는 본건 합병과 관련하여 국민연금의 의결권 행사를 승인할 권한을 가진 국민연금 투자위원회 위원 11명에 대한 지시의 존재를 입증하지 못합니다.²⁶³

²⁵⁸ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제173항 (강조추가).

²⁵⁹ *Gustav F W Hamester v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제179항 (“ICJ의 선례는 민간 법인의 행위를 국가에 귀속시키기 위한 매우 엄격한 기준을 설정하는데, 이는 해당 법인에 대한 국가의 일반적 통제와 문제된 특정 행위에 대한 국가의 구체적인 통제를 모두 요구하기 때문이다. 이를 ‘실효적 통제’ 판단기준이라 한다.”)

²⁶⁰ *Marfin Investment Group v The Republic of Cyprus* (ICSID Case No. ARB/13/27), 판정, 2018. 7. 27., **RLA-134**, 제674항 (“중재판정부는 ILC 규정 제8조에 따른 귀속 목적상 ‘법인에 대한 국가의 일반적 통제와 문제된 특정 행위에 대한 국가의 구체적인 통제 모두’를 요하는 ‘매우 엄격한 기준’이 충족되어야 한다는 점에서 *Hamester v. Ghana* 중재판정부와 의견이 일치한다.”). 또한 중재판정부는 “중재 선례는 ICJ가 정한 기준을 일관되게 고수해왔으며 이러한 구속력있는 선례로부터 벗어날 이유가 없다”고 지적했습니다. 상동, 제675항.

²⁶¹ *Georg Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v Republic of Croatia* (ICSID Case No. ARB/12/39), 판정, 2018. 7. 26., **CLA-120**, 제828항 (“실효적 통제” 판단기준이 국제 선례에서 나왔는데, 이는 개인 또는 법인에 대한 국가의 일반적 통제와 문제된 귀속행위에 대한 국가의 구체적인 통제를 모두 요한다.”).

²⁶² *White Industries v India* (UNCITRAL), 최종 판정, 2011. 11. 30., **CLA-58**, 제8.1.16항, 제8.1.17항.

²⁶³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제311항.

98. 또한, 청구인은 ILC 규정 제8조가 “구속력 있는” 국가의 지시를 요구한다는 점에 있어서도 동의하지 않습니다.²⁶⁴ 한국이 반박서면에서 지적하였듯이, ILC 규정 제8조에 따른 판단기준은 까다로우며,²⁶⁵ 이 판단기준은 직접적으로 구속력 있는 지시의 존재를 요구합니다.²⁶⁶ 그렇지 않을 경우, 지시를 받는 사람이 반드시 복종해야 할 의무가 있는지 아니면 자신의 의지에 따라 자유롭게 행동할 수 있는지 (또한 그렇게 하였는지) 여부에 관계없이, 모든 지시로 인해 비국가적 행위가 ILC 규정 제8조에 따라 국가에 귀속되는 결과가 발생합니다. 그것은 ILC 규정 제8조의 의도나 효과가 아닙니다. 오히려, ILC 규정 제8조에 따른 귀속이 인정되려면, 비국가적 행위의 행위자는 자신의 의지에 근거하지 않고 국가의 “지시 또는 지휘와 통제에 따라” 문제가 된 행위를 수행했어야 합니다.²⁶⁷

²⁶⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제352항. 반박서면에서 한국은 지시가 구속력이 있어야 한다고 주장해온 세계적 학자들과 중재판정부들을 인용했습니다. *EDF v Romania* 사건에서, 중재판정부는 지시가 법적 구속력이 있어야 한다는 피청구국의 주장을 다루면서, 해당 법인에 대한 피청구국의 지시가 사실상 법적, 사실적으로 모두 구속력이 있었다고 판시하였습니다. *EDF (Services) Limited v Romania* (ICSID Case No. ARB/05/13), 판정, 2009. 10.8., **CLA-30**, 제203항-205항. 또한, Kovács는 투자 중재 선례를 분석한 후, ILC 규정 제8조에 구체화된 관련 판단기준이 비국가 행위자에 대한 국가의 구속력있는 명시적 지시와 비국가 행위자의 행위에 대한 실효적 통제권의 행사라는 두 가지 국가 개입 관련 시나리오에 적용된다고 결론을 내렸습니다. C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-84**, 제226면.

²⁶⁵ *Gustav F W Hamester v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제179항 참조.

²⁶⁶ C Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018), **RLA-84**, 제226면 (“투자 중재 선례는 국가 지시, 지도 또는 통제에 따라 실시된 행위의 귀속이 높은 기준을 수반하는 것임을 확인한다.”)

²⁶⁷ ILC 규정(주석 포함) (2001), **CLA-38**, 제8조에 관한 주석, 제47면.

ii. 한국은 국민연금 투자위원회의 결정에 대해 구체적인 지시 또는 지휘를 하지 않았으며, 달리 실효적 통제를 하지도 않았습니다

99. 이 사건에서, 청구인에게 심지어 가장 유리한 사실들도 국민연금이 자신의 의지에 근거하여 본건 합병에 찬성표를 던지기로 결정했음을 보여주고 있습니다.
100. 청구인은 국민연금이 취한 조치가 “국민연금이 본건 합병이 승인되도록 하라는 청와대와 보건복지부의 지시를 실현”하기 위한 것이라고 주장하고 있습니다.²⁶⁸ 그러한 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인은 “10 단계” 중 “1 단계 내지 3 단계”를 원용하고 있습니다 (다른 “단계”에서의 내용을 원용하기도 합니다).²⁶⁹
101. 한국은 아래 제III장 제A절 제2관에서 이러한 단계와 관련하여 청구인이 제시한 “사실”의 여러가지 오류를 구체적으로 설명합니다. 여기에서 그 핵심 주장을 요약하도록 하겠습니다.
- (a) “1 단계”에서 제시된 증거는 청구인의 주장대로 청와대가 본건 합병에 대한 표결 결과에 영향력을 행사할 계획을 세웠다는 사실을 입증하지 못합니다.
- (i) 해당 문건에는 삼성 그룹 경영권 승계가 한국 경제에 큰 영향을 미칠 수 있기 때문에 청와대가 [REDACTED] 회장의 삼성 그룹 경영권이 안정적으로 승계될 수 있을지에 대해 우려를 갖고 있었다는 사실만이 나타나 있습니다.²⁷⁰

²⁶⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제355항.

²⁶⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 각주 1093.

²⁷⁰ [REDACTED] 자필 메모, C-585 (“삼성의 현안은 곧 우리 경제의 고민거리”; “삼성 의존도 절대적 수준”; “매출 GDP 1/4; 수출 1/4; 고용 채용증가 인원의 36.7%; 시총 50%선”; “기업소득 환류정책 등 새 경제정책의 가시적 성과도 삼성에 상당부분 의존.”).

(ii) 해당 문건에는 청구인이 잘못 주장하는 것처럼 청와대가 국민연금을 본건 합병에 개입하기 위한 수단으로 여겼다는 내용이 나와 있지 않습니다. 해당 문건은 청와대가 [REDACTED]의 삼성 그룹 경영권 승계와 관련하여 국민연금의 투자를 일반적인 관점에서 살폈다는 내용을 보여줄 뿐입니다. 실제로, 청구인이 인용한 문건은 작성자가 본건 합병에 대해 알지 못한 상태에서 작성한 서류였습니다.²⁷¹

(iii) 대통령의 수하 참모들이 “이러한 대통령의 지시를 본건 합병을 반드시 성사시키라는 것으로 잘 이해하고 이행했다”는 청구인의 주장을 뒷받침할 만한 증거가 없습니다.²⁷²

결과적으로, 청구인이 “모니터링”이라고 주장하는 행위와 관련된 어떤 사항도 본건 합병과 관련하여 국민연금에 대한 지시가 있었음을 보여주고 있지 않습니다. 실제로, [REDACTED] 전 대통령이 누구에게도 이런 지시를 했다는 증거도 없습니다. 당연히 청구인의 “1 단계”는 ILC 규정 제8조에 대한 분석과 무관합니다.

(b) 보건복지부가 국민연금에게 본건 합병을 승인하고 전문위원회를 우회할 것을 지시했다는 청구인의 “2 단계” 및 “3 단계” 주장을 뒷받침하는 증거도 없습니다.

(i) 관련 증거는 “연금 관련 업무를 총괄하는” [REDACTED] 청와대 행정관이 보건복지부에 국민연금의 본건 합병 처리 진행

²⁷¹ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 7. 25., R-296, 제31면 (“문: 귀하가 이 노트 [메모]들을 작성했었을 당시, 또는 국민연금의 의결권 행사에 관한 자료를 받았을 당시, 삼성물산과 제일모직의 합병에 관한 계획에 대해 들어본 적이 있었나요? 답: 아니오.” [REDACTED] 검찰진술조서, 2017. 7. 17., C-522, 제12면 (“당시는 이번에 문제된 삼성물산과 제일모직의 합병이 논의되었던 시점은 아닌 것으로 기억합니다.”).

²⁷² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제355(c)항.

상황에 대한 업데이트를 요청하고 이를 제공 받았다는 사실을 뒷받침할 뿐입니다.²⁷³ 청구인이 인용한 어떤 증거도 보건복지부의 개입 결과 국민연금이 본건 합병에 대한 찬성 표결을 했다는 사실을 입증하지 못합니다.

(ii) 한국이 반박서면에서 밝혔듯이,²⁷⁴ 청구인은 당시에도 그리고 현재까지도 11명의 국민연금 투자위원회 위원들에게 합병에 찬성 표결해야 한다는 보건복지부 (또는 다른 누구라도)의 지시가 있었다는 어떠한 증거도 제시하지 않습니다. 증거에 따르면 위 위원들이 자발적으로 표결했음만이 입증될 뿐입니다.²⁷⁵

(iii) 보건복지부 ██████ 국장이 국민연금 ██████ 본부장에게 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병 관련 의결권 행사에 관한 판단을 하도록 지시한 사실은 증거에 나타나 있지 않습니다.²⁷⁶ 이는 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성하는 결정을 해야 한다는 지시를 받았다는 사실을

²⁷³ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제105(e)항 참조. SK 합병 때도 그랬듯이 청와대에 보고하는 것은 일상적이고 때로는 의무적인 일이었습니다. ██████ 증인신문조서 (██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., C-514, 제23면 (██████은 ██████ 보건복지부 사무관이 SK 합병 관련 자료를 자신에게 보낸 것은 기사화될 가능성이 있다고 판단하였기 때문이며, 언론 보도 등이 예상되는 사안에 관하여 관계부처가 청와대에 상황보고를 하는 것은 일상적이고, 어찌보면 당연히 해야 하는 일이라고 확인하였습니다.) 참조. ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 20., C-495, 제41면 (“당시 워낙 관심있는 사항이었다고 생각이 됩니다. 그래서 당연히 누군가가 물어보면 상황 파악 정도는 하고 있어야 되기 때문에 자료를 요청했던 것 같습니다.”); ██████ 증인신문조서 (██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., C-514, 제2-3면 (문: 당시 ██████ 고용복지수석이 ██████ 선임행정관을 불러 ‘최근에 삼성물산하고 제일모직 합병 건이 매일 언론에 나오는데 아무런 보고가 없다. 한번 알아보고 보고해라’라는 취지로 지시를 한 사실이 있는가요? 답: 예. 언론에 나오고 있는 일반적인 상황 파악을 해보라는 내용이었습니다.”).

²⁷⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제428항.

²⁷⁵ 아래 제225항-227항, 제231항-233항, 제255항, 제오류! 참조 원본을 찾을 수 없습니다. 항-264항 참조.

²⁷⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제355 (j)항.

입증하지 못합니다. 오히려, 증거에 따르면 보건복지부의 지시는 “투자위원회가 먼저 판단을 하고, 투자위원회에서 결론이 나지 않으면 이를 의결권행사전문위원회에 올려야 한다”는 것이었음을 보여주고 있습니다.²⁷⁷ 즉, 청구인이 그 존재를 입증할 수 있는 유일한 지시는 국민연금이 자체 지침을 따르고 위원회가 자체적으로 결정하도록 하라는 것 뿐입니다.²⁷⁸

따라서, “2 단계” 및 “3 단계”도 본 중재판정부가 ILC 규정 제8조에 따라 국민연금의 본건 합병에 대한 표결을 한국에 귀속시킬 수 있는 증거를 제공하지 못합니다.

(c) 청구인은 “4 단계” 및 “5 단계”에서 다루고 있는 적정 합병비율 및 본건 합병을 통해 예상되는 시너지 효과 계산에 대한 조작이 ILC 규정 제 8 조에 따른 귀속을 뒷받침한다고 주장하고 있습니다. 간단히 말해서, 보건복지부가 이러한 계산을 조작하도록 국민연금에 지시한 어떤 증거도 없습니다.

(i) 청구인은 [redacted] 팀장이 이끄는 국민연금 리서치팀이 적정 합병비율 계산을 수정했는데, 이는 [redacted] 팀장이 두번에 걸친 회의에서 “본건 합병에 대한 찬성 표결을 확보하라”는 지시를 받았기 때문이라고 주장하고 있으나, 그 중 한 회의에는 [redacted] 팀장이 참석하지 않았으며, 증거에 따르면 나머지 다른 회의에서는 그러한 지시가 내려지지 않았습니니다.²⁷⁹

²⁷⁷ 예컨대, [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., C-524, 제19면; [redacted] 피고인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제113면; [redacted] 자필 회의메모, 2015. 6. 30., R-271, RESP025269 (“전문위원회에 올릴지 말지 먼저 결정하지 말아라”) 참조.

²⁷⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제433항. 아래 제184항 참조.

²⁷⁹ 아래 제216항 참조.

(ii) 따라서 4 단계” 및 “5 단계”도 마찬가지로 ILC 규정 제8조에 따른 귀속을 입증하지 못합니다.

(d) 마지막으로, 청구인은 본건 합병에 대한 실제 의결권 행사와 무관한 두 건의 추가 주장을 재반박서면에서 개진하고 있는 바, 이를 통해서도 ILC 규정 제 8 조에 따라 의결권 행사가 한국에 귀속된다는 사실을 입증할 수 없습니다.

(i) 첫째, 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 찬성하는 내용의 의결권을 행사한 후 ██████████ 본부장이 청와대 관계자와 논의하는 동안 계속하여 “대기”하고 있으라는 지시를 받았다고 주장하고 있습니다.²⁸⁰ 청와대 회의 결과에 대한 어떠한 “승인”을 내렸다는 증거는 없습니다.²⁸¹

(ii) 둘째, 청구인은 보건복지부가 전문위원회의 소집 계획을 방해하고, 소집이 이루어지자 전문위원회에 “본건 합병에 대한 의사 결정은 투자위원회가 한다는 투자위원회의 결정을 유지하도록” 압박한 점을 지적하고 있습니다.²⁸² 그러나, (a) 해당 전문위원회 회의가 국민연금 투자위원회의 결정이 내려진 날로부터 며칠 후에 개최되었고, 그에 따라 해당 결정을 변경할 수 없었으며, (b) 전문위원회 위원들은 전문위원회에서 국민연금 투자위원회의 결정을 재심의하거나 이를 번복시킬 수는 없다고 자체적으로 결론을 내렸고,²⁸³ (c) 전문위원회에 대한 부적절한 개입을

²⁸⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제355(m)항.

²⁸¹ 아래 제265항 참조.

²⁸² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제355(n)항.

²⁸³ ██████████ 검찰진술조서, 2016. 11. 28., C-459, 제12면 (“규정상 투자위원회의 결정 자체를 다시 심의하기는 어렵다는 결론을 내렸습니다.”); ██████████ 검찰진술조서, 2016. 11. 25., C-457, 제15면 (“저희가 투자위원회 결정을 뒤집을 수 있는 권한은 규정된 것이 없었기

입증할 증거가 없으며, 설사 부적절한 개입이 있었다 해도, 그 지시는 누가 의결권의 행사 방향을 결정할 지에 대한 것이었을 뿐 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향에 있어 실제 국민연금이 어떤 결정을 내려야 할지를 지시하는 것이 아니었고, (d) 전문위원회가 국민연금의 절차에 대한 불만을 표명한 보도자료를 발표하였다는 점 (그리고 전문위원회가 해당 보도자료에서 표명하고자 한 바를 표명하지 못하도록 보건복지부가 이를 막았음을 입증할 증거가 없음)²⁸⁴ 을 고려해 볼 때, 이것이 ILC 규정 제8조에 따른 귀속을 입증한다고 볼 수는 없습니다.

102. 결국, ILC 규정 제8조가 협정에 따라 적용될 수 있다고 하더라도, 청구인은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사가 ILC 규정 제8조에 따라 한국에 귀속될 수 있다는 점을 입증하지 못하고 있습니다.

C. 청구인의 삼성물산 주식은 적용대상투자에 해당하지 않습니다

103. 본 절에서 한국은 청구인이 투자를 유지할 의도가 전혀 없었으며, 따라서 협정상 보호의 대상이 되지 않는다는 점을 입증합니다. 설령 그렇지 않다고 하더라도, 청구인이 뒤늦게 제공한 정보에 따르면 주식의 절반 이상은 청구인 자신이 출자하여 취득한 것이 아니므로, 적어도 이들 주식은 협정상 보호의 대상에 해당하지 않습니다.

104. 한국은 우선 청구인이 지금에서야 인정하고 있듯이 한국이 협정을 위반하였다는 청구인의 주장과 스왑계약 간에 관련성이 없다는 것을 설명합니다(1). 그 다음, 청구인이 신속하게 회수할 수 있는 단기 투자만을 노렸으며 무엇보다도 자신이 보유하는 삼성물산 주식의 절반 이상에

때문에...”); ■■■■ 증인신문조서 (■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29., R-293, 제13면 (“투자위원회에서 결정한 것을 전문위원회가 명시적으로 그것을 뒤집을 수 있는 권한이 있느냐, 그 권한에 대한 지침이나 규정은 없는 것으로 파악되었습니다.”).

²⁸⁴ 아래 제266-270항 참조.

대하여 출자 요건을 충족하지 못하였기 때문에 이는 협정에 따른 적용대상투자가 아님을 입증합니다(2).

1. 청구인의 스왑계약은 협정상 적용대상투자가 아닙니다

105. 청구인은 자신의 재반박서면에서 “협정상 적용대상투자는 청구인의 2015년 7월 17일자 삼성물산 지분“이기 때문에 청구인의 스왑계약은 자신의 청구에 있어 중요하지 않다고 밝힌 바 있습니다.²⁸⁵ 청구인은 청구인의 수정 청구서면에 “투자”에 관하여 일관성 없이 단편적으로 제기된 주장을 해독하기 위해 한국이 상당한 시간 및 노력을 낭비하도록 한 후에야 그 재반박서면에서 뒤늦게 본 중재절차에서 청구인이 협정상 보호를 주장하는 유일한 투자는 2015년 7월 15일자로 청구인이 보유하고 있었던 삼성물산 주식이라는 단순하기 그지없는 사실을 밝혔습니다.
106. 즉, 청구인이 스왑계약에 대하여 언급하는 모든 내용은 청구인의 청구와는 무관합니다.
107. 따라서, 한국은 스왑계약의 기초자산이 한국 내 자산이라는 이유만으로 스왑계약이 한국에 대한 투자를 구성한다는 청구인의 계속되는 주장을 인정하지 않습니다.²⁸⁶ 투자자가 한국 내 주식의 실적에 관심을 기울인다는 이유만으로²⁸⁷ 한국 내 주식에 대한 소유권을 부여하지 않는 그 스왑계약이 한국 내 투자가 될 수는 없습니다. 청구인이 인용하는 선례도 이와 다른 사실을 보여주지는 않습니다.²⁸⁸ 한국 밖에서 이루어진 삼성물산 주식에 대한 투기는 한국 내의 투자가 아닙니다.

²⁸⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제199항. 제197항 (“사실, 대한민국에 대한 청구인의 투자는 단순 명료한 것이었습니다. 본 중재에서 이의 대상이 된 정부의 행위가 벌어진 때에 청구인은 한국 기업인 삼성물산의 주식을 소유하였습니다.”)도 참조.

²⁸⁶ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제258항 참조.

²⁸⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제250항.

²⁸⁸ *Fedax v Venezuela* 사건은 청구인이 인용 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제253항)하듯 베네수엘라가 수익자이고 자금이 베네수엘라의 처분에 맡겨졌기라는 이유로 문제된 약속어음이 투자로 인정된 사건으로, 이 사건에 적용하기에 적절하지 않습니다. *Fedax*

108. 따라서 이 쟁점은 아래 제2장 제D절 제1관에서 논의된 첫번째 항변의 절차 남용과 관련하여서만 본 중재에서 의미를 가지며, 이에 관한 한국의 입장은 반박서면에서 서술한 바와 동일합니다.²⁸⁹

2. 삼성물산에 대한 청구인의 주식보유는 협정상 보호 대상이 되지 않습니다

109. 본 중재에 있어 유일하게 의미 있는 투자인 삼성물산 주식에 대한 정보는 청구인의 수정 청구서면에서 제공되었어야 했는데, 청구인은 재반박서면에 이르러서야 이를 제공하고 있습니다. 그러나, 이 새로운 정보는 청구인이 보유하고 있는 삼성물산 지분이 협정상 보호 대상이 되는 투자라는 점을 확인하기보다 오히려 청구인이 협정상 보호를 받기에 충분한 기간 동안 투자를 유지할 의도가 전혀 없었으며 (a), 청구인이 보유하고 있는 대부분의 주식이 협정상 보호 대상이 되지 않는다는 점 (b)을 보여주고 있습니다.

110. 청구인은 자신이 보유하고 있는 지분이 협정상 보호 대상 투자임을 보여주기 위해 위와 같은 투자의 성격을 입증할 필요가 없다고 주장합니다.²⁹⁰ 청구인은 그 근거로 협정에 명시된 “투자”의 정의를 들고 있는데, 여기에는 “자본 또는 그 밖의 자원의 약속, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수”와 같은 예시적 특징을 열거하면서 “그와 같은 특징을 포함하여”라는 문구 다음 “또는”이라는 표현이 사용되고

N.V. v The Republic of Venezuela (ICSID Case No. ARB/96/3), 관할권 항변에 관한 중재판정부 결정, 1997. 7. 11., **RLA-13**, 제41항. *The Abaclat v Argentina* 사건의 중재판정부는 “관련 기준은 궁극적인 자금의 사용 장소 및/또는 그 수익자를 기준으로 삼아야 한다”라고 판시하면서 유사한 판단기준을 채택하였습니다. *Abaclat and Others v Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/07/5), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2011. 8. 4., **CLA-79**, 제374항. *Ambiente v Argentina* 사건에서, 문제되는 유통시장에서의 거래는 청구인은 아니지만 해당 거래의 당사자인 자들이 실제로 매입한 채권에 대한 것이었는데, 중재판정부는 거래 전반을 하나로 보아야 하며 그렇지 않을 경우 의미가 없다고 판시하였습니다. *Ambiente Ufficio S.p.A. and Others v Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/08/9), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2013. 2. 8., **CLA-84**, 제422-423항. 이들 판정에서 언급되는 결정적 특징 중 어느 것도 스왑계약에는 적용되지 않습니다.

²⁸⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제315-356항 참조.

²⁹⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제218항.

있습니다.²⁹¹ 이를 근거로, 청구인은 이러한 특징 중 오직 하나만 입증되어도 협정상 보호를 받기에 충분하다고 주장합니다.

111. 협정 문언의 타당한 해석론에 따르면 협정상 보호를 받기 위해서는 해당 자산이 투자와 하나 이상의 특징을 공유해야 한다는 것을 확인할 수 있습니다. 사례를 열거하면서 “또는”이라는 표현을 사용하였음에도, “투자”의 정의상 “자산”은 복수형으로 “투자의 특징들”을 가질 것이 요구됩니다.²⁹² 해당 자산이 예시되어 있는 모든 특징을 보여줄 필요는 없으나, 투자의 특징 중 단 한 가지만을 갖는 것으로는 충분하지 않습니다.²⁹³
112. 청구인은 무엇이 “투자”에 해당하는지에 대한 청구인의 무리한 해석을 입증하기 위해 관련 문헌들을 왜곡하고 있습니다. 미국의 모델 BIT²⁹⁴에 대한 주석서는 단 하나의 특징만으로 적용대상투자에 해당할 수 있다고 설명하지 않습니다. 오히려, 통상적으로 받아들여지는 투자의 다른 특징들과 구별되는 세 가지 예시적 특징 중 어느 것이 또는 얼마나 많은 특징이 입증되어야 BIT에 따른 보호를 받을 수 있는지에 대한 정립된 원칙이 없다는 점을 지적하고 있을 뿐입니다.²⁹⁵
113. 이와 유사하게 청구인은 적용대상투자에 해당함을 입증하기 위해 예시적으로 열거된 세 가지 특징 중 어느 것도 입증할 필요가 없다는 자신의 입장을 뒷받침하고자 *Seo v Korea* 사건의 판정을 왜곡하고 있습니다.²⁹⁶ 실제로, *Seo v Korea* 사건 중재판정부는 해당 자산이

²⁹¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제214항. 협정, C-1, 제11.28조도 참조.

²⁹² 협정, C-1, 제11.28조 (강조추가).

²⁹³ *Jin Hae Seo v Republic of Korea* (HKIAC Case No. HKIAC/18117), 최종 판정, 2019. 9. 27., CLA-138, 제96항, 제138-139항 참조.

²⁹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제215항 참조.

²⁹⁵ LM Caplan 및 JK Sharpe, “United States”, in: C Brown (ed), *Commentaries on Selected Model Investment Treaties* (2013), CLA-42, 제766-767면.

²⁹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제215-216항.

적용대상투자인지 여부를 결정하기 위해 다툼의 여지가 없는 판단기준을 제시하였는데, 이 판단기준은 “어떤 특징들이 존재하고 문제의 자산에서 그러한 특징들이 얼마나 현격하게 나타나는지에 대한 전반적인 평가를 내리는 것이 현명할 것이다. 이러한 평가를 실행함에 있어 한미 자유무역협정의 기안자들은 이 세 가지 특징들이 특히 중요하다고 보았기 때문에, 이들 특징들로부터 시작하여야 할 것이다[...]”²⁹⁷ 라고 판시하면서 모든 잠재적 특징들을 고려하였습니다. 사실상 *Seo* 중재판정부는 문제의 자산이 협정에 열거된 세 가지 특징을 어느 정도까지 모두 띠고 있음에도 이를 협정에 따른 ‘투자’에 해당하지 않는다고 판정하였습니다.²⁹⁸ 따라서, *Seo v Korea* 사건은 그 정도와는 상관없이 오직 하나의 특징만을 입증하면 된다는 청구인의 주장을 뒷받침하기보다는 오히려 이와 직접적으로 배치됩니다.

114. 청구인이 재반박서면에서 제공한 추가 정보에 기초하여 청구인의 투자가 가진 특징을 전반적으로 평가한다면, 본 중재판정부는 청구인이 협정상의 보호를 받을 만큼 충분한 기간 동안 투자를 유지하려는 의도가 전혀 없었으며, 또한 그 지분 상당 부분에 대하여 요구되는 출자도 하지 않았다는 판단에 이르게 될 것입니다. 따라서, 청구인의 투자는 협정에 의해 보호되는 투자가 아닙니다.

a. 청구인은 단기 투자를 통해 신속하게 투자를 회수하고자 하였습니다

115. 한국이 반박서면에서 입증한 바와 같이 적용대상투자로 인정받기 위하여 필요한 중요한 특징은 적어도 협정에 따른 보호가 타당할 만큼 충분한 기간 동안 투자가 유지되어야 한다는 것입니다.²⁹⁹ *KZ Asia v Kazakhstan*

²⁹⁷ *Jin Hae Seo v Republic of Korea* (HKIAC Case No. HKIAC/18117), 최종 판정, 2019. 9. 27., CLA-138, 제96항.

²⁹⁸ *Jin Hae Seo v Republic of Korea* (HKIAC Case No. HKIAC/18117), 최종 판정, 2019. 9. 27., CLA-138, 제138-139항.

²⁹⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제364-366항.

사건에서 카자흐스탄은 “실무상 요구되는 기간이 얼마인지와 무관하게, 장기적 관계에 대한 기대가 함께 존재하여야 한다”라고 설명하였고,³⁰⁰ 해당 사건의 중재판정부 또한 이러한 설명을 채택하였습니다.³⁰¹

116. 청구인은 삼성물산에 대한 지분 보유를 유지할 의사가 없었음을 이제 스스로 증명하고 있습니다. 청구인은 만족할 만한 수준의 이익을 실현할 수 있는 가능한 가장 빠른 시점에서 투자를 회수할 것을 명시적으로 계획하고 있었던 것입니다.
117. 특히, Mr. Smith는 제2차 증인진술서에서 EALP가 2014년 11월 및 2015년 3월에 삼성물산 주식 매수에 관한 거래 계획을 수립하였다고 증언하였습니다.³⁰² 이러한 거래 계획은 EALP가 투자에 대한 목표 수익을 달성할 수 있다고 판단되는 가장 빠른 시점에 투자금을 회수하려 했으며, 그 시점이 단 몇 주 이내가 될 수도 있다고 판단하였음을 명백하게 입증합니다.
118. 본 중재판정부도 아시는 바와 같이 EALP는 자신들의 계산에 따른 삼성물산의 순자산가치보다 그 주가가 저평가되어 있다고 평가하였기 때문에 삼성물산 주식에 투자하였다고 주장합니다.³⁰³ 삼성물산 주식의 최초 매수와 관련하여 Mr. Smith는 EALP가 그 당시 순자산가치 대비 할인율이 30% 이상인 것으로 계산하였으며, 그러한 할인율이 “가까운 시일 내에 다시 줄어들 것”이라고 평가하고 할인율이 20%까지 떨어지는 시점에 투자금을 완전히 회수한다는 계획 하에 할인율이 27.5%에 이르르면 주식 매각을 시작할 예정이었다고 진술하였습니다.³⁰⁴ 또한, Mr. Smith는

³⁰⁰ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제151항.

³⁰¹ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제168항.

³⁰² Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제25항, 제37항.

³⁰³ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제20-21항 참조.

³⁰⁴ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제25항 (강조추가).

그 이후 두 달 동안 EALP가 “순자산가치와 거래가격의 차이가 좁혀지는 것을 막을 만한 어떠한 이유도 파악할 수 없었고” 단기간에 목표 수익을 달성하기 위해 별다른 적극적인 조치를 취할 필요가 없다고 판단하였다고 진술하였습니다.³⁰⁵

119. Mr. Smith 스스로 삼성물산과 제일모직 사이의 불리한 합병안에 대한 “예방적 조치”로 그 지분을 늘리기로 했다고 증언했음에도, 그는 이러한 합병이 실제로 일어날 가능성이 있다고 전혀 믿지 않았으며 EALP가 실제로 목표 수익을 달성하기 위해 별도의 조치를 취할 필요가 없었다고 주장합니다.³⁰⁶
120. 오히려, 2015년 3월에 최초 투자를 증액하고 전체 투자를 회수하게 될 할인율 수준을 높이는 내용으로 거래 계획을 업데이트한 후, EALP는 그가 취할 수 있는 보다 적극적인 조치를 위한 계획을 수립하기 시작하였고 이것이 “(삼성물산 주가 상승을 통해) 순자산가치에 대한 할인폭을 더 빨리 줄이는 데 도움이 될 것”이라고 생각하였습니다.³⁰⁷
121. 다시 말하자면, 현재 Mr. Smith는 EALP가 투자를 회수할 할인율 기준을 올림과 동시에 해당 할인율이 더 빨리 실현되도록 할 것이라 판단한 적극적 조치를 계획하기 시작하였다고 진술하고 있는데, 이는 EALP가 가능한 한 빨리 투자를 회수할 수 있도록 하는 구체적인 조치를 취하였음을 의미합니다.
122. 이러한 증언과 Mr. Smith가 제시하는 입증 자료들을 보면 EALP의 투자전략이 삼성물산 주식을 단기 매입하여 최대한 빨리 목표 수익에 도달할 수 있도록 매각하는 것이었다는 데 의심의 여지가 없습니다. 따라서, 청구인은 협정에 따른 보호를 받기 위한 기간 요건은 물론이고

³⁰⁵ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제25항.

³⁰⁶ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제30-35항.

³⁰⁷ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제37-38항.

심지어 충분한 기간 동안 투자를 보유하려는 의도조차 입증하지 못하였습니다. 이와 같은 단기적 투기는 협정에 따른 보호를 받기 위한 요건을 충족하지 못합니다.

b. 청구인은 삼성물산 주식 대부분에 대하여 필요한 출자를 하지 않았습니다

123. 또한, 한국이 아래에서 자세히 설명하겠지만 청구인은 자신이 보유하고 있는 주식의 절반 이상이 EALP가 아닌 엘리엇 그룹 내 다른 법인의 자금으로 매입되었음을 지금에 와서야 밝혔습니다.³⁰⁸ 따라서, 청구인은 해당 주식에 대한 협정상의 보호를 받기 위해 필요한 자본 출자를 하지 않았습니다.³⁰⁹ “자체적인 재정 수단을 사용하여” 취득하지 아니한 주식을 단순히 보유하고 있다는 사정만으로는 적용대상투자의 존재를 인정하기에 충분하지 않습니다.³¹⁰

i. 청구인에 의한 자본 출자가 요구됩니다

124. 자본 출자는 적용대상투자에 해당하는 자산인지 여부를 결정하는 가장 중요한 특징 중 하나이며, 본 중재판정부는 특히 이 점을 비중 있게 다루어야 합니다. *Seo v Korea* 사건 중재판정부는 “생활 수준의 제고, 경제 성장과 안정의 증진, 새로운 고용기회의 창출 및 일반적인 복지 향상”이라는 협정의 목적을 고려할 때 적용대상투자에 해당하는 자산인지 여부를 결정함에 있어 “자본 또는 기타 자원의 출자가 어느 정도

³⁰⁸ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제6(ii)항, 제36항.

³⁰⁹ 협정, **C-1**, 제11.28조 참조. 청구인은 해당 주식을 매수하였다고 주장하지만(재반박서면, 2020. 7. 17., 제220항), 청구인의 증거를 보면 이들 중 대부분이 Elliott International LP의 기존 스왑계약에 의해 자금이 조달되었음을 알 수 있으며 (Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제6(ii)항, 제36항, 제65항) 따라서 청구인에 의한 자본 출자는 성립될 수 없습니다. “주식등의 대량보유상황보고서”라는 제목의 2015. 6. 4.자 DART(전자공시시스템) 공시자료, **R-3** (예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제207항 참조)에 단순히 “회사 자금”이라고 기재된 사실만으로 실제 자금의 출처에 관하여 청구인이 스스로 제공한 증거 이상을 입증할 수 없습니다.

³¹⁰ *Caratube International Oil Company LLP v The Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/08/12), 판정, 2012. 6. 5., **RLA-60**, 제434항. 예컨대, 반박서면, 2019. 9. 27., 제361항 참조.

수준인지는 중요하다”라고 판시한 바 있습니다.³¹¹ 따라서, 만약 자본 출자가 없다면 중재판정부는 해당 자산에 대하여 협정상의 보호를 부여해서는 안됩니다.

ii. 청구인은 손해배상청구의 대상인 삼성물산 주식 절반 이상에 대해 이를 취득하기 위한 자본을 출자하지 않았습니다

125. 청구인 자신의 증거에 따르더라도, 청구인은 삼성물산 주식 대부분을 취득하는 데 있어 자본을 출자한 적이 없습니다. 청구인은 자신이 “매수한 삼성물산 주식에 대한 대가를 지불하였다”고 주장하고 있으나,³¹² 증거에 따르면 이는 사실과 다릅니다. 즉, 청구인의 자금으로 매입한 삼성물산 주식은 일부 소량에 국한됩니다. 따라서, 이 사건에서는 바로 해당 일부 주식만이 협정에 따른 보호를 받을 가능성이 있습니다 (이들 주식으로 별도의 기간 요건이 충족된다는 가정 하에서 그렇다는 것이나, 실제로 그렇지 않습니다).

126. 청구인은 구체적으로 엘리엇 그룹의 다른 법인이 삼성물산 주식의 절반 이상을 매입하기 위해 스왑 포지션을 매각하였다고 주장합니다.³¹³ 제공된 정보에 따르면, 청구인이 2015년 7월 17일자로 보유 중이던 삼성물산 주식 1,113만 주 중 기존 스왑계약에 의해 매입 자금이 조달된 삼성물산 주식은 대략 660만 주로 약 60%에 해당하는 것으로 보입니다.³¹⁴ Mr. Smith는 제2차 증인진술서에서 삼성물산 스왑의 66%는 청구인인 EALP가 소유하고 있는 것이 아니라 엘리엇 그룹 내 다른 법인인 “엘리엇 인터내셔널 리미티드 파트너십 (Elliott International Limited Partnership, 케이만제도 법인) 및 “리버풀 리미티드 파트너십 (Liverpool Limited

³¹¹ *Jin Hae Seo v Republic of Korea* (HKIAC Case No. HKIAC/18117), 최종 판정, 2019. 9. 27., **CLA-138**, 제104항. 협정, **C-1**, 서문 참조.

³¹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제222항.

³¹³ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제198항 참조.

³¹⁴ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제36항, 제65항.

Partnership, 버뮤다 법인)이 소유하고 있음을 인정하였습니다.³¹⁵ 이는 약 440만 주 (이는 스왑 수익으로 매입한 660만주 중 66%에 해당합니다)가 청구인의 소유가 아닌 자금으로 매입되었음을 의미합니다. 따라서, 청구인은 협정에 따른 권리를 주장하고 손해배상을 요구하는 삼성물산 주식 약 440만 주에 대해 어떠한 출자도 하지 않았던 것입니다.³¹⁶

127. 청구인이 제공한 증거는 자기 자본으로 얼마나 많은 주식을 매입하였는지 정확하게 판단하기에는 불충분합니다. 즉, 청구인은 적용대상투자라고 주장하는 투자의 범위를 적절하게 증명하지 못하고 있는 것입니다. 그러므로 본 중재판정부는 청구인의 적용대상투자 범위 확인에 필요한 증거 불충분을 이유로 해당 청구를 기각하여야 합니다.
128. 그러한 증거가 없는 상태에서 청구인이 제공한 증거 중 본 중재판정부가 청구인이 필요한 출자를 이행하였다고 판단할 수 있게 하는 유일한 직접적 증거는 “우리”가 삼성물산 주식 223만 주를 매수하였다는 Mr. Smith의 증언입니다. ³¹⁷ 이러한 증거만으로는 손해배상청구를 인정하기에 충분하지 않다는 것이 한국의 입장입니다만, 설령 본 중재판정부가 Mr. Smith의 허술한 증언을 받아들인다 하더라도, 손해배상청구에 대한 본 중재판정부의 관할권은 이 223만 주로 인해 초래되었다고 청구인이 주장하는 손해에 국한되어야 합니다 (물론, 다른 부분에서 논의하는 바와 같이, 본 중재판정부가 청구인의 손해배상청구를 인용하는 판정을 내려서는 안될 것입니다).

D. 청구인이 제기한 청구는 절차 남용에 해당합니다

129. 마지막으로, 한국은 반박서면에서 두 가지 절차 남용 항변을 제시하였는데, 이들은 각각 충분한 타당성을 지니고 있으나, 당시 한국이

³¹⁵ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제6(ii)항, 제36항, 제65항.

³¹⁶ 삼성물산 매매보고서 – EILP 및 Liverpool LP – 2014. 12월~ 2015. 6월, R-248; 삼성물산 매매보고서 – EALP – 2015. 2월~6월, DOW-87도 참조.

³¹⁷ Mr James Smith 제2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제36항.

항변을 제기하면서 지적인 바와 같이, 그 당시 제공된 정보만으로는 한계가 있었습니다.³¹⁸ 청구인은 이러한 이의 제기에 “엄격한 적용이 결여”되었다고 비판하나³¹⁹ 이 두 가지 항변 모두 엄격한 적용 하에 제기된 것이며 만약 그 증명에 어떠한 부족함이 있었다면 이는 청구인 스스로가 수정 청구서면에서 엄격한 적용에 입각하여 자신의 주장을 제시하지 못한 것에서 비롯된 것이므로, 청구인의 위 비판은 적절하지 않습니다. 이와는 별개로, 재반박서면에서 청구인이 취하는 입장과는 반대로, 비로소 드러난 새로운 증거들에 따르더라도 본건에 절차 남용은 여전히 적용 가능합니다.

130. 한국은 이하에서 우선 청구인이 소송을 제기할 목적으로 그 투자 구조를 재조정하였다는 항변을 설명하고 (1), 그 다음으로 이 사건에서 청구인이 재차 다투고자 하는 문제들을 이미 해결한 합의에 대해 설명하고자 합니다(2).

1. 청구인은 소송을 제기할 수 있도록 투자 구조를 재조정하였습니다

131. 이 항변에 대응하기 위해, 청구인은 먼저 본 중재판정부가 ICJ가 내린 단 하나의 판결 (“결정들”이라는 복수형으로 언급하여 오해의 소지가 있기는 합니다)에 의존하면서도, 투자조약 분쟁에서 절차 남용을 다룸에 있어서 해당 ICJ 판결을 해석하였던 다수의 중재판정을 무시하라고 촉구하고 있습니다.³²⁰ 그러나 “구체적인 분쟁이 예견되는 시점에 투자조약상의 보호를 받을 수 있도록” 설계된 방식으로 그 투자를 행한 투자자는 중재

³¹⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제3장 제D절 및 제3장 제E절.

³¹⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제386항.

³²⁰ 재반박서면, 2020. 7.17., 제390항.

절차를 남용하였다고 판단될 수 있다는 원칙에 대해서는 의심의 여지가 거의 없습니다.³²¹

132. 이 원칙을 피하기 어려워지자 청구인은 유일한 사실관계에 관한 주장으로 “이 사건은 [...] 기업의 구조조정을 포함하는 사건이 아”니며, 따라서 다른 절차 남용 사건과 다르다는 주장을 펼치고 있습니다.³²² 한국은 청구인이 기업의 구조조정에 참여하였다고 주장한 적이 없고, 이것이 절차 남용에 이를 수 있는 유일한 형태의 투자의 구조 재조정이라는 점을 인정하지 않으며, 본 중재판정부 역시 이를 받아들여서는 안됩니다.

(a) *Phoenix v Czech Republic* 중재판정부는 국제소송을 하기 위한 목적으로 새로운 회사를 매입한 경우 절차 남용이 될 수 있다고 판시하면서 이 점을 명확히 하였습니다.³²³

(b) 한편, *Philip Morris v Australia* 중재판정부는 “투자협정의 보호를 받지 못하는 투자자가 예측 가능한 특정 분쟁이 협정상 보호 범위에 해당할 수 있도록 자신의 투자를 재조정하는 것은 절차 남용에 해당한다”고 판시하며, 청구인이 인정하는 것 보다 더 유연한 판단기준의 정의를 제시하였습니다.³²⁴

133. 따라서, 본 중재판정부는 다음 두 가지 질문에 답변하여야 합니다:

(a) 청구인은 협정상 보호를 받기 위해 자신의 투자 구조를 재조정하였는가; 그리고

³²¹ *Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia* (UNCITRAL), 관할권 및 청구자격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제554항. 반박서면, 2019. 9. 27., 제373항 (주석 포함)도 참조.

³²² 재반박서면, 2020. 7.17., 제391항.

³²³ *Phoenix Action, Ltd. v The Czech Republic* (ICSID Case No. ARB/06/5), 판정, 2009. 4. 15., **RLA-45**, 제141-142항.

³²⁴ *Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia* (UNCITRAL), 관할권 및 청구자격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제539항.

(b) 그와 같이 했을 당시 분쟁이 예측 가능하였는가?

134. 두 질문에 대한 답은 “그렇다”입니다.

a. *청구인은 스왑을 매각하고 삼성물산의 실물주식을 매입함으로써 그 투자를 재조정하였습니다*

135. 청구인은 오직 자신의 스왑계약을 통한 익스포저(exposure)를 취득하는 대신 삼성물산 주식을 매입하기 시작하면서 그 “투자”를 재조정하였습니다. 주식을 사지 않고 간접적으로 삼성물산 주가의 시세에 대한 익스포저를 취득하기 위해 2014년 11월 스왑을 매입했던³²⁵ 청구인은 이후 2015년 1월 29일부터 삼성물산 주식을 매입하여 직접 익스포저를 취득하기 시작하였고,³²⁶ 그 이후 2015년 3월에 기존의 스왑 포지션 자금으로 삼성물산 주식을 재차 매입하였습니다.³²⁷ Mr. Smith는 “합병 표결 발표 후 우리는 스왑 포지션을 종료하고 삼성물산 주식을 매입했습니다. 2015년 6월 4일에 이르러는 스왑 포지션이 모두 종료됐고, EALP는 보유 주식을 11,125,927주로 늘렸습니다”라고 증언하였습니다.³²⁸

136. 다시 말하자면, 청구인은 협정상 보호를 받을 수 없는 스왑계약에 의한 투자에서 협정상 보호를 받을 수 있는 직접 지분을 통한 투자로 그 “투자” 구조를 재조정한 것입니다. 청구인은 이들 주식을 “통상적인 상업적 활동의 일환으로” 매입하였다고 주장하지만 이는 절차 남용 항변에 대응하여 사실을 각색하려는 시도에 불과합니다. Mr. Smith는 자신의 제1차 증인진술서에서 EALP가 바로 삼성물산과 제일모직의 합병이

³²⁵ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제20항.

³²⁶ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제397항.

³²⁷ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제36항.

³²⁸ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제65항.

추진되는 경우에 대비한 “보호 조치”로 주식을 매입하였다고 증언한 바 있습니다.³²⁹

137. 따라서, 청구인은 사실상 스왑계약을 삼성물산의 직접 지분으로 전환함으로써 “조약의 보호 범위에 포함될 수 있는 방식으로 그 투자를 재구조화”한 것입니다.³³⁰

b. 청구인이 삼성물산 주식을 매입할 당시 분쟁이 예측 가능하였고 실제로 그러한 이유로 주식을 매입하였습니다

138. 청구인은 “청구인이 투자했을 당시 분쟁이 예측 가능한 상태였다는 것을 암시하기 위해 사실관계를 더욱 혼동시키고 있다”고 한국을 비난합니다.³³¹ 물론, 청구인이 자신의 수정 청구서면에서 그 투자를 제대로 규정하고 있지 못하였기 때문에 한국은 청구인이 어느 시점에 삼성물산 주식을 최초로 매입하였는지 확정할 수 없었지만 아마도 이르면 2015년 2월 2일에 최초로 이를 매입하였던 것으로 판단하고 있었습니다.³³² 물론, 청구인이 이제 와서 2015년 1월 29일에 처음 주식을 매입하였다고 주장한다고 하여 달라지는 것은 없습니다. 그 당시 청구인은 이미 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성을 알고 있었고, 본건 합병에 반대하기로 이미 결정하였으며 (그러한 목적으로 주식을 매입하였다는 것을 실제로 인정합니다)³³³, 따라서 분쟁이 예측 가능하다는 점을 알고 있었습니다.

³²⁹ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제23항.

³³⁰ *Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia* (UNCITRAL), 관할권 및 청구적격에 대한 판정, 2015. 12. 17., RLA-77, 제539항 참조.

³³¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제397항.

³³² 반박서면, 2019. 9. 27, 제595항.

³³³ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제36항 참조.

139. 반박서면에서 상세히 설명한 대로.³³⁴

- (a) 이러한 합병에 대한 추측이 이르면 2014년 5월에 한국 언론에 보도되었고;³³⁵
- (b) 2014년 9월에 이르자 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성에 대한 언론 보도가 있었으며;³³⁶
- (c) 청구인은 이러한 소문을 알고 있었고 주식을 매수하여 “삼성물산에 대한 투자를 보호하기 위한 예방적 조치를 취할” 정도로 이를 중대하게 받아들였으며;³³⁷
- (d) 이르면 2015년 2월 4일 EALP를 대리하여 엘리엇 홍콩 (Elliott Hong Kong)이 삼성물산 이사들에게 합병 가능성에 대한 우려를 표명하는 서신을 보냈으며;³³⁸
- (e) 본건 합병 발표 이후 투자를 확대하기 전에 엘리엇 홍콩은 (EALP를 대리하여) 삼성물산에 대한 서신에서 “한국 및 기타 모든 재판관할권에서 모든 가능한 소송 및 법적 조치를 취할 권리를 지닙니다”라고 기술하며 소송을 제기하겠다는 위협을 명시적으로 드러냈으며;³³⁹
- (f) 또한 엘리엇 홍콩은 (EALP를 대리하여) EALP가 한국 정부의 일부라고 (잘못) 판단하여 협정상 의무에 구속된다고 믿었던

³³⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제373항.

³³⁵ 예컨대, “포스트 이견회 체제 그리는 삼성 그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭) 아래 헤쳐모여”, *매일경제*, 2014. 5. 19., C-5 참조.

³³⁶ 예컨대, “삼성물산 어디로: 이재용의 ‘건설’”, *비즈워치*, 2014. 9. 5., C-7 참조.

³³⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제30-32항.

³³⁸ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에 보낸 서신, 2015. 2. 4., C-11 참조.

³³⁹ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에 보낸 서신, 2015. 5. 27., C-179 참조.

국민연금에 서신을 보내 국민연금이 본건 합병에 찬성할 경우 발생할 “결과”, 즉 엘리엇 그룹에 의한 소송의 제기에 대해 경고하였습니다.³⁴⁰

140. 또한, 증거에 따르면, 청구인은 2015년 초경 협정의 보호대상이 될 수 있는 방식으로 투자 구조를 재조정하면서, 한국 정부 내 국민연금의 역할 및 본건 합병에 대한 국민연금의 표결 가능성을 분석할 전문가를 고용하고 있었음을 알 수 있습니다.³⁴¹
141. 한국의 반박서면에서 상세히 설명되었으나, 청구인의 재반박서면에서 반박되지 않은 사실관계를 토대로, 청구인은 본건 합병에 반대하기 위한 목적으로만 투자를 하였고 (청구인은 이로 인해 분쟁이 초래될 것을 알고 있었습니다), 본건 합병이 공식 발표된 후 그리고 예상했던 분쟁이 이제 현실의 분쟁이 되었음을 알게 된 후 실제로 해당 투자를 확대하였으며, 이는 청구인이 본건 합병을 막지 못할 경우 소송을 추진할 수 있는 지위를 점하기 위함이었습니다.³⁴² 실제로 청구인은 신속하게 소송 전략을 실행하였습니다. 즉, 청구인은 투자 확대 후 단 며칠 만에 첫 번째 소송을 제기하였는데,³⁴³ 이는 미리 결정되어 있지 않고는 불가능한 것입니다.
142. 청구인이 자신의 협정상 청구를 구성하는 것으로서 한국의 위법행위라 주장하는 행위들을 예측할 수 없었다는 주장³⁴⁴은 사실관계와 배치됩니다. 증거에 따르면, 청구인은 삼성물산/제일모직 합병으로 인한 분쟁

³⁴⁰ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에 보낸 서신, 2015. 6. 3., **C-187**, 제4면 참조.

³⁴¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제373 (d)항 및 제373 (e)항 참조.

³⁴² 반박서면, 2019. 9. 27., 제374-377항 참조. 청구인이 본건 합병을 무효화하여 소송을 피하고자 하였을 가능성이 있다고 하여 절차의 남용 분석의 결론이 달라지지는 않습니다. 예컨대, *Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia* (UNCITRAL), 관할권 및 청구적격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제IV장 제C절 (결국 청구 원인을 구성하게 된 입법을 막기 위한 청구인의 노력을 설명하는 부분) 참조.

³⁴³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제52항. EALP는 2015년 6월 3일까지 추가 주식을 매수하였으며 (DART(전자공시시스템) 공시자료 “주식등의 대량보유상황보고서”, 2015. 6. 4., **R-3**), 2015년 6월 9일 소송을 개시하였습니다 (엘리엇 총회소집통지 및 결의금지등가처분신청, 2015. 6. 9., **C-195**) 참조.

³⁴⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제398항.

가능성을 예측하였으며, 자신의 투자를 협정의 보호를 받지 않는 스왑계약을 통한 간접 익스포저에서 협정의 보호를 받을 수 있는 직접 보유로 재조정하였습니다. 청구인이 본건 합병의 열쇠라 여기고 본건 합병에 찬성할 시 법적 조치를 취하겠다고 위협한 바 있는 국민연금이 한국 정부 기관에 속하며, 따라서 협정 의무의 대상이 된다고 판단한 상태에서 그와 같이 행동한 것입니다. 그 직후 청구인은 한국에서 소송을 개시하였으며, 자신이 목표하였던 이익을 얻지 못하자 결국 본건 합병에 대한 반대라는 동일한 배경사실을 근거로 본 중재를 개시하였습니다. 이는 절차의 남용에 해당하는 것으로 청구인의 주장은 각하되어야 합니다.

2. 청구인이 본 중재판정부에 제기하고자 하는 쟁점들은 합의를 통해 이미 해결되었습니다

143. 한국이 반박서면에서 EALP의 삼성물산에 대한 주식매수가격 결정에 관한 청구를 종결짓게 한 합의에 관하여 절차의 남용 주장을 제기할 당시 청구인은 수정 청구서면에서 해당 합의를 인용하기만 하고 제출은 하지 않았기 때문에, 한국은 제한된 정보만을 토대로 그러한 주장을 할 수밖에 없었습니다. 청구인이 수정 청구서면에서 제공한 제한된 정보를 바탕으로 한국은 청구인이 본 중재에서 주장하는 손해를 이미 보상받았음을 근거로 해당 합의가 절차의 남용을 성립시킬 수 있음을 주장한 것입니다.³⁴⁵

144. 그 세부사항은 잘 알 수 없으나, 이제서야 공개된 합의서³⁴⁶는 한국의 본래 입장이 타당하였음을 확인해 주고 있습니다.

(a) 합의서 조건에 따르면, 합의서의 배경이 되고 그에 의해 해결된 분쟁은 본건 합병비율에 의해 정해진 삼성물산 주가가 적절한지

³⁴⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제III장 제E절.

³⁴⁶ 기록을 위해 첨언하자면, 청구인은 합의서를 “자발적으로 공시”하지 않았습니다 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제402항). 즉, 본 중재판정부는 청구인에게 법적 장애 요인이 없을 경우 이를 제출할 것을 명령하였으며, 청구인은 그러한 요인이 존재한다는 사실을 입증하지 못하였습니다. 절차 명령 제8호, 2020. 1. 13., 부속서 II, 요청 1 참조.

또는 청구인이 본 중재에서 주장하는 바와 같이 해당 주식이 실제로 더 가치가 있었는지에 관한 소송에서 비롯된 것임을 확인할 수 있습니다.³⁴⁷

(b) 해당 분쟁에 있어 청구인은 “법원으로 하여금 주식매수가격을 결정하여 줄 것”을 요청하였으며, 이는 해당 주식에 귀속되어야 하는 실제 가치에 대한 당사자들의 의견이 불일치하였음을 명백히 보여주는 것입니다.³⁴⁸ 다시 말씀 드리지만, 이는 정확히 청구인이 본 중재판정부에 판단을 요청하는 사안이기도 합니다.

(c) 또한, 합의서에서 청구인은 “현재 알려져 있는지 여부, 현존하는지 여부를 불문하고 [...] 관련 사안과 직접적 또는 간접적으로 연관이 있는 모든 청구에 대하여” 삼성물산의 책임을 면제하였습니다.³⁴⁹ 해당 관련 사안에는 “구 삼성물산 주식과 관련된 주주의 이익 및/또는 본건 합병에 관하여 엘리엇 측 개인이 진행한 절차와 관련하여 현재 진행중이거나 장래에 진행될 관련 당국의 조사, 행위 또는 조치의 존재, 해당 사안, 및/또는 모든 결과”가 포함됩니다.³⁵⁰ 즉, 청구인은 문제되는 본건 합병비율 조작 (이는 본건 합병비율이 자신의 손해를 초래하였다는 본 중재에서의 청구인 주장의 근거입니다)과 관련된 청구에 대하여 삼성물산의 책임을 면제하였는데, 이제 와서 대상을 관련 분쟁의 적절한 상대방인 회사에서 국가로 옮긴 것입니다.

³⁴⁷ 예컨대, 합의서, **C-450**, 제2.4조 참조.

³⁴⁸ 합의서, 2016. 3. 15., **C-450**, 제1.1조, 청구인은 법원이 이 문제를 해결할 수 없다고 주장하고 있으나 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제402항), 이는 해당 소송 (나머지 원고들에 대해서는 여전히 계류 중입니다) 전체가 어떠한 근거도 없었다는 이야기가 됩니다. 아래에서 다루는 바와 같이, 주식의 시장가격을 다투기 위해 소송이 제기되었다는 점을 합의서를 통해 명백히 알 수 있습니다.

³⁴⁹ 합의서, **C-450**, 제1.2조 제(a)항.

³⁵⁰ 합의서, **C-450**, 제1.2조 (“관련 사안”의 정의).

145. 청구인은 이 주장에 반박하고자, 마치 손해배상청구를 확대함으로써 전적으로 새로운 분쟁을 만들어낼 수 있다는 듯이 본 중재에서 청구인이 주장하는 손해배상의 금액이 다르다는 주장에 초점을 맞추고 있습니다.³⁵¹ 즉, 청구인은 이전 소송은 “합병주체 간의 가치 이전 문제는 고려하지 않”았고 “그러한 가치의 이전은 본건 중재사건의 핵심에 놓여 있는 별도의 고유한 문제”라고 주장하고 있습니다.³⁵²
146. 이는 결코 사실이 아닙니다. 청구인이 삼성물산의 적정 주가를 다툼에 있어 (즉, 그 가치 평가에 관한 소송을 제기함에 있어), 청구인은 바로 그 자신이 본건 합병비율이 초래하였다고 주장하고 있는 가치의 이전을 두고 다툼을 벌였습니다. 또한, 아래 제IV장 제C절 제2관 (b)목에서 다루는 바와 같이, 이는 본 청구의 적절한 상대방인 삼성물산과의 사이에서도 동일하게 다루어졌습니다. 현재 공개된 합의서 조건은 이를 확인하여 줄 뿐입니다.³⁵³
147. 따라서, 합의를 통해 해당 분쟁을 해결하였음에도, 청구인은 주식 가치에 대한 소송을 제기하며 중재 절차를 남용하고 있습니다. 이러한 사유로 청구인의 청구는 각하되어야 합니다.

III. 청구인의 청구는 본안에 있어서도 받아들여질 수 없습니다

148. 청구인은 재반박서면에서 (청구인이 주장하는) 추가 “사실관계”를 스스로 협정 제11.5조상의 최소대우기준 의무 및 제11.3조상의 내국민대우 의무 위반이라고 주장하는 행위에 적용하고자 하고 있습니다.³⁵⁴ 그러나 이러한 새로운 증거는 청구인에 의해 종종 왜곡되거나, 혹은 다른 증거에 의해 반박됩니다. 이는 특히 청구인이

³⁵¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제402항.

³⁵² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제404항.

³⁵³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제382-383항 참조.

³⁵⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제407항 이하 참조.

증인들의 최초 검찰 진술조서를 인용하고 그 내용이 해당 동일한 증인들의 추후 법원 증언과 모순되는 부분에서 더욱 명확해집니다.

149. 본 장에서 한국은 우선 청구인이 협정 위반을 입증하기 위해 “조건적 (but-for)” 인과관계 및 상당인과관계를 모두 입증할 책임을 이행하지 않고 있음을 증명하고자 합니다 (A). 그리고, 무엇보다도 최소대우기준 의무 위반에 필요한 적법절차의 “완전한 결여” 또는 “의도적 무시”, “명확한” 자의성이나 근거의 부재 또는 “명백한 차별성”은 증거에 의해 입증되지 않으며, 오히려 증거에 따르면 청구인은 자신의 청구의 근간이 되는 위험을 알고도 감수하였다는 점을 보입니다 (B). 마지막으로, 한국은 청구인의 반박서면에서의 주장이 내국민대우를 받지 못하였음을 입증하지 못하고 있음을 말씀드리고자 합니다 (C).

A. 한국은 협정을 위반하지 않았습니다

150. 재반박서면에서 인과관계가 손해에 대한 결정에만 적용되어야 한다는 청구인의 입장³⁵⁵ 과 반대로, 한국이 협정 위반을 야기하였다는 점을 청구인이 먼저 입증하지 아니하는 이상, 협정에 따른 청구는 성립될 수 없습니다. 그러한 점이 입증된 후에야 본 중재판정부가 해당 행위가 청구인이 입었다고 주장하는 손해를 발생시켰는지 여부를 판단할 필요가 생기는 것입니다(이에 대해서는 아래 손해 관련 장에서 적절히 논의할 예정입니다).
151. 청구인의 주장에서 협정 위반이라 함은 청구인이 위법적이었다고 주장하는 본건 합병에 대한 승인을 의미합니다. 본건 합병이 “공정한” 절차를 통해 승인되었다면 협정 위반 또한 성립될 수 없을 것입니다.
152. 본건 합병은 각 회사의 이사회 및 주주들이 주주총회에서 표결을 통해 승인한 삼성물산과 제일모직 두 사기업 간의 상업적 거래였습니다. 협정 위반에 대한 의혹은 오로지 본건 합병에 찬성 표결한 주주들 중 하나에

³⁵⁵ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제501항 참조.

대해 청구인이 존재하였다고 주장하는 정부의 개입으로부터 인해 비롯되었습니다. 다만, 설령 국민연금이 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 결정한 과정에 한국이 개입하였더라도 (또는 국민연금이 한국 정부의 일부인 것으로 판단되더라도), 다음의 경우에는 협정 위반이 있었다고 하기 어려울 것입니다.

(a) 국민연금이 그러한 개입이 없었더라도 동일한 방식으로 투표하였을 수 있었거나,

(b) 본건 합병이 국민연금의 투표가 없었더라도 승인되었을 수 있었을 경우.

153. 따라서, 청구인이 협정 위반을 입증하기 위해서는 이러한 인과관계 요건을 극복하고 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표를 하도록 하였을 뿐만 아니라 본건 합병이 승인되도록 하였음을 증명하여야 합니다.

154. 설령 청구인이 그렇게 할 수 있다 하더라도, 청구인은 여전히 한국이 최소대우기준 또는 내국민대우 의무를 위반하였음을 증명하지 못합니다.

155. 청구인은 그 재반박서면에서 협정에서 정한 투자보호 위반을 주장하기 위해서 필수적인 요소인 인과관계 (한국은 이를 책임에 대한 인과관계라 합니다)에 대한 한국의 실제 입장에 대해 반박하지 못하고 있습니다.³⁵⁶ 또한, 청구인은 한국이 이러한 입장을 뒷받침하고자 인용한 법률적 근거를 반박하지도 않습니다.³⁵⁷ 그 대신, 청구인은 한국의 입장을 “손해를 국제 위법행위의 요건으로 추가하려는 시도를 하고 있”는 것으로

³⁵⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제502항.

³⁵⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제393항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제502항에서 인용되었으나 그 내용이 다루어지지 않는 것입니다.

왜곡하며,³⁵⁸ 한국의 실제 입장에 대해 자신의 자의적인 해석을 개진하고 있습니다.³⁵⁹

156. 이러한 시도는 책임이 성립하기 위해서는 인과관계가 증명되어야 하며 이는 본 중재에서 증명된 바가 없다는 한국의 주장에 대한 반박이 아닙니다. 협정의 위반 여부가 “그러한 위반행위가 청구인에게 손해를 야기했는지 여부에 달려있는 것이 아니”라는 청구인의 주장은 청구인이 한국에 책임이 있다고 주장하는 행위가 청구인이 그 손해를 야기하였다고 주장하는 행위(본건 합병)의 원인인지 여부에 달려 있다는 문제의 핵심을 비껴잡니다.
157. 즉, 인과관계에 대한 심리는 우선적으로 본안 및 책임에 관한 문제로 보는 것이 적절합니다.
158. 본 절에서 한국은 우선적으로 청구인이 책임에 관한 인과관계를 입증하기 위한 관련 법적 기준을 충족하지 못하였음을 입증할 것입니다 (1). 그리고 한국은 청구인이 자신이 주장하는 인과관계의 “10 단계론”을 뒷받침하고자 개진하는 논리에 대해 다루고, 청구인이 제시하는 다수의 추가 증거가 왜곡되었거나 다른 증거와 모순되며 결과적으로 한국이 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사를 야기하였음을 증명하지 못하였음을 입증할 것입니다 (2).

1. 청구인은 여전히 인과관계에 대한 법적 기준을 충족하지 못하고 있습니다

159. 반박서면 및 위에서 설명한 바와 같이, 책임에 대한 인과관계에 관한 한국의 주장은 청구인이 한국이 국민연금이 삼성물산 주주총회에서 본건 합병에 찬성 표결을 하도록 하였을 뿐만 아니라 본건 합병이 승인되도록 하였음을 증명하여야 한다는 것입니다.

³⁵⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제502항.

³⁵⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 502-503항.

160. 한국은 한국이 반박서면에서 제시한 기준이 반영된 인과관계에 대한 청구인의 두 가지 기준에 이견이 없습니다.³⁶⁰

(a) 사실상 인과관계: “특정 국가의 위법행위가 없었다면 청구인이 주장하는 손해를 입었을지 여부”, 및

(b) 법률상 인과관계: “법적으로 보았을 때 위법행위로 발생할 수 있는 손해의 범위에 속하는지, 즉 그러한 손해가 예측가능하고, 과도하게 동떨어진 것이 아니며 위법행위에 의한 자연스러운 결과인지 여부입니다. 이러한 인과관계는 ‘상당’인과관계로 지칭됩니다.”³⁶¹

161. 앞서 말씀드린 바와 같이, 위 두 가지 문제가 책임 및 손해배상 단계에서 모두 제기되어 답변되어야 한다는 것은 한국이 반박서면에서 분명히 언급하였으나 청구인이 재반박서면에서 사실상 반박을 하지 못한 한국의 별도 주장입니다. 한국은 반박서면에서 책임 및 손해배상 단계 모두에서 해당 두 가지 문제에 대한 답변은 모두 부정적일 수 밖에 없음을 입증하였으며 아래에서 이를 재확인하고자 합니다.

2. 청구인이 주장한 “10 단계론”은 여전히 단절되지 않은 인과관계를 증명하지 못합니다

162. 청구인은 그 재반박서면에서 자신이 주장하는 인과관계의 “10 단계론”을 뒷받침하기 위해 추가 증거를 제시하였습니다.³⁶² 이를 제시함에 있어 청구인은 다수의 문서에 대한 자신만의 독단적인 해석을 짜맞추기 위해 한국이 제출한 방대한 문서를 과해쳤으며, 심지어 해당 문서에 대한 증인의 증언을 심리한 한국 법원들조차 내리지 않은 결론을

³⁶⁰ 반박서면, 2019. 9. 27., 제404항. 이전에 청구인은 법적 인과관계 또한 증명되어야 함은 언급도 하지 않은 채, 오로지 “조건적” 인과관계에 기하여 주장을 개진하였습니다. 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제82-86항 참조. 그러나, 청구인은 현재 청구인이 법적 인과관계도 증명하여야 함을 인정하고 있습니다. 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제504항, 제521-517항 참조.

³⁶¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제504항.

³⁶² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제II장 제C절.

도출하였습니다. 청구인이 인용하는 소위 증언이라는 것은 상당히 많은 경우 실제 법정에서의 증언이 아니라 검찰이 수사를 수행한 조사과정 중 나왔던 진술에 해당하였고, 이러한 조사 과정에서의 진술 중 다수는 청구인이 외면하고 있는 실제 법정 증언을 통해 부정되거나 해명되었습니다.

163. 나아가, 본 중재에서 증거로 제시된 진술을 토대로 한국 법원이 판단을 내린 경우라 할지라도, 해당 판시사항은 기껏해야 특정 이슈에 관한 설명 또는 지침을 제공할 뿐입니다. 관련된 국제법 쟁점이 한국 법원이 다른 한국법 쟁점과 다른 경우, 해당 설명이나 지침은 본 중재에서 채택될 수 없습니다. 청구인은 자신이 한국 형사법원들에 제출된 증거를 인용하고 있다고 주장합니다만, 해당 법원들의 판시사항은 인용하지 않고 있습니다³⁶³ (물론 항상 그러한 것은 아닙니다).³⁶⁴ 한국 법원들의 판단 내용은 본 중재판정부가 제출된 증거에 따라 내리게 되는 국제법상의 판단과 다를 수 있고 그것은 적법합니다.. 또한, 한국 형사법원들의 판단이 일부 사실관계에 관해서라도 확정되지 않은 한 (실제로 대부분 확정되지 않았습니다),³⁶⁵ 그러한 판단이 본 국제법상의 절차에서의 사실심리에 영향을 미쳐서는 안됨은 물론입니다.

164. █████ 장관/█████ 본부장 관련 소송은 대법원에서 계류 중입니다.³⁶⁶ █████ 관련 소송은 대법원에서 서울고등법원으로 파기환송되어 서울고등법원에서 계류 중입니다.³⁶⁷ █████ 전 대통령에 대한 소송은 대법원에서 서울고등법원으로 파기 환송되었으며, 서울고등법원은

³⁶³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제10항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제171항.

³⁶⁴ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제77항, 제84항, 제93항, 제101항, 제103항, 제109항, 제139항, 제169항, 제206항, 제208항, 제212항, 제241항, 제243항; 반박서면, 2020. 7. 17., 제91항, 제163f항, 제169a(i)항, 제355f항, 제433항 참조. 실제로, 청구인은 어느 부분에서는 자신이 “한국 법원에 제출된 중요 서증 및 증언과 한국 법원의 사실 확정을 근거로 한다”고 기재하고 있습니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 각주 186 (강조 추가).

³⁶⁵ 대법원이 █████의 상고와 특검의 상고를 모두 기각함에 따라, █████ 사건만이 2020. 6. 11. 확정되었습니다. 대법원 2020. 6. 11. 선고 2020도2883 판결, **R-312**, 제2면 참조.

³⁶⁶ 대법원 나의사건검색: 대법원 2017도19635, 2020. 9. 23. 조희, **R-317** 참조.

³⁶⁷ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도2738 판결 (█████), **R-178**, 제1면 참조.

기준에 유죄로 선고한 [REDACTED] 전 대통령의 일부 혐의를 일부 무죄로 판결하여 징역 30년에서 20년으로 형량을 낮추었으며, 서울고등법원의 최근 판결은 현재 대법원에서 재상고심이 진행 중입니다.³⁶⁸

165. 대법원에서 상고심이 진행되는 경우, 그 심리 범위는 법률 문제에 한정되지 않습니다. 즉, 대법원은 상황에 따라 원심과 다르게 사실관계를 판단할 수 있습니다.³⁶⁹ 또한, 대법원은 [REDACTED] 및 [REDACTED] 전 대통령 소송에서와 마찬가지로, 자유롭게 원심을 파기환송할 수 있으며, 이 경우 원심은 사실관계를 새로 판단할 수 있습니다.³⁷⁰ 반박서면 별지 A로 첨부된 법원 소송 현황표³⁷¹는 본 재판문서면 별지 A로 업데이트되었습니다. 본 별지 A와 같이, 모든 관련 한국 형사 소송은 여전히 대법원에서 계류 중이거나 서울고등법원에 파기환송되어 계류 중에 있습니다.

166. 한국은 2020년 9월 1일 서울중앙지방검찰청이 삼성 그룹의 시세조종 및 부정거래 혐의에 관해 [REDACTED]에 대한 새로운 공소장 (이하 “**공소장**”)을 제출하였음을 지적하고자 합니다. 공소장 사본은 이미 언론에 유출되어 공개되었습니다. 한국은 본 재판문서면과 함께 유출된 공소장 사본³⁷²을 제출하며, 아래에서는 본 중재에서의 사실관계 주장과 관련된 [REDACTED] 공소장에 기재된 특정 혐의에 대해 중재판정부에 말씀드리고자 합니다. 다만, 한국은 [REDACTED] 공소장이 기본적으로 법정에서 검사가

³⁶⁸ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도14303 판결 ([REDACTED]), **R-180**, 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962 판결 (파기환송심), **R-314**; “한국 법원, 전 대통령 징역 10년 감면”, *코리아헤럴드*, 2020. 7. 10., **R-313** 참조.

³⁶⁹ 예컨대, 형사소송법, 2019. 12. 31., **R-308**, 제383조 (대법원이 10년 이상의 징역이 선고된 사건에 있어서 중대한 사실의 오인이 있다고 판단하는 경우 다른 판단을 할 수 있도록 하는 부분) 참조.

³⁷⁰ 민사소송법, **C-314**, 제436조 제2항; 대법원 1991. 11. 22. 선고 91다18132 판결, **R-242**; 대법원 1992. 9. 14. 선고 92다4192 판결; **R-243**, 대법원 2003. 2. 26. 선고 2001도1314 판결, **R-244**; 대법원 2019. 9. 9. 선고 2019도9078 판결, **R-305**.

³⁷¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제25항 참조.

³⁷² “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**. 공소장을 뒷받침하는 기초증거는 언론에 유출되지 않고 비밀로 유지되고 있으며, 검찰이 보관하고 있습니다.

입증하고자 하는 혐의를 기록한 혐의의 기록에 불과함을 말씀드립니다.
공소장에 기재된 혐의 내용에 대한 심리는 아직 진행되지 않았습니다.

167. 한국이 아래 장에서 설명하는 바와 같이, 청구인은 인과관계에 대한 입증책임을 이행하지 않고 있습니다. 또한, 청구인이 현재 인용하고 있는 대부분의 신규 증거는 왜곡되었거나 오해의 소지가 있는 방식으로 제시되었거나 다른 증거와 모순됩니다.

a. 청구인의 “1 단계”는 청와대가 경제적으로 중요한 삼성 그룹 내 경영승계 문제에 대한 상황을 파악하고 있었음을 보여줄 뿐입니다

168. 청구인의 “1 단계”는 “ 대통령이 자신의 참모진에게 '본건 합병을 챙겨볼' 것을 지시하고 국민연금에 본건 합병에 개입할 수단으로 확인되었다”고 주장합니다.³⁷³ 이는 사실을 왜곡하고 있습니다.
169. *첫째*, 청구인이 인용하는 문서는 단지 청와대에서 구체적으로 본건 합병에 대해서가 아니라, 전반적으로 삼성의 경영 승계 절차를 “모니터링”하고 있었음을 기록하고 있을 뿐입니다.³⁷⁴ 청구인이 “본건 합병을 챙겨볼 것”이라는 구문에 인용부호를 사용한 것은 청구인이 인용하는 증거를 왜곡한 것이며, 어느 증거도 그러한 문구를 포함하고 있지 않습니다.³⁷⁵

³⁷³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제44면.

³⁷⁴ 업무일지, [2015. 6. 20.]자 기재, **C-389** (“삼성 그룹 승계과정 – monitoring”). 재반박서면 제88항에서, 청구인은 해당 문서가 2014년 6월 20일에 작성되었다고 서술하고 있으나, 재반박서면 제88항 각주 190에서는 해당 문서 일자를 2015년 6월 20일이라고 서술하고 있습니다. 각주에 기재된 해당 문서의 일자는 잘못되었으며, 실제로 2014년 6월 20일이 되어야 합니다. 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017노2556 판결, **C-80**, 제43면 (“N 그룹의 경영권 승계문제 – monitoring”) 참조.

³⁷⁵ 청구인은 이를 인용하고 있지 않지만, 청와대 고용복지수석 의 증언에 따르면, 그가 전반적인 “의결권 문제를 챙겨보라”는 전 대통령과의 대화를 기억하고 있는 이유는 그것이 자신 “소관의 업무”에 포함되어 있기 때문입니다. 증인신문조서 (/ 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 15., **R-288**, 제22면 (“문: 대통령이 2017. 6.경 증인에게 ‘삼성 합병 관련 국민연금의 의결권 관련 사항을 한번 챙겨봐 달라’고 이야기한 것은 맞지요. 답: 예, 문제를 챙겨보라는 일반적인 말씀이 있었습니다.”), 및 증인신문조서 (서울중앙지방법원), 2017. 6. 20., **C-515**, 제3면(증언: “의결권 문제를 챙겨보라는 말씀이 있었는데, 이것은 제

170. 둘째, 청와대가 삼성의 경영승계 과정을 “모니터링”한 것을 두고 청구인이 묘사하고자 하는 바와 같이 본건 합병 표결 결과에 영향을 미치기 위한 청와대의 작업으로 묘사하는 것은 부당합니다. 해당 문서들도 이를 입증하지 않습니다. 해당 문서들은 삼성 그룹의 경영권 승계가 한국 경제에 상당한 영향을 미치기 때문에, [REDACTED] 회장의 삼성 그룹 경영권이 안정적으로 누군가에 승계될 수 있는지 여부에 대해 청와대에서 우려하고 있었음을 보여줄 뿐입니다.³⁷⁶

171. 청구인이 새로이 선임한 전문가인 Milhaupt 교수도 다음과 같이 지적합니다.³⁷⁷

삼성 그룹은 대한민국 경제의 상당한 부분을 차지하고 있는 한국의 가장 크고 중요한 재벌입니다. 2019 년 삼성의 매출은 대한민국 국내총생산의 12.5%를 차지했습니다. 같은 해 삼성전자로부터 거둔 세수는 대한민국 전체 법인세 수입의 12% 이상을 차지했습니다. 삼성전자는 코스피지수 시가총액의 약 4 분의 1 을 차지합니다.

일국의 대통령이 국가 경제의 중심이 되는 기업 그룹의 승계 계획을 “모니터링”하고자 하는 것은 놀라운 일이 아닙니다. 이것이 Milhaupt 교수가 “재벌과 대한민국 정부 간 상호작용의 역사적 패턴”(물론 청구인은 투자 시점에 이를 알고 있었음이 틀림없습니다)이라고 부르는 것 때문인지 아니면 정부의 통상적인 경제상황 관리만을 이유로 하는 것인지는 중요하지 않습니다.

172. 셋째, 해당 문서들은 청구인이 주장하는 대로 청와대가 국민연금을 본건 합병에 개입하기 위한 구체적인 수단으로 인식하였음을 보여주고 있지

소관의 업무를 잘 파악해서 챙기라는 일반적인 말씀이었습니다. 합병과 관련해서 어떻게 하라는 이러한 구체적인 지시는 아니었습니다.”) 참조.

³⁷⁶ [REDACTED] 자필메모, C-585 (“삼성의 현안은 곧 우리 경제의 고민거리”, “삼성 의존도 절대적 수준”, “매출 GDP 1/4, 수출 1/4, 고용 채용증가인원의 36.7%, 시총 30%선”, “기업소득 환류정책 등 새경제정책의 가시적 성과도 삼성에 상당 부분 의존”).

³⁷⁷ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제49항 (내부 인용 생략).

않습니다. 해당 문서들은 국민연금을 언급하고 있으나 본건 합병을 언급하고 있지는 않습니다. 실제로 당시 논의에는 본건 합병에 대해 들어본 바가 없던 청와대 직원이 관여하기도 하였습니다.³⁷⁸ 해당 문서들은 청와대가 국민연금 및 국민연금의 삼성 그룹 주식을 █████의 삼성 그룹 지배권 승계에 일반적으로 영향을 미칠 수 있는 요소로 판단하였음을 보여주나, 그 방식은 모호할 뿐입니다..

(a) 청구인이 크게 의존하고 있는 청와대 행정관 █████이 2014년 8월/9월 작성한 메모를 예로 들 수 있습니다.³⁷⁹ █████은 청와대 민정수석비서관실 행정관이었습니다.³⁸⁰ 청구인은 생략표시 없이 중요한 부분을 누락한 채 해당 문서를 선택적으로 그리고 오해의 소지를 남기는 방식으로 인용하고 있습니다.³⁸¹ 해당 발췌부분의 전체 내용 (청구인은 첫번째 항목의 “경영권 유지 불가능” 다음의 모든 내용을 누락하고 있습니다)은 아래와 같습니다.

❖ 외국인 투자자, 국민연금 → 경영성과 내지 못하면 경영권 유지 불가능

- 그럼 뭐냐? [█████이 █████와 같이 실질적인 최고경영자로 안착할 수 있느냐의 문제]

❖ █████ 삼성전자를 키운 장본인 → 경영능력에 이의를 제기할 수 없음

현재 █████은 검증된 바 없음³⁸²

³⁷⁸ █████ 증인신문조서 (█████ 서울중앙지방법원), 2017. 7. 25., R-296, 제31면 (“문: 증인은 이 메모를 작성하거나 국민연금 의결권 관련 자료를 받아볼 당시에 삼성물산과 제일모직의 합병 계획이 있다는 말을 들은 적이 있나요. 답: 없습니다.”), █████ 검찰 진술조서, 2017. 7. 17., C-522, 제12면 (“당시는 이번에 문제된 삼성물산과 제일모직의 합병이 논의되었던 시점은 아닌 것으로 기억합니다.”).

³⁷⁹ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제5i항, 제89항, 제91항, 제165항, 제184항, 제434항, 제459항, 제513a항 참조.

³⁸⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 별첨 A (청구인의 등장인물 일람).

³⁸¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제89항.

³⁸² [█████] 자필메모, C-585, 제4면 (원문 밀출).

맥락에 따라 제대로 읽는다면, 해당 문서가 보여주는 것은 국민연금과 해외 투자자와 같은 주주들이 있는 상황에서 []이 회사를 성공적으로 경영할 수 있는 능력을 증명하지 못할 경우 삼성 그룹에 대한 지배권을 상실할 수 있음을 청와대가 인식하고 있었다는 것 뿐입니다.³⁸³

- (b) 또다른 예는 동일한 청와대 행정관 []이 자신의 메모에 대해 발언한 소위 “증언”이란 것을 들 수 있습니다. 해당 “증언”은 실제로는 []이 최초 검찰 조사에서 한 진술이지 법정 증언이 아니었으며, 그는 청구인 주장대로 []의 승계를 돕기 위해 국민연금의 의결권이 사용될 수 있었다고 진술한 것이 *아닙니다*.³⁸⁴ 위 조사 내용에 따르면, [] 행정관은 그가 작성하지 않은 다른 보고서에서 삼성 그룹의 경영권 승계문제와 “관련”된 어떠한 이유로 국민연금의 의결권 행사에 대한 검토가 이루어졌을 가능성이 있음을 추측하였을 뿐입니다.³⁸⁵ 관련 진술은 아래와 같습니다.

Q: 보고서 작성 과정에서 국민연금 의결권 부분이 검토된 이유가 무엇인가요

³⁸³ [] 자필메모, C-585.

³⁸⁴ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제89항.

³⁸⁵ [] 증인신문조서 ([] 서울중앙지방법원), 2017. 7. 25., R-296, 제21-22면 (“문: 증인은 검찰에서 “지시자에 대한 중간보고와 그에 대한 피드백, 그에 따른 추가적인 검토 등을 거치면서 보고서의 방향이나 기조가 결정이 되는 것이고 최종적으로는 지시자가 방향, 기조를 승인함으로써 보고서가 완성되는 것이다. 이 메모의 경우도 마찬가지로 비서관이 최종적으로 기조를 결정·승인한 것이다.”고 진술하였는데, [] 회장의 와병에 따른 경영권 승계문제를 보고서의 주제로 삼은 것은 증인이지만 보고서의 내용이나 작성방향에 대해서는 비서관에 대한 중간보고 및 검토를 거쳤다는 의미인가요. 답: 삼성에 관해서 검토해 보라는 지시를 받았고, 그에 대해서 행정관들이 기본적인 리서치를 하고 중간보고를 거쳐서 피드백을 받고 추가적인 리서치를 거치면서 최종본이 완성되었던 것으로 기억합니다. 문: 증인은 위 수기 메모 중 어떤 내용이 어떤 표현으로 보고서에 최종 반영되었는지는 정확하게 기억하지 못하지요. 답: 지금 시점에서는 정확히 기억하기 어렵습니다.”); 상동, 제31면 (“문: 이 국민연금 의결권 관련 문건은 삼성물산과 제일모직의 합병과는 전혀 무관한 것이지요. 답: 삼성물산과 제일모직 합병을 그 당시에 들어봤던 기억은 없다고 진술하였습니다. 그게 증인의 기억에 부합하는 진술이 될 것 같습니다.”) 참조.

A: 정확한 기억은 없습시다만, 당시는 이번에 문제된 삼성물산과 제일모직의 합병이 논의되었던 시점은 아닌 것으로 기억합니다. 그런데, 삼성 그룹의 지배구조만 확인해도 주요 계열사들에 대해 국민연금이 최대주주 지위를 차지하고 있으므로 어떤 사안에 대해 어느 정도의 수준으로 국민연금이 의결권을 행사할 수 있는지를 살펴보는 취지였던 것 같습니다.

메모 중에 보면 ‘삼성의 당면과제 (■■■■ 경영 승계) 해결에는 정부도 상당한 영향력 발휘 가능’이라는 표현 아래에 ‘국민연금 지분’이라는 기재가 있는데 그 부분과 관련이 있을 수 있고, 또 메모의 다른 부분을 보면 ‘외국인 투자자, 국민연금 → 경영 성과를 내지 못하면 경영권 유지 불가능’이라는 표현도 있는데 그 부분과도 관련이 있을 수 있습니다.³⁸⁶

173. 청구인은 계속하여 ■■■■ 전 대통령과 ■■■■ 간의 2014년 9월 15일 면담을 인용합니다만³⁸⁷, 이는 여전히 청와대가 2014년 삼성 그룹의 경영권 승계를 지켜본한 행위가 협정 위반에 해당함을 증명하지 않습니다. 청구인은 해당 면담을 위에 논의된 2014년 8월/9월 메모에 기재된 “삼성에 대한 검토” 이후 이루어진 것으로 설명하였으며,³⁸⁸ 해당 면담 당시 “삼성 총수일가는 명백한 승계자인 ■■■■이 [...] 삼성전자에 대한 지배를 승계하기 위한 수단으로 삼성물산과 제일모직의 합병을 이용할 계획을 이미 고안하였다”고 주장하고 있습니다.³⁸⁹ 여기서 청구인은 다시금 2014년 9월 15일 ■■■■ 전 대통령이 본건 합병에 대한 정부 지원의 대가로 ■■■■에 뇌물을 요구하였다는 인상을 전하려는 것이 틀림 없습니다.

174. 반박서면에서 언급한 바와 같이,³⁹⁰ 청구인의 주장은 증거에 의해 뒷받침되지 않습니다.

³⁸⁶ ■■■■ 검찰 진술조서, 2017. 7. 17., C-522, 제12-13면 (강조 추가).

³⁸⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제91항, 제435항.

³⁸⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제91항.

³⁸⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제92항.

³⁹⁰ 반박서면, 2019. 9. 27., 제157항.

- (a) **첫째**, 어떠한 증거도 2014년 9월 15일 면담이 앞서 논의한 “삼성에 대한 검토” 또는 2014년 8월/9월 메모와 관련성을 갖는다는 것을 보여주지 않습니다. 법원 판결과 언론보도는 해당 면담이 사전에 준비된 것이 아니었으며, 대구에서 열린 “창조경제혁신센터” 개소식에서 ■■■ 전 대통령과 ■■■이 마주쳤고, ■■■ 전 대통령이 ■■■에게 면담을 요청하여 해당 면담이 성사되었으며, 해당 면담 시간은 5분에 불과하였다는 점에 대해 동의하고 있습니다.³⁹¹ ■■■ 행정관은 법원에서 자신이 2014년 8월/9월 메모를 작성하던 시점에 자신은 해당 2014년 9월 15일 면담에 대해서는 알지 못하였다고 증언하였습니다.³⁹²
- (b) **둘째**, 한국 법원의 판단내용에 비추어 볼 때, ■■■으로부터 받은 뇌물의 대가로서 본건 합병에 대한 정부의 지원, 또는 ■■■ 전 대통령과 ■■■ 간의 대가관계는 없었습니다. 법원 판결에 따르면, 2014년 9월 15일 면담에서 ■■■ 전 대통령은 ■■■에게 요청한 지원에 대한 대가로서 어떠한 청탁에 대한 약속도 하지 않았습니다.³⁹³ 나아가, 증거에 따르면, ■■■이 요구받은 경제적 지원을 제공하거나 이를 약속한 것은 모두 이미 본건 합병 표결이 이루어진 뒤에 진행된 2015년 7월 25일 ■■■ 전 대통령과의 후속 면담 이후였습니다.³⁹⁴ 청구인은 한국 대법원이 최근 증거로부터 그

³⁹¹ 예컨대, 서울중앙지방법원 2018. 4. 6. 선고 2017고합364-1 판결, **C-280**, 제44면 참조. “[하-이재용 독대 재구성] 1. 대구 창조센터에서의 ‘5분’”, *머니투데이*, 2017. 8. 9., **R-297** (2014. 9. 15. 5분간만 만났다는 ■■■의 증언을 언급하는 부분), 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017노2556 판결, **C-80**, 제121-122면 (2014년 9월 12일 또다른 단독 면담이 있었다는 특검 주장을 증거 부족으로 배척하였음) 참조.

³⁹² ■■■ 증인신문조서 (■■■ 서울중앙지방법원), 2017. 7. 25., **R-296**, 제9면 (“문: 증인은 2014. 9. 경 ■■■ 전 대통령과 ■■■ 피고인이 단독 면담을 한 사실을 알고 있었는가요. 답: 전혀 모르고 있었습니다.”), 제31면 (“문: 증인은 이 메모를 작성하거나 국민연금의 결권 관련 자료를 받아볼 당시에 삼성물산과 제일모직의 합병 계획이 있다는 말을 들은 적이 있나요. 답: 없습니다.”).

³⁹³ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도2738 판결, **R-178**, 제16면. 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결 (C-286에 대한 수정 번역본), **R-169**, 제30-31면 참조.

³⁹⁴ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결 (C-286에 대한 수정 번역본), **R-169**, 제112면; 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017조2556 판결, **C-80**, 제107면. 증거는 2015년 7월 25일 단독 면담에서 ■■■ 전 대통령이 그 전의 자신의 요청에 응하지 않았다고 ■■■을

존재를 추론할 수 있다고 판단하였다는 소위 “대가관계”를 지적합니다.³⁹⁵ 하지만, 해당 이슈를 충분히 검토한 법원들은 모두 대가관계가 존재하였다면 적어도 2015년 7월 25일자 면담(본건 합병 관련 표결 이후입니다)시 또는 그 이후에 비로소 형성되었으며, 본건 합병에 대한 주주 표결에 영향을 미치지 않았다고 판단하였습니다.³⁹⁶

- (i) 최근 █████ 전 대통령에 대한 파기환송심 재판에서 서울고등법원은 █████ 전 대통령이 2015년 7월 25일 █████과 만난 시점에 본건 합병이 이미 완료된 상태였으므로, 본건 합병(및 면담 전에 있었던 다른 사유) 및 문제되는 청탁 또는 뇌물 간에 어떠한 대가관계도 존재하지 않는다는 기존 판단을 유지하였습니다.³⁹⁷
- (ii) 나아가, 법원이 █████ 전 대통령이 경제적 지원을 받는 대가로 삼성 그룹의 승계 계획에 대한 지원을 제공하기로 결정하였다고 판단한 가장 빠른 날짜는 2015년 7월

질책하였음을 보여주고 있습니다. 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017노2556 판결, **C-80**, 제29면. 따라서, 국민연금은 2014년 9월 15일 면담 이후 2014년 11월 삼성중공업 합병에 찬성표결하지 않았습니다. 예컨대, “삼성중공업, 삼성엔지니어링 합병 무산”, *코리아헤럴드*, 2014. 11. 19., **C-8** 참조.

³⁹⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제91항 (대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도2738 판결 (█████), **R-178**, 제29면 인용).

³⁹⁶ 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962 판결 (파기환송심), **R-314**, 제 47-48면, 제102-103면. 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결 (C-286에 대한 수정 번역본), **R-169**, 제112면(“검사가 주장하는 개별 현안들 중 [...] 본건 합병은 AA센터 등에 대한 지원 요구가 있었던 2015. 7. 25. 단독 면담 당시 이미 해결되어 종결된 현안들로서 앞서 본 법리에 비추어 보면 위 현안들은 위 단독 면담에서 피고인의 요구 및 그에 따른 금품 제공과 대가관계에 있다고 볼 수는 없다.”) 참조. 청구인은 대한승마협회 전무 █████의 증인신문조서를 인용하며, 한국 정부와 삼성 그룹이 대가를 주고받은 이유가 “제일모직과 삼성물산하고 도움을 줘서 그렇다”는 점을 지적하고 있습니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 제169(a)(ii)항. █████은 이후 자신의 발언내용이 확인불가한 (또한 신뢰할 수 없는) 소문에 불과하였음을 확인하였습니다. █████ 증인신문조서 (█████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29., **C-512**.

³⁹⁷ 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962 판결 (파기환송심), **R-314**, 제47-48면. 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 (C-286에 대한 수정 번역본), 2018. 8. 24., **R-169**, 제38면 참조.

23일³⁹⁸이며, 이는 본건 합병 표결이 이미 이루어진 후였습니다.³⁹⁹

(iii) 최근 [redacted] 공소장은, 2015년 6월 24일 삼성 그룹 관계자들은 [redacted]의 승마훈련에 지원을 제공하겠다는 의사를 재차 밝혔다고 주장 하고 있습니다.⁴⁰⁰ 이것이 법원의 판단에 영향을 미치지 않습니다.

175. 또한, 청구인은 자신의 주장을 펼치기 위하여 그가“국민연금의 의결권 행사에 개입할 것인지’와 이 경우 국민연금의 투표 방향을 어떻게 ‘설정’할지에 관한 유·불리를 비교”하였다고 주장하는 청와대 내부 메모를 인용하고 있습니다.⁴⁰¹ 하지만, 해당 메모의 내용은 이와 다릅니다.

(a) 첫째, 메모를 통해 정부가 국민연금의 의결권 행사에 “개입”할 것인지를 고려하였다는 사실이 그러한 결정이 이루어졌음을 증명하는 것은 아닙니다.⁴⁰² 실제로, 이를 통해 알 수 있는 것은

³⁹⁸ 서울고등법원 2020. 2. 14. 선고 2019노1938 판결, R-311, 제37면.

³⁹⁹ 삼성 그룹의 승계 계획은 본건 합병에 한정되지 않습니다. 또한, 과거 환송 전 [redacted] 대통령에 대한 재판에서 서울고등법원은 (a) 삼성 SDS 및 제일모직의 증권시장 상장, (b) 본건 합병으로 인해 새롭게 구성된 순환출자구조를 끊기 위해 매도하여야 하는 주식 수의 최소화 및 (c) 삼성생명의 금융지주회사 전환에 대한 금융위원회의 승인에 대한 계획을 승계 계획의 일부로 인정하였습니다. 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, R-169, 제50면 참조.

⁴⁰⁰ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제56-59면. 또한, [redacted] 공소장은 “승마지원 약속에 따라 [redacted]를 거쳐 하달된 대통령의 지시”에 따라, [redacted] 본부장이 “전문위원회가 아니라 자신의 영향력 하에 있는 내부 투자위원회를 통하여 합병 찬성 결정이 내려지게 하기로 마음먹었다”고 주장하고 있습니다. 상동, 제56-59면. 물론 이는 아직 증명된 바 없으며, [redacted] 장관/[redacted] 본부장, [redacted] 및 [redacted] 대통령 형사재판에서 법원들은 해당 요청된 지원 및 본건 합병 간의 대가관계를 인정하지 않았습니다.

⁴⁰¹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제95항, 제96항.

⁴⁰² [redacted] 전 대통령에 대한 하급심 형사재판에서 서울고등법원이 대통령 비서실이 “적극적으로 본건 합병 관련 국민연금의 의결권 행사 과정에 관여”하였다고 판단한 것은 (재판박서면, 2020. 7. 17., 제104항 참조) 다소 애매모호한 점이 있습니다. 우선, 청구인이 “intervened”라고 번역한 한국어 (관여)는 “involved”가 보다 정확한 번역입니다. 어떠한 경우에도, 법원이 관여라는 단어를 사용한 것은 사실관계에 대한 독자적인 해석을 기반으로 하는 것이었습니다. 즉, 법원은 이러한 판단에 있어 현황에 대한 업데이트 및 보고서의 성격을 갖는 증거들을 인용하였으며, 개입이나 관여가 어떻게 그리고 어느 정도 있었는지에 대하여는 설명하지 않았습니다.

그때까지 정부가 어떻게 행동할지 대해 결정한 바가 없었다는 사실뿐입니다.

- (b) 둘째, 해당 메모가 정부가 국민연금의 의결권이 행사될 수 있는 여러 방식을 고려하였음을 보여준다는 사실이 국민연금의 투표를 이용하여 본건 합병을 지원하기로 하는 결정이 내려졌음을 입증하지는 않습니다. 실제로, 해당 메모는 본건 합병에 대한 장단점 및 각 투표 결과가 초래할 수 있는 비판을 설명하고 있으며, 이는 오히려 정부가 아직 본건 합병에 대한 찬성 또는 반대 여부를 결정하지 않았음을 보여주는 것입니다.⁴⁰³
- (c) 셋째, 해당 메모는 본건 합병 공식 발표 이후에 작성된 것이며, 따라서 이는 앞서 말씀드린 바와 같이 2014년에는 █████의 삼성 그룹 승계를 지원하기 위한 어떠한 대가관계도 성립되지 않았음을 보여줍니다. 만약 대가관계가 성립되어 있었다면 개입 여부 및 개입할 경우 그 방향성에 대해 메모를 작성하여 논의할 필요도 없었을 것입니다.⁴⁰⁴
- (d) 넷째, 무엇보다도 본 중재판정부에 제시된 증거에 따르면, 국민연금 투자위원회 위원들은 언제나 자신이 적절하다고

⁴⁰³ 또한, 해당 증거는 국민연금이 국가기관이었다면, 청와대가 국민연금 투표에 대한 “개입” 여부를 고려할 필요가 없었을 것이며, 그러한 표결에 대한 지시만 하면 되었을 것이라는 점에서 귀속에 대한 한국의 입장을 뒷받침합니다.

⁴⁰⁴ 실제로, 최근 █████ 공소장에 제기된 주장에 대해서도 동일한 논리가 적용됩니다. “대통령은 “2015. 6. 하순경 담당 비서실 등으로부터 삼성 그룹이 다수 물산 주주들의 반대로 인해 본건 합병 성사에 어려움을 겪고 있고, 이에 국민연금이 본건 합병에 찬성해 주기를 바라고 있다는 삼성 그룹의 입장을 보고받았다”는 의혹이 제기되고 있습니다. “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제57면. █████의 삼성 그룹 승계 지원을 위해 2014년 █████ 전 대통령과 █████ 간에 대가관계가 성립되었다면, 삼성 그룹은 국민연금이 본건 합병에 찬성해 주기를 “바랄” 필요가 없었을 것입니다.

판단하는 바에 따라 자유롭게 국민연금의 본건 합병에 관한 의결권 행사 방향을 결정할 재량권을 가지고 있었습니다.⁴⁰⁵

176. 청구인은 2015년 6월 26일 [redacted] 전 대통령이 “삼성물산-제일모직 합병 찬성 투표를 보장하기 위하여 청와대와 보건복지부를 거쳐 국민연금에 이르기까지 ‘적극적으로 본건 합병 관련 국민연금의 의결권 행사 과정에 관여’하라는 일련의 지시를 내렸다”고 주장합니다.⁴⁰⁶ 이러한 주장을 뒷받침하는 증거는 없으며, [redacted] 전 대통령이 이러한 지시를 누구에게든 내렸다는 증거 또한 전혀 없습니다. 무엇보다도, [redacted] 전 대통령이 본건 합병에 대한 찬성 투표를 확보하도록 누군가에게 지시했는지 여부는 중요하지 않으며, 중요한 것은 (그러한 지시에 따랐든 따르지 않았든) 실제로 이루어진 행위가 협정 위반에 해당하는지 여부입니다. 그러나 협정은 위반되지 않았습니다.

177. [redacted] 청와대 보건복지비서관이 특검에서 한 (청구인이 많이 인용하는)⁴⁰⁷ 진술에서 알 수 있는 사실은 “연금 업무 담당”이었던 [redacted] 청와대 행정관이 보건복지부와 수시로 연락을 주고 받으며 본건 합병과 관련된 국민연금의 진행상황에 대한 업데이트를 요청하여 이를 받았다는 것뿐입니다.⁴⁰⁸ 청구인이 인용한 증거 중 청와대 또는 보건복지부가

⁴⁰⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제456항, 제458항, 제471항. 아래 제225-227항, 제231-233항, 제225항, 제257-264항.

⁴⁰⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제104항.

⁴⁰⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제105a항, 제105c항, 제105d항.

⁴⁰⁸ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제105(e)항 참조. SK 합병의 경우와 마찬가지로, 청와대에 보고하는 것은 일상적이었고 때로는 당연한 것이기도 했습니다. [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., C-514, 제23면 ([redacted] 보건복지부 사무관이 기사화 될 가능성이 있다고 판단하여 SK 합병 관련 자료를 보내주었고, 관계부처가 언론 보도 등이 예상되는 사안에 관하여 청와대에 상황보고하는 것이 일상적이었으며 어찌보면 당연히 해야 하는 일임을 [redacted] 행정관이 확인함). [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 20., C-495, 제41면 (“당시 워낙 관심 있는 사항이었다고 생각이 됩니다. 그래서 당연히 누군가가 물어보면 상황 파악 정도는 하고 있어야 되기 때문에 자료를 요청했던 것 같습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., C-514, 제2-3면 (문: 당시 [redacted] 고용복지수석이 [redacted] 선임행정관을 불러 ‘최근에 삼성물산하고 제일모직 합병건이 매일 언론에 나오는데 아무런 보고가 없다. 한번 알아보고

개입한 결과 국민연금이 본건 합병에 대해 찬성 투표했다는 사실을 증명하는 것은 없습니다.⁴⁰⁹ 증거를 통해 알 수 있는 것은 기껏해야 청와대가 본건 합병에 대한 보고서를 수동적으로 받아보았다는 사실뿐입니다. 예컨대, [redacted] 행정관이 [redacted] 보건복지부 사무관에게 요청한 것은 본건 합병 관련 일정을 알아보고 알려 달라는 것이었습니다.⁴¹⁰ 이에 [redacted] 사무관이 [redacted] 행정관에 보고한 내용은 국민연금 투자위원회가 찬반 여부를 결정하는데 적용할 기준⁴¹¹과 그 시기뿐이었습니다.⁴¹² 청와대가 이러한 보고를 받은 후 적극적인 조치를

보고해라'라는 취지로 지시를 한 사실이 있는가요? 답: 예. 언론에 나고 있는 일반적인 상황과약을 해보라는 내용이었습니다.”).

⁴⁰⁹ 본건 합병 관련 상황 및 의사결정 일정에 대한 보고만을 보여주는 [redacted] (보건복지부)가 [redacted] (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 1., **C-396**; 보건복지부 국민연금재정과, “제일모직, 삼성물산 합병’ 관련 동향보고”, 2015. 6. 8., **C-397**; [redacted] (보건복지부)가 [redacted] (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 3., **C-400**; [보건복지부], “제일모직, 삼성물산 합병’ 관련 상황보고”, [2015. 7. 1.], **C-401**; [redacted] (보건복지부)가 [redacted] (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 3., **C-404**; [보건복지부], “제일모직, 삼성물산 합병’ 관련 상황보고”, [2015. 7. 1.], **C-405**; [redacted] (청와대)과 [redacted] (보건복지부) 간 문자메시지 기록, 2015. 6. 19. – 8. 9., **C-438**; [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., **C-514** 참조. 또한 한국은 청구인의 [redacted] 제2회 피의자신문조서, 2017. 1. 9., **C-488** 번역문에 이의를 제기합니다. 청구인은 14면을 “because the report was made in the direction to approve, I obviously knew that the Investment Committee was attempting to issue an approval decision regarding the Samsung C&T merger”라고 번역했습니다. 이 진술의 정확한 번역은 “[b]ecause the report was made in the direction to approve, I obviously assumed that the Merger was to be approved at the Investment Committee”입니다. [redacted] 제2회 피의자신문조서, 2017. 1. 9. (C-488에 대한 수정 번역본), 2017. 1. 9., **R-286**.

⁴¹⁰ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 14., **C-514**, 제23-26면 참조. [redacted] (청와대)과 [redacted] (보건복지부) 간 문자메시지 기록, 2015. 6. 19. – 8. 9., **C-438**, 제6439면 (“삼성물산 합병건에 대해 주요 주주별 입장이나 쟁점, 주총일정 등 자료 좀 본부에서 받아주세요.”).

⁴¹¹ 예컨대, 보건복지부 국민연금재정과, “제일모직, 삼성물산 합병’ 관련 동향보고”, 2015 참조. 6. 8., **C-397** (“기업가치에 긍정적이면 찬성, 기업가치에 부정적이면 반대.”).

⁴¹² 예컨대, 보건복지부 국민연금재정과, “제일모직, 삼성물산 합병’ 관련 동향보고”, 2015. 6. 8., **C-397** (“주주총회 (7.17)를 앞두고 기금운용본부 투자위원회 (7.8일 예정)에서 찬반 또는 의결권행사전문위원회 안건 상정 여부 결정.”).

취했다는 증거는 없습니다.⁴¹³ 한국이 반박서면에서⁴¹⁴ 지적인 바와 같이, 청구인은 당시에도 그리고 현재에도 국민연금 투자위원회 11명의 위원들에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 지시에 관한 어떠한 증거도 제시하지 않고 있습니다. 오히려 증거에 따르면 그들이 자의에 따라 표결했다는 사실이 일관되게 드러납니다.⁴¹⁵

178. 마지막으로, 청구인은 한국이 “국민연금의 의결권 행사에 대한 진행상황과 관련하여 ... 청와대와 보건복지부 간의 의사교환”이 있었음을 인정한 것은 청구인이 “국민연금의 본건 합병 표결에 관하여 ... 청와대와 보건복지부 사이의 연락에 대한 직접적인 증거를 제출하였음을 인정”한 것이라고 주장합니다.⁴¹⁶ 이는 변론과정에서 청구인이 사실을 왜곡하여 주장한 수많은 사례 중 하나입니다.
179. 한국은 청와대 행정관들이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향과 관련하여 그 상황에 대한 업데이트를 요청한 사실이 있다는 점에는 동의하나, 이것이 청와대가 투표 결과를 지시하고 통제한 것이라는 청구인의 주장을 뒷받침하지는 않습니다. 청와대나 보건복지부가 국민연금의 투표를 최종적으로 통제하였음을 입증하는 증거는 없습니다.

⁴¹³ 예컨대, █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 6. 23., C-390; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 6. 24., C-392; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 1., C-396; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 3., C-400; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 3., C-404; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 8., C-414; █████ (보건복지부)가 █████ (청와대)에게 보낸 이메일, 2015. 7. 8., C-417 참조.

⁴¹⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제428항.

⁴¹⁵ 하기 제225-227항, 제231-233항, 제255항, 제257-264항 참조.

⁴¹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제106항.

b. 보건복지부가 국민연금에 본건 합병 찬성을 지시했다는
청구인의 “2 단계”는 증거에 의해 뒷받침되지 않습니다

180. “2 단계”에서 청구인은 대한민국이 제출한 문서가 ■■■ 전 대통령과 청와대가 직접 또는 보건복지부를 통하여 국민연금으로 하여금 본건 합병을 찬성하도록 압력을 행사하였는지에 대해 자세한 설명을 제공한다고 주장합니다.⁴¹⁷ 청구인은 ■■■ 장관이 ■■■ 보건복지부 연금정책국장에게 “본건 합병이 성사되어야 한다”고 지시하였고, 이에 ■■■ 국장이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 대해 국민연금 “투자위원회에서 직접 결정하는 것이 필요할 것 같다”고 판단하고 국민연금 공무원들에게 그렇게 지시하였다고 주장합니다.⁴¹⁸
181. 이 단계에서 청구인이 제시한 증거는 희박하며 그 결론을 뒷받침하지 않습니다. 재반박서면의 어떠한 내용도 보건복지부가 국민연금에 본건 합병 찬성을 지시했다는 증거가 없다는 사실을 바꿀 수 없습니다.
182. 첫째, 본건 합병을 찬성하게 하라는 ■■■ 전 대통령의 지시가 보건복지부 또는 다른 어느 누구에게도 전달되었다는 증거가 없습니다.
- (a) ■■■ 장관/■■■ 본부장에 대한 재판에서 법원의 판단은 ■■■ 장관이 “본건 합병 안건에 대한 [국민연금의] 의결권행사 문제를 잘 챙겨보라”는 ■■■ 전 대통령의 지시에 대해 “알고 있었다”는 것뿐입니다.⁴¹⁹ 이는 본건 합병 찬성을 지시한 것이라고 할 수 없습니다. ■■■에 대한 최근 기소내용은 이를 다르게 표현하고 있으나 (“보건복지부장관 ■■■는 본건 합병이 성사될 수 있도록 도와주라는 대통령의 입장을 확인하였다”),⁴²⁰ 이는 혐의에

⁴¹⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제108항.

⁴¹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제108a-108c항.

⁴¹⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79 수정 번역본), R-153, 제37면 (강조 추가).

⁴²⁰ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, 오마이뉴스, 2020. 9. 10., R-316, 제56-59면.

불과하며, ■■■ 장관/■■■ 본부장 사건에서 법원은 ■■■ 장관이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 문제를 잘 “챙겨보라”는 지시에 대해 “알고 있었다”는 점을 확인하여 줄 뿐입니다.

- (b) 더 나아가, ■■■ 장관이 본건 합병이 승인되도록 하라는 ■■■ 전 대통령의 “지시”를 청와대로부터 들었을 것이라는 ■■■ 청와대 행정관의 추측은 말 그대로 추측에 불과합니다. ■■■ 행정관은 자신이 보건복지부 공무원들에게 지시를 내릴 위치가 아니었음을 확인한 바 있습니다. 또한 그는 ■■■ 전 대통령이 “삼성물산 합병 건에 대한 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라”는 지시만 내렸다고 주장하고 있는 ■■■ 전 대통령이 주재하는 수석비서관회의에 참석하지도 않았습니다.⁴²¹ 그는 “그 중요성을 감안할 때 대통령이 직접 ■■■ 장관에게 *다시 위 문제를 챙겨보라고 했거나*” 아니면 당시 수석비서관 중 한 명이 ■■■ 장관에게 말하게 했을 것이라고 추측할 따름입니다.⁴²² 이 추측마저도 국민연금이 본건 합병에 찬성하게 하라는 지시가 내려진 것으로 보기에 불충분합니다.

183. 둘째, 보건복지부가 국민연금에게 본건 합병에 찬성하도록 지시했다는 증거는 없습니다.

- (a) 청구인은 ■■■ 장관의 지시를 국민연금[이] 본건 합병을 찬성하여야 하는 것으로 이해하여 이에 국민연금 ■■■

⁴²¹ ■■■ 제2회 피의자신문조서, 2017. 1. 9., C-488, 제24면. ■■■ 증인신문조서 (■■■/■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 15., C-494, 제12면 참조 (“문: 본건 합병 건에 대해서도 ■■■ 수석과 보건복지부 장관인 피고인과 의견조율을 한 것인가요? 답: 저는 의견조율을 한 적이 없고, 윗분들은 제가 정확하게 말씀드리기가 어렵습니다. 그렇지만 만약에 그런 의견조율이 있었다면 윗분들이 하셨지 않았을까 그런 개연성은 있습니다.”).

⁴²² ■■■ 제2회 피의자신문조서, 2017. 1. 9., C-488, 제24면 (강조 추가).

본부장에게 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라고 지시하였다는 █████ 연금정책국장의 진술을 인용합니다.⁴²³ 이것이 증거를 통해 알 수 있는 내용의 전부입니다. 이는 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성하라는 지시를 받았음을 보여주지 않습니다.

(b) 청구인은 █████ 연금정책국장이 █████ 본부장에게 본건 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라고 지시한 것은 “본건 합병에 찬성 투표하라는 장관의 지시를 이행하기 위한 목적”이었다고 진술했다고 합니다.⁴²⁴ █████ 국장이 염두에 둔 목적이 무엇이었는지는 중요하지 않으며, 중요한 것은 █████ 국장이나 보건복지부 또는 청와대의 어느 누구도 국민연금 투자위원회 위원들은 말할 것도 없고 국민연금의 어느 누구에게도 본건 합병에 찬성하라는 지시를 내린 적이 없다는 것입니다.

(c) “장관의 지시가 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성하도록 할 의도로 국민연금에게 전달된 증거가 있음을 한국이 스스로 인정”였다는⁴²⁵ 청구인의 놀라운 주장은 사실이 아닙니다. 청구인이 이 주장을 뒷받침하기 위하여 인용하는 반박서면 제311항은 “설령 본건 합병 승인에 대한 지시가 있었다는 청구인의 주장이 증거에 의해 뒷받침된다 가정하더라도”라고 하고 있을 따름입니다.⁴²⁶ 청구인은 이 기재 내용을 무모할 정도로 왜곡하고 있으며, 한국은 존재하지도 않는 그러한 증거가 존재한다고 인정할 바 없습니다.

⁴²³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제108c(i)항 및 제108c(ii)항.

⁴²⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제108c(i)항.

⁴²⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제109항.

⁴²⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 각주 257 참조.

184. 셋째, 단순히 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 표결을 결정하게 하라는 것은 본건 합병이 승인되게 하라는 지시에 해당하지 않습니다.

(a) 입수된 증거에 따르면, 투자위원회가 본건을 먼저 판단하도록 하되, 투자위원회에서 결론을 내리지 못하는 경우에 전문위원회에 부의해야 한다는 것이 보건복지부의 지시였습니다.⁴²⁷ 달리 말하자면, 증거에 따르면 유일하게 지시된 내용은 국민연금 투자위원회가 먼저 모든 표결 대상 사안에 대해 판단해야 한다는 국민연금의 자체 규정을 따르라는 것이었습니다.⁴²⁸ 국민연금

⁴²⁷ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 장관/[redacted] 본부장 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., C-524, 제20면 (“문: 의결권 행사 지침에 따라서 투자위원회에서 책임감을 가지고 실질적으로 판단하고, 그래도 찬성, 반대가 안 되면 전문위원회로 보내라는 것이 복지부의 요구사항이었지요? 답: 7월 6일에 그렇게 말씀하신 것으로 기억합니다.”). 상동, 제19-20면 (“답: 기본 취지는 투자위원회에서 먼저 판단을 하고, 거기에 따라서 결론이 나지 않으면 의결권행사전문위원회에 올리는 것이 맞다는 취지로 말씀을 드렸습니다. [...] 답: 투자위원회 차원에서 하는 것이 아마 12명의 위원님들이 모여서 표결을 해서 결정하는 것이어서 저희가 인위적인 방향으로 할 수는 없었다라고 실무적으로는 생각했던 것 같습니다. 문: 아무리 장관이 삼성 합병에 찬성이라는 의중을 가졌다고 하더라도 실무진에서 투자위원회에서 찬성하라고 이야기할 수는 없다는 것은 잘 알고 있는 것 아닌가요? 답: 위원회에서 결정하는 사항이기 때문에 ... 문: 결국은 실무진에서 이야기할 수 있는 내용은 규정에 보다 충실하게 잘 따라서 책임 있게 결정해 달라, 그것이 실무진이 이야기할 수 있는 한계 아닌가요? 답: 예, 그렇게 생각합니다.”); [redacted] 피의자신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제113면 (“답: 심의하고 나서 결론이 나지 않으면 전문위원회로 가라는 취지였습니다. [...] 문: 막연하게 전문위원회로 먼저 보내버리지 말고 먼저 책임 있게 검토하고 되든 안 되는 그 다음에 전문위원회로 보내라는 취지이지요? 답: 예, 그렇습니다.”); [redacted] 자필 회의메모, 2015. 6. 30., R-271, RESP025269 (“전문위에 올릴지 말지 먼저 결정하지 말아라.”).

⁴²⁸ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 20., C-495, 제33면 (“문: 증인은 당시 규정상 투자위원회 결정을 먼저 거치는 것은 절차상 문제없다고 생각했겠지요? 답: 문제없는 게 아니라 당연한 절차입니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 20., R-289, 제53면 (“기본적으로 투자위원회에서 먼저 결정을 하는 것이기 때문에 투자위원회에서 결정이 먼저 이루어지고 하는 것이 [의결권행사지침에] 반한다 이것은 아닌 것 같습니다.”); [redacted] 피고인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제103면 (“문: 의 규정들을 종합하면, 연금기금의 의결권은 투자위원회에서 찬성이건, 반대건 우선 의결하고 그래도 찬성 또는 반대가 확정되지 않으면 전문위원회로 부의하라는 의미로 이해가 되고 있는데, 제가 했던 이 이해가 피고인이 생각하는 이해도하고 다른가요? 답: 같습니다. 문: 그러면 어떤 것이 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건인지를 판단하는 주체는 누구인가요? 답: 투자위원회입니다. 문: 의결권전문위원회로 보낼지 말지를 판단하는 주체는 누구인가요? 답: 여기에서는 투자위원회이고, [...]”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제45면 (“문: 그래서 저희가 보기에 의결권행사지침의 의미는

투자위원회 위원들은 여전히 본건 합병에 대한 결정을 전문위원회에 회부하기로 결정할 수 있었습니다.⁴²⁹

(b) 실제로, 반박서면과 이하에서 설명하는 바와 같이, 국민연금은 안건이 전문위원회에 회부되게 할 가능성을 더 높게 만든 “오픈식 표결 방식”을 채택하였고, 국민연금 투자위원회 위원들은 자신의 판단에 따라 표결할 자유가 있었으며 실제로 그렇게 했습니다.⁴³⁰

(c) 또한, 증거에 따르면, 보건복지부는 기금운용본부 담당자들에게 본건 합병에 대해 “판단을 내리고 반대할 지는” 국민연금이 결정할 사안이라고 이야기했습니다.⁴³¹

기금운용본부에 설치한 투자위원회에서 심의 의결을 해서 먼저 결정을 하고 그래도 찬성인지 반대인지 확정이 안 되면 그 다음에 전문위원회로 보내라는 것이 정확할 해석일 것 같은데, 제가 지금 이야기한 해석이 증인이 알고 있는 해석과 대치되는가요? 답: 그렇지는 않을 것 같습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., C-500, 제42면 (“문: 저희가 보기에는 의결권행사지침은 투자위원회에서 찬성이건, 반대건 의결을 먼저 하고 그래도 찬성 또는 반대가 확정되지 않으면 전문위원회로 부의해서 전문위원회가 결정하게 한다는 의미로 이해되는데, 제가 지금 이야기한 의결지침의 해석이 증인이 이해하는 것하고 다른가요? 답: 아니요, 다르지 않습니다.”).

429 위 각주 427 참조. 본건 합병에 대한 결정을 투자위원회가 내리는 한, 실제로 국민연금이에 대해 찬성 또는 반대로 표결하는지 여부는 보건복지부의 관심사항이 아니었다는 증거가 있는데, 그 이유는 보건복지부의 주된 관심사가 국민연금과 외부의 기구인 전문위원회가 본건 합병에 반대하면 더 큰 반대여론이 형성될 것이라는 데 있었기 때문입니다. [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 장관/[redacted] 본부장 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., R-299, 제23면 참조.

430 반박서면, 2019. 9. 27., 제162항, 제183(b)(iii)항, 제456항, 제458항, 제471항 참조. 아래 제225-227항, 제231-233항, 제255항, 제257-264항도 참조.

431 [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-508, 제46-47면 (“문: 증인은 2015. 7. 6. [redacted] 운용전략실장과 함께 세종에 있는 보건복지부에 가서 [redacted] 연금정책국장을 만났지요? 답: 예. 문: 이 회의에서 [redacted] 연금정책국장이나 [redacted] 국민연금재정과장 중 ‘삼성 합병이 승인되어야 한다’고 말한 사람은 없지요? 답: 네, 그걸 노골적으로 얘기한 적은 없습니다. [...] 답: 대화하는 중에 그는 우리가 결정을 내려야 한다는 취지로 ‘그게 입장이라면 승인할 수 있고, 아닌 경우라면 반대할 수 있다’고 말했습니다. 예컨대, [redacted] 리서치팀장이 시너지효과를 언급할 때에는 ‘그러면 승인하거나 반대할 수 있다’고 얘기했고, 부정적인 면이 언급됐을 때에는 ‘그러면 판단을 내려서 반대할 수 있다’고 말했습니다. 그러니까 궁극적으로 [redacted] 연금정책국장의 의견은 기금운용본부가 책임감을 가지고 스스로 결정을 내려야 한다는 것이었습니다.”). [redacted] 팀장과 [redacted] 사무관의 전화통화 녹취록 7건, 2017. 4.

185. 결과적으로, █████ 장관이 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하라는 지시를 █████ 전 대통령 또는 청와대로부터 받았다는 증거는 없으며, 그러한 지시가 보건복지부를 통해 이에 대해 최종적으로 표결한 국민연금 투자위원회 위원들에게 전달되었다는 증거도 없습니다. 심지어 특별검사도 국민연금 투자위원회 위원들에게 개별적으로 지시가 내려졌다는 취지로 주장한 바는 없습니다.⁴³² “대통령의 본건 합병 승인 지시가 이미 위원회를 통제하고 있는 이들에게 명확한 이상 각 위원들에 대한 지시가 불필요하다”는 청구인의 주장을 뒷받침하는 증거는 없습니다.⁴³³ 청구인은 그러한 대통령의 지시가 국민연금의 누구에게 전달되었다는 사실은커녕 그러한 지시가 존재한다는 증거도 제시하지 못하고 있습니다.
186. 청구인이 희망하는 바와는 달리, 한국법 위반을 증명하는 사실이 자동적으로 협정 위반을 증명하는 것은 아닙니다. 청와대가 유도했는지 여부와 상관없이, 보건복지부가 본건 합병을 승인하는 것이 한국 경제에 도움이 된다는 입장을 내부적으로 정했고 그러한 결과를 선호한 사실은 협정 위반을 구성하지 않습니다. 보건복지부 공무원들이 (█████ 본부장을 제외하고는 투자위원회 위원에 해당하지 않는) 국민연금 직원들에게 개별적으로 그러한 입장을 표명하였다 하더라도 협정 위반을 구성하지 않으며, 표결에 영향을 미치려는 의도가 있었다 하더라도 한국법 위반이 될지언정 협정 위반을 구성하지는 않습니다.
187. 본건 합병이 한국 경제에 미칠 수 있는 잠재적으로 중대한 영향력을 고려하면, 정부가 이에 대해 관심을 가지고 선호하는 표결 결과에 대한

18., C-333, 제12면 (“그니까 그러면 반대하면 되는 거잖아요? [...] 그니까 명, 명백하니까 반대하면 되잖아 ... 하지 않으니까 [...] 투자위원회에서.”).

⁴³² 예컨대, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79에 대한 수정 번역본), R-153, 제43-45면 참조.

⁴³³ 반박서면과 아래에서 보이는 바와 같이, 국민연금 투자위원회 위원들이 █████ 본부장의 압력에 굴복했다는 증거는 없습니다. 반박서면, 2019. 9. 27., 제456항, 제458항, 아래 제257-264항.

자체적인 입장을 정한 것은 당연한 것입니다. 실제로 청구인측 전문가 Milhaupt 교수는 그러한 행위가 수십 년간 한국의 관행이었다고 주장합니다.⁴³⁴ Milhaupt 교수에 따르면:

경제 성장을 위한 동업자 관계에서 생겨난 재벌과 한국 정부의 관계는 “공생”으로 가장 잘 표현될 수 있을 것 같습니다. 한국의 경제적 성공은 성장, 수출 및 고용의 엔진으로서 재벌에 대한 정부의 의존을 정당화하는 역할을 하였습니다. 이와 동시에 재벌들은 여러 가지 특혜적인 정부 정책, 저금리 대출, 과산으로부터의 보호, 제한된 경쟁 등의 이익을 얻었습니다.⁴³⁵

188. 그러므로 한국이 본건 합병에 대한 입장을 정하고 심지어는 이를 공개하였다는 사실은 당연한 것입니다. 국민연금 투자위원회 위원들이 자신의 판단에 따라 투표할 자유가 있었으며 실제로 그렇게 한 사실을 입증하는 증거가 있는 한, 이 모든 것은 협정 위반을 구성하지 않습니다.⁴³⁶

c. 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해 표결하게 한 것은 국민연금의 자체 규정에 따른 것이었기 때문에 청구인의 “3 단계”와는 무관합니다

189. “3 단계”에서도 청구인은 계속 (a) 보건복지부가 본건 합병에 대해 찬성 결정이 나도록 전문위원회가 아닌 투자위원회가 본건 합병을 결정하도록 계획하였고;⁴³⁷ (b) 보건복지부와 청와대가 국민연금의 본건 합병 투표에 관하여 계속 긴밀하게 의논하고 있었으며;⁴³⁸ (c) ████████ 운용전략실장이

⁴³⁴ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제2장 제A절 제1관.

⁴³⁵ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제34항 (인용 생략).

⁴³⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제456항, 제458항, 제471항 참조. 아래 제225-227항, 제231-233항, 제255항, 제257-264항 참조.

⁴³⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제112-114항.

⁴³⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제115-116항.

투자위원회가 본건 합병을 결정하는 것이 국민연금 의결권행사지침을 엄격하게 준수하는 것이 아닌지 갑자기 ‘생각이 들었다’는 이유로 인해 본건 합병에 대한 결정이 투자위원회에 회부되었다는 것은 설득력이 없으며;⁴³⁹ (d) 그 행위 당시에 청와대와 보건복지부 관계자들이 투자자-국가 분쟁 가능성에 대하여 수차례 연락을 주고 받았다는 점에 근거하여 한국이 자신의 부당 행위를 인지하고 있었다고 주장합니다.⁴⁴⁰

190. 이러한 주장들은 아무것도 증명하지 않습니다. 증거를 통해서 알 수 있는 것은 기껏해야 보건복지부 직원들이 전문위원회보다 투자위원회가 본건 합병을 지지할 가능성이 더 많다고 생각하였고, 국민연금의 자체 규정이 이 사안을 국민연금 투자위원회가 판단도록 한다는 것을 알았다는 것입니다. 또한, 전문위원회에는 투자위원회만이 안건을 회부할 수 있었기 때문에, 이러한 규정을 준수하는 것은 전문위원회를 “우회”하는 것이 아니었습니다. 그러므로 국민연금 투자위원회가 해당 사안에 대해 심의하고 표결한 것은 적절하였으며, 협정 위반에 해당하지 아니하였습니다.

i. 유일한 지시사항은 규정된 절차를 따르라는 것이었습니다

191. 증거를 통해 알 수 있는 한가지 사실은 보건복지부가 전문위원회 대신 투자위원회가 먼저 본건 합병에 대해 결정하도록 국민연금에 지시하였다는 것입니다.⁴⁴¹ 이는 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하도록 투자위원회가 결정해야 한다고 보건복지부가 국민연금에 지시하였음을 보여주지 않습니다.

⁴³⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제117-119항.

⁴⁴⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제120-121항.

⁴⁴¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제114항 (“ 장관은 삼성물산-제일모직 합병 결정이 전문위원회에 회부되어서는 안되고 투자위원회가 결정하여야 함을 확인하였습니다. 이후 국장은 이러한 장관의 지시를 전달하기 위하여 급하게 본부장과 그 밖의 국민연금 관계자들을 자신의 집무실로 호출하였습니다.”).

192. 재반박서면 제114(1)항에서 청구인은 ■■■■ 연금정책국장이 “■■■■ 본부장에게 분명하게 ‘장관님 지시사항이므로 투자위원회에서 합병안을 찬성해달라’고 지시”하였다고 서술합니다.⁴⁴² 이것은 명백한 증거의 왜곡입니다. 인용문은 ■■■■ 국장이 ■■■■ 본부장에게 실제로 한 말이 아니라 그가 실제로 한 말의 “의미”라고 그가 주장하는 내용입니다. 실제 증언 내용에 따르면, 그가 말한것은 “투자위원회에서 처리하는 것이 장관님의 의중”이라는 것뿐입니다.⁴⁴³ 그러므로 증거에 따르면 국민연금 투자위원회가 보건복지부 또는 청와대의 지시에 따라 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 결정했다는 점은 입증되지 않습니다.
193. 또한 그리고 무엇보다도, 보건복지부가 본건 합병에 대한 국민연금의 찬반 표결을 전문위원회가 아니라 투자위원회가 결정하기를 바란다고 국민연금에 말한 것은 추가 증거가 없는 한 협정 위반이 아닙니다. 실제로 투자위원회가 전문위원회에 회부할 재량이 있었다는 사실은⁴⁴⁴ 찬성 표결이 강제되지 않았다는 점을 증명합니다.

⁴⁴² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제114(1)항 (이탤릭표시 생략).

⁴⁴³ ■■■■ 증인신문조서 (■■■■/■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 22., **C-497**, 제32면 (“문: 당시 ‘투자위원회에서 처리하는 것이 장관님의 의중이다’라고 이야기했던 것은 ‘장관님 지시사항이므로 투자위원회에서 합병안을 찬성해 달라’는 의미였지요? 답: 예, 그런 의미였습니다.” (강조 추가)). ■■■■ 연금정책국장이 실제로 이런 말을 했는지 여부도 확실하지 않습니다. ■■■■ 본부장은 법정에서 ■■■■ 연금정책국장이 이런 말을 한 사실을 기억하지 못한다고 진술하였습니다. ■■■■ 피고인신문조서 (■■■■/■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., **C-511**, 제120면 (“문: 그러면 그날 회의에 ■■■■ 국장이 “삼성 합병을 투자위원회에서 하는 것이 장관의 뜻이다, 또는 장관의 의중이다”라는 이야기를 한 적이 있는가요? 답: 그 부분에 대해서는 아까도 말씀드렸습니다마는 ■■■■ 국장이 특검에 와서 그 이야기를 하기 전까지는 저는 장관님의 뜻인지 이 부분은 첫째는 기억이 나지도 않았고, 두 번째는 저희 조서 작성할 때 장관께서 지시를 하신 그런 기억은 확실하게 나지 않고, ‘장관께서 한 사실 없다. 다만 ■■■■ 국장께서 그런 표현을 했으니까 그렇게 표현하는 것은 제가 쓰겠다.”).

⁴⁴⁴ 예컨대, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제14-15면 (“(■■■■ 전임운용역): 4가지 중 단 한 가지도 7표 이상 득표하지 못하면 판단이 곤란한 것임. [...] (■■■■ 운용전략실장): 이번 안건의 중요성을 고려하여 의결권행사지침 상의 규정을 엄격히 적용하고자 함. 지침상 ‘찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 사안’인지 여부를 명확히 하기 위해 기명표결을 하고자 함. [...] 4가지 중 어느 하나도 과반인 7표 이상을 득표하지 못하면 ‘찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 사안’으로 간주하여 의결권행사전문위원회에 부의하고자 함.”); ■■■■ 증인신문조서 (■■■■/■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **C-499**; 제41면 (문: 세 번째로,

ii. 청와대와 보건복지부가 본건 합병과 관련하여 의사소통한 것은 상황상 자연스러운 것이었습니다

194. 2015년 7월에 보건복지부와 청와대가 본건 합병에 대한 국민연금의 표결 진행경과에 대해 연락을 나눈 것은 지극히 당연한 것이었습니다. 위에서 언급한 바와 같이, 청와대는 삼성 그룹 문제가 한국 경제에 중요한 것이고,⁴⁴⁵ 한국의 “삼성 의존도 절대적 수준”이며,⁴⁴⁶ 삼성 그룹의 매출이 한국 국내총생산의 4분의 1, 수출의 4분의 1, 채용증가인원의 36.7%, 시가총액이 한국 전체 주식시장의 약 30%를 차지한다는 사실을 인지하고 있었습니다.⁴⁴⁷ 청와대는 삼성 그룹의 불안정한 경영권 승계가 한국 경제에 입힐 수 있는 타격을 우려하여 삼성 그룹의 승계 문제에 관심을 가졌습니다. 다시 말하자면, 이 견해는 “재벌은 한국 경제에 너무나 중심적인 역할을 해오고 있기에 ‘대마불사’로 불리기도 합니다”라고⁴⁴⁸ 한 청구인측 전문가 Milhaupt 교수에 의해서도 확인됩니다.
195. 2015년 7월 위와 같은 문제들은 본건 합병에서 분명히 드러났습니다. 청와대와 보건복지부가 본건 합병을 주시하였던 것은 이러한 맥락에서 그랬던 것이며, 그 과정에서 서로 “긴밀하게 의논”한 것은 당연한 것입니다. 특히 청구인이 인용하는 이러한 “의논”의 증거는 청와대와

이와 같이 오픈식으로 4개 또는 5개가 됐을 때 아무래도 찬성 또는 반대하기가 곤란한 경우에 해당할 확률이 높아질 것이라는 생각도 했었지요. 답: 예, 했었습니다.”); [REDACTED] 진술조서, 2016. 11. 23., R-279, 제23면 (“[REDACTED], [REDACTED] 등은 당시에 표결기권을 한 것은 “의결권 전문위원회에 부의”하자는 의미였고, ‘주총에 불참하자는 것’은 아니었다고 하는데 어떤가요? 또한 [REDACTED] 팀장의 “중립” 의견도 표현만 달랐을 뿐 “의결권 전문위원회에 부의”하자는 의미였다는데, 어떠한가요? 답: 예, 그럴 수 있었다고 생각합니다.”); [REDACTED] 진술조서, 2016. 11. 23., R-280, 제8-9면 (“저희가 당시에 표결기권을 한 것은 ‘의결권 전문위원회에 부의’하자는 의미였고, [...]”) 참조. 위 각주 427 참조.

445 [REDACTED] 자필메모, C-585 (“삼성의 현안은 곧 우리 경제의 고민거리”).

446 [REDACTED] 자필메모, C-585.

447 [REDACTED] 자필메모, C-585 (“삼성 의존도 절대적 수준: 매출 GDP 1/4, 수출 1/4, 고용 채용증가인원의 36.7%, 시총 30%선”).

448 재반박서면, 2020. 7. 17., 제36항.

보건복지부 관계자들이 본건 합병 관련 상황 및 분석을⁴⁴⁹ 교환하였다는 사실만 보여줄 뿐이고, 그들이 국민연금 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록⁴⁵⁰ 압력을 가한 사실을 보여주는 것은 아닙니다.

196. 이러한 맥락에서 “한국 관계자들”이 “국민연금 표결 절차에 개입하고자 하는 대한민국의 계획이 한국 법령에 반하는지”⁴⁵¹ 를 고려했는지 여부는 본건과 관련이 없습니다. 증거를 통해 알 수 있는 것은 기껏해야 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 관해 투자위원회가 결정하도록 하는 국민연금에 대한 지시가 존재하였다는 것이고, 이 결정은 한국 법원이 판단한⁴⁵² 바와 같이 국민연금의 절차에 따라 이루어졌기 때문에 협정 위반을 증명하지 않습니다.

iii. [redacted] 운용전략실장의 증언은 국민연금 자체 지침이 준수되었음을 확인하여 줍니다

197. 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 심도있게 심의한 데는 [redacted] 운용전략실장이 이러한 접근법이 국민연금 지침에 더 충실한 것으로

⁴⁴⁹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제115a-115f항에 인용된 증거 참조.

⁴⁵⁰ 예컨대, [redacted] 증인신문조서 ([redacted] / [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 20., R-289, 제66-67면 참조 (“문: 증인은 청와대 [redacted] 행정관과 카톡 대화가 상당히 많고, 이메일도 직접 주고받고 전화도 자주 했을 것 같은데, 그런가요? 답: 예, 했던 것 같습니다. 문: 그렇게 하면 중요한 국가 현안 그리고 증인의 담당 업무가 있고, 또 유달리 청와대에서 이 업무는 뭐 알아달라고 자꾸 챙기는데, 그러면 [redacted] 행정관과 같이 근무도 했었으니까 ‘과장님, 위에서는 도대체 어떻게 생각하기에 자꾸 챙깁니까?’ 이런 이야기라도 한 번씩 할 것 같고, 사람이 반드시 단어를 들어야 이해하는 게 아니고 육감이라는 게 있어서 ‘이 사람 이렇게 생각하는구나’라고 느꼈을 텐데, 그런 느낌 없었는가요. 증인이 보기에 ‘청와대에서 찬성하기를 원하는구나’ 이런 느낌을 받은 적이 있는가요? 답: 제가 그런 느낌을 받은 사항은 없고, [redacted] 과장님도 원래 그런 것 말씀을 잘 안 하시는 편이신 것 같습니다. 제가 그렇게 ‘청와대에서 찬성 입장이다’ 이렇게 [redacted] 과장님이 이야기를 해가지고 제가 그렇게 느낌을 받은 적은 없었던 것 같습니다.”).

⁴⁵¹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제120항.

⁴⁵² 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-20, 제38면; “삼성중-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까”, *조선비즈*, 2014. 10. 22., R-69, 제43면.

판단하였다는 이유도 일부 있습니다.⁴⁵³ 청구인은 [redacted] 운용전략실장의 진술이 “편의적인” 것이며 자신이 “부정부패 사건에 밀접하게 관여”하였다는 사실에 영향을 받은 것일 수 있다고 비난하고 있습니다.⁴⁵⁴ [redacted] 운용전략실장이 위증을 하였다는 이 근거없는 비난은 무모하기까지 하며, 마땅히 무시되어야 합니다.

198. 실제로 [redacted] 운용전략실장이 본건 합병에 객관적으로 접근했다는 다수의 증거가 존재합니다. 그는 국민연금 투자위원회 위원으로서 본건 합병에 대해 투표권을 행사하지 않고 기권했으며,⁴⁵⁵ 국민연금 투자위원회 회의에서 삼성바이오로직스가 적정 합병비율 계산에서 과대평가된 점을 지적하였으며,⁴⁵⁶ 증거에 의해 입증된 바에 의하면 [redacted] 운용전략실장은 표결에 이르는 과정에서 국민연금 투자위원회가 본건 합병 안건을 결정하는 데 대해 회의적이었습니다.⁴⁵⁷
199. 그러나, 의결권행사지침을 보다 충실히 검토해 보면, 기금운용본부 책임투자팀이 하여금 권고를 하게 한 후 국민연금 투자위원회가 이를 고유의 의사결정과 같이 별다른 검토 없이 승인하도록 하는 것이 아니라,

⁴⁵³ 예컨대, [redacted] 증인신문조서 ([redacted] / [redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **C-499**, 제 76 면 (“일단 위원들한테 ‘찬성, 반대, 기권, 중립 아니면 표결기권을 선택을 하십시오’라고 해놓고 부서가 의결주문을 ‘의결권 전문위원회에 올립니다’라고 하는게 서로 앞뒤가 안 맞는다는 생각을 했던 것입니다. 문: 그래서 증인이 그렇게 하지 말라고 한것이지요. 답: 예. 그렇게 하지 말자고 이야기한 것입니다. 문: [...] 증인이 누군가로부터 지시를 받거나 압력을 받은 적이 있는가요? 답: 이렇게 만들라고 구체적인 안을 지시받거나 이런 것은 없고요 [...]”) 참조. 상동, 제 38 면 (“문: 증인은 특검에서 ‘개인적으로는 전문위원회에 상정하는 것이 맞다고 생각하였지만, 개인 의견을 의안에 반영하기보다는 무색투명하게 절차를 진행하려고 했던 것’이라고 진술하였지요? 답: 예. 그렇습니다. 문: 당시 실제로 그렇게 생각하였던 것 맞지요? 답: 예. 최대한 규정과 지침에 충실히 따르도록 하려고 했습니다.”).

⁴⁵⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 117 항-118 항.

⁴⁵⁵ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제 2 면

⁴⁵⁶ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제 7 면. [redacted] 증인신문조서 ([redacted] / [redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **C-499**, 제 20 면 참조.

⁴⁵⁷ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] / [redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **C-499**, 제 21 면; [redacted] 검찰진술조서, 2016. 11. 23., **R-281**, 제 9 면; [redacted] 제 2 회 검찰진술조서, 2016. 12. 17., **R-283**, 제 6-8 면.

투자위원회가 독자적으로 본건 합병 안건을 심의하도록 요구되었음이 객관적으로 분명합니다. 청구인이 다른 부분에서 인용하고 있는 특검 진술과 법정 진술을 제공한 다수의 증인들이 이를 확인한 바 있습니다.⁴⁵⁸

200. 청구인은 현재 이러한 해석이, ‘곤란한’ 안건은 반드시 전문위원회에서 ‘결정되어야 한다’고 규정한 기금운용지침에 배치된다고 주장하고 있습니다.⁴⁵⁹ 한국은 이에 동의하지 않습니다. 애초 기금운용지침은 청구인과 이증기 교수가 주장하는 기속적 표현 (“결정하여야 한다”)을 사용하지 않습니다. 한국은 아래 기재된 바와 같이 청구인의 번역문을 수정하여 기금운용지침에 대한 수정된 번역문을 반박서면과 함께

⁴⁵⁸ 예컨대, [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., **C-504**, 제 40 면 (“문: 증인은 위 지침들에 의할 때 의결권 행사에 있어서 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건인지 여부에 대해서는 누가 판단해야 된다고 생각하는가요. 답: 투자위원회가 판단을 하는 것이 문구상으로는 맞다고 전부터 계속 생각하고 있었습니다. 문: 또 ‘주식 의결권 행사 전문위원회에 결정을 요청할 주체는 누구라고 생각하는가요. 답: 투자위원회라고 알고 있습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., **C-508**, 제 59 면 (“약간 전문위원회 부의되는 경우가 표결기권이 6 표 이상 나오면 되는 경우도 있고, 어떤 것 하나도 과반이 안 나오면 전문위원회에 가기 때문에 상대적으로. 물론 똑같다고 한다면 확률상으로 좀 더 전문위원회로 부의될 가능성이 더 많이 열려 있는 것은 사실입니다. 그런데 특별한 의도를 가지고 그렇게 한 것은 아닙니다. 규정에 더 충실하였고 하다보니 만든 것이고, 그 결과물이 그렇게 나온 것입니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 8., **C-509**, 제 36 면 (“문: 그리고 준법감시실에서는 이러한 표결 방법이 규정에 위반되지 않는다고 확인해 주었지요? 답: 예. 문: 증인은 이러한 표결 방법이 2015 년 6 월 30 일 [redacted] 국장이 요구했던 투자위원회에서 결정시키기 위한, 전문위원회로 부의시키지 못하게 하기 위한 그러한 의사를 관철시키기 위한 방법이라고 생각해 본 적은 없는가요? 답: 그럴 수도 있겠지만 그렇게까지는 아니었던 것 같습니다. 그렇게까지 연결해서 생각하지는 않았습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-291**, 제 45 면 (“문: 저희가 보기에 의결권행사지침의 의미는 기금운용본부에 설치한 투자위원회에서 심의 의결을 해서 먼저 결정을 하고 그래도 찬성인지 반대인지 확정이 안되면 그 다음에 전문위원회로 보내라는 것이 정확한 해석일 것 같은데, 제가 지금 이야기한 해석이 증인이 알고 있는 해석과 대치되는가요? 답: 그렇지는 않을 것 같습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-292**, 제 30 면 (“예. 삼성 건을 그렇게 지침에 엄격하게 적용해서 한 것이니까, 사실 그전에 SK 같은 경우가 지침에 딱 부합된다고 판단하기는 어렵고 관례에 따랐던 것이고 삼성 건은 지침에 엄격하게 적용해야된다는 이야기가 있어서 그 부분의 해석이 적정한지 준법의 자문을 받고 지침대로 적용해서 진행했던 것으로 기억합니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., **C-507**, 제 28 면 (“문: 과거와 다른 표결방식이었지만, 지침에 위배되는 것이 아니라 준법감시인의 의견도 있었고 오히려 지침에 충실한 것이라는 [redacted] 실장의 설명이 타당했기 때문에 증인을 비롯한 위원들도 그러한 방식에 동의하고 그대로 진행된 것이지요? 답: 예, 맞습니다.”).

⁴⁵⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 118 항 c.

제출하였습니다. 청구인이나 이중기 교수는 이러한 번역 오류에 대해 언급한 바가 없습니다.

C-194	R-99
제 5 조 제(5)항 제 4 호: “국민연금기금 주식 의결권 행사 전문위원회는 다음 각 호의 사항을 검토·결정한다 (shall review and decide)....찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안”	제 5 조 제(5)항 제 4 호: “국민연금기금 주식 의결권 행사 전문위원회는 다음 각 호의 사항을 검토·결정한다 (reviews and decides)....찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안”
제 17 조 제(5)항: “의결권 행사는 원칙적으로 공단에서 행사하되, 공단에서 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건은 전문위원회에서 결정한다 (shall be decided).”	제 17 조 제(5)항: “의결권 행사는 원칙적으로 공단에서 행사하되, 공단에서 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건은 전문위원회에서 결정한다 (are decided).”

표 1: 기금운용지침의 선택 조항 번역본 비교

201. 무엇보다도, 청구인은 한국의 주장을 잘못 이해하고 있습니다. 한국의 주장은 의결권행사지침이 기금운용지침에 우선한다거나 기금운용지침이 적용되지 않는다는 것이 아닙니다. 한국은 국민연금 투자위원회가 해당 안건에 대한 지지 또는 반대 의사를 결정하기 “곤란하다”고 판단하는 경우 이를 전문위원회에 회부해야 한다는 점을 인정합니다.⁴⁶⁰

⁴⁶⁰ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 50 항 (“위 지침을 문언 그대로 해석하면, 동 지침은 국민연금 투자위원회로 하여금 안건에 대해 “심의”하도록 요구하며, 오로지 국민연금투자위원회가 해당 안건에 대한 찬성 또는 반대 여부를 판단하기 “곤란한” 경우(즉, 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항 및 기금운용지침 제 5 조 제 5 항 제 4 호에 따라, 특정 안건이 국민연금 투자위원회 위원들로부터 과반수 이상의 찬성 투표를 얻지 못하는 경우)에 한하여 전문위원회에 해당 안건에 대한 검토 및 결정을 요청할 수 있습니다.”) 참조 (강조추가). 한국측이 “삼성물산-제일모직 합병 표결이 과반수 찬성 투표를 달성할 수 있는 이상 국민연금 투자위원회가 삼성물산-제일모직 합병 투표를 결정하는 것이 적절하다”라고 주장했다는 청구인의 주장 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제 117 항 참조)은 악의적인 것입니다. 그러한 주장은 한국이 “특정 안건이 국민연금 투자위원회 위원들로부터 과반수 이상의 찬성 투표를 얻지 못하는”이라는 문구를 사용한 데 근거합니다. 한국은 본건 합병에 대한 “찬성”이 아니라 “특정 안건”에 대한 찬성을

202. 당사자들의 이 요건이 어떻게 충족되는지에 대하여 견해를 달리 하고 있습니다. 한국측 입장은 국민연금 투자위원회가 소집되어 안건을 심의한 후 투자위원회 위원들이 다수결로 결정할 수 없어 이를 결정하기 “곤란하다”고 판단해야 한다는 것입니다.⁴⁶¹ 이는 의결권 행사지침의 명확한 문언과 일치하며 기금운용지침과 전혀 배치되지 않은 상식적이고 올바른 이해입니다.
203. 청구인의 주장은 상식적이지도 직관적이지도 않습니다. 청구인은 “곤란한” 안건이란 논란의 여지가 있는 사회·정치적 측면을 포함하고 있다고 국민연금 투자위원회가 아닌 다른 곳에서 미리 결정해버린 안건이나 “‘중요한 의사결정’이 필요한 안건”(국민연금 투자위원회는 중요하지 않은 사안에만 적합한 것처럼)이라고 주장하고 있습니다.⁴⁶² 청구인의 주장에 따르면, 기금운용본부 책임투자팀이 어떤 안건이 “곤란하다”는 의견을 제출하는 경우 국민연금 투자위원회는 아무런 심의 없이 그 권고를 받아들여 해당 안건을 전문위원회에 회부하여야 하는 것입니다.⁴⁶³
204. 의결권행사지침이나 기금운용지침 모두 이와 같이 왜곡된 해석을 지지하지 않습니다. 위의 두 지침들은 한국측 주장을 뒷받침하고 있습니다. 두 지침 모두 국민연금 투자위원회가 안건이 “곤란하다”고 “판단”한 후 곤란한 안건을 전문위원회에 회부하기로 결정할 것을

의미한 것이었습니다. “찬성”이라는 문구는 단지 그것이 무엇이든간에 특정 안건에 대한 과반수 의결이 있었다는 것을 나타내기 위해 사용되었습니다.

⁴⁶¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 50 항 (앞 각주에서 인용됨) 참조.

⁴⁶² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 118 d(i)-(iii)항.

⁴⁶³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 421 항 참조, 여기에서 청구인은 “SK 합병의 사례에서는 투자위원회가 전문위원회에 회부하기 전에 합병안을 심의하지 않았는데, 투자위원회가 안건을 먼저 심의하는 것이 의결권행사지침을 더 바르게 해석하는 것”이라는 한국측 주장을 인정하고 있으나 이에 대해 해명하지 않았습니다. 청구인은 국민연금 투자위원회가 SK 합병 때와 마찬가지로 방식으로 본건 합병을 전문위원회에 회부했어야 한다는 입장입니다. 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 417-420 항 참조.

요구합니다.⁴⁶⁴ 물론 국민연금 투자위원회의 실제 심의는 이에 대한 전제가 될 뿐만 아니라 실제로 필요합니다. 실제로 의결권 행사지침은 “기금이 보유한 주식의 의결권은 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사된다”고 명시하고 있습니다.⁴⁶⁵

205. 더욱이, 청구인이 자신의 주장을 위해 인용한 특검과 법원 증인신문조서의 모든 진술은 모두 다른 증거와 배치됩니다.⁴⁶⁶

(a) 청구인이 인용한 국민연금 투자위원회 ████████ 위원의 진술, 즉 “곤란하다”의 의미가 “사회·정치적 논란”이 있음을 의미한다는 진술은,⁴⁶⁷ 그가 불과 그로부터 한달 전 특검에서 진술한 내용, 즉 국민연금 투자위원회의 과반수 의결이 없는 경우에만 본건 합병이 전문위원회에 회부되었을 것이라고 확인한 진술과 배치됩니다.⁴⁶⁸

(b) 전문위원회 위원인 ████████도 법원 증인신문에서, 의결권 행사지침 본문에 따라 국민연금 투자위원회가 사안이 “곤란한지” 또는 (그의 용어를 사용하자면) “중요한지”를 결정하여 전문위원회가

⁴⁶⁴ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28., (C-309에 대한 수정 번역문), R-57, 제 8조 제(2)항(“기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은 [...]”); 국민연금기금 운용지침 2015. 6. 9., (C-194에 대한 수정 번역문), R-99, 제 5조 제(5)항 제 4호 (“찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안 [...]”). 국민연금 투자위원회는 기금운용본부의 일부로, 국민연금기금 운용지침은 의결권행사지침에 의해서 시행되며, 의결권행사지침은 기금운용본부가 국민연금 투자위원회를 통해 “곤란한”사안을 “판단”하도록 규정하고 있습니다.

⁴⁶⁵ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28., (C-309에 대한 수정 번역문), R-57, 제 8조 제(1)항.

⁴⁶⁶ 여기에는 한국측 증인인 ████████의 관련 진술이 포함됩니다.

⁴⁶⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 118(d)(i)항.

⁴⁶⁸ ████████ 진술조서, 2016. 11. 23., R-280, 제 8-9면 (“결국 4명은 찬성하지 않았는데, 원래 2/3 찬성을 요건으로 하고 있기 때문에 1명이라도 찬성과 다른 의견을 제시하였으면, 의결권행사(안)은 통과하지 못하고 의결권 행사전문위원회에 회부될 수 밖에 없었을 것입니다. [...] 저희가 당시에 표결기권을 한 것은 “의결권 전문위원회에 부의”하자는 의미였고, 주총에 불참하자는 것은 아니었습니다.”). ████████은 필요한 “찬성”표 수에 대해 실수한 것으로 보입니다: 12명의 투자위원회 위원 중 7명이상이면 충분합니다.

결정하는 것임을 확인하였습니다.⁴⁶⁹ 그는 또 국민연금 투자위원회만 전문위원회에 안건을 부의하기로 결정할 수 있다는 기존 입장을 바꾸기 위해서는 본건 합병후에 의결권 행사지침을 수정할 필요가 있었다고 설명했습니다.⁴⁷⁰

(c) ■ 또한 안건을 전문위원회에 회부하는 것은 국민연금 투자위원회의 “재량”에 달려있다는 기존의 주장을 바로잡기 위해 본건 합병 이후 의결권 행사지침을 개정해야 했다고 검사에게 진술하였는 바,⁴⁷¹ 이는 ■ 전문위원회 위원장이 법원 증인신문에서 확인한 바와도 같습니다.⁴⁷²

206. 전문위원회 위원이자 한국측 사실관계 증인인 ■이 본건 합병이 전문위원회에 부의되어 결정될 것으로 예상했고 그러한 예상에 대한 나름의 이유가 있었던 것은 물론 사실입니다.⁴⁷³ 그러나, 그러한 개인적인 예상이 본건 합병의 결정 방법에 관한 의결권행사지침 규정에 우선하지는

⁴⁶⁹ ■ 증인신문조서 (■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-504, 제 44-45 면 (“답: [...] 사안이 중요하고 복잡하기 때문에 판단하기 힘들 것이라고 그렇게 봤다는 것입니다. 문: 이게 중요한 사안이라서 전문위원회가 결정해야 한다는 판단은 누가 해야 되는 것인가요? [...] 문: 전문위원회가 결정하여야 할 중요한 사안인지 여부는 누가 판단하는가요. 전문위원회가 판단하는가요 아니면 투자위원회가 판단하는가요? 답: 문구상으로 보면 투자위원회가 판단하도록 되어 있습니다.”).

⁴⁷⁰ ■ 증인신문조서 (■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-504, 제 40 면 (“문: 증인은 위 지침들에 의할 때, 의결권행사에 있어서 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건인지 여부에 대해서는 누가 판단해야 된다고 생각하는가요? 답: 투자위원회가 판단을 하는 것이 문구상으로는 맞다고 전부터 계속 생각하고 있었습니다. 문: 또 “주식 의결권 행사 전문위원회”에 결정을 요청할 주체는 누구라고 생각하는가요? 답: 투자위원회라고 알고 있습니다.”).

⁴⁷¹ ■ 검찰진술조서, 2016. 11. 28., C-459, 제 13-14 면 (“삼성 합병 사안에서 보듯이 투자위원회가 재량권을 남용할 수 있기 때문에 그런 부분을 원칙적으로 막는 것입니다 [...] 민감한 사안에 대해서는 전문위원회가 요청을 하면 반드시 회부를 하도록 해서 투자위원회의 재량권을 없애는 것입니다.”).

⁴⁷² ■ 증인신문조서 (■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29., R-293, 제 20 면 (“문: 증인은 2015년 7월 14일 전문위원회 회의 이후 ‘제도 개선안’을 마련하기로 결의하였지요? 답: 예, 맞습니다. 문: 그 ‘제도 개선안’의 내용의 요지는 무엇입니까? 문: [...] 투자위원회가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건을 전문위원회에 심의를 요청할 수 있다고하는 그런 재량권을 ‘요청해야 한다’로 하였습니다.”).

⁴⁷³ ■ 제 2차 증인진술서, 2020. 11. 13., RWS-2, 제 20 항.

않습니다.⁴⁷⁴ [redacted]은 그런 예상을 하면서도 실제로 어떻게 해서 국민연금 투자위원회가 안건을 전문위원회에 회부해 결정하게 되었는지 몰랐다고 설명하고 있습니다.⁴⁷⁵ 그는 국민연금 투자위원회가 안건을 결정할 책임이 있었다면 이를 철저히 심의해야 했다는 점을 인정하고 있습니다.⁴⁷⁶

207. 더욱이 [redacted]의 위 예상은 기금운용지침의 내용에 부합하지 않는 것으로 보이는 이해에 근거한 것이었습니다.⁴⁷⁷ 기금운용지침은 국민연금이 사회·정치적 현안과 같은 비경제적 고려사항에 근거하여 주주권 행사에 관한 결정을 하도록 허용하지 않습니다. 국민연금의 다섯 가지 운용 원칙은 오로지 거래의 경제적 측면만을 고려하며, 사회·정치적 요인은 언급하지 않습니다. 다섯 가지 원칙은 다음과 같습니다:

- (a) “가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다”는 점에서, 수익성의 원칙
- (b) “전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용되는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용하여야 한다”는 점에서, 안정성의 원칙
- (c) “국민연금의 기금 적립규모가 [...] 국가경제 및 국내금융시장에 미치는 파급효과를 감안하여 운용하여야 한다”는 점에서, 공공성의 원칙

⁴⁷⁴ 위 제 199 항 내지 제 204 항 참조, 국민연금기금 의결권행사지침을 인용하는 부분, 2014. 2. 28. (C-309 에 대한 수정 번역문), **R-57**, 제 8 조 제(2)항; 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 에 대한 수정 번역문), **R-99**, 제 5 조 제(5)항 제 4 호. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 47 항-50 항 참조.

⁴⁷⁵ [redacted] 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13, 제 19 항.

⁴⁷⁶ [redacted] 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13, 제 21 항.

⁴⁷⁷ [redacted] 검찰진술조서, 2016. 12. 28., **C-469**, 제 5-6 면.

- (d) “연금급여의 지급이 [...] 투자한 자산의 처분 시 국내금융시장 충격이 최소화되는 [방안]을 사전에 강구하여야 한다”는 점에서, 유동성의 원칙
- (e) “상기 원칙에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다”고 규정한 운용 독립성의 원칙.⁴⁷⁸

208. 의결권행사지침은 본건 합병 1년여 전인 2014년 2월 개정되었습니다.⁴⁷⁹ 제 4-2 조를 개정하여 “국민연금은 사회책임투자 요소를 고려하여 의결권을 행사한다”는 규정에서 “사회”라는 단어를 삭제하고, 의결권 행사 시 “환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소”를 고려하라는 규정에는 “장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여”라는 문구를 추가하도록 했습니다.⁴⁸⁰ 이 개정안에 대한 설명자료를 보면 국민연금이 의결권 행사에 “윤리적 책임”이나 “복지투자”를 고려할 필요가 없고, “장기 수익률 제고”를 위해 환경, 사회 및 기업지배구조 요인만 고려할 필요가 있다는 점을 확인할 수 있습니다.⁴⁸¹
209. 보건복지부의 ██████████ 사무관도 2015년 7월 만약 본건 합병을 전문위원회에 회부하는 이유가 “사회적으로 논란이 되는 사안”이기 때문이라면 “판단이 어려운 결정이 아니라 사회적으로 민감한 결정”을

⁴⁷⁸ 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194에 대한 수정 번역문), **R-99**, 제 4 조 (강조추가). 상동, 제 17 조 참조; 국민연금기금 의결권행사지침 (C-309에 대한 수정 번역문), 2014. 2. 28., **R-57**, 제 4 조 제(2)항 참조.

⁴⁷⁹ 국민연금기금 운용위원회, 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안), 2014. 2. 28., **R-246** 참조. 이 지침들은 반박서면, 2019. 9. 27., 제 55 항에서 설명된 바와 같이 2018년 본건 합병 후 다시 한번 개정되었습니다.

⁴⁸⁰ 국민연금기금 운용위원회, 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안), 2014. 2. 28., **R-246** (“제 4-2 조 (**책임투자**) 기금은 환경, 사회, 기업지배구조 등 **책임투자** 요소를 고려하여 의결권을 행사한다”에서 “제 4-2 조 (**책임투자**) 기금은 **장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여** 환경, 사회, 기업지배구조 등 **책임투자** 요소를 고려하여 의결권을 행사한다.”로 개정하는 안을 보여주는 부분 (원문 강조)) 참조.

⁴⁸¹ 국민연금기금 운용위원회, 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안), 2014. 2. 28., **R-246**, 제 95 면.

전문위원회에 회부하는 것으로 관련 규칙을 개정했어야 한다고 설명했습니다.⁴⁸² ■■■■■은 전문위원회가 국민연금의 중장기적 수익에 손해를 끼치면서까지 사회적·정치적 요소를 고려해서는 안됨을 확인하고 있습니다.⁴⁸³

210. 국민연금 투자위원회의 결정이 여전히 전문위원회에 안건으로 부의될 수 있었던 상황에서 국민연금이 전문위원회의 심리를 “우회”하였다고 비난하는 것은 적절하지 않습니다. 국민연금 투자위원회 위원인 ■■■■■ (국민연금 해외증권실장이기도 합니다)이 검찰에서 밝힌 바와 같이, 국민연금 투자위원회 위원들의 과반수 찬성을 얻지 못했다면 본건 합병 안건은 전문위원회에 부의되었을 것입니다 (이는 동시에 투자위원회 위원들이 본건 합병을 승인하라는 지시에 구속되지 않았음을 보여줍니다).⁴⁸⁴
211. 나아가, 증거에 따르면 의결권지침을 준수하기로 한 결정은 단지 적법한 절차를 따르라는 보건복지부의 요청만으로 추진된 것이 아니라 SK 합병 관련 결정에 대한 비판을 감안하여 이루어진 것으로,⁴⁸⁵ SK 합병은

⁴⁸² ■■■■■ 팀장과 ■■■■■ 사무관의 전화통화 녹취록, 2017. 4. 18., **C-333**, 제 13 면 (“그러니까 그러면 전문위원회를 아예 규정을 바꿔야죠. 판단이 어려운 경우가 아니고 판단이 사회적으로 민감한 경우, 이렇게 바꿔야죠. 그런데 지금은—”).

⁴⁸³ ■■■■■ 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제 7 항.

⁴⁸⁴ ■■■■■ 진술조서, 2016. 11. 23., **R-280**, 제8-9면 (“결국 4명은 찬성하지 않았는데, 원래 2/3 찬성을 요건으로 하고 있기 때문에 1명이라도 찬성과 다른 의견을 제시하였으면, 의결권행사(안)은 통과하지 못하고 의결권행사 전문위원회에 회부될 수밖에 없었을 것입니다...저희가 당시에 표결 기권을 한 것은 ‘의결권 전문위원회에 부의’하자는 의미였고, 주중에 불참하자는 것은 아니었습니다.”).

⁴⁸⁵ 예컨대, ■■■■■ 증인신문조서 (■■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제10면 (“그런데 그분들은 저희들하고 다르게 [...] 전문위원회 위원들은 판단기준이 상당히 달랐던 것 같습니다. 그래서 국민연금의 수익 관점이 아니고, 공정 관점, SK C&C를 많이 들고 있는 국민연금의 그런 상황을 고려하지 않고 단지 SK 주주한테 불리하다는 입장 때문에 반대를 하신 것 같았는데 사실 그것 때문에 좀 놀라기도 했고 [...] 전문위원회 꼭 넘어가는 것이 정답인 것인지 제가 잘 모르겠어서 ...”); ■■■■■ 포렌식 [자료] 인쇄물, 2015. 6. 25 -7. 20, **C-434**, 제1면 (“요번 합병 의결권 행사가 일각에서 제기되는 연금사회주의 빌미가 되어서는 큰 문제가 됩니다.”) 참조. 보건복지부 국장 ■■■■■은 “[연]금 [사]회주의”라는 표현을 사용한 것은 “[“불공정” 부분은 다른 건을 고려 요소로 보고 있는데] 그 당시 제 생각은 투자기금운용 원칙에 맞지 않는다고

의결권지침을 준수하지 않았다는 비판을 받은 바 있습니다.⁴⁸⁶ 청구인은 SK 합병 방식이 국민연금이 어떻게 해서든 따라야 하는 선례라고 끊임없이 주장하고 있지만,⁴⁸⁷ 이는 오히려 대중적 논란을 불러 일으킨 절차 위반의 산물이었습니다.⁴⁸⁸

iv. *ISDS (투자자-국가 간 분쟁해결) 청구 가능성에 대한 언급은 그 당시 상황을 감안할 때 한국이 민감하게 반응할 수 밖에 없었음을 보여줄 뿐입니다*

212. 마지막으로, 정부 관계자들이 본건 합병이 승인되는 경우 엘리엇 그룹이 ISDS 소송을 제기할 가능성에 대해 논의하였다는 사실은 어느 당사자가 소송 가능성을 논의했다고 해서 그 책임을 인정한 게 아닌 것처럼 어떠한 방식으로든 한국이 자신의 행동이 부당하다는 것을 알고 있었음을 입증하지 않습니다. 청구인은 이러한 점을 알면서도 그와 같이 주장하는 표리부동한 모습을 보이고 있습니다.

213. 이러한 논의가 이루어지던 당시에는 한국을 상대로 미국계 사모펀드인 론스타 (Lone Star)가 제기한 ISDS 청구에 대한 심리가 진행 중이었고,⁴⁸⁹

보았다”는 의미였다고 설명하였습니다. [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 12., **R-298**, 제25-26면 참조; [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 27., **C-518**, 제24-25면.

⁴⁸⁶ 예컨대, [redacted] 팀장과 [redacted] 사무관의 전화통화 녹취록, 2017. 4. 18., **C-333**, 제33면 (본건 합병에 대한 국민연금 투자위원회 회의가 있던 후 2일 뒤에 보건복지부 [redacted] 사무관이 기금운용본부 [redacted] 팀장에게 “과거에는 약간 그렇게 됐던 거가” 국민연금 투자위원회가 “3시간 넘게 심도 있게 토의”하여 “정상화” 되었다고 의견을 밝혔습니다) 참조.

⁴⁸⁷ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제230-232항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제420항 참조.

⁴⁸⁸ 예컨대, [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., **R-299**, 제23면 (“[그] 당시에, 기업지배구조원이나 다른 ISS는 전부 다 찬성했는데 연금이 반대를 했습니다. 그래서 매일경제에 ‘국민연금은 청개구리다’라는 비판을 받았습시다.”); “ISS도 SK합병 찬성했는데 국민연금만 나홀로 반대해”, *MK 뉴스*, 2015. 6. 24., **R-267**; “투자수의 외면한 채 SK 합병 반대한 국민연금”, *더벨*, 2015. 6. 25., **R-270**; “재계, ISS도 찬성한 SK 합병에 국민연금이 반대하다니”, *머니투데이*, 2015. 6. 24., **R-268**.

⁴⁸⁹ 예컨대, “한국 뉴스 종합: 론스타 사건 공판 단계로, 최소 다른 두개 투자협정 관련 청구 제기될 수도”, *IA Reporter*, 2015. 5. 18., **R-258** 참조.

청와대도 이 중재 절차를 예의 주시하고 있었습니다.⁴⁹⁰ 본건 합병에 반대하는 엘리엇 그룹의 입장을 보도한 언론 역시 한국을 상대로 또 다른 ISDS 청구가 제기될 가능성에 대한 추측성 기사를 보도하였습니다.⁴⁹¹

214. 따라서, 소송을 이익 추구의 방편으로 삼는 것으로 유명한 또 다른 미국 투자자 그룹인 엘리엇 그룹이 국민연금이 본건 합병에 반대하지 않는다면 소송을 제기하겠다고 명시적으로 위협하자⁴⁹² 한국이 다른 ISDS 청구 가능성에 대해 논의한 것은 당연한 것이었을 뿐만 아니라, 실제로 한국의 입장에서는 신중한 대응에 불과하였습니다.

d. 적정 합병비율 계산에 관한 청구인의 “4 단계”는 인과관계 또는 협정 위반을 성립시키지 않습니다

215. “4 단계”에서 청구인은 국민연금 리서치팀이 적정 합병비율 계산을 “조작”하였다는 주장을 계속하고 있습니다. 청구인은 국민연금 리서치팀이 적정 합병비율 계산을 두 차례 (2015년 6월 30일자 1:0.64의 중간값을 2015년 7월 6일에 1:0.39으로, 2015년 7월 10일에 재차 1:0.46으로) 수정하였으며, 이는 2015년 6월 30일 및 7월 6일에 회의가 개최된 것과 “공교롭게도 일치”한다고 주장합니다.⁴⁹³ 재반박서면에서 청구인이 제기한 주장에 따르면, 리서치팀 팀장 ██████가 위 두 차례 회의에 모두 참석하였고 “[보건복지부]는 두 차례 회의에서 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하라는 청와대의 지시를 전달하였다”는 것입니다.⁴⁹⁴

⁴⁹⁰ 예컨대, 정책조정수석, 비서실장 주재 수석비서관회의 결과, 2015. 5. 15., R-257 참조.

⁴⁹¹ 예컨대, “삼성-엘리엇, 본격 대결, ‘장기전 대비해야’”, *뉴데일리 경제*, 2015. 6. 17., R-266 참조.

⁴⁹² 예컨대, 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 금융감독위원회에 보낸 서신, 2015. 5. 29., C-184; 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 공정거래위원회에 보낸 서신, 2015. 6. 8., C-191 참조. 청구인 역시 바로 소송을 개시하였습니다. 임시주주총회 총회소집통지 및 결의금지 등 가처분신청, 2015. 6. 9., C-195.

⁴⁹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제124-127항.

⁴⁹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제125항.

216. 이러한 주장은 증거를 통해 입증되지 않았으며, 어떠한 경우에도 인과관계나 협정 위반을 성립시키지 않습니다.

(a) 첫째, 청구인이 제시한 증거는 ██████가 2015년 6월 30일자 회의에 참석하였다는 것을 입증하지 않습니다. 청구인이 2015년 6월 30일자 회의를 묘사하기 위해 인용한 단락에는⁴⁹⁵ ██████가 해당 회의의 참석자로 나타나 있지 않습니다.⁴⁹⁶

(b) 둘째, ██████가 참석했다는 증거가 없는 2015년 6월 30일자 회의 및 역시 ██████가 참석하지 않은 2015년 7월 6일자 회의에서 “본건 합병에 대한 찬성표를 확보하라”는 지시를 받았다는 점에 대한 증거는 없습니다. 청구인이 증거로 제시한 보건복지부 사무관 ██████의 증인신문조서에서 드러난 사실은 2015년 7월 6일자 회의에서 ██████와 다른 보건복지부 공무원들에게 본건 합병에 대한 표결이 전문위원회에서 결정되어야 한다는 설명이 이루어졌다는 것뿐입니다.⁴⁹⁷ ██████는 이어서 “그리고 나서 바로

⁴⁹⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제125항 (재반박서면 제108항 및 제114(b)항 인용. 재반박서면 제108항은 수정 청구서면 제107-109항 및 제210항을 인용하고 있으며, 수정 청구서면 제210항은 다시 수정 청구서면 제103항을 인용하고 있습니다) 참조.

⁴⁹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제108(c)항 (“█████ 국장은 2015년 6월 30일 보건복지부 국민연금재정과장 ██████ 및 국민연금 ██████ 기금운용본부장과 회의를 하였습니다. 국민연금 운용전략실장 및 국민연금 투자위원회 위원 ██████, 국민연금 준법감시인 ██████, 국민연금 준법감시인실 직원 ██████ 등 국민연금 ██████ 본부장의 팀도 회의에 참석하였습니다.”); 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제107항 (“2015. 6. 30. 보건복지부 ██████ 국장과 ██████ 과장 및 국민연금 ██████ 본부장이 모인 자리에서”); 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제103항 (“█████ 국장과 보건복지부 국민연금 재정과장 ██████은 2015. 6. 30. 국민연금 ██████ 본부장과 만났습니다”).

⁴⁹⁷ ██████ 증인신문조서 (█████/█████에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., C-524, 제4면 (“문: 증인은 2015. 7. 6. 15:00 경 복지부 사무실에서 ██████ 국장, ██████ 과장과 함께, 국민연금공단 ██████ 운용전략실장, ██████ 책임투자팀장, ██████ 리서치팀장으로부터 기금운용본부에서 삼성물산 합병 안전을 전문위원회에 부의할 예정이다. 이런 내용의 보고를 받았지요? 답: 기본적으로는 그날 온 것은 과장님께서 그 안건 내용에 대해서 삼성 합병 건 자체가 굉장히 어렵기 때문에 그것을 설명하러 온 것으로 제가 이해를 하고 있었고, 왔을 때 국장실로 가서 같이 설명을 들었고요. 그 설명을 듣는 과정에서 기금운용본부 ██████ 실장이 전문위원회쪽에 올리는 쪽이 좋겠다라는 의견을 피력한 것으로 기억하고 있습니다.”).

직후에 [] 피고인에게 그 사실을 보고하였다”라고 증언하였고,⁴⁹⁸ 또한 “[]가 그렇게 하자”, [] 장관이 자신과 [] 국장 및 [] 과장에게 본건 합병이 “슈어하게 성사되어야 한다”라고 말했다고 주장하고 있습니다.⁴⁹⁹ 이후에 이어진 [] 장관과의 회의에 []가 참석했다거나 이러한 취지의 메시지가 []나 다른 누구에게 전달되었다는 증거는 없습니다.

- (c) 셋째, 국민연금 리서치팀이 평가한 삼성물산과 제일모직의 가치 (이를 근거로 2015년 7월 6일에 적정 합병비율을 산정하였습니다)는 사실 본건 합병 발표 및 청구인이 주장하는 보건복지부로부터의 어떠한 지시를 받기 전에 국민연금이 실시한 가치평가 결과와 매우 유사하였습니다.⁵⁰⁰ 해당 증거는 국민연금이 청구인이 주장하는 어떠한 지시가 있기 전부터 이미 본건 합병에 찬성하는 입장이었음을 보여줍니다.⁵⁰¹

217. 이와 관련하여, 청구인은 []가 법령에 따라 정해진 본건 합병비율에 “문제가 있으며 삼성물산 주주들이 승인하기 위해서는 조정이 필요하다”라고 믿고 있었다고 추론합니다.⁵⁰² 청구인은 특히 []가 “합병관련 삼성물산 저평가 논란 해소 방안”이라는 제목의 문건을

⁴⁹⁸ [] 증인신문조서 ([]/[]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., **C-524**, 제4면 (강조추가).

⁴⁹⁹ [] 증인신문조서 ([]/[]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., **C-524**, 제4면.

⁵⁰⁰ 예컨대, 삼성물산에 대한 국민연금 보고서, 2015. 2. 13., **R-251**; 제일모직에 대한 국민연금 보고서, 2015. 3. 30., **R-256** 참조.

⁵⁰¹ 기금운용본부 주식운용실, “주요 그룹 지배구조 개편 가능성 점검”, 2014. 5. 15., **R-61**, 제 1면, 제12면; [] 증인신문조서 ([]/[]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., **C-508**, 제66면 (“[국민연금 리서치팀이 속한] 주식운용실은 전반적으로 찬성의 의견이었습니다. [...] 삼성 합병을 처음 공고하자마자 리서치팀에서 만든 보고 자료 같은 것이 있었는데, 그때부터 긍정적 입장을 가졌습니다.”).

⁵⁰² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제124항.

작성하면서, “합병 비율에 대한 직/간접적인 변경 외에는 저평가 논란을 해소하기 쉽지 않을 것”이라는 결론을 내렸다고 주장합니다.⁵⁰³ 이는 청구인의 부주의에 의한 잘못된 주장입니다. 이 문건은 청구인 스스로가 각주 385에서 인정한 바와 같이 ██████가 아니라 기금운용본부 책임투자팀장 ██████이 작성한 것입니다.

218. 따라서, ██████가 “국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 지시”를 받았으며,⁵⁰⁴ 2015년 6월 30일과 2015년 7월 10일 사이에 이루어진 적정 합병비율에 대한 변경이 그러한 지시에 따른 것임을 보여주는 증거는 없습니다.⁵⁰⁵ 청구인은 국민연금 리서치팀이 “제안된 합병조건에 대한 분석을 한 번도 작성한 적이 없었다”는 이유로 그 계산의 적절성을 의심하지만,⁵⁰⁶ (만약 조금의 연관성이라도 인정될 수 있다면) 오히려 이는 누구든지 그러한 평가를 처음 수행하는 경우에는 그 결과로서 다양한 수치가 산출될 가능성이 높다는 점에 대한 설명이 될 수 있습니다.
219. 실제로, (법정 공식에 따른 합병비율과 달리) “적정” 합병비율을 계산하는 경우 항상 주관적인 판단이 작용합니다. 한국은 그 반박서면에서 (a) ISS, KPMG 및 Ernst & Young은 본건 합병의 “적정” 비율을 1:1.21부터 1:0.41 및 1:1.61까지 광범위하게 분석하였으며,⁵⁰⁷ (b) ISS는 국민연금 리서치팀과 마찬가지로 본건 합병의 “적정” 비율을 1:0.95에서 1:1.21로 변경하였음을 지적한 바 있습니다.⁵⁰⁸ 이는 국민연금이 합병 비율을 변경한 것에 대한 비판을 약화시키는 사실들입니다.

⁵⁰³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제124항.

⁵⁰⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제125항 참조.

⁵⁰⁵ 그러한 지시가 없었다는 점은 ██████가 스스로 “합병비율이나 시너지 등을 합병에 유리한 방향으로 가져가고 싶다는 의중”을 가졌다는 사실에 의해 달라지지 않습니다. 예컨대, ██████ 특검 진술조서, 2017. 1. 9., C-487, 제7279면 참조

⁵⁰⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제126항.

⁵⁰⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제439항.

⁵⁰⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제439항.

220. 국민연금의 계산과 거의 유사한 외부의 합병비율 산정에 대한 청구인의 유일한 반응은 “‘외부 당사자’가 실제로 본건 합병의 경제성에 관한 “독립적인” 결론을 내렸는지에 대해서 의심스러운 점이 있습니다” 라는 것입니다.⁵⁰⁹ 그와 같은 의심의 여지는 전혀 없습니다. 청구인은 한국의 어느 한 증권 애널리스트가 본건 합병에 대하여 긍정적인 견해를 쓰도록 압력을 받았다는 근거 없는 주장을 자신의 음모론의 근거로 삼고 있습니다.⁵¹⁰ 해당 한국 증권회사가 여전히 본건 합병에 반대하는 보고서를 냈다는 점에서 문제되는 압력은 분명히 효과가 없었습니다.⁵¹¹ 따라서, 그런 압력이 없었더라면 본건 합병에 반대했을 그 애널리스트가 본건 합병을 지지하거나 본건 합병과 그 경제성에 대한 의견을 수정하도록 압력을 받았다는 주장은 증거를 통해 입증되지 않았습니다.⁵¹²
221. 끝으로, 청구인은 검찰과 법원에서의 다양한 진술들을 선택적으로 짜맞추어 국민연금 리서치팀이 적정 합병비율을 계산한 방식에 대하여 편견으로 가득 찬 그림을 그리고 있습니다. 그러나, 국민연금 리서치팀 팀원들이 합병비율 계산을 수정한 이유에 관해 어떠한 발언을 했는지는

⁵⁰⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제130b항.

⁵¹⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제130b항. 엘리엇 그룹이 본건 합병 전부터 상당한 시간을 들여 본건 합병에 반대하는 의견을 내도록 애널리스트들을 상대로 로비를 하였다는 점을 감안하면 이는 특이한 주장입니다. 예컨대, 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 Nicholas Maran이 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 James Smith 및 최준호에 보낸 이메일, 2015. 6. 4., **R-262**; 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 Nicholas Maran과 ISS의 개별 관계자들 간에 주고 받은 이메일들 및 뒤이어 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 Nicholas Maran, 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 최준호 및 Ipreo의 Justin Reynolds 간에 주고 받은 이메일들, 2015. 6. 4-15., **R-263** 참조.

⁵¹¹ 국회사무처, ████████ 정부의 ████████ 등 민간인에 의한 국정농단의혹사건 진상규명을 위한 제4차 국정조사특별위원회 회의록, 제346회 국회, 2016. 12. 6., **C-460**; 용환진 기자, “삼성물산 - 제일모직 합병 ... 증권사 20곳 “시너지 크다””, 한국 매일경제, 2015. 6. 21., **R-8** 참조.

⁵¹² 최근 공개된 ████████ 기소장에서는 한국투자신탁에 “합병 성사에 불리한” 두 항목은 제외하고 “합병 성사에 유리한” 두 항목만 분석보고서에 반영하여 발표하도록 요구하였다고 주장합니다. “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제45-46항. 이 혐의는 아직 입증되지 않았으나 어떠한 경우에도 공소장에서 애널리스트들이 본건 합병에 찬성하거나 반대하는 투자자들의 결정에 관한 전반적인 의견을 변경하였다고 주장하고 있지는 않습니다. 또한, 분석보고서에 반영된 합병에 유리한 항목들은 애초에 애널리스트 본인이 작성한 내용이었습니다.

중요하지 않습니다. 문제는 청구인이 적정 합병비율 계산에서 발생하였다고 주장하는 위법행위가 없었더라면 국민연금 투자위원회 위원들에게 다른 수치가 제시되었을 것이며, 이러한 다른 수치로 인해 투자위원회 과반수 위원들이 본건 합병에 반대하였을 것인지 여부를 청구인이 입증했는가입니다. 청구인은 이를 입증하지 않았으며 입증할 수도 없습니다.

222. 반박서면에서 설명한 바와 같이, (청구인이 조작되었다고 주장하는) 적정 합병비율의 계산에서 두 가지 가장 큰 변수는 (a) 삼성물산의 계열사들에 대한 주식 보유와 관련된 그 주식 가치평가에 대한 할인율과 (b) 삼성바이오로직스 주식을 보유하고 있던 삼성물산과 제일모직의 가치평가에 영향을 미치는 삼성바이오로직스의 가치평가였습니다. 반박서면에서도 언급한 바와 같이, 궁극적으로 이 두 가지 변수로 사용된 수치는 당시 시장 분석에 의해서도 뒷받침됩니다.⁵¹³
223. 실제로, 청구인은 궁극적으로 적용된 41%의 할인율과 6조 6천억원의 삼성바이오로직스 가치평가가 과대평가되었다고 주장하는 반면, 청구인이 그 대표이사를 본건 합병을 지지하라는 압력에 맞서 유일하게 본건 합병에 반대하는 외부 분석을 제시한 사례로 추켜세운 한화투자증권은⁵¹⁴ 50%의 할인율을 채택하고 삼성바이오로직스 가치를 8조 원으로 평가하였습니다.⁵¹⁵
224. 최근 공개된 [REDACTED] 공소장에서는 삼성 그룹의 일부 관계자들이 국민연금이 적정 합병비율을 정하기 위한 자료를 요구하자 국민연금에 조작된 정보를 제공하였다는 주장이 제기되었습니다.⁵¹⁶ 물론 이러한 의혹이 아직 입증된 것은 아니지만 이는 국민연금이 본건 합병비율을

⁵¹³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제440-442항 참조.

⁵¹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제130b항 .

⁵¹⁵ 한화투자증권, “제일모직과 삼성물산의 합병: 소액주주를 위한 투자전략 제안”, 2015. 6. 15., **R-101**, 제14면.

⁵¹⁶ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제 55면.

평가하기 위해 적절한 절차를 밟았다는 것을 보여주는 것이며, 설령 이것이 사실로 입증된다 하더라도 이는 국민연금 리서치팀의 계산에 사용된 조작된 정보는 한국이 아니라 삼성 그룹에 의한 위법행위의 결과임을 보여주는 것입니다.

225. 게다가, 한국이 반박서면에서도 설명한 바와 같이, 국민연금 투자위원회 위원들은 국민연금 리서치팀이 제공한 적정 합병비율과 시너지 산정 외에 본건 합병으로 인해 기대할 수 있는 이익도 고려하였습니다.⁵¹⁷ 예컨대, [redacted] 위원은 그들의 결정에 있어서 리서치팀이 작성한 합병 비율이 맞느냐 틀리느냐는 문제가 아니었다고 법정에서 증언한 바 있습니다.⁵¹⁸ 이러한 이익은 (청구인의 “5 단계”에 대한) 다음 장에서 자세히 설명하겠지만 국민연금 투자위원회는 17개에 달하는 삼성 그룹사들에 대한 국민연금의 대규모 투자 포트폴리오에 대한 영향도 고려하였습니다.⁵¹⁹ 청구인도 이 점을 부인하지 않습니다. 단지 청구인은 “투자위원회 회의록 상 [이에 대한] 내용은 거의 찾아볼 수 없습니다”라고만 하고 있습니다.⁵²⁰ 회의록에 그와 같은 내용이 거의 없다고 해서 투자위원회가 다른 경제적 요소들을 고려하지 않았다는 의미는 아니라는 점은 증거를 통해 확인할 수 있습니다. 즉, [redacted]은 그 증인신문조서에서 “[기금의 전체 포트폴리오에 이익이 되는가에 대한 문제]에 대한 언급이 많지 않았지만 투자위원들이 전문성을 가지고 충분히 이해했기 때문에

⁵¹⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제448항 (“또한, 기록에 따르면 국민연금 투자위원회 위원들이 삼성 그룹 기업지배구조의 변화, 본건 합병 발표 후 각 회사의 주가 인상, 삼성 그룹 전체 주가에 대한 영향 및 주식시장과 경제 전반에 대한 영향력 등 본건 합병으로 인해 예상되는 기타 이점들을 고려하였음을 알 수 있습니다.”).

⁵¹⁸ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제13면.

⁵¹⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제110항, 표 3 참조.

⁵²⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제129항.

그런 것이고, 그것이 중요하지 않아서 논의가 많이 안 이루어진 것은 아닙니다”라고 증언하였습니다.⁵²¹

226. 무엇보다도, 국민연금 투자위원회 회의의 공식 회의록에 해당 회의에서 논의된 사항들이 모두 반영되어 있지는 않다는 것이 청구인의 입장이기도 합니다. ⁵²² 투자위원회 위원인 ██████ 역시 그 증인신문조서에서 “회의록에 너무 축약 정리되어 있어서...”⁵²³ 라고 증언하고 있는데, 다시 말하자면 회의록에 위원회의 심의 과정이 전부 다 반영되어 있지는 않다는 의미입니다.

227. 증거에 따르면 국민연금 투자위원회 위원들이 청구인이 문제 삼는 적정 합병비율과 시너지 효과 계산 이외에 다른 요소들에 근거하여 본건 합병에 찬성 표결하였음은 여전히 부인할 수 없는 것입니다.⁵²⁴

e. 청구인의 “5 단계”는 국민연금 투자위원회 위원들이 시너지의 계량화가 본질적으로 추측에 불과하다는 점을 인식했다는 증거를 무시하고 있습니다

228. 청구인은 “5 단계”에서 국민연금 리서치팀이 “본건 합병비율로 인해 입게 될 손해를 상쇄시키는 데 필요한 ‘시너지’ 효과를 역산”한 후 국민연금 투자위원회에 해당 금액 (2조원)을 제시하였다고 주장합니다. 청구인은 이 계산이 2015년 7월 10일에 있었던 국민연금 투자위원회 심리에 “결정적인 영향”을 미쳤다고 주장합니다.⁵²⁵ 청구인의 주장을 다루기 전에, 한국은 청구인의 주장이 국민연금 리서치팀이 본건 합병에 따른 손해를 시너지 효과로 상쇄하는 데 필요한 금액을 이용하여 본건 합병으로 인해

⁵²¹ ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502, 제 54면.

⁵²² 재판박서면, 2020. 7. 17., 제168b항 참조.

⁵²³ ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제 43면.

⁵²⁴ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-20, 제 44면도 참조.

⁵²⁵ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제131항, 제133-135항.

실제 발생하는 시너지를 역산하였다는 취지로 이해하고 있음을 명확히 하고자 합니다.

229. 한국이 그 반박서면에서 설명하였듯이, 국민연금 리서치팀이 “역산”을 통해 2조원의 시너지 효과를 도출해 냈는 지 여부는 본 협정상의 청구와 무관합니다. 문제는 청구인이 문제 삼는 계산상의 부적절성이 없었다면 국민연금 투자위원회 위원들 과반수가 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 점을 청구인이 증명했는지 여부입니다. 청구인은 여전히 이 점을 입증하지 않았으며 입증할 수도 없습니다.

230. 실제로, 반박서면에서 입증되고 재반박서면에서 반론이 제기되지 않은 바와 같이 국민연금 투자위원회 위원들은 시너지 효과가 추정치일 뿐임을 인식하고 있었기에 자신들의 표결에 있어 그러한 계산에 의존하지 않았습니니다.

i. 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들이 제시된 시너지 효과 수치에 대해 이의를 제기하였음을 지속적으로 무시하고 있습니다

231. 청구인은 2015년 7월 10일자 국민연금 투자위원회 회의록에서 위원들에게 국민연금 리서치팀의 계산이 제시된 부분을 강조하고 있습니다.⁵²⁶ 이에 있어 청구인은 해당 회의에서 시너지 계산에 대해 위원들이 몇 가지 이의를 제기한 사실에 대해서는 유독 확연히 침묵하는 모습을 보이고 있습니다.⁵²⁷

(a) █████은 시너지 수치가 위원회의 결정에 미친 영향에 대해 “저는 말씀드린 대로 [█████ 리서치팀장의] 그런 설명들이 현실성이

⁵²⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제137a-137e항.

⁵²⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제447-448항, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 제11-12면 (“주식운용실의 자료는 시너지 효과를 너무 낙관적으로 보고 있는 것이 아닌지?”) 인용. █████, 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., C-428, 제4면 (“█████: 근본적인 문제, 밸류에이션은 미래가치를 현재시점에서 평가하는 것으로 한계가 있는 점이 있음. [...] █████: [...] 시너지 효과를 너무 낙관적으로 보고 있는 것이 아닌가 싶은데 [...]”)도 참조.

떨어지는 얘기들이 아닌가 의심을 했기 때문에 표결기권을 했던 것입니다”라고 증언하였습니다.⁵²⁸

(b) █████은 법정에서 그가 시너지 효과가 “추정치로 완벽할 수는 없[음]”을 알고 있었다고 증언하였으며, 회의에서 국민연금 투자위원회 위원들이 “█████ 팀장이 제시한 시너지 효과에 대해서 투자위원들이 이를 그대로 믿기보다는 많은 반론을 제기하기도 하였[음]”을 확인하였습니다.⁵²⁹

(c) █████은 “[...] 시너지라는 것이 수치화되기 어렵다는 것은 당시 투자위원들은 다 아는 사실”이었음을 증언하였습니다.⁵³⁰

(d) █████은 법정에서 자신이 시너지 효과 2조 원 이상이 확실하다는 생각으로 찬성한 것이 아니며, 시너지 효과 예측치가 실제 현실화되어서 주주가치가 증대할 것으로 볼 것인지 말 것인지에 대한 판단은 자신과 다른 위원들이 직접 판단해야만 했다고 증언하였습니다.⁵³¹

(e) █████ 역시 법정 증언에서 시너지 수치가 정확하지 않을 수 있다는 가능성을 고려하였음을 확인한 바 있습니다.⁵³²

⁵²⁸ █████ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제18면. █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., C-500, 제26면 (“문: 당시 증인이 합병에 찬성한 이유는 단순히 █████가 언급했다는 시너지 2조원이라는 말에 혹한 것이 아니라, 이러한 국민연금의 삼성 그룹 주식에 대한 포트폴리오에 관한 토론과 논의까지 모두 검토한 결과이지요. 답: 그 두 가지 부분을 동일한 비중으로 제가 고려했다고 말씀드렸습니다.”)도 참조.

⁵²⁹ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502, 제35면, 제51면.

⁵³⁰ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제35면.

⁵³¹ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제31-32면.

⁵³² █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-292, 제27면.

(f) █████의 법정 증언도 그가 국민연금 리서치팀의 시너지 계산을 그대로 받아들이지 않았으며, 국민연금 리서치팀이 시너지 효과 계산을 위해 적용한 매출증가율이 현실적인지 여부를 독립적으로 평가하였음을 보여줍니다.⁵³³

232. 또한, 청구인은 국민연금이 국민연금 투자위원회에 제시한 광범위한 시너지 효과 중 시너지 계량화의 중요성을 과장하고 있습니다. 예컨대, 청구인은 국민연금이 2015년 7월 10일자 회의에 앞서 투자위원회가 검토할 수 있도록 작성한 상세 분석 보고서가 시너지 효과라는 것에 한계가 있을 수 있음을 강조하는 반대주장을 제시한 점을 간과하고 있습니다. 특히, 이는 사업 포트폴리오가 서로 다른 삼성물산과 제일모직의 합병 시너지 여부에 의문을 제기하며, 본건 합병이 이러한 시너지를 달성할 유일한 방법인지 의심된다고 보고하였습니다.⁵³⁴ 또한, 동 보고서에는 본건 합병 시너지에 대해 의문을 제기한 ISS 및 한국기업지배구조원의 의견도 포함되어 있었습니다. 예컨대, ISS 분석 발췌 부분에는 “경영진이 제시하고 있는 합병 시너지와 합병 이후 매출 및 수익 예상치가 구체적이지 않고 과도하게 낙관적임”이라고 명시되어 있습니다.⁵³⁵

233. 위원들의 진술은 위원들이 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향에 대한 표결 시 국민연금 리서치팀이 조작했다는 시너지 효과를 받아들였다는 주장을 근본적으로 약화시킵니다. 증거에 따르면, 국민연금 리서치팀이 계산한 합병비율과 시너지 효과 이외의 요소들이 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결을 하여야 한다는 국민연금 투자위원회의 과반수 찬성의 근거를 제공하였음이 분명합니다.

⁵³³ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., C-500, 제48-49면.

⁵³⁴ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-127, 제12면.

⁵³⁵ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-127, 제19면.

- (a) █████은 자신이 본건 합병에 찬성하게 된 “가장 큰 이유”가 “삼성 ... 주식을 국민연금이 상당히 다수, 전체적 주식 포트폴리오 4분의 1을 가지고 있는 상황”이었고, 본건 합병이 “기금의 장기적 주가에 좋은 영향을 줄 수 있을 것”이며, “반대로 무산된다면 그런 것들이 지연되면서 전체적으로 단기적으로는 주가 손실이라든지 장기적으로는 성장 동력 상실이라든지 이런 이슈가 발생할 수 있을 것”이며, 이를 “상당히 중요하게 생각”하였기 때문이라고 증언하였습니다.⁵³⁶
- (b) █████는 시너지 효과가 자신이 고려한 “여러 가지” 고려요인 중 “하나”였다고 증언하였습니다.⁵³⁷ 그는 검사에게 “국민연금의 포트폴리오에서 삼성물산, 제일모직 외에도 삼성전자 등 삼성 그룹이 차지하는 비중이 컸[으며],” “삼성 그룹 전체로 봤을 때 이번 합병으로 인해 향후 얻을 수 있는 시너지 효과가 더 크다고 판단이 되어 찬성 의견을 표시했던 것”이라고 하였습니다.⁵³⁸

⁵³⁶ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., C-500, 제50면.

⁵³⁷ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제22면 (“문: 증인도 █████ 팀장의 이러한 발언으로 찬성 여부 결정할 때 영향을 받았는가요. 답: 다른 부분도 고려했지만 그 부분도 고려요인의 하나였습니다. 문: 고려요인이 여러 가지가 있다고 하였는데, 시너지 효과가 그 중의 하나 정도인가요, 아니면 상당히 그래도 큰 비중을 차지했던 것인가요. 답: 그 중의 하나였던 것 같습니다.”).

⁵³⁸ █████ 진술조서 (서울중앙지방법검찰청), 2016. 11. 23., R-278, 제5면, █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제23면 (“문: 증인은 █████ 팀장의 시너지 효과에 관한 설명을 듣고 삼성물산 합병 건이 성사되는 것이 국민연금공단에 이익이 될 것이라는 판단 하에 삼성물산 합병 건에 대하여 찬성한 것인가요. 답: 아닙니다. 전체적으로 여러 가지 요인들을 고려해서 의사결정을 했습니다. [...] 답: SK 때는 [...] 찬반을 한 것이 아니고 소관부서에서 전문위로 부의를 하겠다고 해서 거기에 대해서 제가 동의를 표했던 것입니다. 삼성물산, 제일모직 건은 의결권전문위로 부의하지 않고 투자위원회에서 일차적으로 판단을 해 본 뒤에 과반수가 안 나오면 전문위로 부의하겠다고 소관부서에서 그렇게 제안을 했기 때문에 거기에 대해서 일차적으로 투자위원회에서 판단한 것이고, 저는 삼성물산하고 제일모직이 어떻게 보면 합병에 따른 기업가치 제고효과와 미래가치의 긍정적인 측면, 또 하나는 저희가 삼성물산과 제일모직을 거의 같은 금액으로, 같은 비중으로 투자를 하고 있었기 때문에 그런 부분들도 고려가 되었고, 또 하나는 삼성물산, 제일모직뿐만 아니라 삼성전자 즉, 삼성 그룹 주식이 저희 전체 포트폴리오에서 차지하는 비중이 대략한 4분의 1, 한 23-24주였던 것으로 기억합니다. 그래서 전체 포트폴리오에서 삼성 그룹에 어떻게 보면 저희가 실질적인, 워낙 많이 포트폴리오 투자를 하고 있었기 때문에 그런

- (c) [redacted]은 법정 증언을 통해“합병이 성사되었을 경우와 무산되었을 경우 각 어떤 영향이 있을지에 대해서 비교를 하는 것”이 “[본건 합병에 대한] 가장 중요한 판단 기준”이었음을 확인하였습니다.⁵³⁹ 그는 자신이 본건 합병에 찬성한 이유가 “국민연금공단이 보유한 삼성물산 주식만이 아닌 제일모직, 더 나아가 삼성 그룹 계열사 주식까지 모두 고려한 전체 포트폴리오를 기준으로 봤을 때 반대하는 것이 기금에 손실일 더 크다”고 생각했기 때문이며, “삼성물산은 삼성의 핵심사업인 삼성전자, 주요 금융사, 바이오 사업 부문에 대한 지분을 모두 보유하게 되어서 사실상 삼성 그룹의 핵심계열사로서 지주회사의 역할을 할 수 있을 것”이라는 전망이 “큰 고려 요소였다”고 확인한 바 있습니다.⁵⁴⁰
- (d) 회의 전 국민연금 투자위원회 위원들에게 배부된 자료에 따르면, 위원들은 본건 합병과 그와 연계된 삼성 그룹의 지주회사구조로의 전환에 따라 잠재적으로 2020년까지 삼성물산 주주들에 대한 배당금 지급이 21%~30% 증가할 것이라는 예상을 고려하였습니다.⁵⁴¹

234. 위원들은 자신의 결정에 있어 산정된 시너지 효과 이외에도 많은 요소들을 고려하였으므로, 삼성 그룹 관계자들이 본건 합병으로 야기되는 예상 시너지 효과에 대한 조작된 자료를 국민연금에 제공하였다는 최근 [redacted] 공소장의 공소사실⁵⁴²로 이러한 입장이 달라지는 것은 아닙니다.

관점에서 보면 찬성에 따른 미래의 긍정적인 기업가치 제고를 판단해서 의사결정을 하게 되었습니다.”).

⁵³⁹ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 장관/[redacted] 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제14면.

⁵⁴⁰ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 장관/[redacted] 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제17면.

⁵⁴¹ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-127, 제9면, 제12면.

⁵⁴² 예컨대, “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제41면, 제57-59면.

ii. 한국 법원들이 시너지 효과의 “조작” 또는 “역산”이라고 판단한 기초사실이 협정상의 위반을 초래하는 것은 아닙니다

235. 실제로, 한국 법원들이 시너지 효과의 “조작” 또는 “역산”에 해당한다고 판단한 기초사실을 분석해 보면, 이를 통해 협정상의 위반이 성립될 수 없음이 명백해집니다.
236. 국민연금 리서치팀이 산출한 시너지 효과는 특정 값을 놓고 그에 기반하여 만들어졌다거나 근거 없이 산정된 것이 아니라는 점에서 “조작”된 것이 아닙니다. 즉, 그 수치는 국민연금 리서치팀이 본건 합병으로 국민연금에 초래될 잠재적 단기 손실을 예상한 후, “민감도 분석”을 통해 필요한 시너지 효과 창출에 필요한 10% 매출 증가가 합리적으로 달성 가능하였으므로 예상 단기 손실을 상쇄하는 데 필요한 시너지 효과가 달성 가능하다고 판단한 과정을 통해 산출된 것이었습니다.⁵⁴³
237. █████ 장관/█████ 본부장에 대한 재판에서 법원이 “조작”이라는 판단을 한 근거는 국민연금 리서치팀의 시너지 산정이 회사의 상황을 분석하여 매출이 10% 증가할 것이라는 판단을 한 것에서 출발하지 않고 2조 원의 시너지 효과를 산출하라는 지시로부터 출발하였다는 점이었습니다.⁵⁴⁴

⁵⁴³ 따라서, 민감도 분석이 마이크로소프트 엑셀 프로그램을 활용하여 일반적으로 신속하게 수행되므로 시너지 효과가 신속하게 도출되었다는 점은 놀랄만한 일이 아닙니다. █████ 증인신문조서 (█████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 27., C-519, 제47면, █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제11-12면 참조.

⁵⁴⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79에 대한 수정 번역본), R-153, 제24면 (“R는 ‘일단 2조원에 맞춰 러프하게 산출해봐라’고 지시하여 AN은 두 회사를 사업부문별로 분석하여 합병시너지 효과를 검증하지 아니한 채 매출증가율을 5% 단위로 5%부터 30%까지 적용하여 [...] 10% 증가율을 선택하였을 때 2015년까지 두 회사의 매출액, 영업이익, 순이익 합산액의 현재가치가 약 2조 1000억원으로 본건 합병비율로 합병될 경우 발생한 손실을 상쇄하기 위하여 필요한 2조원에 근접하는 것으로 계산되었고, R는 임의로 10%를 적용한 값을 선택하였다.”).

법원은 ■■■ 장관과 ■■■ 본부장이 자신의 권한을 남용하였다고 판단하면서 이 방식을 문제 삼았습니다.⁵⁴⁵

238. 그러나, 이러한 사실이 최소대우기준의 위반을 증명하는 데 요구되는 명백한 자의성을 입증하는 것은 아닙니다. 그 방식이 무엇이었던, 관련 증거는 10% 매출증가율의 적용이 비합리적이었음을 보여주고 있지 않습니다.
239. 실제로, 증거에 따르면 국민연금 리서치팀이 “합병 후 법인이 연 10%의 매출증가율을 추가적으로 달성할 수 있는지를 검증”한 것을 확인할 수 있습니다. ⁵⁴⁶ 국민연금 리서치팀장 ■■■는 법원에서 보수적으로 보더라도 10% 매출 성장은 가능하다고 생각하였다고 증언하였습니다.⁵⁴⁷ 또한, 그는 삼성 그룹에서 받은 자료 (해당 자료는 합병법인이 향후 5년후 79% 매출 증가를 달성할 것이라고 주장하였습니다)에 의해 생각이 보다 확고해졌다고 증언하였습니다.⁵⁴⁸ 최근의 ■■■ 공소장에 따르면 삼성 그룹이 국민연금 리서치팀에 제공한 자료의 신뢰성에 의문이 일기는 합니다.⁵⁴⁹ 다만, ■■■ 팀장의 증언은 그가 삼성 그룹의 수치를 신뢰할 수 없을 가능성을 예상하였고, 삼성 관계자와 이를 확인하고자 하였으며, 해당 수치를 둘러싼 해결되지 않은 문제들을 감안하여 결국 (삼성 그룹의

⁵⁴⁵ 예컨대, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제36면 (“피고인 A가 [...] 피고인 B로 하여금 본건 합병 안건을 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 결정하겠다고 보고하게 하고, [...] R로 하여금 투자위원회 위원들에게 조작된 합병시너지 수치로 설명하도록 하여 찬성 의결을 유도하게 함으로써 의무 없는 일을 하게 하였다.”) 참조.

⁵⁴⁶ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제34면 (“R는 삼성물산과 제일모직의 사업부문별 분석에 의하여 합병시너지 효과를 산정하여 합병 후 법인이 연10%의 매출증가율을 추가적으로 달성할 수 있는지를 검증[하였음]”).

⁵⁴⁷ 예컨대, ■■■ 증인신문조서 (■■■ 장관/■■■ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제51면, 제106면 참조.

⁵⁴⁸ ■■■ 증인신문조서 (■■■ 장관/■■■ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제49-50면.

⁵⁴⁹ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제53-55면, 제58-59면.

79% 대신) 상당히 할인된 매출성장률 10%를 적용하였다는 것이었습니다.⁵⁵⁰

240. 또한, 증거에 따르면 국민연금 리서치팀은 국민연금 투자위원회에 10% 매출성장이 달성가능하다고 판단할 만한 근거가 존재하며,⁵⁵¹ 국민연금 투자위원회 위원들이 국민연금 리서치팀의 산정이 “가정”을 토대로 실시한 “민감도 분석”의 성격을 가진다는 것을 이해하고 있었음⁵⁵²을 알 수 있습니다.

241. ██████는 자신이 10% 매출성장율의 타당성을 검증할 수 있었으며 이를 검증하였어야 함을 한국 법정에서 인정한 바 있습니다.⁵⁵³ 그러나, 10% 매출성장율이 명백하게 비이성적이거나 비합리적이었다는 증거는 없으며, 앞서 언급한 증거도 그렇지 않음을 보여주고 있습니다.

242. 또한, 앞서 설명한 바와 같이, 무엇보다도 국민연금 투자위원회 위원들은 국민연금 리서치팀의 시너지 분석을 검증하였으며, 다른 요소들을 기반으로 판단하였습니다. 예컨대, ██████은 법정 증언을 통해 “이것을 처음부터 출발하느냐, 아니면 역으로 필요한 가치를 계산해 내느냐 하는

⁵⁵⁰ ██████ 증인신문조서 (██████ 장관/██████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제104-106면.

⁵⁵¹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (C-79에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제26-27면 (“합병발표 이후 양사의 시가 총액은 약 9% 정도 상승하였음. 장기적으로 삼성물산의 건설부문과 제일모직의 사업부문이 합병으로 인하여 보수적으로 보더라도 추가적으로 10% 이상의 성장은 가능하다고 보고 있음. [...] 합병법인이 지주회사 역할을 하게 된다면 이로 인한 가치 또한 상당할 것으로 판단됨.”).

⁵⁵² 예컨대, ██████와 ██████ 증인신문조서, 서울중앙지방법원 2017고합194, 2017. 6. 27., **R-295**, 제42면 (██████가 ██████ 팀장이 제공한 것과 같은 “[민감도 분석표를] 과거에 많이 봤[다]”고 하였으며, “논리적인 오류를 이야기하기는 어려울 것 같고, 그런 가정을 각각의 위원들이 어떻게 받아들이나에 대한, 주관적인 판단이 들어간다는 부분이 그런 부분이 아닐까”라고 생각하였다는 부분), ██████ 증인진술조서 (██████ 장관/██████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **R-290**, 제11-12면 (██████이 “이런 민감도 분석이, 그래서 말하자면 [...] 주가가 이러한 밴드 안에 들어와 있는데 그 중에 2조원이 되는 주가는 이 정도라고 예시적으로 보여준 것”이라고 말한 부분), ██████ 증인신문조서 (██████ 장관/██████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제25-27면, ██████ 증인신문조서 (██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 27., **C-519**, 제47면 (██████가 자신이 사용한 방법이 “민감도 분석”이었음을 확인한 부분)도 참조.

⁵⁵³ ██████ 증인신문조서 (██████ 장관/██████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-501**, 제50-51면.

것은 결과에 있어서는 달라질 것이 없는 문제”이며, “어떻게 시작하느냐의 문제”일 뿐임에 동의하였습니다.⁵⁵⁴

iii. 청구인은 독립적 시장참여자들의 낙관적인 기대를 지속적으로 무시하고 있습니다

243. 청구인은 그 재반박서면에서 한국이 반박서면에서 지적한 본건 합병에 따른 가치 증대에 대한 몇몇 독립적인 시장 참가자들의 낙관적 기대는 언급하지 않고 있습니다.⁵⁵⁵ 한국은 한국이 반박서면과 함께 제출하였으며 청구인이 재반박하지 않은 증거를 그대로 인용하는 바이며, 그 증거의 대표적인 예로 다음과 같은 내용의 당시 애널리스트 보고서들을 통해 그 주장을 뒷받침합니다.

- (a) “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”하며,⁵⁵⁶
- (b) “합병에 성공하면 제일모직과 삼성물산 주주 모두에게 긍정적이다. [...] 삼성물산 투자자 입장에서는 장기적으로 합병회사의 기업가치 증대를 위한 여러 가능성이 열려 있어 투자수익률 측면에서 충분히 만회가 가능할 것으로 기대된다. 삼성물산 주주들은 자산가치가 있는 건설사 주주로 남을 것인가, 삼성 그룹의 실질적인 지주회사의 주주로 갈 것인가를 이번 합병 주총 때 선택하게 될 것”이며,⁵⁵⁷
- (c) “합병이 성공하면 제일모직과 삼성물산 주주들은 지속성장을 통해 주주 가치 증대 효과를 누릴 전망이다. [...] 합병에 성공한다는 전제 조건하에 [주총 승인일부터] 향후 일년간 50% 이상의 기대수익이 가능하다는 판단”이며,⁵⁵⁸

⁵⁵⁴ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 장관/[redacted] 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., C-500, 제50면.

⁵⁵⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제448-449항.

⁵⁵⁶ 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015. 6. 22., R-107, 제1면.

⁵⁵⁷ 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015. 6. 22., R-107, 제2면.

⁵⁵⁸ 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015. 6. 22., R-107, 제2면.

(d) “본 합병이 성사되지 않는다면 단기적 하락이 22.6%에 이를 것으로 보입니다.”⁵⁵⁹

244. 청구인은 2015년 6월 애널리스트들이 본건 합병을 낙관적으로 보고 있음을 알고 있었습니다. 청구인은 다음과 같이 해당 보고내용을 포함한 내부 이메일을 교환한 바 있습니다.

본건 합병이 계획대로 진행될 것이라는 일부 국내 증권사 보고서들도 있습니다. 해당 증권사들에는 교보 및 유진이 포함됩니다. [...]

(Bloomberg) -- 유진투자증권 애널리스트 한병화는 투자자들이 거래 실패에 따른 가격 하락을 피하고자 할 것이므로 합병 계획이 무산될 가능성이 낮다고 보고하고 있습니다. * 합병 실패 시 제일모직 주가가 하락할 수 있으므로, 국민연금공단이 합병에 반대하거나 의결권 행사를 포기할 가능성은 낮습니다. 국민연금은 제일모직 주식을 1조원 이상을 보유하고 있는 것으로 추산됩니다.⁵⁶⁰

245. 이 증거로 도출되는 논리적 결론은 국민연금이 문제 되는 위법행위 없이도 본건 합병에 따른 가치 증대에 대한 추산치를 (시너지 등의 형태로) 산정할 수 있었다는 것입니다. 예비적으로, 청구인은 국민연금이 시너지 효과를 직접 산정한 것이 아주 이례적이었다고 주장하므로,⁵⁶¹ 국민연금 투자위원회가 이러한 독립적 분석 내용을 고려해 본 것일 수도 있는 것입니다.⁵⁶²

⁵⁵⁹ ISS Special Situations Research, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., **C-30**, 제19면.

⁵⁶⁰ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩)의 Cyrus Wong이 엘리엇 어드바이저스 (홍콩)의 최준호 및 James Smith에게 보낸 이메일, 2015. 6. 15., **R-265**.

⁵⁶¹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제126항.

⁵⁶² 회의전 국민연금 투자위원회 위원들에게 배부된 자료에 요약되어 있었습니다. 예컨대, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제9-11면, 제15면, 제18-19면, 제26면, 제32-37면, 제44-46면, 제48면.

iv. 국민연금 투자위원회 위원들은 제시된 정보의 경중을 따지는 데 필요한 전문성을 갖추고 있었습니다

246. 청구인은 마치 국민연금 투자위원회 위원들이 그들에게 상정된 안건을 심의할 자격이 없는 것처럼 이들의 전문성에 이의를 제기하고 있습니다.⁵⁶³ 이러한 비판은 국민연금 투자위원회 위원 중 4명에 대해 ██████이 “느낀” 것을 토대로 한 것입니다.⁵⁶⁴ 청구인은 ██████을 “위원회 위원”으로 잘못 기재하고 있습니다.⁵⁶⁵ ██████은 위원회 위원이 아니었으며, 국민연금의 준법감시인이었습니다.⁵⁶⁶ ██████이 국민연금 투자위원회 위원들의 전문성에 대해 언급할 자격을 갖추었다는 증거는 없습니다. ██████이 자신이 받은 느낌을 표현한 4명의 위원들은 관련 규정에 따라 위원회에 임명된 국민연금 투자위원회의 당연직 위원들이었습니다.⁵⁶⁷ 무엇보다 ██████이 4명의 위원들에 대해 “느낀” 것은 이들의 실제 전문성에 대한 증거가 아니며 나머지 8명의 위원들의 전문성을 손상시키지도 않습니다. 사실 국민연금 투자위원회는 수년간 위원회에 상정된 본건 합병 관련 안건과 유사한 안건을 심의하여 왔습니다.⁵⁶⁸ 한국 형사 절차에서 특별검사의 조사를 받은 몇몇 증인들은

⁵⁶³ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제138-139항.

⁵⁶⁴ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제139항, ██████ 증인신문조서 (██████ 장관/██████ 본부장 서울중앙지방법원), 2017. 4. 19., C-505 (“문: 안태일, ██████, ██████의 경우 ██████ 피고인이나 주식운용실의 합병 찬성 의견에 반대할 수 있는 소신이 있거나, 주식 의결권 행사 문제에 전문성이 있는 것은 아니었으므로, 증인은 이들이 투자위원회에서 합병 반대 표결을 하기 어려운 상황이라고 생각하였지요. 답: 제 느낌을 물어서 그렇게 말씀드렸습니다. [...] 문: ██████ 실장도 주식 의결권 행사 문제에 전문성이 있는 것은 아니었으므로, 증인은 ██████ 실장이 ██████ 피고인이나 주식운용실의 합병 찬성 의견에 반대하기 어려운 상황이라고 생각하였지요. 답: 예.”).

⁵⁶⁵ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제139항.

⁵⁶⁶ 예컨대, ██████ 증인신문조서 (██████ 장관/██████ 본부장 서울중앙지방법원), 2017. 4. 19., C-505, 제1면, 제15면, 제16면, 제19면.

⁵⁶⁷ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., C-177, 제7조 제1항, 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., C-109, 제16조 제1항. 반박서면, 2019. 9. 27., 제45항 참조.

⁵⁶⁸ 2006년부터 2015년까지 10년간, 총 61건의 합병 안건이 있었습니다. 41건은 국민연금 투자위원회에서 심의하여 결정하였습니다. 20건은 본부장이 결정하였습니다 (규정에 따르면, 특정 조건이 충족되는 경우, 예컨대 국민연금이 보유한 해당 회사의 지분이 매우 적은 경우 본부장이 결정할 수 있습니다). 국민연금 투자위원회에서 심의하여 결정한 41건 중 불과 1건 (SK 합병건)만이 전문위원회에 부의되었습니다. “합병 안건에 대한 의결권 행사 내역 (2006~2015년)”이라는 제목의 문서, R-322 참조.

국민연금 투자위원회 위원들이 전문위원회 위원들보다 투자 전문성이 더 뛰어나다고 확인한 바 있습니다.⁵⁶⁹

247. █████이 언급한 3명의 국민연금 투자위원회 위원들은 채권운용실장 (█████), 대체투자실장 (█████), 해외대체실장 (█████)이었습니다.⁵⁷⁰ 이들 각각은 7년 이상의 투자실무경험 또는 이에 상당하는 자격을 갖춘 후에야 실장이라는 직책을 맡을 수 있었습니다.⁵⁷¹ 위원회 위원 (및 주식운용실장)인 █████는 █████의 “느낌”과 달리, 해당 3명의 위원들의 업무가 “주식, 합병 등에 관련”이 있었다고 증언하였습니다.⁵⁷² █████이 언급한 네번째 위원 █████은 운용지원실장이었으며, 해당 직책에 있어서는 투자 경험과 관련한 동일한 자격 요건이 요구되지는

⁵⁶⁹ 예컨대, █████ 특검 진술조서, 2016. 12. 28., C-469, 제5면 (“판단을 하기 곤란하다는 것은 판단 능력이나 금융 전문지식이 있느냐의 문제가 아닙니다. 금융전문성만 놓고 본다면 당연히 투자위원회 위원들이 전문위원회 위원보다 훨씬 더 능력이 있겠지요.”), █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제37면 (“문: 의결권 전문위원회 위원들은 교수라면, 변호사라면 자신의 분야에 있어서 훌륭한 학식을 갖추신 분들인 것은 사실이지만, 투자위원회 위원들과 달리 실제로 대규모 주식투자, 채권투자, 대체투자를 직접 하거나, 이를 위한 분석업무 등을 오랫동안 한 경험이나 전문성을 가지고 있는 분들은 아니라고 생각하지요. 답: 예.”), █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제17-18면 (“의결권 전문위원회 위원들은 자신의 분야에서는 훌륭한 학식을 갖추신 분들인 것은 맞지만 투자위원회 위원들과 달리 실제 주식투자, 채권투자, 대체투자를 직접 하거나, 이를 위한 분석 업무 등을 오랫동안 해본 경험이나 전문성을 가진 분들은 아니지요.”).

⁵⁷⁰ █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장 서울중앙지방법원), 2017. 4. 19., C-505, 제24면.

⁵⁷¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제45항 참조.

⁵⁷² █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제39면. █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., R-290, 제21면 (“문: 합병 안건 표결 당시 지명위원 3명 중 █████은 투자전략팀장, █████은 리스크관리팀장, █████은 패시브팀장으로서 그 업무가 주식, 합병 등에 깊이 관련이 있지요. 답: 예, 그렇습니다.”), █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., C-507, 제27면 (“문: 삼성물산 합병 건에 관련된 이 사건 투자위원회에 투자위원으로 지명된 증인과 리스크관리팀장, 패시브팀장은 그 전직 혹은 현직 직책에 비추어 볼 때 투자와 관련된 이 사건 의결권행사와 관련하여 나름대로 전문가라고 할 수 있지 않은가요. 답: 예, 그럴 수도 있습니다.”), █████ 증인신문조서 (█████ 장관/█████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502, 제20면 (“증인은 투자위원으로 지명된 것과 관련하여 증인이 주식운용팀장(패시브팀장)으로 근무를 한 것을 고려해서 업무 연관성이 있어서 지명된 것으로 생각한다고 특검에서 진술한 바 있지요 (기록 2460쪽). 답: 예, 있습니다.”)도 참조.

않았습니다.⁵⁷³ 하지만, 국민연금 투자위원회는 ██████의 표결이 없었더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성표를 던지는 데 필요한 과반수에 이르렀을 것입니다.⁵⁷⁴

248. 나아가, 청구인은 리서치팀에서 설명한 “시너지 창출 등이 타당하다고” 생각되어 본건 합병에 찬성표결하기로 결정하였다는 ██████의 진술이 그가 필요한 전문성이 부족하였으며 리서치팀의 조언에 따른 것을 인정하였음을 보여준다는 지나치게 설득력이 떨어지는 주장을 하고 있습니다.⁵⁷⁵ 오히려, 이는 그가 정보를 검토하였으며 명시적으로 리서치팀 설명의 합리성을 평가하였음을 보여주고 있을 뿐입니다. 앞서 언급한 바와 같이, 다른 독립적 가치평가 전문가들은 유사한 시너지 창출을 예측하였으며, 이들이 이를 합리적이라고 판단하지 않았다면 그러한 예측은 하지 않았을 것입니다.

v. *조작되었다는 시너지 효과가 결정적인 것은 아니었습니다*

249. 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들이 (청구인의 주장과 같이) 시너지 계산이 조작된 것을 알았다면, 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이라는 이들의 증언을 인용하고 있습니다.⁵⁷⁶

250. 청구인이 인용하는 증언에서, 해당 위원들의 발언은 자신들이 거짓 정보를 제공받는 것임을 알았다면 해당 정보를 신뢰하지 않았을 것이라는 취지에 지나지 않습니다. 예컨대, 국민연금 투자위원회 위원 (및 국민연금기금 주식운용실장)인 ██████는 수치가 조작된 것을 알았다면 그에 찬성하였을지를 묻는 질문에 그렇게 답하였습니다.⁵⁷⁷ 마찬가지로,

⁵⁷³ 반박서면, 2019. 9. 27., 각주 42 참조.

⁵⁷⁴ 12표 중 8표가 찬성, 3표가 표결기권, 1표가 “중립”이었습니다. 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 제2면. 12표 중 찬성 7표는 여전히 과반수를 구성합니다.

⁵⁷⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제138항.

⁵⁷⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제140항.

⁵⁷⁷ 예컨대, ██████ 증인신문조서 (██████ 장관 ██████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-291, 제25면 (“‘그게 조작된 것이라면 찬성했겠느냐.’는 검사님의 질문을 저는 그렇게 받아들였는데, 저는 일단 조작했다고 판단하지 않습니다. 미래의

■■■■은 자신과 같은 위원회 위원들을 속이기 위해 의도적으로 시너지 효과가 조작되었으며, 실제로 본건 합병으로 국민연금이 상당한 손해를 입을 것임을 알려 주었다면 달리 표결하였을 것이라고 증언하였습니다.⁵⁷⁸ 또한, ■■■■도 특별검사의 조사에서 그가 의미한 것이 시너지 계산의 특정 수치가 “누군가의 지시에 의해서 조작”된 것을 알았다면, “그 부분”은 찬성하기가 힘들었을 것임이었다고 진술하였습니다.⁵⁷⁹

251. 즉, 위 증언들은 위원회 위원들이 시너지 효과 수치 자체에 반응하기 보다 그들이 고의적으로 오도되었다는 주장에 반응하고 있음을 보여줍니다. 자신이 속았다는 사실에 이러한 식으로 반응하는 것은 당연합니다. 하지만, 이러한 진술은 예상 시너지 효과가 문제 되는 조작의 대상의 아니었다면 위원회 위원들이 어떻게 표결하였을지를 입증하는 것은 아닙니다. 이 경우, 산정된 시너지는 더 작았을 수도 있지만 다른 여러 독립적 산정결과가 그러하였듯이 기존과 동일한 범위에 속하였을 수도 있습니다.

수치라는 것들이 담당자의 여러가지 주관적인 판단이 개입될 수밖에 없기 때문에 단정적으로 그게 조작이 되었다고 해서 다른 의사결정을 했다고 말씀드리기는 좀 어렵지 않나 그런 생각을 합니다.”), 제55면 (“저는 원론적으로 만약에 그랬다면 그랬겠지만 또 여러 가지 그런 시너지라든지 시너지 외에 의사결정의 고려요인이 있으니까 그런 부분들을 포괄해서 의사결정했다.’ 그렇게 말씀을 드렸던 것으로 기억합니다.”) 참조.

⁵⁷⁸ ■■■■ 및 ■■■■ 증인신문조서 (■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 6. 20., C-515, 제25-26면 (■■■■ 증인: “문: 증인이 특검에서 그와 같이 진술한 것은, 특검이 ‘리서치팀에서 배부한 검토보고서는 위원들을 현혹시켜 합병 찬성 쪽으로 유도하기 위해 거짓으로 작성된 것이다’라고 설명하고, ‘시너지 2조원은 불리한 합병비율로 인한 손해 2조원을 상쇄할 수 있다고 투자위원을 속이기 위해 급조한 숫자에 불과하다’라고 설명해 주었기 때문에, ‘만일 그렇다면 그것은 잘못되었고 증인이 찬성 결정을 하지 않았을 것이다’는 취지로 진술한 것이지요. 답: 예.”).

⁵⁷⁹ ■■■■ 증인신문조서 (■■■■ 장관/■■■■ 본부장에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502, 제16면 (“중간에 방금 말씀하신대로 우리 직원들이 숫자를 조작해서 일부러 맞추기 위해서 그렇게 했다 그런 것들에 대해서 그 당시에 제가 말씀드린 것은 한술밥 먹고 일하는 직원들 옆에서 일하고 있는 거 뻔히 다 아는데 어떻게 일하는지 다 봐왔고 그 직원들이 뭔가를 조작했다고 생각하지 않고 당연히 열심히 일해서 그런 수치가 만들어졌을 것이고 그렇게 해서 믿고 저는 의사결정을 했다고 말씀드렸고, 그게 만약에 누군가의 지시에 의해서 조작되고 만들어졌다고 하면 그 부분은 찬성하기 힘들다고 저는 이야기를 했습니다.”).

252. 또한, 그리고 무엇보다도, 시너지 추정치 (이는 합병회사의 매출 및 영업이익의 구조에만 초점을 두었습니다) 외에도, 본건 합병으로 초래되는 몇 가지 추가적인 잠재적 시너지 효과가 국민연금 투자위원회에 제시되었습니다. 청구인은 이러한 시너지 효과가 “조작”되었다거나 입증 근거가 부족하다고 주장하지는 않습니다. 이들은 다음과 같은 사항을 포함하였습니다.

- (a) 삼성 그룹의 지주회사 전환이 국민연금이 보유한 광범위한 삼성 그룹사 지분 및 국내 경제에 미치는 긍정적인 간접효과,⁵⁸⁰
- (b) 삼성물산의 식품가공 자회사인 웰스토리의 시장 접근성 확대 또는 중국 패션 시장에서 제일모직의 섬유사업 홍보를 위한 삼성물산의 네트워크 이용 등 전략적 시너지,⁵⁸¹
- (c) 합병 후 삼성물산이 삼성 그룹의 지주회사의 역할을 수행하며, 매출액의 (약) 0.2%에 상당하는 브랜드 라이선스 수수료를 수령하는 경우, 세후 약 5,000억원 (미화 4.5억 달러) 또는 현재 가치 기준으로 10조원 (미화 90억 달러) 이상을 수령할 것이라는 점,⁵⁸²
- (d) 빠르게 성장하고 있는 삼성바이오로직스의 최대 주주로 부상하는 합병 후 삼성물산의 이익⁵⁸³ 및
- (e) 본건 합병 발표 후 삼성물산과 제일모직의 급격한 주가 상승 (이미 2조의 예상 손실을 극복함)을 가져온 시너지에 대한 시장의 기대.⁵⁸⁴

⁵⁸⁰ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제11-12면, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제7면.

⁵⁸¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제11면.

⁵⁸² 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제12면.

⁵⁸³ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제11면.

⁵⁸⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제11면 (“합병비율이 1:0.35일 때, 리서치 산정 1:0.46 기준 합병 이후의 지분율에서 차이가 약 0.44%p 발생함. 이를 상쇄하려면 시너지가 약 2조원 이상 발생하여야 함. 이는 양사의 합병으로 인하여 기업가치가 약 6% 정도 증가하는 효과인데, 합병발표 이후 양사의 시가총액은 약 9% 정도 상승하였음”).

f. 외부인들이 보기에 ██████ 본부장이 지명한 3명의 투자위원회 위원들이 편향되어 있었다는 청구인의 “6 단계”는 이들의 지명이 국민연금 규칙 및 규정에 따라 이루어졌다는 점에서 중요하지 않습니다

253. 청구인은 “6 단계”로서 ██████ 본부장이 과거의 관행과는 달리 2015년 7월 10일 개최된 회의에서 3명의 위원들을 국민연금 투자위원회에 “개인적으로 지명 및 임명”하였다고 주장하고 있습니다.⁵⁸⁵ 청구인은 ██████ 본부장이 이와 같이 한 것이, 임명된 위원들이 본건 합병에 유리하게 표결하도록 함에 있어 ██████ 본부장이 쉽게 영향력을 행사할 수 있었기 때문이었다고 주장합니다.⁵⁸⁶ 청구인은 ██████ 본부장이 3명의 위원들을 임명한 것이 부적절한 것이라거나 협정 위반에 해당한다거나, 또는 보다 중요하게 이들이 본건 합병에 찬성 표결한 것이 ██████ 본부장의 영향력 행사로 인한 것임을 입증하는 증거를 제시하지 못하고 있습니다.

254. 첫째, 반박서면에 기재한 바와 같이, ██████ 본부장이 3명의 국민연금 투자위원회 위원들을 지명 및 선임한 것은 국민연금의 규칙 및 규정에 따른 것입니다.⁵⁸⁷ 청구인은 이러한 사실을 반박하지 못하고 있습니다. 청구인은 단지 그러한 행위가 “국민연금의 기존 관행에 어긋나는 것”이고 “외부인이 보기에 ██████ 본부장이 지시한 대로 투표할 가능성이 높았기 때문에” 부적절한 것이라고 주장하고 있을 뿐입니다.⁵⁸⁸ 이러한 주장은 본건에 있어 관련성이 없습니다.

⁵⁸⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제141항.

⁵⁸⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제141항.

⁵⁸⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제454항. ██████ 특검 진술조서, 2016. 11. 23., R-281, 제7면 (“문: 진술인은 왜 통상의 경우와 달리 2015. 7. 10.자 투자위원회 당시에는 본부장에게 위원으로 참석할 팀장을 누구로 할지 물어보았던 것인가요? 답: 당시 저는 삼성물산과 제일모직 사이의 합병 건은 워낙 민감한 문제라서 그냥 규정에 따라서 처리하고자 했습니다. 규정상으로는 본부장에게 선정권이 있었습니다.” 참조).

⁵⁸⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제141항, 제142항

- (a) 기존 관행은 본부장이 각 회의에서 국민연금 투자위원회 위원 3 인을 “지명”하도록 규정하는 국민연금기금운용규정 및 해당 시행규칙의 명시적 규정에 우선하지 않습니다.⁵⁸⁹ 또한 [REDACTED] 본부장은 실제로 예전부터 위 지침과 같이 투자위원회 위원들을 지명해왔습니다.⁵⁹⁰
- (b) [REDACTED] 본부장이 국민연금 투자위원회 위원으로 임명한 3 인의 위원들이 본건 합병에 대해 판단하기에 적절한 전문성을 갖추지 못했다는 증거는 없습니다.
- (c) 표결 성향에 대한 청구인측의 견해는 협정 위반을 입증할 수 없음이 명백한 단순 추측에 불과합니다.
- (d) 게다가, 해당 3 명의 위원들 중 2 명만 국민연금의 본건 합병 승인에 찬성 표결하였으며, 서울고등법원은 해당 위원들 2 명이 [REDACTED] 본부장의 영향을 받아 본건 합병에 찬성 표결했다는 증거가 없다고 판시하였습니다.⁵⁹¹ 실제로, 법원은 위원들 3 명의 임명 절차를 문제삼지 않았습니다.⁵⁹²

255. 둘째, 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들 중 한 명의 진술을 위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 부적절하게 회유당했다는 증거⁵⁹³ 로 인용하고 있는데, 이는 옳지 않습니다. 문제가 된 위원회 위원인 [REDACTED] 는

⁵⁸⁹ 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제16조 제(1)항; 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제(1)항.

⁵⁹⁰ [REDACTED] 피고인신문조서 ([REDACTED] / [REDACTED] 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., **C-511**, 제88면 (“모든 투자위원회 팀장은 제가 항상 지명은 해 왔는데”) 참조.

⁵⁹¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제456항 참조.

⁵⁹² 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, **C-79**, 제58-59면. 제57면 (5)항 제목의 번역문은 오역입니다: 해당 제목은 “Breach of Duty Due To Appointment of Experts Voting Committee Members”이 아니라 “Breach of Duty Due To Appointment of Investment Committee Members (투자위원회 위원 지명으로 인한 임무위배 여부)”로 번역되어야 합니다.

⁵⁹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제143항.

자신의 증인신문 중 신청인이 인용하고 있는 바로 그 진술이 부정확하게 기록된 것이라고 진술한 바 있습니다.⁵⁹⁴

g. **■■■■ 본부장이 인사상 행사할 수 있는 잠재적인 영향력에 관한 증거로서 청구인이 제시한 것은 ■■■■ 본부장이 행사하였다고 주장되는 압력을 입증하지 않습니다**

256. “7 단계”에서 청구인은 ■■■■ 본부장이 국민연금 투자위원회 위원들의 기금운용본부 인사에 대한 권한을 갖고 있었고, 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 찬성하도록 압력을 행사하는 데 이러한 권한을 사용하였다고 주장하고 있습니다.⁵⁹⁵ 그러면서 청구인은 본건 합병에 대한 국민연금 투자위원회의 과반수 찬성 투표를 부적절하게 유도하고, 위원회 회의 결과를 부적절하게 유출하여 삼성물산 소액주주들이 “이를 따르도록”하기 위한 “광범위한 계획”이 있었음을 주장하며, 국민연금 투자위원회 회의 당일에 청와대, 보건복지부, 국민연금 및 삼성 관계자들 간에 존재하였다는 “공모”의 증거라고 주장하는 것을 인용하고 있습니다.⁵⁹⁶

257. ■■■■ 본부장이 사용한 것으로 주장되는 계획은 문제되는 압력이 없었더라면 국민연금 투자위원회가 의결권을 달리 행사하였을 것임을 증명할 수 없으며, 무엇보다도 이러한 압력의 존재조차 입증된 바

⁵⁹⁴ ■■■■ 증인신문조서 (■■■■/■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-291**, 제53면 (“문: 그런데 왜 증인은 특검 조사에서 ‘본건 합병에 대한 투자위원회 결정이 잘못되었음을 시인한다. 투자위원의 한 명으로서 저의 잘못도 있음을 반성한다.’라는 진술을 한 것인가요? 답: 여러 가지 이야기를 했는데, [진술조서에] 진위가 잘못 반영된 측면이 있는 것 같습니다. 문: 투자위원회 찬성의결에 어떤 문제점이 있는가요? 증인이 투자위원의 한명으로서 증인의 소신에 반하거나 증인이 아닌 것을 맞다고 한 것이 없지 않습니까? 답: 예, 그렇습니다. 문: 그런데 왜 증인이 투자위원의 한 명으로서 잘못을 반성하는가요? 답: [진술조서에] 진위가 잘못 반영된 측면이 있는 것 같습니다.”).

⁵⁹⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제145-146항.

⁵⁹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제147-149항.

없습니다. “공모”에 관한 다른 주장들 역시 본건과의 관련성이 떨어집니다.

258. 첫째, 이제 청구인은 ■■■■■ 본부장이 “기금운용본부 직원의 인사 문제에 대한 최종 결정권자”였다는 사실과 ■■■■■ 본부장이 국민연금 투자위원회 위원들에게 영향력을 행사할 수 있었다고 판단하였다는 ■■■■■/■■■■■ 관련 재판⁵⁹⁷ 증인들의 증언을 인용하고 있습니다.⁵⁹⁸ 이러한 추측은 기금운용본부 인사에 대해 ■■■■■ 본부장이 갖는 권한으로 인해 국민연금 투자위원회 위원들 스스로가 자신이 ■■■■■ 본부장의 영향력 하에 있다고 생각하였다거나 또는 위원회 위원들이 실제로 이와 같이 소위 ■■■■■ 본부장의 영향력에 따라 행위하였다는 사실을 입증하지 않습니다. 더욱이, 이러한 추측의 논리적 귀결은 모든 국민연금 투자위원회 심의의 진정성이 의심받는 상황을 초래하게 될 것이며, 이러한 터무니없는 추측을 뒷받침하는 증거는 존재하지 않습니다.

259. 둘째, 국민연금 투자위원회 의사결정의 진정성을 깎아내리기 위해 청구인이 인용하고 있는 전문위원회 위원 ■■■■■의 특별감사에 대한 진술은 단지 추측에 불과할 뿐입니다. ■■■■■은 자신이 국민연금 투자위원회의 구성 및 운영 방식에 대해 실제로 알지 못한 채 그러한 진술을 하였다고 설명하고 있습니다:

제가 상기 진술을 할 당시 저는 국민연금 투자위원회의 구성에 관하여 잘 알지 못하였고, 각 위원의 지명 방식이나 위원회 운영 방식에 대해서도 아는 바가 없었습니다. 저의 진술은 (기금운용본부 산하에 설립된 국민연금 투자위원회와 같이) 보다 상위 기관의 산하에 설립된 의사결정기구의 독립성의 경우, 그러한 구조적 요소만을

⁵⁹⁷ 각각 보건복지부 ■■■■■ 국장, ■■■■■ 및 ■■■■■. 재판박서면, 2020. 7. 17., 각주 490-492 참조.

⁵⁹⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제145항.

이유로도 (전문위원회와 같이) 독립된 기구에 비하면 분명히 태생적인 한계가 존재할 것이라는 저의 일반적인 인상을 밝히고 있던 것에 불과하였습니다.

당시나 지금이나 저는 국민연금 투자위원회 위원들이 실제로 본부장의 영향력 아래에 있는지 또는 본건 합병과 같은 사안에 대해 자율적이고 독립적이며 공정한 결정을 할 수 있었는지 여부에 관해서는 아는 바가 없습니다. 현재 저는 제가 진술 과정에서 정확히 무슨 말을 하였는지 기억을 할 수는 없습니다만, 진술조서에 기록된 상기 진술은 국민연금 투자위원회 및 그 의사결정에 대해 제가 실제로 알고 있었던 것에 비하여 다소 과장되게 표현된 것으로 보여집니다. 진술 과정에서 제가 위 진술에 관해 보다 명확한 설명을 할 기회가 있었더라면, 저는 제가 지금 본 항에서 말씀드리는 바를 그대로 진술하였을 것입니다.⁵⁹⁹

260. 셋째, 청구인이 제시하는 증거는 ■■■■■ 본부장이 2015년 7월 10일 회의 시작 전과 회의 진행 도중에 특정 국민연금 투자위원회 위원들과 이야기를 나누었고, 본건 합병이 승인되어야 한다는 자신의 입장을 표명하였다는 사실에 불과하며, ■■■■■ 본부장이 부적절한 압력을 행사하였다는 증거는 존재하지 않습니다. 예컨대, ■■■■■의 특별검사 진술조서에는 ■■■■■ 본부장이 “국민연금공단이 삼성물산 합병에 대해서 찬성을 안 해주면 언론에 나오듯이 국부 유출 비난을 받을 수 있다, 합병 찬성을 긍정적으로 검토할 수 있지 않느냐?”라고 물어보았고, ■■■■■이 “그래도 전문위원회에 부의하는 것이 좋겠습니다”라고 말했더니 ■■■■■

⁵⁹⁹ ■■■■■ 제2차 증인진술서, 2020. 11. 13., RWS-2, 제16-17항.

본부장이 “알았다”라고 답했다고 기록되어 있을 뿐입니다.⁶⁰⁰ 이러한 대화내용은 청구인측의 주장을 뒷받침하지 않습니다.

261. 재반박서면을 살펴보면 청구인이 해당 조서를 틀리게 인용하는 이유를 알 수 있습니다. 재반박서면은 ■■■■■ 본부장이 ■■■■■에게 “국민연금공단이 삼성물산 합병에 대해서 찬성을 안 해주면 언론에 나오듯이 국부 유출 비난을 받을 수 있다. 합병 찬성을 긍정적으로 검토할 수 있지 않느냐”라고 언급했다고 주장하고 있습니다.⁶⁰¹ 해당 문장에서는 ■■■■■에게 다음에 질의한 내용을 인용하고 있는데, 이는 (앞 문단에서 인용한) ■■■■■의 직전 답변을 잘못 풀어쓴 것입니다. 다시 말해, ■■■■■ 본부장이 ■■■■■에게 “반드시 합병을 긍정적으로 검토해야만 한다”고 단언하며 언급하였음을 보여주는 증거는 존재하지 않습니다. ■■■■■ 본부장은 ■■■■■에게 ■■■■■이 합병을 긍정적으로 검토할 수 있는지 물어본 것이며, ■■■■■이 동의하지 않는다고 하자 ■■■■■ 본부장은 알겠다고 하였을 뿐입니다.
262. 나아가, ■■■■■은 청구인이 주장하는 바와 같이 ■■■■■ 본부장의 발언이 자신과 같은 국민연금 투자위원회 위원들로 하여금 ■■■■■ 본부장이 언급한 선호에 따라 의결하도록 압박하는 것이었기 때문에 ■■■■■ 본부장의 발언이 “이례적인 것”이라고 말하거나 이러한 점에 동의한 바 없습니다.⁶⁰² ■■■■■은 ■■■■■ 본부장이 위원회의 동료 위원에게 위원회

⁶⁰⁰ ■■■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-463, 제4면. (“문: 2015. 7. 1.(수)~7. 3.(금) ■■■■■이 진술인에게 삼성물산 합병 건에 대하여 긍정적으로 검토할 필요가 있다는 말을 하게 된 경위는 어떤가요? A: 제가 ■■■■■에게 [...] 투자위원회에서 결정하지 않고 전문위원회에 부의했으면 좋겠다 라고 말했더니, ■■■■■이 저에게, “국민연금공단이 삼성물산 합병에 대해서 찬성을 안 해주면 언론에 나오듯이 국부 유출 비난을 받을 수 있다, 합병 찬성을 긍정적으로 검토할 수 있지 않느냐?”라고 말하였습니다. 그래서, 제가 ■■■■■에게 “그래도 전문위원회에 부의하는 것이 좋겠습니다”라고 말했더니, ■■■■■이 저에게 “알았다”라고 말하였습니다).

⁶⁰¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제146a(i)항 (청구인 강조표시).

⁶⁰² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제146a(i)항.

개최 이전에 각자 독립적으로 결정해야 하는 안건에 대해 본인의 개인적인 의견을 제시하는 것에 대한 불편함을 드러냈을 뿐입니다.⁶⁰³

263. ■■■이 본건 합병에 찬성 표결함에 있어 ■■■ 본부장으로부터 “압력”을 받았음을 보여주는 증거 또한 존재하지 않습니다. ■■■의 특별검사 진술조서에 따르면, ■■■은 자신이 ■■■ 본부장의 사무실에서 ■■■ 본부장을 만났을 때 “꼭 찬성을 해야 한다는 강압적인 분위기는 아니었으며,”⁶⁰⁴ ■■■ 본부장이 “합병에 찬성하라고 단도직입적으로 말을 한 것은 아니다”라고 명시적으로 진술하였습니다.⁶⁰⁵ 이처럼, ■■■이 ■■■ 본부장이 자신에게 합병에 찬성하라고 요구한 것으로 “생각”했다 할지라도,⁶⁰⁶ ■■■ 본부장이 이를 단도직입적으로 요구한 것은 아니었으며, ■■■은 궁극적으로 본건 합병에 찬성투표 하지 않고 기권 하였습니다.⁶⁰⁷

264. 마찬가지로, ■■■ 본부장이 2015년 7월 10일 회의의 휴식시간에 국민연금 투자위원회 위원들에게 한 발언에 관한 증거는 ■■■ 본부장이 [2명의 위원회 동료 위원들인 ■■■ 운용전략실장과 ■■■에게] “삼성 합병에 대해 긍정적으로 볼 수 있는 것이 아니냐”라고 물었고, 또 다른

⁶⁰³ ■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-463 (“답: ■■■뿐만 아니라 기금운용본부장이 예전에는 한 번도 저에게 투자위원회 안건에 대하여 찬반 입장을 미리 말한 적이 없었기 때문에, 저는 ■■■의 말이 매우 이례적이라고 생각하였습니다. [...] 문: 투자위원회에서 논의하는 안건에 대하여 기금운용본부장이자 투자위원회 위원장이 투자위원회 위원인 기금운용본부 소속 실장 또는 센터장에게 사전에 찬성 또는 반대 등 결론에 대하여 입장을 피력하는 것이 정당한 일인가요? 답: 매우 부당한 일입니다. 왜냐하면 투자위원회에서는 기금운용본부장도 실장 및 센터장과 같이 한 표를 행사하는 위원 지위에 있기 때문에, 위원회 개최 이전에 위원들에게 본인의 의견을 제시하는 것은 잘못된 것입니다.”).

⁶⁰⁴ ■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제5면.

⁶⁰⁵ ■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제7면.

⁶⁰⁶ ■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제7면.

⁶⁰⁷ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 제2면. ■■■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제18면 (“다만, 저는 말씀드린 대로 [■■■의] 그런 설명들이 현실성이 떨어지는 얘기들이 아닌가 의심을 했기 때문에 표결기권을 했던 것입니다.”) 참조.

2명의 위원회 위원들인 [redacted]와 [redacted]에게 “잘 결정해 주었으면 좋겠다”라고 말한 사실이 있음을 보여주는 것에 지나지 않습니다.⁶⁰⁸ 이러한 증거는 [redacted] 본부장의 발언이 4명의 위원회 위원들에 대한 압력에 해당한다거나 이러한 접촉으로 인해 국민연금 투자위원회의 최종 결정에 영향을 미쳤다는 사실을 입증하지 않습니다. 요컨대, 는 투자 전문가들이 제안된 본건 합병에 관해 활발히 의견을 교환하였음을 보여줄 따름입니다.

265. **넷째**, 청구인들이 “공모”에 관한 증거라고 주장하는 것은 국민연금 투자위원회 회의 결과의 부적절성을 입증하지 않습니다.

(a) 증거는 청와대, 보건복지부 및 국민연금 관계자들이 회의 및 회의에 대한 언론 반응에 관한 상황의 업데이트에 대해 논의하였다는 사실을 보여줄 뿐입니다. 삼성 그룹이 한국 경제에 미치는 중요성을 감안하여, 청와대 및 보건복지부 관계자들이 본건 합병에 대한 국민연금의 결정에 대해 국민연금과 의사를 교환하고, 정부 자체적으로 적절한 언론보도로 대응하는 것은 당연한 일입니다. 특히, 보건복지부의 언론 질의 준비에 관한 청구인의 인용을 살펴보면 청구인이 그리는 사실관계 전반의 무리함을 알 수 있습니다. 보건복지부가 심의로부터 한 시간 이상 경과한 오후 4시 18분에 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 관한 결정을 전문위원회로 부의하지 않기로 결정했을 경우를 “가정”한 언론 대응을 준비하는 것은 전혀 이상한 것이 아닙니다.⁶⁰⁹ [redacted]이

⁶⁰⁸ [redacted] 특별검사 피의자신문조서, 2016. 12. 26., C-464, 제45-47면. 재판박서면 제146b(i)항에 인용된 [redacted]의 증거에서, [redacted]은 [redacted] 본부장이 [redacted] 운용전략실장, [redacted], [redacted] 리스크관리팀장 및 [redacted]에게 본건 합병을 승인하도록 요청하였는지의 여부를 “알지 못했다”고 언급하였습니다. [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., C-508, 제20면.

⁶⁰⁹ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 9. 26., C-524, 제14면. 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128 (회의가 15:00시에 시작되었음을 보여줌).

증언한 바와 같이, 보도자료 초안은 “찬성일 때, 반대일 때, 전문위원회 부의일 때 모든 경우”에 대해 작성되었습니다.⁶¹⁰ 무엇보다도 “의결권 문제가 의결권행사 전문위원회에 안 올라가는 것인지?”라는 질문에 대해 준비된 답변의 초안이 청구인의 공모론이 사실이었다면 예상되는 답변이었을 “올라가지 않는다”가 아니라, “아직 의결권행사 전문위원회에 결정을 요청받은 바는 없다” 였다는 사실은 주목할만 합니다.⁶¹¹

- (b) 증거는 청구인이 주장하는 바와 같이 위원회 위원들이 자신들의 결정에 대해 청와대로부터 “최종 재가”를 기다리도록 지시를 받았음을 보여주고 있지도 않습니다.⁶¹² 청구인이 인용하고 있는 █████의 진술은 █████과 █████의 동료 위원회 위원들이 회의가 종결된 후에 남아 있도록 요청 받은 이유에 관해 “돌이켜 생각해 본” █████의 자체적인 추측일 뿐이며, █████은 “당시에는 그 이유를 알지 못했습니다.”⁶¹³ 증거에 따르면 위원회 위원들이 회의 장소를 떠나 회의 후 저녁식사 장소로 이동하고 있을 때 █████ 본부장이 위원들에게 대기하라고 요청하여 위원들이 약 30 분간 대기했다는 사실을 알 수 있을 뿐입니다.⁶¹⁴ 이러한 상황이 발생한 이유에 관해 상충되는 증거가 존재하는 것은 사실입니다.⁶¹⁵ 그러나, 30 분 동안

610 █████ 증인신문조서 (█████/█████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., C-508, 제20면.

611 █████ 증인신문조서 (█████/█████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 9. 26., C-524, 제14면.

612 재반박서면, 2020. 7. 17., 제147c항.

613 █████ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-463, 제16면 (“당시에는 그 이유를 알지 못했는데, 이제 와서 생각해 보니 투자위원회에서 결정된 내용에 대하여 청와대에서 최종 재가를 받기 위해 투자위원회 위원들을 대기시킨 것이라고 생각합니다.”).

614 █████ 증인신문조서 (█████/█████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., C-499 참조.

615 █████ 본부장에 따르면, 이러한 상황은 자신이 다른 위원회 위원들과 저녁 장소로 “같이” 이동하고자 했기 때문이나, █████ 본부장이 다른 위원회 위원들과 함께 출발하기 전에 처리해야 할 통화가 있었기 때문이었습니다. 이러한 통화에서 국민연금

국민연금이 회의 결과에 대한 “재가”를 요청하였다거나 청와대가 이에 대한 “재가”를 하였다는 증거는 없습니다. 사실, 그러한 “재가”를 받아야 할 필요가 있었다는 청구인측의 논리는 위원회가 본건 합병에 찬성 결의하는 것이 청와대의 지시에 따라 사전에 결정된 것이라는 청구인의 논리와도 배치됩니다.

(c) 국민연금과 삼성 관계자들 간의 “공모”에 관한 증거 또한 존재하지 않습니다.⁶¹⁶ 이와 관련하여 청구인이 인용하는 유일한 증거는 삼성 직원들 중 한 명이 기자들로부터 받은 메시지를 발췌한 것을 삼성 직원들 간에 주고받은 문자메시지들입니다. “축하한다”⁶¹⁷ 는 기자의 메시지는 삼성을 상대로 한 것이었습니다. 국민연금이 삼성과의 어떠한 종류의 공모를 통해서든 (그러한 공모가 존재하거나 하였다면) 국민연금 투자위원회의 회의 결과를 “유출”⁶¹⁸하였다는 증거를 찾아볼 수 없습니다.

(d) 마지막으로, ██████ 본부장의 이메일 서신이 대한민국의 문서제출에 포함되어 있지 않음을 이유로 불리한 추정을 내릴 수 있는 근거는 존재하지 않습니다.⁶¹⁹ 불리한 추정을 내리기 위해서는, 제출되지 않았다고 주장되는 문서가 존재하고, 불리한 추정의 대상이 되는 당사자가 이를 소유, 보관 또는 관리하고 있다는

투자위원회의 결정에 대한 승인을 요청하거나 승인을 받은 것이 아닙니다. ██████ 신문조서 (██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제29-30면.

⁶¹⁶ 새로운 ██████ 공소장은 2015년 6월경 삼성측 대표들이 ██████ 본부장에게 제안한 것에 관한 혐의를 포함합니다. 이는 혐의로 남아 있으며, 재판부가 판단할 수 있는 기초 증거가 존재하지 않습니다. 어떠한 경우든, 해당 혐의들은 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 독립적으로 표결하였다는 지배적인 증거에는 영향을 미치지 않습니다.

⁶¹⁷ 장충기와 다수 수신인들 간의 문자메세지 기록, 2015. 6. 24.~7. 9., C-421, 제13232면, 재판박서면, 2020. 7. 17., 제147e항에 인용됨.

⁶¹⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제147e항, 제148항.

⁶¹⁹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제150항 참조.

증거가 존재해야 합니다.⁶²⁰ 대한민국이 5년 후에 해당 서류를 계속 보관하고 있었기는커녕 해당 서류가 존재한다는 증거조차 없습니다. 자신의 사실관계 논리를 확인하여 주는 서신이 존재하지 않는다는 사실을 “도무지 믿을 수 없다”는 청구인측의 추측은 증거에 입각하지 않은 희망사항(및 특유의 과장법)에 불과합니다.

h. 국민연금과 보건복지부가 전문위원회를 “침묵”시켰다는 청구인의 “8 단계”는 무의미하고 근거도 없습니다

266. 청구인은 청구인의 “8 단계”에서 국민연금과 보건복지부가 전문위원회 회의에 개입하고 국민연금 투자위원회의 본건 합병 결정에 관한 전문위원회의 보도자료를 검열하여 전문위원회를 “침묵시켰다”고 주장하고 있습니다.⁶²¹ 이러한 주장은 입증되지도 않았으며, 설령 입증된다 하더라도 의미가 없는 것으로 협정 위반을 성립시키지 못합니다.
267. **첫째**, 청구인측의 주장은 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 승인해야 한다고 결정하였기 때문에 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하였고 이에 따라 본건 합병이 이루어진 것을 기초로 합니다. 전문위원회 회의가 개최된 2015년 7월 14일경, 국민연금 투자위원회는 이미 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하기로 결정한 상태였습니다. 전문위원회에는 이러한 결정을 뒤집을 수 있는 권한이 없었습니다.⁶²² 따라서, 나중에 개최된

⁶²⁰ V Van Houtte and V Poppel, “제5장: 국제중재에서의 불리한 추정 (Chapter 5: Adverse Inferences in International Arbitration)” in: T Giovannini and A Mourre (eds), *국제중재에서의 서면 증거 및 증거개시: 새로운 이슈와 경향 (Written Evidence and Discovery in International Arbitration: New Issues and Tendencies)* (2009), **RLA-125**, 제203면; J Sharpe, “증거 미제출에 따른 불리한 추정 (Drawing Adverse Inferences from the Non-production of Evidence)” (2006) Vol 22(4) *국제중재 (Arbitration International)* 제549면, **RLA-124**, 제551면. 아래 제530항 참조.

⁶²¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제156-159항.

⁶²² 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28. (C-309에 대한 수정 번역본), **R-57**, 제8조; 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015. 6. 9., **R-98**, 제2조; 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194에 대한 수정 번역본), **R-99**, 제5조 제(5)항. [redacted] 특검 진술조서, 2016. 11. 25., **C-457** (“저희가 투자위원회 결정을 뒤집을 수 있는 권한은 규정된 것이 없었기 때문에”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29., **R-293**, 제13면 (“투자위원회에서 결정한 것을 전문위원회가 명시적으로

전문위원회 회의나 실효성 없는 보도자료에 개입이 있었는지의 여부는
탁상공론에 불과합니다.

268. 둘째, 보건복지부 및 국민연금측에서 전문위원회 회의에 참석하는 것은
통상적인 관행으로 (실제로 전문위원회 규정은 보건복지부와
국민연금측에서 전문위원회 회의에 참석할 것을 규정하고 있습니다⁶²³),
청구인이 주장하는 것처럼 부적절한 것이 아닙니다.⁶²⁴ 보건복지부
연금재정과장인 ██████은 전문위원회 간사 자격으로 2015년 7월 14일
전문위원회 회의에 참석하였습니다.⁶²⁵ ██████ 본부장도 같은 자격으로
참석하였습니다.⁶²⁶
269. 셋째, 보건복지부가 전문위원회로 하여금 보도자료를 통해 의견을
피력하지 못하게 했다는 점을 보여주는 증거는 존재하지 않습니다.
실제로, 전문위원회 위원인 ██████은 “저희 보도자료에서 전문위원회가
전달하고자 했던 취지는 최종적으로 발표된 보도자료에 모두
반영되었다”고 확인하였습니다.⁶²⁷ 증거에 따르면 보건복지부가

그것을 뒤집을 수 있는 권한이 있느냐, 그 권한에 대한 지침이나 규정은 없는 것으로
파악돼서); ██████ 특검 진술조서, 2016. 11. 28., **C-459**, 제12면 (“규정상 투자위원회의
결정 자체를 다시 심의하기는 어렵다는 결론을 내렸습니다”) 참조.

⁶²³ 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015. 6. 9., **R-98**, 제6조 (“(간사) ① [전문]위원회의 사무를 처리하기 위하여 공동 간사를 두되, 간사는 보건복지부 국민연금재정과장과 기금운용본부장이 된다. ② 간사는 다음 각 호의 사항을 수행한다: 1. 보고 및 심의 안건의 제출 2. 위원장의 위원회 운영에 관한 보좌[...]”).

⁶²⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제156c항.

⁶²⁵ ██████ 제2차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제9-10항; 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015. 6. 9., **R-98**, 제6조 (“(간사) ① [전문]위원회의 사무를 처리하기 위하여 공동 간사를 두되, 간사는 보건복지부 국민연금재정과장과 기금운용본부장이 된다. ② 간사는 다음 각 호의 사항을 수행한다: 1. 보고 및 심의 안건의 제출 2. 위원장의 위원회 운영에 관한 보좌[...]”).

⁶²⁶ ██████ 제2차 증인진술서. 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제9-10항; 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015. 6. 9., **R-98**, 제6조.

⁶²⁷ ██████ 제2차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제13항.

전문위원회로 하여금 전문위원회가 사용하고자 하는 문안을 “완화”하도록 설득하였다는 사실만을 알 수 있을 뿐입니다.⁶²⁸

270. 증거에 따르면, 전문위원회 의원들은 국민연금 투자위원회의 결정을 다시 심의하거나 번복할 수 없다고 자체적으로 결론지었습니다.⁶²⁹ [redacted] 이 설명하는 바와 같이 전문위원회 소집 당시에 “전문위원회는 국민연금 투자위원회가 이미 내린 결정을 전문위원회가 다시 심의하거나 이를 번복할 수 있는 근거가 국민연금 및 전문위원회의 관련 지침, 규칙 및 규정에 존재하지 않는다는 결론을 내렸습니다.”⁶³⁰ 전문위원회 위원들은 국민연금 투자위원회가 전문위원회에 부의하지 않고 결정을 내린 것이 절차적으로 부적절 했다는 의견 표명만을 하기로 결정했으며,⁶³¹ 그러한 의견을 표명하였습니다.⁶³²

⁶²⁸ [redacted] 특검 진술조서 (제2회), 2017. 1. 7., **C-486**, 제23면 (“제가 거의 읍소를 하다시피 관여하였고 문구 하나하나 작성하는데도 관여하여서 이 정도로 완화시킨 것은 맞습니다.”); [redacted] 특검 진술조서, 2016. 11. 28., **C-459**, 제12면 (“처음에는 발표문에 ‘절차가 위법하다’는 문안으로 넣으려고 했는데, [redacted] 과장이 그렇게 하면 큰일 난다면서 계속해서 만류를 했습니다. 그래서 결국에는 ‘유감이다’라는 문안으로 발표하기로 결정했습니다.”).

⁶²⁹ [redacted] 특검 진술조서, 2016. 11. 28., **C-459**, 제12면 (“규정상 투자위원회의 결정 자체를 다시 심의하기는 어렵다는 결론을 내렸습니다.”); [redacted] 특검 진술조서, 2016. 11. 25, **C-457**, 제15면 (“저희가 투자위원회 결정을 뒤집을 수 있는 권한은 규정된 것이 없었기 때문에[...]”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29., **R-293**, 제13면 (“투자위원회에서 결정한 것을 전문위원회가 명시적으로 그것을 뒤집을 수 있는 권한이 있느냐, 그 권한에 대한 지침이나 규정은 없는 것으로 파악돼서.”).

⁶³⁰ [redacted] 제2차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제12항.

⁶³¹ [redacted] 제2차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제12항. [redacted] 특검 진술조서 2016. 11. 28., **C-459**, 제12면 (“규정상 투자위원회의 결정 자체를 다시 심의하기는 어렵다는 결론을 내렸습니다. 그래서 절차가 적절했는지 토론을 했는데 절대적 다수결로 절차가 잘못됐고, 그에 대한 의견표명을 하자고 결론을 내렸습니다”).

⁶³² 전문위원회, 보도자료, 2015. 7. 17., **C-44**.

i. 본건 합병과 관련한 국민연금의 의결권 행사에 대한 청구인의 “9 단계”는 “조건적” 인과관계 요건을 충족하지 못합니다

271. “9 단계”에서 청구인은 본건 합병에 찬성하는 국민연금의 의결권 행사로 인해 본건 합병이 승인되었다고 주장합니다.⁶³³ 청구인은 8 개의 단계에 걸쳐 자신이 주장하는 협정 위반을 증명할 수도 그가 여기서 청구하는 손해배상을 성립시킬 수도 없는 배경정보를 상세히 다루고 나서야 마침내 본 중재의 핵심사안 중 하나에 대하여 다루고 있습니다. 그것은 바로 국민연금으로 인해 본건 합병이 승인되었는지 여부에 관한 것입니다. 국민연금으로 인해 본건 합병이 승인되었음이 밝혀진다 하더라도 이러한 사실은 청구인의 주장을 증명하지 않습니다. 청구인은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결을 하도록 만든 것이 한국이라는 사실도 우선 증명해야 하는데, 그렇게 하지 못했기 때문입니다. 설령 청구인이 이를 증명한다 하더라도 손해배상의 인과관계와 관련하여 청구인은 청구인이 자신에게 피해를 입혔다고 주장하는 본건 합병비율을 한국이 야기였음을 증명해야 합니다만, 청구인은 이러한 시도조차 하지 않았습니다. 실제로 아래 제 4 장 제 C 절에서 언급하는 바와 같이 청구인은 한국이 본건 합병비율을 초래하지 않았다는 점에 동의하였습니다.

272. 따라서 청구인의 “9 단계”는 국민연금의 본건 합병 찬성 의결권 행사가 “없었더라면” 본건 합병은 승인되지 않았을 것이라는 청구인의 “사실적 인과관계(causation in fact)”에 관한 분석입니다.⁶³⁴ 한국은 반박서면에서 이 문제에 대해 다루면서 국민연금이 삼성물산 지분 11.21%를 보유한 주주로서 삼성물산이 본건 합병을 승인하는데 필요한 66.67%라는 수치를 넘을 충분한 주식을 보유하고 있지 않았고⁶³⁵ 또한 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 표결을 하지 않고 기권하였거나 반대하는 표결을 하는

⁶³³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 161 항.

⁶³⁴ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 162 항 참조.

⁶³⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 411-413 항.

반대의 사실관계가 발생한 가정적 상황에서 본건 합병이 성사되지 않았을 것이라는 점은 증명되지 않았다고 설명하였습니다.⁶³⁶

273. 인과관계 주장을 뒷받침하기 위해 청구인은 현재 “국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 투표 결정은 다른 기관 투자자들과 비기관 투자자들에게 큰 영향을 주었다.”라는 주장을 합니다.⁶³⁷ 다른 투자자들이 국민연금의 표결에 의해 좌지우지되었다는 증거는 존재하지 않습니다. 청구인의 추정을 뒷받침하는 근거로 청구인이 인용하는 것으로는 전문위원회 위원 1인의 추측 외에 아무것도 없으며, 그는 심지어 투자자도 아닙니다. ⁶³⁸ 또한 삼성 그룹이 본건 합병을 지지하도록 증권 애널리스트들과 주주들을 설득하기 위한 조치를 취했다는 청구인의 주장을 수용한다 하더라도⁶³⁹ 국민연금이 본건 합병을 지지하지 않는다는 사실이 삼성 그룹으로 하여금 그러한 노력을 배가하도록 만들고 다른 곳에서 필요한 지지를 구하도록 만들었을 가능성이 더 높습니다. 따라서 국민연금이 찬성표결을 하지 않았을 경우에 본건 합병 관련 표결의 결과가 어떻게 되었을지는 증명될 수도 없고 더 중요하게는 지금까지 증명되지 않았습니니다.

274. 한국의 공무원 또는 다른 사람들이 국민연금이 “캐스팅 보트”를 가지고 있다고 보았는지 여부는 중요하지 않습니다. ⁶⁴⁰ 실제로 국민연금 관계자들이 국민연금이 “캐스팅 보트”를 가지고 있다고 생각하지 않았다는 사실에 대한 증거도 있습니다.⁶⁴¹ 아무튼 한국의 공무원들이

⁶³⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 420 항.

⁶³⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 162 항 (강조 추가).

⁶³⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 149 항; █████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-504.

⁶³⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 130b 항.

⁶⁴⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 163-164 항.

⁶⁴¹ 예컨대, █████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017.4.10., C-501, 제 7면. (“사실은 국민연금이 캐스팅보트 역할을 할 수도 있다는 생각은 했지만, 그게 ‘결정적이다’라고 할 수가 없었던 것이, 다른 기관들도 많이 있었고 개인 지분율이 꽤 높았던 것으로 알고 있습니다. 그래서 ‘알 수 있었다’라고는 하기 조금

본건 합병 결과와 관련하여 다양한 경우의 수에 대하여 분석을 했다는 사실은 위에서 설명한 바와 같이 삼성 그룹이 한국 경제에 매우 중요하다는 점을 고려할 때 한국이 본건 합병에 대하여 정당한 이해관계를 가지고 있다는 사실과 일치합니다.⁶⁴²

275. 청구인이 생각하는 바와 같이 한국이 청구인을 “무너뜨리기” 위해 본건 합병의 성사를 선호했음을 보여주는 어떠한 증거도 없습니다.

(a) 청구인은 한국이 본건 합병이 성사되지 않는 경우, 삼성물산 주가가 상승할 것이라는 점을 미리 예상하였다는 증거를 인용하였는데 청구인이 인용한 어떠한 증거도 그러한 예상으로 인해 한국 또는 국민연금이 본건 합병의 성사를 선호했다는 사실을 보여주고 있지 않습니다.

(b)본건 합병이 제안된 조건대로 이루어지지 않을 경우 삼성물산 주주들의 투자에 대한 “상당한 경제적 이익”과 “완전한 가치”가 실현될 것이라는 청구인의 주장⁶⁴³ 또한 옳지 않습니다. 우선, 청구인이 “한국이 알고 있”었거나 또는 “예상했던” 것의 증거로 언급한 분석내용은 사실 국민연금의 분석내용입니다. 무엇보다도 애널리스트들은 삼성물산의 주가가 본건 합병이 무산되는 경우 어떤 반응을 보일 것인가에 대해 의견의 일치를 보지

곤란할 것 같습니다. ‘그럴 가능성이 높다’ 정도입니다.”); ■■■■■ 증인신문조서 (■■■■/■■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502, 제 68면 (“우리가 반대하면 바로 반대가 되는 것이고, 찬성하는 경우에는 우리가 찬성하는 것 플러스 개인들이 상당수가 찬성해 줘야지 찬성이 되는 그런 상황이었던 것으로.”) 참조.

⁶⁴² 위 제 171 항 및 제 194 항 참조.

⁶⁴³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 166 항.

못했습니다.⁶⁴⁴ 일부 애널리스트들은 장기적으로는 삼성물산의 주가가 하락 움직임을 보일 것이라고도 예측했습니다.⁶⁴⁵

j. 본건 합병의 “여파”에 대한 청구인의 “10 단계”는 인과관계와 무관하며 증거를 왜곡하고 있습니다

276. 최종적으로 “10 단계”에서 청구인은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 이후에 한국 정부 관계자들은 위법행위를 숨기기 위하여 “분주히 움직”였으며⁶⁴⁶ 해당 정부 관계자들은 “보상을 받았으나”⁶⁴⁷ 이후 한국 법원은 “청와대, 보건복지부, 국민연금 전체에 걸친 광범위한 부패와 위법성을 확인했으며 본건 합병에 찬성하는 국민연금의 의결권 행사를 부당하게 야기한 내용도 이에 포함되었다”라고 주장합니다.⁶⁴⁸
277. 이러한 극적인 주장은 명백히 잘못되었습니다. 애초에 문제 되는 은폐 행위들은 삼성물산과 제일모직 주주들이 본건 합병 비율에 따른 본건 합병을 승인한 (청구인이 주장하고 있는 손해는 이로 인해 기인하였습니다) 후에야 발생하였습니다. 따라서 해당 사안들은 인과관계의 문제와 관련이 없습니다. 해당 행위들은 또한 국제법상 협정 위반을 입증하지도 않습니다. 실제로 청구인은 “10 개” 라는 숫자를 채우고 싶다는 생각으로 단지 형식적으로 이를 포함한 것으로 보이기도 합니다.
278. 여하튼, 청구인의 “10 단계” 논리에는 사실을 정면으로 곡해한 내용이 다수 포함되어 있습니다.

⁶⁴⁴ 예컨대, 본건 합병 관련 정보가 담긴 “참고용” 표제 하의 국민연금 문서, 2015. 7. 8., **R-123**, 제 81-98 면 참조.

⁶⁴⁵ 예컨대, 본건 합병 관련 정보가 담긴 “참고용” 표제 하의 국민연금 문서, 2015. 7. 8., **R-123**, 제 95 면 (“하나 대투 증권 [...] 장기 주가 방향 부정적”) 참조.

⁶⁴⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 168 항.

⁶⁴⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169 항.

⁶⁴⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 170 항.

- (a) 첫째, 국민연금 투자위원회 공식 회의록에서 “ 본부장이 리서치 팀의 자료가 “보완이 필요”하다는 지적에 대한 언급을 삭제하였다는” 내용은 사실이 아닙니다.⁶⁴⁹ 청구인은 해당 주장을 뒷받침하기 위해 아무것도 인용하고 있지 않지만 이는 위원회 위원인 대체투자실장이 “별첨 표 (38-40 페이지)의 의미에 대해서는 보완이 필요한 것으로 보임”이라고 언급한 내용을 공식 회의록에서 삭제한 것을 말하는 것으로 보입니다.⁶⁵⁰ 해당 언급은 비공식 회의록에 기록되어 있습니다.⁶⁵¹ 하지만 공식 회의록에도 실장이 이와 비슷하게 언급한 내용이 “기금포트폴리오에 미치는 영향 분석의 합병비율에 대한 의미가 모호하며 보완이 필요해 보임”⁶⁵²이라고 기록되어 있습니다.
- (b) 둘째, 본건 합병이 승인되었다라면 국민연금이 입게 될 재정적 손해에 대한 언급이 투자위원회 위원들의 만장일치로 국민연금 투자위원회 공식 회의록에서 삭제된 것은 사실이나,⁶⁵³ 이는 이들이 확실하지 않은 수치들이었기 때문입니다.⁶⁵⁴ 사실 삭제된 수치들은 적절한 합병 비율 1 : 0.46 과 비교하여 1 : 0.35 의 합병 비율로

⁶⁴⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 168b 항.

⁶⁵⁰ , 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10, **C-428**, 제 4 면

⁶⁵¹ , 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10, **C-428**, 제 4 면

⁶⁵² 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10, **R-128**, 제 11 면. 회의록 2 개 버전 모두 대체투자실장이 국민연금 투자위원회 위원인 이 “시너지 효과”가 필요하다는 지적을 하고 국민연금 리서치팀장인 가 시너지 효과로 약 2 조 원이 필요하다는 설명을 한 이후 이러한 언급을 하였음을 보여주고 있습니다. 2015. 7. 10., **C-428**, 제 3-4 면.

⁶⁵³ , 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10, **C-428**, 제 6515 면; 증인신문조서 (/에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., **C-502**, 제 8-9 면; 피고인신문조서(에 대한 서울중앙지방법원 재판) (제 2 부), 2017. 6.21., **C-517**, 제 68-70 면; 증인신문조서 (/에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5.8., **C-510**, 제 145 면.

⁶⁵⁴ 피고인신문조서 (에 대한 서울중앙지방법원 재판)(2 부), 2017. 6.21., **C-517**, 제 68-69 면; 증인신문조서 (/에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., **C-508**, 제 32-33 면.

예상되는 주식 보유로 인한 손실은 0.44 % 포인트라는 공식 회의록 기록으로부터 유추할 수 있습니다.⁶⁵⁵

(c) 셋째, ■■■ 전 대통령이 삼성 그룹으로부터 미화 약 2,500 만 달러의 뇌물을 수령하고⁶⁵⁶ 그 대가로 삼성 그룹이 한국 정부로부터 본건 합병에 대한 도움을 받았다⁶⁵⁷ 는 청구인의 주장은 전혀 근거가 없습니다. 위에서 설명한 바와 같이, 한국 법원은 2015 년 7 월 25 일 이전에는 뇌물 공여가 이루어지지 않았으며 ■■■ 전 대통령과 ■■■ 간 대가관계는 2015 년 7 월 25 일 또는 그 이후에야 형성되었다고 판단했습니다. 따라서 본건 합병과 관련해서는 어떠한 뇌물 공여도 없었습니다.⁶⁵⁸ 또한 대한승마협회 전무 ■■■도 한국 정부와 삼성 그룹 간 대가관계가 이루어진 것은 “삼성이 삼성물산과 제일모직 간 합병에 있어서 도움을 받았기 때문”이라는 자신의 진술을 철회하면서 해당 진술은 검증되지 않고 신뢰할 수 없는 소문에 기반한 것이었다고 인정하였습니다.

⁶⁵⁹

(d) 넷째, ■■■ 전 대통령이 2015 년 7 월과 2016 년에 ■■■에게 뇌물 공여와 관련해서 지속적으로 압박을 가했다 하더라도⁶⁶⁰ 이는 한국이 본건 합병을 야기하거나 또는 본건 합병비율을 정하였다는 사실을 입증하지 않습니다. 관련 소송들은 여전히 한국 법원에

⁶⁵⁵ 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10, R-128, 제 11 면 (“합병비율이 1:0.35 일 때 리서치 산정 1:0.46 기준 합병 이후의 지분율에서 차이가 약 0.44%p 발생함.”). ■■■ 증인신문조서 (■■■/■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판)도 참조, 2017. 4. 10, C-501, 제 60 면 (■■■가 삭제된 숫자가 0.44%를 이용해서 쉽게 산정될 수 있다고 설명한 부분).

⁶⁵⁶ 청구인에 따르면 이는 ■■■ 대통령의 “측근”에게 지급하는 방식으로 이루어졌다고 합니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169a(i)항.

⁶⁵⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169a 항.

⁶⁵⁸ 위 제 173-174 항 참조.

⁶⁵⁹ ■■■ 증인신문조서 (■■■에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 29, C-512.

⁶⁶⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169a(i)항.

계류 중이긴 하나, 법원은 2015년 7월 25일 이전에 뇌물 수수와 관련하여 [redacted] 전 대통령과 [redacted] 사이에 확정적인 합의나 상호 이해가 없었다고 일관적으로 판시하였습니다.⁶⁶¹

(e) 다섯째, [redacted] 수석, [redacted] 장관 그리고 [redacted]가 본건 합병에서 수행한 역할로 인해 승진하였다는 사실을 입증할 증거가 존재하지 않습니다.⁶⁶² 실제로 [redacted] 수석은 청구인이 주장하는 바와 같이 “정책조정수석비서관으로 승진”한 것이 아니었습니다.⁶⁶³ [redacted] 수석은 본건 합병 당시에 경제수석비서관이었습니다.⁶⁶⁴ 정책조정수석비서관은 동급의 직책입니다.⁶⁶⁵ [redacted] 장관이 국민연금 이사장으로 임명된 것은 승진이라기 보다는 오히려 강등이었습니다. 국민연금 이사장 자리는 장관급보다는 차관급에 가깝습니다.⁶⁶⁶ [redacted]가 국민연금 기금운용본부 주식운용실장으로 승진한 것은 본건 합병 관련 의결권 행사로부터 2년이 지난 2017년 5월이었습니다.⁶⁶⁷ 해당 승진이 본건 합병과 관련이 있다는 증거는 존재하지 않습니다.

⁶⁶¹ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노 1087 판결, R-169, 제 112면. 위 제 174(b)항도 참조; 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노 1962 판결 (과기환송심), R-314, 제 47-48면, 제 102-103면 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노 1087 판결, (C-286에 대한 수정 번역본) R-169, 제 112면.

⁶⁶² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169b-169d 항과 비교.

⁶⁶³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169b 항 (강조 추가).

⁶⁶⁴ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 7. 4., C-520, 제 8면.

⁶⁶⁵ "朴대통령, 靑 비서진 추가 개편... 정무·미래·교문수석 교체", 뉴시스, 2016. 6. 8., R-277, ("[redacted] 정책조정수석의 수평 이동"에 주목할 필요 있음). 매스컴은 [redacted]이 경제수석비서관에서 정책조정수석비서관으로 재임명된 것을 "사실상 승진"으로 묘사하였는데 이는 단지 정책조정수석이 더 권위있는 직책이기 때문이었습니다 (이는 미국의 국무장관이 미국 교통부장관보다 더 권위있는 직책으로 간주되는 것과 같습니다.).

⁶⁶⁶ "전광우 이사장은? '공단 개혁 전도사'", 서울경제, 2010. 11. 16., R-245. [redacted] 장관의 차관, 즉 [redacted] 보건복지부 차관에 따르면 [redacted] 장관은 "국민연금 이사장이 보건복지부장관보다 '더 나은' 자리다"라는 표현을 하였습니다. [redacted] 증인신문조서 ([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 22, C-496, 제 17-18면.

⁶⁶⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 169d 항.

(f) 여섯째, 청구인이 원용하는 한국 형사법원의 판결이 확정되지 않았다고 한국이 강조한 것이 진실을 왜곡한 것이라고 볼 수는 결코 없습니다. 대한민국 대법원은 사건을 서울고등법원으로 파기환송할 권한이 있으며 관련 소송이 진행되고 있다는 사실은 이전에 서울고등법원이 인정했던 사실이 변경될 수 있음을 의미합니다. 사건을 서울고등법원에 파기환송한다는 것은 파기환송된 소송절차에서 새로운 사실과 증거가 제시되고 관련된 변론이 이루어질 경우 서울고등법원에서 해당 사건이 다시 판단 받을 수 있음을 의미하며, 그 가능성은 결코 배제할 수 없습니다.⁶⁶⁸ 따라서 청구인이 환송 전 소송절차에서 서울고등법원이 인정한 사실을 원용한다 하더라도, 그러한 사실은 변경될 수 있으며 증거로써 본 중재에서 인용될 수 없습니다.

(g) 일곱째, 본 중재에 있어서는 한국의 민사법원 판결이 한국의 형사법원 판결보다 더 관련성이 있습니다. 청구인이 협정 위반이 있었다고 주장하기 위해 형사 사건의 결과를 원용할 수 없는 것처럼, 한국은 협정 위반이 없다고 주장하기 위해 민사 사건의 결과를 원용하지 않습니다. 한국은 단지 본건 합병 비율과 국민연금이 본건 합병에 대한 의결권 행사 방식을 결정하는 과정에서 따랐던 절차가 적절했음을 보여주기 위해 민사 법원이 인정한 사실을 원용할 뿐입니다.⁶⁶⁹ 협정 위반을 증명하기 위해 청구인은 국민연금의 절차와 본건 합병 비율이 적법 절차를 의도적으로 무시했으며⁶⁷⁰ 명백히 독단적이고 이유가 부족하다⁶⁷¹는 점과

⁶⁶⁸ 위 제 165 항 참조.

⁶⁶⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 172-183 면.

⁶⁷⁰ *Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/02/1), 판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 218 항. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 496-497 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 409 항도 참조.

⁶⁷¹ *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., **RLA-48**, 제 627 항. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 496-497 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 409 항도 참조.

이러한 부적절함이 국민연금이 본건 합병에 찬성표결하도록 만들었으며 그렇지 않았다면 찬성 투표를 하지 않았을 것이라는 사실을 입증해야 한다는 것에 대해 당사자들은 동의합니다.⁶⁷² 청구인이 절차 및 본건 합병 비율이 부적절하다는 것을 입증할 수 없는 경우, 국민연금이 그러한 절차 및 본건 합병 비율을 채택한 배경에 있다고 주장되는 모든 범죄 행위 또는 기타 위법 행위는 협정 관련 청구에 있어 아무런 의미도 가지지 못하는데, 이는 그러한 범죄 또는 위법 행위가 없었더라도 국민연금은 여전히 동일한 절차를 통해 동일한 결과를 도출해냈을 수 있기 때문입니다. 한국 민사법원은 국민연금의 절차 및 본건 합병 비율이 국민연금 지침 및 관련 법규를 준수하였다고 판단하였습니다.⁶⁷³

- (h) 여덟째, “여러 정치적으로 중요한 사건에서 청와대와 사법부 간 위법적인 협조”에 관한 청구인의 본 중재와는 관련 없는 의혹 제기를 뒷받침하지 않는 법원 판결들을 깎아내리려는 청구인의 시도⁶⁷⁴는 배척되어야 합니다. 해당 절차의 판단내용 중 본 중재와 관련된 부분이 어떠한 방식으로든 훼손되었다는 증거는 존재하지 않으며 달리 이를 암시하려는 청구인의 시도는 무모합니다.⁶⁷⁵

⁶⁷² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 86 항, 제 95 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 506-517 항.

⁶⁷³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 172-175 항, 제 182-183 항 참조. 이상훈 교수가 “비송사건절차”에 관하여 “법원은 사실조사를 위해 필요한 자료를 수집할 책임과 권한을 가지며” “관련 자료를 수집하는 방식과 범위를 자유롭게 결정할 수 있다.”라고 이야기한 내용과는 반대입니다. 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, **C-53**, 제 8 면. 비송사건절차법, 2014. 11. 21., **C-137**, 제 11 조. 반박서면, 2019. 9. 27., 각주 237 참조.

⁶⁷⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 178 항.

⁶⁷⁵ 청구인은 EALP의 본건 합병에 관한 삼성물산 주주총회에 대한 결의 금지 가처분 신청은 사법행정남용에 관한 특별조사위원회가 밝혀낸 “사법부와 대통령 및 청와대 사이의 위법한 공모의 대상”이었다고 주장합니다. 이러한 주장에 대한 청구인의 유일한 근거는 “판결 리스트”인데 이는 단순히 EALP의 가처분 사건을 항목으로 나열한 것에 불과합니다. 해당 “리스트”도 첨부된 이메일도 사법행정남용에 관한 특별조사위원회 보고서에 언급되어 있지 않습니다. 청구인은 EALP의 가처분 사건이 어떤 식으로든 개입을 받았음을 나타내는 아무런 증거도 제시하고 있지 않습니다. 사법행정남용에 관한 특별조사위원회, “조사보고서” 2018. 5. 25. **C-538** 참조.

(i) *아홉째*, 그리고 마지막으로 국민연금 감사결과는 오직 국민연금 리서치팀의 행위에만 관련이 됩니다.⁶⁷⁶ 해당 결과는 본 중재판정부가 판단할 사안들과 관련해서는 중요하지 않습니다. 앞서 살펴본 바와 같이 국민연금 투자위원회 위원들은 독립적으로 본건 합병을 심의하였고 국민연금 리서치팀의 조사결과에만 의존하지는 않았습니다.⁶⁷⁷ 국민연금 리서치팀의 구성원이 주의의무를 위반했다거나 부주의하였다는 감사결과⁶⁷⁸는 중요하지 않습니다. 위반되었다고 주장되는 해당 의무는 EALP와 아무런 상관이 없으며 EALP의 투자를 보호하기 위해 고안된 것도 아닙니다.

* * *

279. 결국 청구인의 확대된 “10 단계”론은 부정확한 증거와 왜곡으로 가득하고, 다른 증거의 내용과 충돌할 뿐만 아니라, 청구인의 청구를 뒷받침하는 데 필요한 인과관계를 증명하는데 실패하고 있습니다.

B. 한국은 청구인에게 국제법상 최소대우기준을 제공하였습니다

280. 본 절에서 한국은 먼저 한국이 협정에 따라 요구되는 최소대우기준을 제공하지 못했다는 점을 증명하기 위해서는 청구인이 엄격한 기준을 충족해야 함을 밝히고자 합니다 **(1)**. 그 후 한국은 청구인이 이러한 의무를 충족시키지 못했으며 한국은 최소대우기준을 제공하였음을 증명할 것입니다 **(2)**. 마지막으로 한국은 청구인이 본건 합병이 승인될 것이라는 위험을 감수하였고 그러한 위험이 실제 발생하였다는 사실에 대하여 이제 와서 불평할 수 없음을 설명하고자 합니다 **(3)**.

⁶⁷⁶ 예컨대, [국민연금 기금감사부], “삼성물산과 제일모직 합병관련 기금운용본부의결권행사 점검 결과 보고”, 2015. 11., C-446 (“대상 및 조사기간 ◦ 대상: 기금운용본부, 준법감시인”) 참조.

⁶⁷⁷ 위 제 225 항, 제 231-233 항 참조.

⁶⁷⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 189 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 180 항.

1. 청구인이 협정에 따른 최소대우기준 위반을 증명하기 위해서는 엄격한 기준을 충족해야 합니다

281. 청구인의 재반박서면에서 청구인은 국제법에 따른 최소대우기준의 위반에 적용되는 기준에 대하여 당사자들이 대체로 동의하고 있다는 사실을 올바르게 지적합니다.⁶⁷⁹
282. 하지만 청구인은 한국이 단지 ‘오도되었거나 잘못된 판단 또는 각종 요인들에 대한 부적절한 고려를 포함하고 있는 국가의 행위 또는 결정’만을 본 사건에서 다룬다고 주장하고 있다고 하는데 이는 한국의 입장을 왜곡하는 것입니다.⁶⁸⁰ 한국의 입장은 협정 제 1105 조의 위반을 증명하기 위해서는 충분한 악의성과 “명백한 자의성”, “적법절차의 완전한 결여”, “명백한 차별”, 또는 “명백한 근거의 부재”에 이르는 “높은 수준의 엄격성과 중대성 기준”에 대하여 증명할 입증책임이 청구인에게 있다는 것입니다.⁶⁸¹
283. 국가의 행위나 결정이 단지 잘못되었거나, 오판이나 여러 부적절한 요소가 개입된 경우는 이러한 책임이 충족되지 않는 경우의 한가지 사례입니다.⁶⁸² 또한 문제 되는 행위가 국내법을 위반하였다 하더라도 그

⁶⁷⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 409-410 항. 당사자들은 “비교불가능한 협정 조항 내 최소대우기준과 공정하고 공평한 대우 기준 내용에 대한 판결들의 관련성”이라는 한 가지 점에 있어서 의견을 달리합니다. 청구인은 계속해서 이것들이 연관이 있다고 주장합니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 각주 1203. 한국은 이에 동의하지 않습니다. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 492-494 항. 청구인이 비교불가능한 협정 조항이 있는 판결을 인용하고자 한다면 그때 가서 당사자들은 이 쟁점에 대해 논의할 것입니다.

⁶⁸⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 412 항.

⁶⁸¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 497 항, *Apotex Holdings Inc. v United States of America* (ICSID Case No. ARB(AF)/12/1), 판정, 2014. 8. 25., **CLA-1**, 제 9.47 항 (강조 추가) 및 *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., **RLA-48**, 제 627 항 (강조 추가).

⁶⁸² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 497 항.

자체가 협정 제 1105 조 위반을 증명하기 위해 요구되는 “엄격한 기준”을 충족하지는 않을 것입니다.⁶⁸³

284. 청구인이 동의한⁶⁸⁴ 이미 확립된 법원칙을 기초로 한국은 청구인이 입증책임을 다하지 못했음을 주장합니다. 재반박서면은 이러한 점에서 청구인의 주장을 발전시키지 못했습니다.

2. 청구인은 한국의 최소대우기준 위반을 증명하기 위한 엄격한 기준을 충족하지 못했습니다

a. 청구인이 새로이 제시하는 증거는 국민연금의 의사결정 절차가 국민연금 지침을 준수하였고 적법절차의 “고의적인 무시”를 보이지 않는다는 사실에 영향을 미치지 못합니다

285. 청구인은 재반박서면에서 추가증거에 따르면 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사 방식에 대해 국민연금 투자위원회가 결정을 내리고 그러한 결정을 전문위원회에 부의하지 않았다는 사실이 적법절차의 “고의적인 무시”를 보인다고 주장합니다.⁶⁸⁵ 이러한 사실은 국민연금 투자위원회가 결정을 내렸다는 사실이 국민연금의 의결권 행사절차를 규율하는 국민연금의 의결권행사지침과 기금운용지침에 부합한다는 점과 배치됩니다. 해당 절차가 관련규칙을 준수했다는 사실은 해당 절차가 적법절차를 “고의적으로 무시”하고 진행되었을 수 없음을 의미합니다.

286. 앞에서 논의한 바와 같이 당사자들은 국민연금의 의결권행사지침과 기금운용지침에 따르면 국민연금 투자위원회가 해당 안건의 승인 또는 기각 여부에 대하여 어느 쪽이든지 결정하기 “곤란하다”는 사실을

⁶⁸³ *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v United States of America* (ICSID Case No. ARB(AF)/12/1), 판정, 2014. 8. 25., **CLA-1**, 제 9.47 항. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 497 항; *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., **RLA-48**, 제 627 항 (“충분히 악의적이고 충격적인” 행위를 요구함) 참조.

⁶⁸⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 411 항 참조.

⁶⁸⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 415 항.

“인정”할 때 전문위원회에 해당 안건을 회부해야 한다는 점에 의견을 같이 합니다.⁶⁸⁶

287. 당사자들은 국민연금 투자위원회가 안건 판단이 “곤란하다”는 사실을 결정하는 방식에 대해서 의견을 달리합니다. 단, 의결권행사지침과 기금운용지침은 이러한 결정이 국민연금 투자위원회에 의해 이루어져야 함을 분명히 하고 있습니다.⁶⁸⁷

제 8 조(의사결정의 주체 등)

① 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회(이하 “투자위원회”라 한다)의 심의·의결을 거쳐 행사한다.

[...]

② 기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회(이하 “전문위원회”라 한다)에 결정을 요청할 수 있다.⁶⁸⁸

288. 이러한 이해는 전문위원회와 국민연금 투자위원회 회원들이 한국 법원에서 진술한 내용에 의해 뒷받침됩니다.⁶⁸⁹

⁶⁸⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 50 항 참조.

⁶⁸⁷ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 에 대한 수정 번역본), **R-57**, 제 8 조 제 2 항; 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 에 대한 수정 번역본), **R-99**, 제 5 조 제 5 항 제 4 호, 제 17 조 제 5 항조. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 50 항 참조; 위 제 199-204 항.

⁶⁸⁸ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 에 대한 수정 번역본), **R-57**, 제 8 조 제 1 항 및 제 2 항 (강조 추가).

⁶⁸⁹ 예컨대 [redacted] 증인신문조서([redacted] [redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., **C-504**, 제 40 면 (“문: 증인은 위 지침들에 의할 때, 의결권행사에 있어서 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건인지 여부에 대해서는 누가 판단해야 된다고 생각하는가요. 답: 투자위원회가 판단을 하는 것이 문구상으로는 맞다고 전부터 계속 생각하고 있었습니다. 문: 또 ‘주식 의결권 행사 전문위원회’에 결정을 요청할 주체는 누구라고 생각하는가요. 답 투자위원회라고 알고 있습니다.”), 제 44-45 면 (“답: 사안이 중요하고 복잡하기 때문에 판단하기 힘들 것이라고 그렇게 봤다는 것입니다. 문: 이게 중요한 사안이라서 전문위원회가 결정해야 된다는 판단은 누가 해야 되는 것인가요. [...] 전문위원회가 결정하여야 할 중요한 사안인지 여부는 누가 판단하는가요. 전문위원회가 판단하는가요,

289. 그럼에도 청구인은 안건이 “곤란하다”는 결정은 국민연금 투자위원회가 아니라 기금운용본부 책임투자팀에 의해 (권고하는 방식으로) 이루어져야 한다고 주장합니다.⁶⁹⁰
290. 청구인은 “곤란하다”라는 것에 대한 전문위원회 위원의 증언과 SK 합병을 위해 **단 한번** 국민연금이 따랐던 의사결정 절차를 들어 본건 합병이 전문위원회에 부의되었어야 한다고 주장합니다.⁶⁹¹ 청구인은 어떻게 해당 부의가 이루어졌을 지에 대해서는 설명하고 있지 않지만 아마도 SK 합병사례를 따라서 기금운용본부의 책임투자팀이 일방적으로 본건 합병이 책임위원회에 회부되어야 하는 “곤란한” 안건이었다고 결정했어야 하고, 국민연금 투자위원회는 독립적으로 심의하지 않고 그 결정을 승인했어야 한다고 취지로 이해됩니다.⁶⁹²
291. 의결권행사지침과 기금운용지침을 보다 정확히 해석하면 기금운용본부의 책임투자팀이 아니라 국민연금 투자위원회가 안건에

아니면 투자위원회가 판단하는가요. 답 문구상으로 보면 투자위원회가 판단하도록 되어 있습니다.); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., R-292, 제 30 면 (“예, 삼성 건을 그렇게 지침에 엄격하게 적용해서 한 것이니까, 사실 그전에 SK 같은 경우가 지침에 딱 부합된다고 판단하기는 어렵고 관례에 따랐던 것이고 삼성 건은 지침에 엄격하게 적용해야 된다 라는 이야기가 있어서 그 부분의 해석이 적절한지 준법의 자문을 받고 지침대로 적용해서 진행했던 것으로 기억합니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., C-507 (“문: 과거와 다른 표결방식이었지만 지침에 위배되는 것이 아니라는 준법감시인의 의견도 있었고 오히려 [새로운 오픈식 표결방식이] 지침에 충실한 것이라는 [redacted] 실장의 설명이 타당했기 때문에 증인을 비롯한 위원들도 그러한 방식에 동의하고 그대로 진행된 것이지요. 답: 예, 맞습니다.”). 위 제 199 항 참조.

⁶⁹⁰ 위 제 203-205 항 참조.

⁶⁹¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 417-420 항.

⁶⁹² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 115 항에 기재된 SK 합병 관련 절차. [redacted] 진술조서 (서울중앙지방법검찰청), 2016. 11. 23, R-278, 제 15 면 (“문: SK 와 SKC&C 합병 판단하고 찬성 의견을 표시했던 것 관련 의결권행사와 관련하여 전문위원회 부의가 맞다고 생각한 특별한 이유가 있었나요. 답: 특별한 이유가 있다기 보다는 의결권 행사를 담당하는 부서인 운용전략실에서 "전문위원회 부의" 의견으로 안건을 올려 대부분의 투자 위원들이 운용전략실 의견대로 찬성한 것으로 알고 있습니다.”).

대한 결정이 “곤란한지” 여부를 결정해야 한다고 되어 있습니다.⁶⁹³ 한국 법원에서 여러 증인들이 증언했던 것과 같이 그리고 서울고등법원이 동의한 바와 같이 국민연금 투자위원회가 채택하였던 “오픈식 표결방식”은 사실 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 결정하는 것을 더 곤란하게 만들었으며 본건 합병 결정이 전문위원회에 부의될 확률을 더 높였습니다.⁶⁹⁴

292. 국민연금 투자위원회가 결정을 내린 과정의 정당성을 훼손하기 위해서 청구인은 해당 과정의 부적절한 동기에 대한 증거가 있다고 주장하며 이에 의존하고 있습니다.⁶⁹⁵ 이러한 주장은 이유 없습니다.

(a) 적법절차의 “완전한 결여” 또는 “고의적인 무시”를 증명하기 위해서는 청구인은 채택된 절차가 정해진 절차를 따르지 않았음을 밝혀야 했습니다.⁶⁹⁶

⁶⁹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 421-422 항 참조, 여기서 청구인은 한국의 “보다 정확한 해석”에 대한 주장을 인정하고 이에 대해 다루지 않았습니다.

⁶⁹⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제 14-15 면 (“(██████ 전임운용역) 4 가지 중 단 한 가지도 7 표 이상 득표하지 못하면 판단이 곤란한 것임. [...] (██████ 운용전략실장) 이번 안건의 중요성을 고려하여 의결권행사지침 상의 규정을 엄격히 적용하고자 함. 지침상 ‘찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 사안’인지 여부를 명확히 하기 위해 기명표결을 하고자 함. [...], 4 가지 중 어느 하나도 과반인 7 표 이상을 득표하지 못하면 ‘찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 사안’으로 간주하여 의결권행사전문위원회에 부의하고자 함”); ███████ 증인신문조서 (██████ ███████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **C-499**, 제 41 면 (“문: 세 번째로, 이와 같이 오픈식으로 4 개 또는 5 개가 됐을 때 아무래도 찬성 또는 반대하기가 곤란한 경우에 해당할 확률이 높아질 것이라는 생각도 했었지요. 답: 예, 했었습니다.”); 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (C-79 에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제 45-47 면.

⁶⁹⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 422-425 항.

⁶⁹⁶ *Cargill, Incorporated v United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/05/2), 판정, 2009. 9. 18., **CLA-2**, 제 296 항 (“어떠한 행위가 공정하고 공평한 대우의 요건을 충족하지 못하였는지 여부를 결정하기 위해 중재판정부는 불만이 제기된 조치가 [...] 행정, 법률정책 또는 절차의 적용이 단순히 일관성이 없고 의심스럽다는 정도를 넘어서 독단적이고 정책의 목적과 목표의 예상치 못한 그리고 충격적인 부정에 해당하는지 여부를 주의 깊게 조사해야 한다.”).

- (b) 채택된 절차, 즉 해당 사건이 “곤란한” 사안인지 여부를 포함하여 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 심의하고 결정하게 하는 것은 국민연금 의결권행사지침과 국민연금기금 운용지침에 의해 뒷받침되고 있으며 국민연금이 주의 깊게 고려한 후 채택되었습니다.⁶⁹⁷
- (c) 국민연금의 준법감시인은 해당 절차를 검토하였고 그 적법성을 확인하였습니다.⁶⁹⁸ 청구인은 국민연금의 준법감시인이 청구인이 주장하는 위법행위에 연루되어 있다거나 해당 절차에 대한 확인이 잘못되었다고 주장하지도 않았으며 이에 대한 증거도 없습니다.
- (d) 채택된 절차가 관련법을 준수하였다면 해당 절차가 왜 채택되었는지 여부와 상관없이 적법절차의 “완전한 결여” 또는 “고의적인 무시”는 말할 것도 없고 적법절차가 결여되어 있다는 사실조차 입증될 수 없습니다.⁶⁹⁹
- (e) 마지막으로 청구인의 주장은 거의 전적으로 SK 합병에서의 일회성 사례를 기반으로 하지만, 과거의 관행은 관련법의 명문규정을 대체할 수 없습니다.⁷⁰⁰ 또한 관련 지침 내용을 준수하기 위해 과거 관행에서 벗어나는 것은 협정 위반 성립에 필요한 적법 절차의 “고의적인 무시” 또는 “완전한 결여”에 해당할 수 없습니다.

⁶⁹⁷ 위 제 197 항, 제 199 항 참조.

⁶⁹⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 122 항 참조; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-505, 제 15 면, 제 16 면, 제 33 면, 제 41 면, 제 48 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 8., C-509, 제 13-14 면, 제 28 면, 제 31 면.

⁶⁹⁹ *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., RLA-48, 제 627 항; *TECO Guatemala Holdings, LLC v Republic of Guatemala* (ICSID Case No. ARB/10/23), 판정, 2013. 12. 19., CLA-54, 제 457 항, 제 465 항.

⁷⁰⁰ 위 제 199-204 항.

국민연금이 의결권행사지침을 보다 객관적으로 해석한 결과 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 결정을 내리게 된 것이 아니라는 청구인의 입장을 “당시 모든 증거”가 뒷받침하고 있다는 청구인의 주장은 잘못되었습니다.⁷⁰¹ 보건복지부와 국민연금 관계자들은 해당 결정을 내리는데 있어서 의결권행사지침의 요건들을 고려하였다는,⁷⁰² 그리고 SK 합병 관련 국민연금의 결정에 대한 여론의 비판으로 인해 보건복지부는 국민연금이 그러한 결정에 도달한 절차에 대해서 조사하게 되었고 지침의 명문규정을 준수할 필요가 있다고 판단하였다는⁷⁰³ 충분한 증거가 존재합니다. SK 합병에 대한 전문위원회의 결정이 이루어진 시점에 보건복지부 연금정책국장인 ██████이 국민연금의 역할은 불공평을 시정하는 것이 아니라는 발언을 한 것이 이를 뒷받침하는 증거입니다.⁷⁰⁴

293. 본 중재판정부가 국민연금 의결권행사지침과 기금운용지침의 해석에 있어서 한국에 동의하지 않는다 하더라도, 이는 단지 보건복지부와 국민연금 관계자들이 해당 지침들에 대해서 악의적이지 않은 오해를 했다는 사실만을 의미합니다. 이러한 오해는 협정 위반을 입증하기 위해 필요한 기준을 충족하기에는 한참 모자랍니다.

⁷⁰¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 423 항.

⁷⁰² 위 제 199 항 각주 458 참조.

⁷⁰³ ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., **R-299**, 제 23 면 참조. (“그것보다는 그 당시에 기업지배구조원이나 다른 ISS 는 전부 다 찬성했는데 연금이 반대를 했습니다. 그래서 매일경제에서 ‘국민연금은 청개구리다’라는 비판을 받았습시다.”); “ISS 도 SK 합병 찬성했는데 국민연금만 나홀로 반대해”, *매일경제*, 2015. 6. 24., **R-267**; “투자수익 외면한채 SK 합병반대한 국민연금”, *더벨*, 2015. 6. 26., **R-270**; “재계, ISS 도 찬성한 SK 합병에 국민연금이 반대하다니”, *머니투데이*, 2015. 6. 24., **R-268**.

⁷⁰⁴ ██████의 포렌식 [데이터베이스] 인쇄물, 2015. 6. 25 - 7. 20., **C-434**, 제 1 면 (“아무리 불공평해도 국민연금이 투자이익을 거둘 수 있는 지만 보면 돼요. 왜 국민연금이 불공평을 시정하는 역할을 해야 합니까? [...] 요번 합병 의결권행사가 일각에서 제기되는 연금사회주의 빌미가 되어서는 큰 문제가 됩니다 이걸 큰 틀에서 기업지배구조에 관한 국민연금의 역할에 대한 사회적 합의와 큰 틀의 정책방향이 정해지고 나서 할 일이지.”).

b. 국민연금 투자위원회의 결정은 여러 요인들을 고려하였고 “명백한 자의성” 또는 “명백한 이유의 결여”를 나타내지 않습니다

294. 재반박서면에서 청구인은 “투자위원회가 본건 합병을 지지하기로 결정한 근거 자체 만으로도 자의성과 그에 따른 국제법의 위반은 입증될 수 있다”라고 주장합니다.⁷⁰⁵ 이러한 주장을 뒷받침하기 위해 청구인은 (a) 본건 합병을 지지하기로 하는 결정이 국민연금의 의결권행사지침에 명시된 “수익성”, “공공성” 그리고 “안정성”의 원칙을 기반으로 하지 않았으며⁷⁰⁶ (b) 국민연금 투자위원회의 결정은 부정한 기업가치평가와 국민연금 리서치팀의 본건 합병비율에 대한 “임의적” 분석과 “조작된” 시너지 효과 계산에 따른 것이었고⁷⁰⁷ (c) 국민연금 투자위원회의 결정은 ██████████ 본부장이 본건 합병에 찬성하는 표결을 하도록 위원회 위원들에게 “압력”을 가하여 이루어진 것이며⁷⁰⁸ (d) 국민연금 투자위원회 회의 결과는 청와대의 “최종 재가”를 받아야 했다는⁷⁰⁹ 이유를 대고 있습니다:

295. 이러한 주장 중 어느 하나도 뒷받침할 증거가 존재하지 않습니다.

296. 첫째, 합병이 “수익성” 원칙에 부합하는지 여부는 청구인이 행한 것과 같이 삼성물산과 제일모직 합병에 따른 국민연금의 단기적 지분 가치 변화만으로는 판단할 수 없습니다.⁷¹⁰ 증거에 따르면 국민연금 투자위원회 위원들은 특별히 본건 합병이 국민연금기금에 가져올 중장기 가치 상승을 고려하였습니다.⁷¹¹ 반박서면에서 설명한 것처럼 본건 합병 시점에 국민연금의 투자포트폴리오에는 삼성물산과 제일모직을 포함한 삼성

⁷⁰⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 426 항.

⁷⁰⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 427 항.

⁷⁰⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 428-429 항.

⁷⁰⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 430 항.

⁷⁰⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 431 항.

⁷¹⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 427a 항.

⁷¹¹ 위 제 233 항 참조. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 130-132, 항 제 449 항, 제 508 항 참조.

그룹 계열사 17 개가 포함되어 있었습니다.⁷¹² 본건 합병으로 인해 지주회사가 설립될 것이라는 점이 폭넓게 고려되었고⁷¹³ 국민연금 투자위원회 위원들은 지주회사 설립이 삼성 그룹 계열사들의 성장에 박차를 가하게 될 것이며 브랜드 로열티를 지급받게 될 것이고 장기적으로는 국민연금기금의 주주 가치와 수익이 증가할 것이라고 판단하였습니다.⁷¹⁴

297. 또한 의결권 행사 지침은 국민연금이 합병제안을 검토할 때 한국법에 따라 국민연금기금이 보유하는 주식매수청구권 (및 그 가치)와 주식매수청구권 행사가 장기적으로 주주 가치에 미칠 수 있는 영향을

⁷¹² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 110 항 참조.

⁷¹³ “합병은 끝이 아니라 새로운 시작”, *HMC*, 2015. 5. 27., **R-86**, 제 9 면; “삼성물산 (000830): 제일모직 합병 합의 및 주가 방향성 점검”, *KB*, 2015. 5. 27, **R-87**, 제 7 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **R-290**, 제 17 면; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제 9 면, 제 12 면; 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015. 6. 22., **R-107**, 제 2 면. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 72 항 참조.

⁷¹⁴ 예컨대 [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-291**, 제 11 면 참조 (“가장 크게 제가 개인적으로 생각했던 부분은 전체 포트폴리오 관점과 중장기적인 운용수익률이 어떤 것이 더 유리한 것이냐 그런 두 가지 포인트에서의 의사결정의 주된 고려요인으로 삼았습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 10., **C-500**, 제 53 면 (“문: 그때 이러한 여러 가지 부정적 요소에도 불구하고 삼성 합병에 찬성하게 된 이유가 무엇인가요. 답: 가장 크게는 여러 차례 말씀드렸지만, 삼성의 보유 주식을 국민연금이 상당히 다수 전체적 주식포트폴리오 4분의 1 을 가지고 있는 상황에서, 특히 삼성이 당시에 미래성장 동력을 일정하게 발굴해야 된다는 입장이 있다는 판단도 있었고, 그랬을 때 합병을 해서 뭔가 전체 그룹차원의 어떤 역량을 모아서 뭔가 새로운 미래먹거리를 발굴하는데 필요한 상황이라고 했을 때 그런 것들이 기금의 장기적 주가에 좋은 영향을 줄 수 있을 것이다, 반대로 무산된다면 그런 것들이 지연되면서 전체적으로 단기적으로는 주가 손실이라든지 장기적으로는 성장 동력 상실이라든지 이런 이슈가 발생할 수 있을 것이라는 부분들에 대한 판단을 상당히 중요하게 생각했습니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 3., **R-290**, 제 16 면 (“문: 증인이 합병 찬성 의견을 낸 이유는 국민연금공단이 보유한 삼성물산 주식만이 아닌 제일모직, 더 나아가 삼성 그룹 계열사 주식까지 모두 고려한 전체 포트폴리오를 기준으로 봤을 때 반대하는 것이 기금에 손실이 더 크다고 생각했기 때문이지요. 답: 예, 주가변동성이 현재 주식을 보유하고 있는 입장에서는 장기적으로는 주식 내재가치에 수렴한다고 하더라도 단기간에 있을 주식변동성은 피하는 게 금융하는 쪽 사람들의 일반적인 생각입니다.”); [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., **C-502**, 제 16 면 (“그래서 제가 보기에는 장기적으로 봤을 때는 물산이 모직과 합병해서 지주사가 되어 가지고 그 다음에 삼성전자가 지주사로 가서 기업가치를 높이고 이런 과정을 거쳐서 장기적으로는 저 효과가 나올 가능성이 높다고 보고 있습니다.”).

고려할 것을 요구하고 있습니다.⁷¹⁵ 국민연금은 법정 주식매수청구권 가액과 해당 회사 주식의 시가를 비교함으로써 이러한 요인을 고려하였습니다.⁷¹⁶ 본건 합병의 공식 발표 후 이에 대한 주주들의 의결권 행사가 이루어지는 그 사이에 한국 내 언론은 의결권행사 시점에 삼성물산의 주가가 주식매수청구권 가액보다 높게 유지되는 한 “국민연금이 합병을 반대할 이유가 없(었)다”라고 보도하였습니다.⁷¹⁷ 또한 언론에서는 본건 합병 발표 이후 삼성물산 주가 상승이 주주(국민연금을 포함하여)가 주식매수청구권을 행사하지 않도록 인센티브를 주게 될 것이라고 지적하면서 합병이 무산될 가능성이 낮다고 예상하였습니다.⁷¹⁸ 청구인도 이러한 요인을 인정하였습니다.⁷¹⁹ 삼성물산과 제일모직의 주주로서 국민연금의 법정 주식매수청구권의 가치를 분석한 내용이 국민연금 투자위원회 위원들에게 제공되었습니다.⁷²⁰ 2015년 7월 10일 투자위원회 위원들의 심의가 이루어지는 시점에 삼성물산의 주가는 법정 주식매수청구권을 훨씬 상회하여 유지되었고 제일모직도 마찬가지였습니다.⁷²¹

298. 둘째, 국민연금이 고려해야 했던 “공익”은 청구인이 스스로 말한 바와 같이 “국가경제”를 포함하였지만, 이는 어디까지나 국민연금기금의

⁷¹⁵ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309에 대한 수정 번역본), **R-57**, 별첨 1.

⁷¹⁶ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제 7면.

⁷¹⁷ “제일모직·삼성물산 합병 `캐스팅보트` 국민연금”, *MK 뉴스*, 2015. 5. 29., **R-259**, 제 1면.

⁷¹⁸ “제일모직·삼성물산 합병에 주식매수청구권이 변수”, *연합뉴스*, 2015. 5. 31., **R-260**, 제 1면; “제일모직·삼성물산합병, 안심하긴 이르다” *시사포커스*, 2015. 6. 1., **R-261**, 제 1면.

⁷¹⁹ 엘리엇 홍콩 소속 Cyrus Wong, 최준호, James Smith, Tim Robinson 간 이메일, 2015. 6. 24., **R-269**.

⁷²⁰ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제 1면, 제 5면, 제 7면 (“주가는 주식매수청구권 가격 이상에서 지지될 것으로 예상”).

⁷²¹ 2015년 7월 9일자 삼성물산의 종가는 63,600 원으로 자사주 매입 가격인 57,234 원을 훨씬 상회합니다. 같은 날 제일모직도 자사주 매입 가격인 156,493 원보다 높은 174,500 으로 마감했습니다. “투자자라면 꼭 봐야 할 오늘의 10대 투자 뉴스 - 7월 10일”, *머니투데이*, 2015. 7. 10., **R-274** 참조; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제 1면.

이익과 합치되는 범위 내로 국한됩니다.⁷²² 따라서 삼성물산 소수주주들의 지분가치는 의결권을 어떻게 행사할지에 대한 국민연금의 결정을 좌우할 수 있는 고려사항이 아니었습니다. [REDACTED] 전문위원회 위원은 전문위원회의 견해도 동일하였다고 확인해 주고 있습니다.⁷²³ 위에서 언급한 바와 같이 삼성 그룹은 한국 경제에 매우 중요합니다. 삼성 그룹은 한국 국내총생산 (GDP)의 4분의 1, 수출의 4분의 1, 채용증가인원의 36.7%, 한국 전체 주식시장 시가총액의 약 30%를 차지하고 있었습니다.⁷²⁴ 한국 경제의 전반적인 건전성은 삼성 그룹에 크게 의존하였습니다.⁷²⁵ 본건 합병은 삼성 그룹에 의미 있는 만큼 한국 경제에도 의미가 있었습니다. 국민연금은 국민연금기금의 관리자로서 그리고 17 개 삼성 그룹 계열사의 주주로서 이러한 현실을 고려했어야 했습니다.

- (a) 또한, 본건 합병이 삼성물산의 소수주주들의 지분 가치를 “크게 파괴”했는지는 분명하지 않습니다. 외부 애널리스트들은 삼성물산의 순자산가치, 그리고 본건 합병비율이 소수주주 지분가치에 미친 영향을 다양한 금액으로 평가하였습니다.⁷²⁶ 본건 합병비율이 삼성물산 소수주주 지분에 미친 영향이 본건 합병이 공공이익에 반한다는 것을 의미하였는지는 결코 분명하지 않습니다.
- (b) 어쨌든 국민연금의 “공익” 원칙은 국민연금이 삼성물산의 다른 주주들을 보호하기 위해 의결권을 행사할 것을 요구하지는

⁷²² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 427b 항; 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 에 대한 수정 번역본), **R-99**.

⁷²³ [REDACTED] 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제 7 항.

⁷²⁴ 위 제 171 항, 제 194 항 참조; [REDACTED] 자필 메모, **C-585**.

⁷²⁵ 위 제 171 항, 제 194 항 참조; [REDACTED] 자필 메모, **C-585**.

⁷²⁶ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 제 18 면 (ISS, 딜로이트, KPMG 및 E&T 에 의한 삼성물산의 추정 “공정가액”의 최고가격은 11,023,400 백만원이고 가장 낮은 추정가액은 거의 절반 수준인 5,987,900 백만원임을 보여주는 부분).

않습니다. 다른 주주와 마찬가지로 국민연금은 본건 합병 제안에 대한 자체적인 평가에 의거하여 그 의결권을 행사할 자격이 있었습니다. 기금운용지침은 국민연금기금의 우선순위가 “국민연금의 장기적 재정 안정을 위한 이익 극대화”임을 강조합니다.⁷²⁷

299. 셋째, 추후 “기소, 유죄판결 및 내부 감사”를 이유로 하여⁷²⁸ 국민연금의 결정이 그 “안정성” 관련 임무를 위반했다는 청구인의 주장은 “안정성” 원칙에 대한 잘못된 이해에 입각한 것입니다. 기금운용지침 제 4 조에 명시된 원칙은 국민연금기금이 손실위험이 허용되는 범위 안에서 안정적으로 운용될 것을 요구할 뿐입니다.⁷²⁹ 이것은 국민연금기금이 “논란”이 없는 방식으로 운용되어야 한다는 것과는 아무런 상관이 없습니다.⁷³⁰ 국민연금기금의 실적은 본건 합병 의결권 행사 전후로 안정적으로 유지되었다는 증거가 존재합니다.⁷³¹

(a) 또한 잘못된 전제를 기반으로 하지 않더라도 청구인의 주장은 사후적으로 드러난 사실에 입각한 판단에 기반하고 있습니다. 당시에 준법감시실이 확인한 대로 자체 지침을 준수하여

⁷²⁷ 국민연금기금 운용지침 (C-194에 대한 수정 번역본), 2015. 6. 9., **R-99**, 제 3조 제 1항 제 2호.

⁷²⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 427c 항.

⁷²⁹ 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194에 대한 수정 번역본), **R-99**, 제 4조 제 2항 (“안정성의 원칙: 투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용되는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용하여야 한다.”).

⁷³⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 427c 항 비교.

⁷³¹ 2007년부터 2016년까지 국민연금의 실적 통계에 따르면 국민연금 수익률은 4.57%와 4.75%로 국민연금의 5년 평균 수익률 5.07%와 10년 평균 수익률 5.38%에 가깝습니다. 통계에 따르면 국민연금의 수익률은 APG, CalPERS 및 CPPIB와 같은 다른 국민연금기금의 수익률을 크게 상회합니다. 보건복지부 보도자료, “2016년말 국민연금기금 558조원, 수익률(잠정)4.75%”, 2017. 2. 28., **R-287** 참조.

국민연금이 결정을 내린 행동을 두고 사후적 판단을 이유로 비난할 수는 없습니다.⁷³²

(b) 사실 국민연금이 본건 합병에 대해 어떻게 결정해야 하는지에 대한 모델로 청구인이 내세우는 SK 합병은 “안정성” 원칙에 대한 청구인의 잘못된 해석 하에서 국민연금이 피해야 한다고 청구인이 주장하는 바로 그러한 사회적 논란을 일으켰습니다.⁷³³ 이러한 접근 방식을 반복하면 추가적인 논란을 불러일으킬 가능성이 높았습니다.

(c) 어쨌든 청구인이 언급하는 문제의 논란은 본건 합병에 대한 국민연금의 결정 자체의 결과가 아닙니다. 오히려 본건 합병과 관련된 특정 개인의 행동과 관련이 있습니다. 위에서 논의한 바와 같이 청구인은 이러한 행동 또는 개인이 합병의 승인을 야기시켰음을 입증하지 못했습니다.⁷³⁴

300. **셋째**, 국민연금 투자위원회의 결정은 삼성물산과 제일모직의 허위 가치평가와 본건 합병비율에 대한 자의적 분석과 조작된 시너지 효과 계산을 “의존”하였다는 청구인의 주장은⁷³⁵ 맞지 않습니다. 증거에 의하면

⁷³² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 122 항 참조; [redacted] 증인신문 녹취서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-505, 제 15-16 면, 제 33 면, 제 41 면, 제 48 면; [redacted] 증인신문 녹취서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 8., C-509, 제 13-14 면, 제 28 면, 제 31 면.

⁷³³ [redacted] 증인신문 녹취서 ([redacted] [redacted]에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., R-299, 제 23 면 참조 (“그것보다는 그 당시에 기업지배구조원이나 다른 ISS 는 전부 다 찬성했는데 연금이 반대를 했습니다. 그래서 매일경제에서 ‘국민연금은 청개구리다’라는 비판을 받았습 니다.”); ISS 도 SK 합병 찬성했는데 국민연금만 나홀로 반대해”, 매일경제, 2015. 6. 24., R-267; “투자수익 외면한채 SK 합병 반대한 국민연금”, 더벨, 2015. 6. 26., R-270; “재계, ISS 도 찬성한 SK 합병에 국민연금이 반대하다니”, 머니투데이, 2015. 6. 24., R-268.

⁷³⁴ 특히 위 제 172-177 항, 제 182-185 항, 제 191-193 항, 제 195 항, 제 216-218 항, 제 221-227 항, 제 229-233 항, 제 251-252 항, 제오류! 참조 원본을 찾을 수 없습니다.-264 항, 제 272-274 항 참조.

⁷³⁵ 제반박서면, 2020. 7. 17., 제 429 항.

국민연금 투자위원회 위원들은 시너지 효과 계산이 신뢰성이 떨어진다는 것을 인식했고 국민연금 리서치팀이 자신들에게 제출한 내용 외 기타 요인들을 고려하여 결정에 이르렀습니다.⁷³⁶ 국민연금 리서치팀의 삼성물산과 제일모직에 대한 가치평가와 시너지 계산이 근거가 없음이 입증된 것도 아닙니다. 위에서 설명한 바와 같이 여러 외부 애널리스트들의 견해는 소위 부정한 가치평가와 소위 조작된 시너지 계산을 지지합니다.⁷³⁷

- (a) 설령 국민연금 리서치팀의 계산 방법이 결함이 있거나 동기가 부적절하다고 주장한다고 가정하더라도, 독립적인 애널리스트들의 당시 증거에 비추어 볼 때 그 가치평가가 부정한 것이라고 할 수는 없습니다.
- (b) 청구인은 결함 있는 계산이 아니었다면, 예를 들어, 국민연금 리서치팀과 유사한 수치에 도달한 많은 독립 애널리스트들 중 한 명의 의견을 반영하는 계산이 제시되었더라면, 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성하는 표결을 하지 않았을 것이라는 사실을 입증하지 못했습니다.⁷³⁸

301. 다섯째, 위에서 논의한 바와 같이 [redacted] 본부장이 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 대하여 실행한 것과 같이 의결권을 행사하도록

⁷³⁶ 위 제 231-233 항 참조; 반박서면, 2019. 9. 27., 제 447-448 항.

⁷³⁷ 위 제 222 항, 제 243-244 항 참조. 또한 국민연금 리서치팀은 본건 합병의 시너지 효과와 본건 합병비율의 적정성에 대한 삼성 그룹의 주장을 확인하기 위해 삼성 그룹에 추가 정보를 여러 번 요청한 것으로 보입니다. 삼성 그룹은 이러한 요청에 대한 답변을 제공했지만 최근 [redacted] 공소장은 제공된 답변이 조작되거나 조작된 데이터에 기반하였음을 주장합니다. "[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다", *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제 53-54 면 참조. 국민연금 리서치팀은 어쩔 수 없이 계산에 사용한 허위 데이터에 대해 과실이 인정될 수 없습니다. 국민연금이 삼성 그룹이 제공한 정보가 허위 정보였다는 사실을 알고 있었다는 사실을 증명하는 어떠한 증거 또는 공소장 상의 주장도 존재하지 않습니다.

⁷³⁸ 위 제 225-227 항, 제 231-233 항, 제 245 항, 제 251-252 항 참조.

“압력”을 가했다는 증거가 없습니다.⁷³⁹ 투자위원회 위원들 중 누구도 ■ 본부장의 압력 때문에 그렇게 표결했다고 진술하지 않았습니다. 실제로 그 중 한 명은 “꼭 찬성을 해야 한다는 강압적인 분위기는 아니었”다고 하면서 그러한 압력에 따라 의결권을 행사하지 않았다고 했습니다.⁷⁴⁰

302. 여섯째, 또한 위에서 설명한 바와 같이 국민연금 투자위원회 회의 결과가 청와대의 “최종 재가” 대상이었다는 증거는 없습니다. 청구인의 이러한 주장을 뒷받침하는 것은 순전한 추측 외에는 없습니다.⁷⁴¹

303. 설령 본 중재판정부가 국민연금 투자위원회 위원의 결정과 그러한 결정에 도달하기 위해 투자위원회가 고려한 기준에 동의하지 않더라도, 본건 합병이 국민연금기금의 이익에 부합하는지 여부는 본 중재판정부가 결정할 문제가 아닙니다. 그리고 이 문제에 대한 의견이 불일치한다는 사실만으로 (당연히도 삼성물산의 수천 명의 주주들 사이에는 합병에 대한 의견 불일치가 있었습니다)⁷⁴² 협정상 청구가 인용되어야 하는 것은 아닙니다.

c. 청구인이 제출한 새 증거는 여전히 청와대 또는 보건복지부의 지시가 최소대우기준을 위반했음을 입증하지 못합니다.

304. 청구인은 본건 합병에 대한 국민연금의 결정이 보건복지부와 청와대의 지시에 따른 “직접적인 결과”였다고 주장합니다. 청구인이 의존하는 증거에는 많은 허점이 존재하며, 그러한 허점을 극복할 수 있을 정도의 다른 증거는 존재하지 않습니다.

⁷³⁹ 위 제 오류! 참조 원본을 찾을 수 없습니다.-264 항 참조.

⁷⁴⁰ ■ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제 5 면 참조.

⁷⁴¹ 위 제 265(b)항 참조.

⁷⁴² 예를 들어 국부펀드인 GIC, ADIA 및 SAMA 는 본건 합병에 찬성했지만 CPPIB 및 APG 와 같은 투자자들은 합병에 반대했습니다. “삼성물산, 엘리엇 ‘텃밭’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, *조선비즈*, 2015. 7. 17., R-143 참조; “엘리엇과 개미들은 왜? -> ‘삼성물산+제일모직 합병’을 반대하고 나섰다?”, *팩트올*, 2015. 6. 12, C-24, 제 3 면; “캐나다 연기금 삼성 합병안에 “반대표”, *The Wall Street Journal*, 2015. 7. 8, C-33.

305. *첫째*, 본건 합병에 대한 국민연금의 결정은 국민연금 투자위원회 위원들의 과반수 투표로 이루어졌습니다. 국민연금 투자위원회 위원들 과반수가 보건복지부나 청와대 지시의 결과로 본건 합병을 승인하는 표결을 했음을 입증하는 증거는 없습니다.

(a) 증거에 따르면 일부 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대해 어떠한 입장을 취해야 할지와 관련하여 ██████████ 본부장의 의견을 들었던 것은 맞지만, ██████████ 본부장의 견해나 “압력” 때문에 본건 합병에 찬성했음을 입증하는 증거는 없습니다.⁷⁴³ 실제로, ██████████ 본부장이 “압력”을 가했다고 주장되는 한 위원은 찬성에 표결하는 대신 기권을 했습니다.⁷⁴⁴

(b) 또한 증거에 따르면 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대해 투표함에 있어서 스스로 독립적으로 판단하였습니다.⁷⁴⁵

306. *둘째*, 증거에 따르면 우선 보건복지부가 국민연금으로 하여금 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해 결정하도록 지시했다는 사실만 입증될 뿐입니다. 보건복지부가 국민연금으로 하여금 *본건 합병을 찬성하도록* 지시했거나 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성하라고 지시했다는 것을 입증하지 않습니다.⁷⁴⁶

307. *셋째*, 국민연금 투자위원회에 본건 합병 안건이 상정되도록 했다는 영향력의 행사와는 상관없이 해당 절차는 국민연금 의결권행사지침에 따라 이루어졌습니다. 의결권행사지침에서 본건 합병과 같은 안건은 국민연금 투자위원회가 우선적으로 심의하고 결정하라고 명시적으로 요구하고 있는 것을 고려할 때, 설령 그러한 지시가 내려졌다고 하더라도

⁷⁴³ 위 제 260-264 항 참조.

⁷⁴⁴ ██████████ 특검 진술조서, 2016. 12. 26. **C-465** 참조; 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**.

⁷⁴⁵ 위 제 231-233 항, 제 252 항 참조; 반박서면, 2019. 9. 27., 제 447-448 항.

⁷⁴⁶ 위 제 181-185 항 참조.

이러한 결과가 보건복지부나 청와대의 해당 부적절한 지시로 인해 생겼다고 말할 수는 없습니다.

(a) 청구인은 한국 법원이 보건복지부를 통해 청와대가 국민연금에 행사한 “강압적인 영향력”이 “국민연금의 의결권행사지침을 위반하여 정상적인 업무를 방해했다”고 판단하였다고 주장합니다.⁷⁴⁷ 지금쯤이면 본 중재판정부도 청구인이 한국법원이 인정한 사실을 원용하는 방식에 대해 경계해야 한다는 것을 잘 알 것입니다. 이것은 다시 한번 법원의 판단을 심각하게 호도하는 것입니다. 한국 법원은 국민연금이 본건 합병을 결정한 절차가 국민연금 의결권행사지침을 위반하였다고 판단하지 *않았습니다*. 한국 법원은 █████ 장관을 포함하여 보건복지부 직원들이 “정당한 직무집행”을 한 것으로 보이지 않는다고 판단했을 뿐입니다.⁷⁴⁸

(b)

(c) 또한 서울고등법원은 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병을 전문위원회에 회부하지 않고 결정하는 것이 가능하게 했던 “오픈식 표결방식”의 채택이 “전문위원회 부의를 막기 위하여 오픈식 표결방식을 채택하였다기보다는 본건 합병 안건이 기존의 선례가 없고 중요한 사항이라는 특성을 고려하여 의결권행사지침의 규정에 보다 충실하기 위하여” 한 것으로 보인다”라고 판시하였습니다.⁷⁴⁹ 법원은 오픈식 표결방식의 채택이

⁷⁴⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 433 항.

⁷⁴⁸ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제 32-33 면 (“외형상, 형식적인 직무집행일 뿐이고 정당한 직무집행으로 볼 수 없으므로”).

⁷⁴⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제 45 면.

장관의 직권남용으로 인한 것이 아니라고 판단한 것입니다.⁷⁵⁰

308. 넷째, 증거는 국민연금이 합병 안건을 어떻게 결정해야 하는지에 관한 청와대 또는 보건복지부의 지시가 부적절한 동기에 의한 것임을 입증하지 못합니다. 위에서 청구인의 이른바 ‘1 단계’에 대하여 논의한 바와 같이, 증거에 따르면 삼성 그룹의 이슈가 한국 경제의 이슈이며, 삼성 그룹의 경영 승계가 불안정할 경우 한국 경제에 해를 미칠 수 있음을 청와대가 인식하고 있었다는 사실이 입증됩니다.⁷⁵¹ 또한 [redacted] 전 대통령 또는 청와대가 뇌물 때문에 본건 합병에 관한 지시를 내렸다는 사실을 나타내는 증거는 없습니다.⁷⁵²

309. 최소대우기준은 국가가 외국 투자자가 동의하지 않는다는 이유로 국가 경제에 유익하다고 생각하는 정책을 포기할 것이라고 기대할 수 있는 권리를 투자자에게 부여하지 않습니다. 또한 협정은 한국이 (청구인측 전문가에 의하면) “재벌과 한국 정부 간 공생 관계의 역사적 패턴”을 끊어낼 것이라는 내용의 기대권을 청구인에게 부여하는 것 또한 아닙니다.⁷⁵³ 한국은 이러한 “역사적 패턴”에 대한 Milhaupt 교수의 경멸적인 설명을 받아들이지 않지만, 그것이 요점은 아닙니다. 청구인 자신이 주장한 바와 같이 한국 경제는 정부가 재벌의 활동에 주의를 기울이는 것이 특징인, 바로 “국가가 조정하는 개발 전략” 덕분에 세계에서 가장 견실한 경제 중 하나로 성장했습니다.⁷⁵⁴ 이러한 전략은 엘리엇 그룹의 정치적 선호도 또는 상업적 목표와 부합하는지 여부와

⁷⁵⁰ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 에 대한 수정 번역본), **R-153**, 제 45 면 (“오픈식 표결 방식의 채택이 피고인의 직권남용 행위로 인한 것으로 보기 어렵다.”).

⁷⁵¹ [redacted] 자필 메모, **C-585**. Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 58 항도 참조.

⁷⁵² 위 제 174 항 참조.

⁷⁵³ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 19 항.

⁷⁵⁴ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 27 항.

관계없이 한국법을 위반하지 않는 범위에서 전적으로 정부의 재량 범위 내에 있었습니다. 이 중 어느 것도 국제투자법과 상관이 없습니다.

d. 문제되는 한국의 행위는 차별적이지 않았습니다

310. 청구인은 최소대우기준 주장을 뒷받침하기 위해 “부패한 의도와 더불어, 한국의 행위는 차별적 의도”도 있었다고 계속 주장합니다.⁷⁵⁵ 본건 합병과 관련한 한국의 행위가 뇌물에 의한 것이라는 것을 입증할 수 없는 것처럼, 또한 한국이 청구인을 차별하려는 의도를 가지고 있었다는 점 또한 입증되지 않습니다.
311. 첫째, 최소대우기준 의무는 일반적인 차별금지 의무를 포함하지 않습니다.⁷⁵⁶ 위에서 논의한 바와 같이,⁷⁵⁷ 그리고 *Waste Management* 및 *Glamis Gold* 사건 관점에서 알 수 있듯이 최소대우기준 위반은 “명백한 차별”에 의해서만 성립될 수 있습니다. 단순한 차별적 의도에 의해서는 절대 성립될 수 없습니다.⁷⁵⁸
312. 둘째, 청구인은 청구인에 대한 차별이 존재했음을 입증하지 못했습니다. EALP는 본건 합병으로 인해 투자했던 삼성물산 주식의 가치가 떨어졌을 가능성이 있는 유일한 외국인 투자자가 아니었습니다 (EALP의 주장에 따르더라도). 예를 들어 CPPIB, BlackRock, ADIA⁷⁵⁹와 같은 본건 합병 당시 삼성물산의 다른 모든 외국인 주주들의 삼성물산 지분가치도 유사한 영향을 받았을 것입니다. 일성신약 주식회사, 주식회사 종종 등의 국내 투자자들의 삼성물산에 대한 투자도 영향을 받았습니다.⁷⁶⁰

⁷⁵⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 436 항.

⁷⁵⁶ *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* 사건에서 미국의 비분쟁당사국 제출서면 (UNCITRAL), 관정, 2009. 6. 8., **RLA-48**

⁷⁵⁷ 위 제 282 항 참조.

⁷⁵⁸ *Glamis Gold, Ltd. v United States of America* (UNCITRAL), 관정, 2009. 6. 8., **RLA-48**

⁷⁵⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 65 항 참조.

⁷⁶⁰ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 561-562 항 참조.

313. 셋째, 청구인이 인용한 증거는 EALP 에 대한 차별적 의도가 아닌 단지 한국 경제 보호에 대한 관심, 그리고 요컨대 경제의 가장 큰 동력원, 혹은 적어도 가장 큰 동력원 중 하나라고 할 수 있는 삼성 그룹을 보호하는 것에 관한 관심만을 보여줄 따름입니다.⁷⁶¹ 정부가 경제에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있는 사안과 조직에 주의를 기울이는 것은 놀랍거나 부적절한 것이 아닙니다. 다시 한 번 말하지만 청구인측 전문가인 Milhaupt 교수는 한국 경제의 이익을 위해 한국 기업과 협력하는 한국 정부의 오랜 관행에 대해 서술하였습니다.⁷⁶² 이러한 관행은 부적절한 것도 아니며 협정을 위반하는 것도 아닙니다.
314. 넷째, 기껏해야 증거는 당시 한국 정부가 합병이 부결되는 것보다 합병이 성사되는 것이 한국 경제의 관점에서 더 낫다고 판단하였으며 (그러한 판단이 옳은 것인지, 그른 것인지는 본건과 무관합니다), 이 입장은 엘리엇 그룹이 등장하기도 전에 본건과 별도로 결정되었으며 따라서 이러한 입장이 엘리엇 그룹에 대한 반대 또는 적대감과 관련이 없으며 차별의 증거가 아니라는 사실만을 나타냅니다.⁷⁶³
315. 다섯째, 청구인은 사실을 오도하며, 본건 합병에 이르는 몇 주 동안 작성된 청와대 및 보건복지부 문서 중 어느 것도 당시 다른 행동주의 투자자들의 일화에 대해 다루지 않았다고 주장하면서, 이를 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하도록 지시하였다는 근거로서 제시하고 있습니다.⁷⁶⁴ 이것은 간단히 말해서 틀린 사실입니다. 청구인 자신의 증거서류인 Exhibit C-587 에 따르면 “외국 헤지 펀드가 SK 주식의 15 %를 매수하고 나중에 주식을 매도하여 9,000 억 원을 벌어들였고,” Carl Icahn 이 2006 년 “KT&G 경영권 인수 (overtake)를

⁷⁶¹ [] 자필 메모, C-585.

⁷⁶² Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 27-33 항.

⁷⁶³ [] 자필 메모, C-585 참조; 위 제 170 항, 제 172 항, 제 194 항, 제 195 항.

⁷⁶⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 440 항.

시도”하였으며 이에 비추어 이와 같은 사실을 고려”한 흔적을 볼 수 있습니다.⁷⁶⁵

3. 청구인이 현재 실현되었다고 주장하는 바로 그 위험을 청구인이 알고 감수했다는 사실은 최소대우기준 청구를 반박합니다.

316. 청구인은 투자자가 “상업적 위험”을 감수했다는 것을 이유로 청구가 기각될 수 있다는 사실을 인정합니다.⁷⁶⁶ 하지만 청구인은 다음과 같은 이유로 자신의 주장의 기초를 형성하고 있는 위험을 자신이 감수한 적이 없다고 항변합니다. 청구인은 그 이유로 (a) 청구인이 삼성물산의 주식을 매수했을 때는 본건 합병이 성사될 위험이 낮았고⁷⁶⁷ (b) 청구인이 전 대통령의 ‘부패한’ 동기로 인하여 한국 정부가 본건 합병에 대한 찬성 표결을 확보하기 위해 국민연금의 의사결정 절차에 (청구인에 의하면) 부당한 방식으로 개입할 것이라는 위험까지도 감수한 것은 아니기 때문이라는 점을⁷⁶⁸ 들어 항변합니다.

317. 증거에 따르면 청구인은 해당 위험을 감수했다는 사실이 입증되며 그 이유는 다음과 같습니다.

(a) 청구인 또한 자신이 삼성물산 주식을 매수할 때 본건 합병이 성사될 위험이 존재한다는 사실 (자체적으로 판단한 바에 따라 그 위험이

⁷⁶⁵ [청와대], “해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토”, **C-587**.

⁷⁶⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 443 항. 청구인은 *Waste Management, Maffezini 및 Fireman’s Fund* 사건은 모두 “투자자가 상업적 리스크를 부담한다는 전제 하에 관할권 없음을 이유로 청구를 각하하는 사건”이라고 주장합니다. 그러나 이 세 가지 사건에서 위험을 감수했다는 이유로 청구를 각하한 것은 관할권이 아니라 책임 준부를 판단하는 단계에서 이루어졌습니다. *Waste Management, Inc. v United Mexican States (II)* (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 114 항, 제 177 항; *Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain* (ICSID Case No. ARB/97/7), 판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**, 제 64 항; *Fireman’s Fund Insurance Company v The United Mexican States* (ICSID Case No. ARB (AF)/02/1), 판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 218 항. S Ripinsky and K Williams, *Damages in International Investment Law* (2008), **RLA-131**, 제 329 면 참조 (“많은 경우 투자 재판소는 피고측 정부의 책임을 부인하고 청구인이 관련 위험을 부담하였다는 이유로 투자자의 청구를 기각하였다.” (원문 내 강조)).

⁷⁶⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 445-449 항, 제 451 항.

⁷⁶⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 450-451 항.

얼마나 낮은지 여부는 이와 무관합니다)을 알고 있었다고 인정합니다.

- (b) 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 의결은 청구인이 삼성물산 주식을 매수할 (그리고 국민연금이 한국 정부의 일부이고 그 통제를 받는다는 잘못된 믿음을 가지고 있었습니다) 당시 청구인이 이미 알고 있던 바와 같이 국민연금의 지침에 따라 국민연금 투자위원회에 의해 이루어졌습니다.

318. *Waste Management, Maffezini* 및 *Fireman's Fund* 사건에서의 확립된 원칙에 따르면, 청구인이 투자를 시작할 때 알고 있었으며 투자 시 감수한 위험이 현실화됨으로써 발생한 위반행위가 문제되는 경우, 투자 협정에 따른 보호 위반에 대한 청구는 성립되지 않습니다.⁷⁶⁹ *Waste Management, Maffezini* 및 *Fireman's Fund* 사건에서 쟁점이 되었던 위험은 상업적 성질을 지니고 있었지만 해당 원칙이 “일반적인 상업적 위험”을 감수하는 경우에만 국한하여 적용된다는 것을 의미하지는 않습니다. 이 원칙은 상업적 위험에만 적용되는 것이 아닙니다.⁷⁷⁰ 위험의 특성과 그 위험이 어떻게 분류되는지 여부와 상관없이, 투자 당시 청구인이 위험을 알고 있었고 감수한 경우 청구인은 그 위험의 실현으로 인한 손해의 회복을 청구할 권리가 없습니다.⁷⁷¹

⁷⁶⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 516-521 항 참조.

⁷⁷⁰ S Ripinsky and K Williams, *Damages in International Investment Law* (2008), **RLA-131**, 제 328 면 (“투자자가 특정 경제 및 정치 상황 하에서 영업하는 경우, 그 위험을 받아들여야 한다는 일반적인 명제”에 대한 묘사), 제 329 면, 각주 63 (“순수하게 상업적인 위험 이외에도 다른 위험들도 계속해서 존재했다.”).

⁷⁷¹ S Ripinsky and K Williams, *Damages in International Investment Law* (2008), **RLA-131**, 제 329 면 (예를 들어, 청구인이 “다양한 국가기관의 기능”에 대한 특징을 알면서 국가에 투자하는 위험을 부담한 경우 “투자 재판소는 피고측 정부의 책임을 부인하고 투자자의 청구를 기각하였다”는 설명). *Eudoro Armando Olguín v Republic of Paraguay* (ICSID Case No.ARB/98/5), 판정, 2001. 7. 26., (비공식 영문 번역본), **RLA-122**, 제 65(b)항 참조 (“이 재판소가 보기에 파라과이 법률 시스템과 다양한 국가 기관의 기능에 심각한 결점이 있음이 명백하다. [중략] 다년간의 기업가로서의 실적과 여러 국가의 비즈니스 세계에서 얻은 경험을 가진 뛰어난 사업가인 Mr. Olguín 은 파라과이의 상황을 모르고 있지 않았다.”); *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. v A.S. Baltoil v Republic of Estonia* (ICSID

319. 아래에서 설명하는 바와 같이 청구인이 삼성물산 주식을 매수할 때 알고 있었고 자진해서 감수했던 위험에는 본건 합병이 청구인에게 불리한 본건 합병 비율로 성사될 위험과 국민연금 투자위원회가 이에 대해 찬성으로 표결할 위험이 포함됩니다.

a. 청구인은 본건 합병의 위험을 알고 있었고 이를 감수했습니다.

320. 증거에 따르면, 그리고 청구인이 이제 인정하는 바와 같이, 청구인은 2015년 1월 말⁷⁷²부터 2015년 6월 3일⁷⁷³ (심지어 본건 합병이 공식적으로 발표된 2015년 5월 26일 이후입니다)에 걸쳐 삼성물산 주식을 매수했을 당시 본건 합병의 위험을 알고 있었습니다.

321. 청구인은 청구인이 2015년 1월 말 삼성물산 주식을 매수하기 시작했을 때 삼성물산 이사회가 제일모직과의 합병을 제안하고 정족수에 이르는 삼성물산 주주들이 합병을 승인하는 것은 ‘공상에 불과’하다고

Case No. ARB/99/2), 판정, 2001. 6. 25., **CLA-83**, 제 348 항 (청구인이 현대 금융, 상업 및 은행 관행의 현실과 이전에 알려지지 않았던 활동 영역을 감독하고 규제하는 국가 기관들이 출현하고 있는 현실 속에서 이러한 사항들을 빠르게 습득해 가고 있는 신생 독립 국가라는 맥락을 감안하였을 때, "의도적으로" 에스토니아 금융 기관에 투자하기로 선택한 것은 "매우 긴요한 점이다"라고 간주); *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 관할권과 본안에 대한 최종 판정. 2005. 8. 3., **RLA-28**, 제 4 부, 제 D 장, 제 5 면, 제 9-10 항 (Methanex 가 로비스트 활용을 허용한 규제절차를 "알고 이에 적극적으로 참여하여 미국시장에 진출했음"을 고려함); *Parkerings-Compagniet AS v Republic of Lithuania* (ICSID Case No. ARB/05/8), 판정, 2007. 11. 11., **RLA-38**, 제 335-336 항 (청구인이 정치적 환경이 변화하는 중이며 따라서 법률환경이 불완전할 가능성이 있음을 알고 투자를 결정하여 비즈니스 위험을 감수한 것으로 판단됨). *The Oscar Chinn 사건* [1934] PCIJ Rep, Ser A/B, 사건번호 63, **RLA-117**, 제 88 면 참조; *American Manufacturing & Trading, Inc v Republic of Zaire* (ICSID Case No. ARB/93/1), 판정, 1997. 2. 21., **RLA-121**, 제 7.14-7.15 항.

⁷⁷² 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 35 항, 제 198c 항; Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제 34 항; 2015. 1. 27 부터 2015. 6. 4.까지 EALP 의 삼성물산 지분에 관한 스프레드시트, **C-384**.

⁷⁷³ 2015. 1. 27 부터 2015. 6. 4.까지 EALP 의 삼성물산 지분에 관한 스프레드시트, **C-384**.

생각했다고 주장합니다.⁷⁷⁴ 그러나 증거에 따르면 이와는 반대의 사실이 입증됩니다.

- (a) 청구인은 2015년 1월 말부터 “삼성물산 주주들에게 손해가 되는 조건을 기초로 한 제일모직과의 합병과 같은 [중략] 삼성물산 주주들에 제출된 안건을 반대할 능력”을 갖추기 위해 삼성물산 주식의 일부를 매수하기 시작하였다고 진술합니다. 775 즉, 청구인은 이러한 위험을 ‘공상에 불과’하다고 간주하기 보다는 바로 이 위험을 투자 전략의 기반으로 삼았던 것입니다.
- (b) Mr Smith 는 또한 2014년 중반 즈음에 시작해서 2015년 1월 경에는 확실히 자신이 “[삼성 그룹의] 승계계획에 삼성물산과 제일모직 간 합병이 포함되었을 가능성이 있다는 사실을 알고 있었음”을 인정했습니다.⁷⁷⁶
- (c) 실제로 2014년 4월 4일에 Mr Smith 는 동료들에게 “궁극적인 구조조정을 통해 삼성 그룹에 금융지주회사 (‘FHC’)와 산업 (‘IHC’)지주회사를 모두 설립하는 것을 모색할 수도 있을 것 같다”고 지적하는 이메일을 보냈습니다.⁷⁷⁷ 그는 “삼성에버랜드가 산업지주회사와 금융지주회사의 궁극적인 지분소유주가 될 것 같다” “따라서 삼성에버랜드는 상장될 수도 있을 것”이라고 인식했습니다.⁷⁷⁸ 이는 실제로 실현되었습니다. 2014년 6월과 7월에 삼성에버랜드는 IPO (주식공개상장) 계획을 발표하고

⁷⁷⁴ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 445 항.

⁷⁷⁵ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 23(i)항.

⁷⁷⁶ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제 27 항. Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 21 항 참조.

⁷⁷⁷ 엘리엇 그룹 소속 James Smith 와 Nicholas Topjian 간 이메일과 James Smith, 최준호 및 Sachin Mistry 간 후속 이메일, 2014. 4. 7., **R-247**, 제 1 면.

⁷⁷⁸ 엘리엇 그룹 소속 James Smith 와 Nicholas Topjian 간 이메일과 James Smith, 최준호 및 Sachin Mistry 간 후속 이메일, 2014. 4. 7., **R-247**, 제 1 면.

사명을 제일모직으로 변경하였습니다. 2014년 12월에 제일모직은 IPO를 하고 한국거래소에 주식을 상장했습니다.⁷⁷⁹

- (d) Mr Smith는 또한 “산업지주회사는 Samsung Corp나 그로부터 분할된 법인이 될 가능성이 제일 높다”라고 인정했습니다.⁷⁸⁰ “Samsung Corp”라 불릴 만한 유일한 회사는 삼성물산뿐이었습니다.⁷⁸¹ Mr Smith는 당시 “삼성에버랜드/삼성 일가는 [중략] 산업지주회사가 될 것으로 예상되는 회사에는 충분하지 않은 지분을 소유하고 있었다”는 점을 이해하고 있었습니다.⁷⁸² 그는 “더 나은” 구조조정을 위한 한 가지 방법은 “삼성에버랜드가 Samsung Corp의 지분을 늘리는 것” 그리고/또는 “삼성에버랜드가 가지고 있는 Samsung Corp와 삼성전자의 지분을 (Samsung Corp을 통해) 통합하는 것”이었다고 추측했습니다.⁷⁸³
- (e) Mr Smith는 또한 2015년 1월 중순에 “삼성물산과 제일모직 간 합병 위험이” 자신의 견해로는 전혀 없는 것이 아니라 “매우 낮았다”⁷⁸⁴고 생각했다고 증언하고 있습니다.

322. 청구인은 그리고 “[본건 합병의] 최소한의 상업적 위험도 거의 없어졌다고 믿고” 2015년 3월과 2015년 4월에 삼성물산에 대한 투자를 늘렸다고

⁷⁷⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 70 항, 표 2.

⁷⁸⁰ 엘리엇 그룹 소속 James Smith와 Nicholas Topjian 간 이메일과 James Smith, 최준호 및 Sachin Mistry 간 후속 이메일, 2014. 4. 7., R-247, 제 2면.

⁷⁸¹ 2008년 3월까지 삼성물산의 영문명은 “Samsung Corporation”이었습니다. 2020. 11. 4.자 삼성물산 웹사이트 “연혁 전체보기” 참조, R-319. 삼성 그룹 회사 중 통상적으로 “Samsung Corp”으로 알려진 다른 회사는 없습니다.

⁷⁸² 엘리엇 그룹 소속 James Smith와 Nicholas Topjian 간 이메일과 James Smith, 최준호 및 Sachin Mistry 간 후속 이메일, 2014. 4. 7., R-247, 제 2면.

⁷⁸³ 엘리엇 그룹 소속 James Smith와 Nicholas Topjian 간 이메일과 James Smith, 최준호 및 Sachin Mistry 간 후속 이메일, 2014. 4. 7., R-247, 제 2면.

⁷⁸⁴ Mr James Smith 제 2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5 제 38 항.

주장합니다.⁷⁸⁵ 이는 청구인이 2015년 2월부터 2015년 5월까지 삼성물산과 제일모직의 합병이 가능하다는 것을 알면서도 삼성물산 주식을 계속 매수하였다는⁷⁸⁶ 증거와 모순됩니다.

- (a) 2015년 2월 4일에 엘리엇 홍콩은 “제일모직과의 합병 소문에 대한 [자신의] 우려를 표명하기 위해” EALP를 대신하여 삼성물산 이사회에 서신을 보냈습니다.⁷⁸⁷
- (b) 2015년 2월 18일 Mr Smith의 동료는 “삼성물산의 삼성전자 지분 4.1%를 감안할 때 삼성일가가 삼성전자에 있는 자신들의 간접적 지분을 통합하기 위해 삼성물산과 제일모직을 합병하려는 시도를 할 현실적인 가능성이 있다고 보았다”고 확인하였습니다.⁷⁸⁸
- (c) 심지어 2015년 3월 이전에도 청구인은 외부 컨설턴트인 IRC를 고용하여 국민연금이 해당 합병에 어떻게 의결권을 행사할지에 대한 분석을 의뢰하였습니다.⁷⁸⁹
- (d) 2015년 3월 초에 엘리엇 그룹은 “국민연금의 주요 관계자들과 삼성물산-제일모직 합병과 관련된 소문을 논의하기 위해 면담을 진행하였습니다.”⁷⁹⁰

⁷⁸⁵ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 446 항.

⁷⁸⁶ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 23(i)항 참조 (“2015년 1월 말부터 2015년 2월 말 사이, [중략] 엘리엇은 삼성물산 주식을 매수하였습니다.”); 제 24 항 (“2015년 3월에서 4월까지 엘리엇은 삼성물산에 대한 투자액을 늘려갔습니다.”).

⁷⁸⁷ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 23(ii)항.

⁷⁸⁸ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 Nicholas Maran 이 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드의 James Smith 및 최준호에 보낸 이메일, 2015. 2. 18, R-252, 제 2 면.

⁷⁸⁹ IRC는 2015. 3.1.자 초안 보고서를 작성했으므로, 그 전에 의뢰를 받은 것이 분명합니다. IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성”(초안), 2015. 3. 1., C-151.

⁷⁹⁰ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 28 항.

- (e) 2015년 3월에 Mr Smith는 여전히 “삼성물산과 제일모직의 합병의 가능성이 매우 낮을 것이라고 생각했다”⁷⁹¹고 이야기합니다. 거듭 말하지만 위험이 전혀 없다고 생각한 것이 아니었습니다.
- (f) 기업정보 컨설턴트인 Spectrum Asia⁷⁹²가 엘리엇 그룹을 위해 작성한 2015년 3월 19일자 보고서에는 “[삼성]물산과 제일모직 간 합병은 [중략] 불가피한 것으로 판단된다”고 명백히 언급되어 있습니다.⁷⁹³ Spectrum Asia는 심지어 “[삼성]물산의 고위 임원진이 제일모직 건설부문에 다수 이동하였으며, 이는 기업 통합 작업이 진행 중임을 알 수 있다”고 전하기도 했습니다.⁷⁹⁴
- (g) 동일한 보고서에 따르면 국민연금은 해당 합병을 지지할 것 같다고 되어 있습니다.⁷⁹⁵ 이러한 청구인에게 강력히 불리한 Spectrum Asia 보고서의 내용을 감안할 때 청구인이 영업상 비밀에 관한 (근거 없는) 주장을 통해 그 제출을 보류하려 하였고 한국이 본

⁷⁹¹ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 38 항.

⁷⁹² 2020년 10월부터 Lyriant Advisory 로 브랜드 변경. Lyriant Advisory 웹사이트, “연혁”, 2020. 11. 13. 조회, R-321.

⁷⁹³ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., R-255, 제 4 면 (강조 추가). 제 6 면 참조 (“삼성물산과 제일모직 간 합병은 유일하게 실행가능한 옵션으로 보입니다. [중략] 삼성물산과 제일모직의 합병은 다양한 옵션에 포함되며 시기에 관해서는 논쟁의 가능성이 있지만 불가피한 것으로 보입니다.”) 제 9 면 (“제일모직-삼성물산 합병은 가장 가능성이 높다.”); 제 24 면 (“차기 대선이 2017년 12월로 예정되어 있어서 정치적 위험이 있을 수 있으며 [중략] 그 결과 삼성물산과 제일모직 합병이 나중이 아니라 더 빨리 진행될 수 있습니다.”).

⁷⁹⁴ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., R-255, 제 4 면.

⁷⁹⁵ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., R-255, 제 24 면 (국민연금이 “합병 과정에 위협이 될 것 같지 않습니다. 전통적으로 국민연금은 회사 내 다른 대주주의 적대적인 인수 시도로부터 삼성을 보호해 왔습니다. 국민연금은 또한 대부분의 이사회 결정을 지지해왔습니다.”).

중재판정부에 제출을 신청한 후에야 한국에 이를 제공했다는 사실은 그리 놀랍지 않습니다.⁷⁹⁶

- (h) 해당 보고서를 가지고, 그리고 청구인이 주장하듯이 “재차 확인하여” 준 국민연금과의 회의결과에도 불구하고, 2015년 4월 초에 엘리엇 그룹은 삼성물산 경영진을 만나 “제일모직과의 합병 소문”에 대해 논의하였습니다.⁷⁹⁷
- (i) 청구인은 해가 되는 합병을 지지하지 않겠다고 삼성물산과 국민연금이 “재차 확인하여 주”었기 때문에 삼성물산에 대한 투자를 늘렸다고 주장하지만, 다른 곳에서는 삼성물산의 주가와 그가 주장하는 순자산가치 간 격차 확대와 연관된 투자계획에 따라 실제로 투자를 늘렸다고 인정합니다.⁷⁹⁸ 당시 이렇게 점차 확대되는 격차는 적어도 부분적으로는 삼성물산과 제일모직의 합병 소문으로 인한 것으로 생각되었습니다.⁷⁹⁹ 본건 합병의 위험이 “완전히 없어졌다”고 믿으면서 투자했다는 청구인의 주장은 순진한 척 행세를 하는 것에 불과합니다.⁸⁰⁰

⁷⁹⁶ 청구인의 특권보호문서목록 (Privilege Log), 2020. 3. 6., 1053 항목, 1054 항목 참조; Three Crowns 가 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 7. 24., 제 9 면.

⁷⁹⁷ Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 30-31 항.

⁷⁹⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 36 항, 제 39 항 참조.

⁷⁹⁹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 36 항, 제 39 항; Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 21 항.

⁸⁰⁰ 더욱이 증거에 따르면 청구인이 주장하듯이 국민연금과 삼성물산 경영진과의 회의에서 청구인이 “확인(assurances)”을 받았다는 것이 입증되지 않습니다.

- (a) 국민연금이 2015년 3월 18일 회의에서 말한 내용에 대해 청구인이 제시한 증거는 국민연금 담당자들이 엘리엇 그룹 담당자들이 발언한 내용에 수동적으로 “동의”했다는 엘리엇 그룹의 자체 주장으로만 구성됩니다. Mr James Smith 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 28 항 (“본인은 ██████에게 국민연금이 삼성물산-제일모직 합병에 대한 엘리엇의 입장에 동의하는지 여부를 확인해달라고 물어본 것을 기억합니다. 한국어로 대화를 나눈 뒤, ██████는 저한테 망설임 없이 “그들은 동의한다”고 말하였습니다.”); James Smith의 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 43 항 (“당시 우리가 국민연금공단에게 보낸 서신에 기재하였듯, 국민연금공단 관계자들은 우리의 평가에 동의하였습니다.”). 국민연금이 청구인을 “안심시켰다 (assured)” 또는 “현재 해당 주식 가격에 기반한 삼성물산과 제일모직 사이의 전체

323. 청구인은 또한 본건 합병이 공식적으로 발표된 이후에도 본건 합병 승인에 대한 상업적 위험이 여전히 “매우 낮았다”고 주장합니다. 이는 청구인이 “충분히 많은 수”의 삼성물산 주주들이 본건 합병에 반대하는 의결을 할 것으로 예상했기 때문입니다.⁸⁰¹ 다시 한번 말씀 드리지만 청구인이 위험을 알면서도 감수한 경우에는, 청구인이 위험이 얼마나 크다고 추정하는지는 중요하지 않습니다. 무엇보다도, 청구인이 추정하는 바는 말 그대로 믿을 수 없는 주장입니다.

(a) 증거에 따르면 본건 합병을 지지해야 하는지 반대해야 하는지에 대해 시장에는 다양한 견해가 존재했습니다.⁸⁰² 예를 들어, 2015년 7월 3일자의 한 보고서에는 “합병 승인 (확률[이] 50%[였음])”이라고 되어 있습니다.⁸⁰³

주식 합병이 삼성물산의 주주에게 이익이 될 수 없다”고 “표현했다”라고 청구인이 진술한 것은 사실을 오도하는 것입니다. 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 446 항, 제 450b 항 참조. 인용된 진술은 엘리엇 그룹의 관점에서 회의에 대해 서술한 내용입니다. 엘리엇이 국민연금에 보낸 서신. (수정), 2015. 6. 3., C-187, 이것은 명백히 자기 주장에만 부합하는 내용을 서술한 것이며 기록에 있는 다른 증거와는 모순됩니다. 모건스탠리 코리아 상무이사 한승수가 서명한 “사실관계확인서”, R-210.

(b) 이와 유사하게 청구인은 2015년 4월 9일 삼성물산 경영진과의 회의에서 “[삼성물산과] 제일모직 간의 현격한 가치의 부조화를 고려할 때 ... [삼성물산이] 두 회사 간의 합병을 진행하거나 고려할 의도가 없으며 이전에도 고려되지 않았다”는 사실을 확인했다고 주장하기 위해 본인의 서신에 의존했습니다. 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 446 항, 엘리엇이 삼성물산에 보낸 서신에 의존함., 2015. 4. 16., C-163. Mr James Smith 증인진술서 참조, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 32 항, 엘리엇이 삼성물산에 보낸 서신 인용., 2015. 4. 16., C-163; James Smith의 제 2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 47, 엘리엇이 삼성물산에 보낸 서신 재인용, C-163. 엘리엇 그룹의 최준호의 회의 당시 메모에는 “CFO는 삼성물산이 합병에 대해 검토한 적이 없고 검토 중도 아니라고 말했습니다”라고만 기록되어 있습니다.(엘리엇) 최준호와 Phillip Ham 간 이메일, 2015. 4. 3-10., C-376, 제 2면. 이것은 본건 합병이 이뤄지지 않을 것이라는 점을 보장해준 것이 아니라 해당 회의 당시에는 합병이 검토되고 있지 않았다는 것이었습니다.

⁸⁰¹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 447 항.

⁸⁰² 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015. 6. 22., R-107, 제 1면 참조; ISS Special Situations Research, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., C-30, 제 19면.

⁸⁰³ Macquarie Research, “교차로에 선 삼성물산”, 2015. 7. 3., R-273, 제 1면.

- (b) 청구인의 주장은 모든 삼성물산 주주가 엘리엇 그룹과 동일한 관점에서 본건 합병을 고려하고, 엘리엇 그룹의 평가에 동의할 것이라는 가정을 전제로 한 것으로 보입니다. 그러나 전문적 해외 국부 펀드인 GIC, SAMA, ADIA 와 같이 합리적이고 독립적인 삼성물산 주주들이 결국 본건 합병에 찬성 투표를 했다는 사실에서 알 수 있듯이 그것은 사실이 아니었습니다.⁸⁰⁴ 오해로부터 비롯되고 전혀 근거 없이 청구인이 암시하는 바와 달리, 그들의 표결이 부적절했다는 아무런 증거도 없습니다.⁸⁰⁵
- (c) 청구인은 외부 컨설턴트 Ipreo 를 고용하여 “확인된 주주들에 대한 설문조사”와 “표결 행태 분석 및 표결 현황 보고서 제공”을 요청했습니다.⁸⁰⁶ 만약 Ipreo 의 보고서가 엘리엇 그룹이 취한 입장에 대해 상당수 삼성물산 주주들이 동의할 것이라는

⁸⁰⁴ “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘뒷발’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, *조선비즈*, 2015. 7. 17., **R-143**. 최근 기소장에서 한국 검찰은 삼성 그룹 관련자들이 2015년 6월 16일 GIC로부터 합병에 대해 “부정적인 피드백”을 받았으며 나중에 GIC가 합병을 승인하도록 “유도”하고 GIC에 잘못된 정당화 사유와 논리를 유포했다고 주장했습니다. “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제 41-44면.. 공소장에 따르면, 제공받은 제공된 잘못된 정당화 사유와 논리 또는 GIC 이해 관계자의 이익과 일치하지 않는 다른 이유 때문에 GIC가 합병에 찬성하거나 합병에 대한 “부정적인” 견해를 변경한 것이 아닙니다. 예를 들어, 공소장에 따르면 또한 삼성 그룹 관계자들이 ISS 및 BlackRock에 대해 유사한 접근을 했다는 주장은 의혹을 제기합니다. ISS는 여전히 합병에 반대하는 것을 추천했고 BlackRock은 여전히 합병에 반대하는 표결을 했습니다. GIC와 같은 고도로 전문적인 투자자는 삼성이 제공한 정보를 검증하며 본건 합병에 대한 의결권 행사 방법을 결정할 때 검증 없이는 이를 신뢰하지 않을 것으로 기대할 수 있습니다.

⁸⁰⁵ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 77항 참조 (“본건 합병에 찬성한 삼성물산 주주들의 표결은 주의 깊게 살펴보아야 합니다. [중략] 다른 주주들과 관련하여, 대한민국은 이들을 “설명하고 설득”하기 위한 비밀스러운 대화 (그 내용은 앞으로도 알 수 없을 지 모릅니다)가 존재한다는 사실을 모른 척할 수 없었습니다.”). 이것은 본건 합병을 지지하도록 삼성물산 주주들을 설득하기 위해 삼성 그룹 담당자들과 만난 회의에 관한 언론 보도를 의미합니다. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 97항 참조, “삼성물산 합병성공, 외국인과 소액주주 표심 어떻게 얻었나” 인용, *비즈니스 포스트*, 2015. 7. 17., **R-140**. 해당 회의에서의 부적절함에 대한 아무런 증거도 없습니다.

⁸⁰⁶ 적대적 주주총회 자문 프로젝트 계약, **R-323**, 제 1면.

내용이었다면 청구인은 이를 증거로 제출했을 것입니다. 그러나 청구인은 그렇지 못했습니다.

324. 청구인은 본건 합병에 대한 공식적인 발표 이후 스왑 포지션을 마감하고 주식을 매입했을 때 경제적 익스포저를 “소폭” 증가시켰다고 말하지만⁸⁰⁷ 이것도 증거에 의해 거짓으로 입증됩니다. 청구인이 그 청구의 근거가 되는 유일한 투자가 삼성물산 주식이라는 점을 인정하는 것을 감안할 때, 이는 결코 소폭 증가한 것이 아닙니다. EALP가 2015년 5월 26일 이전에 보유하던 4,850,189주에 6,275,738주를 추가했을 때 익스포저가 두 배 이상 증가했습니다.⁸⁰⁸ 실제로, 스왑을 통해 단순히 익스포저를 주식으로 “전환”하였다는 청구인의 주장에 따르더라도, 새로 증가된 익스포저의 66%에 해당하는 부분이 새롭게 EALP의 몫으로 돌아왔습니다. 그러한 “익스포저”는 그때까지는 청구인이 아닌, 다른 펀드인 Elliott International LP가 보유했기 때문입니다.⁸⁰⁹

325. 청구인이 자신의 투자를 정당화하기 위해 계산한 위험 확률은 여기서 중요하지 않습니다. 청구인은 합병이 (청구인에게) 손해가 되는 합병 비율에 이루어질 위험이 있음을 알았다는 사실을 인정했으며 투자를 함에 있어서 해당 위험을 감수하였습니다. 일단 그러한 위험이 실현되자 청구인은 이제 와서 그것이 실체가 없는 수준이었다고 믿기 힘든 주장을 펼치고 있습니다. 청구인은 청구인이 위험이 결코 발생하지 않을 거라고 믿었다고 주장하면서 지득하고 있던 위험을 감수한 것에 대한 결과를 피할 수 없습니다.

326. 무엇보다도, 삼성물산 이사회가 불리한 합병을 승인하여 주주에게 제안하거나 합병이 성사되도록 충분한 인원의 주주가 이를 지지할 수 있다는 내용이 “공상적”인 전망이라는 청구인의 주장에는 신빙성이

⁸⁰⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 448 항.

⁸⁰⁸ 2015. 1. 27부터 2015. 6. 4.까지 EALP의 삼성물산 지분에 관한 스프레드시트, C-384.

⁸⁰⁹ 2015. 1. 27부터 2015. 6. 4.까지 EALP의 삼성물산 지분에 관한 스프레드시트, C-383.

없습니다. 청구인과 엘리엇 그룹은 █████ 일가가 삼성 그룹 회사에 대해 갖는 지배권에 대해 잘 알고 있었습니다. 그들은 또한 늦어도 2014 년 중반에는 삼성 그룹 경영권을 █████에게 확실히 승계하고자 하는 █████ 일가의 의도와 심지어 █████ 일가가 이러한 목적으로 삼성물산과 제일모직의 합병을 고려하고 있다는 사실도 알고 있었습니다.⁸¹⁰

327. 청구인측 전문가인 Milhaupt 교수는 “터널링 (tunnelling)” 거래를 포함하여 소수 주주를 희생시키면서 총수일가에 이익이 되도록 설계된 거래를 수행하는 재벌 총수일가가 한국에 다수 존재한다는 사실은 잘 알려져 있다고 증언합니다.⁸¹¹ 그는 “터널링 (tunnelling)” 거래는 (총수일가가 비교적 작은 지배권을 가지는) 한 회사의 총수일가와 무관한 소수주주로부터 그룹 내의 (총수일가가 비교적 큰 지배권을 가지는) 다른 회사로 가치를 이전하도록 설계된 거래라고 설명합니다.⁸¹² Milhaupt 교수는 “본건 합병이 시작되기도 한참 전부터 상속세를 피하고 승계를 진행하기 위해 논란이 된 여러 거래를 진행했습니다”라고 진술합니다.⁸¹³

328. 엘리엇 그룹은 세계에서 가장 전문적인 투자자 그룹 중 하나라는 자부심을 가지고 있습니다. 엘리엇 그룹과 청구인은 한국과 한국 내 최대 재벌에 투자하기로 결정함에 있어 (청구인 측 전문가에 따르면 █████ 일가가 오랫동안 일삼아 온)⁸¹⁴ 삼성 그룹 회사 간의 “터널링 (tunnelling)” 거래를 █████ 일가가 추진할 위험을 알고 이를 받아들였음이 분명합니다.⁸¹⁵ 청구인이 본건 합병을 통해 이러한 일이 일어난 것에 대해

⁸¹⁰ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 525 항.

⁸¹¹ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 56 항, 제 58 항.

⁸¹² Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 58 항.

⁸¹³ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 60 항.

⁸¹⁴ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6. 의심의 여지를 피하기 위해, 한국은 이 중 어느 하나라도 법을 위반하여 행해졌다는 사실을 인정하지 않습니다.

⁸¹⁵ IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015. 4. 20., C-166, 제 37 면 참조 (“소유권 구조조정은 현재 기업 세계에서 가장 큰 주제 중 하나입니다. 특히 삼성, 현대 자동차 등

놀란 척하는 것은 믿을 수 없습니다. 실제로, 엘리엇 그룹은 2015 년 3 월 Spectrum Asia 로부터 특히 “한국 기관 투자자는 합병이 주주에게 최선이 아니더라도 재벌일가의 경영 결정에 반대하는 확실한 전적을 가지고 있지 않다”는 사실과 본건 합병이 직면할 수 있는 모든 장애물은 삼성 그룹 “최고의” 로비 능력에 의해 제거될 것이라는 사실을 보고 받았습니다.⁸¹⁶

b. 청구인은 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해서 결정할 위험을 알았고 이를 감수했습니다

329. 재판박서면에서 청구인은 █████ 전 대통령이 국민연금의 의사 결정 과정에 “부당하게 개입”하는 과정에서 그 수단으로써 국민연금이 이용될 위험을 감수하였을 리가 없다고 주장합니다.⁸¹⁷ 청구인은 또한 국민연금에 대한 리서치를 통해 국민연금이 합리적인 경제적 이익 추구에 의해 그리고 의결권행사지침에 따라 행동할 것이라고 믿게 되었다고 주장합니다.⁸¹⁸ 이러한 주장은 모두 요점에서 벗어나고 있습니다.

330. 청구인은 국민연금 투자위원회가 국민연금이 본건 합병에 의결권을 행사하는 방향을 결정할 것이라는 위험을 알고 있었으며 그러한 위험을 감수했고, 바로 그것이 실현되었을 뿐입니다. 청구인은 2015 년 2 월에 의뢰한 리서치를 통해 국민연금을 규율하는 규정에 따를 경우, 기본적으로 의결권 행사에 대한 결정은 전문위원회가 아닌 국민연금 투자위원회가 내리는 것이며 실제로 대부분의 국민연금 의결 결정은 이렇게 이루어졌다는 사실을 알고 있었습니다. 청구인이 위탁한 리서치의 내용은 다음과 같습니다.

국내 주요 대기업들은 기업 가치 제고와 지배력 강화를 위해 사업을 재정비하고 있습니다.” (강조 추가).

⁸¹⁶ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., R-255, 제 9 면. Philip Ham 이 James Smith 와 엘리엇 홍콩의 최준호에게 보낸 이메일 참조, 2015 6. 10., R-264 (“우리는 삼성이 의결권 행사 이전에 국민연금을 삼성측에 서게 하도록 가능한 모든 경로를 동원할 것으로 예상합니다.”).

⁸¹⁷ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 450-451 항.

⁸¹⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 450-451 항.

- (a) “국민연금기금의 의결권은 원칙적으로 국민연금 투자위원회의 심의와 의결을 통해 행사된다.”⁸¹⁹
- (b) “의결권 행사와 같은 특별 투자관련 사안에 대한 결정은 본부장(CIO)이 의장직을 맡는 투자위원회가 내린다.”⁸²⁰
- (c) “상법, 국민연금법, 국민연금기금 운용지침을 준수하며, 준법감시인 검토와 투자위원회 승인을 거쳐, 국민연금공단은 의결권을 행사한다. 의결권행사 전문위원회는 국민연금공단 기금운용본부가 부의하는 의결권 행사 관련 논란을 해결한다.”⁸²¹
331. 청구인은 내부 리서치를 통해 “[전문위원회에] 의결권 행사를 맡기 (outsource)기로 하는 결정은 투자위원회에서 내리는 것”임을 알았습니다.⁸²²
332. 청구인은 또한 삼성물산이 삼성 그룹에 의한 "터널링 (tunnelling)" 거래의 대상이 될 수 있었으며, 적어도 (역사적으로 그리고 청구인의 관점에서는) 재벌과 정부 간의 관계가 존재했으며 국민연금이 합병에 찬성하도록 지시를 받을 수 있다는 가능성이 적어도 존재한다는 사실을 삼성물산에 투자하면서 알았고 이를 받아들였음이 분명합니다.⁸²³
- (a) **첫번째**, 위에서 논의한 바와 같이, Elliott Group 은 █████ 일가가 본건 합병을 위해 그 삼성 그룹에 대한 영향력을 사용할 것임을 알고 있었거나 알았을 수 밖에 없습니다. EALP 는 █████ 일가가 “터널링 (tunnelling)”거래를 추진하는 경향이 있다는 것을 알고

⁸¹⁹ IRC, “대한민국 국민연금기금 업데이트된 중간보고서”, 2015. 4. 8., **C-160**, 제 4 면.

⁸²⁰ IRC, “국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., **C-151**, 제 14 면.

⁸²¹ IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015. 4. 20., **C-166**, 제 13 면.

⁸²² 엘리엇 그룹의 Daniel Chinoy 가 최준호와 Nicholas Maran 에게 보낸 이메일, 2015. 3. 6., **R-253**, 제 5 면.

⁸²³ 의심의 여지를 피하기 위해, 한국은 이 중 어느 하나라도 위법하다는 사실을 인정하지 않음을 지적하고자 합니다.

있었습니다.⁸²⁴ Mr Smith 자신이 말했듯이 엘리트 그룹은 “삼성일가가 상속세 부담을 최소화하면서 그룹 (특히 삼성전자)에 대한 경영권을 ■■■에게 승계하려는 목표를 달성”할 수 있도록 하기 위해 2015년 3월 / 4월에 구조개편 계획 개발에 착수했습니다.⁸²⁵

(b) 두번째, 엘리트 그룹의 리서치에 따르면 정부가 국민연금에게 본건 합병을 지지하도록 지시할 위험에 대해 청구인은 예상할 수 있었고 예상했음이 분명합니다.⁸²⁶

(i) 엘리트 그룹의 외부 컨설턴트인 IRC는 리서치를 통해 정부와 관련된 국민연금의 역할에 대해서 특별히 조사했습니다.⁸²⁷

(ii) 엘리트 그룹의 최준호는 비교적 이른 시점인 2015년 2월 18일에 엘리트 그룹은 국민연금이 본건 합병에 반대할 것이라는 것이 “기정사실”이 아니라고 믿고 있으며 그 이유는 엘리트 그룹은 삼성 그룹이 “관련 정부 당국이 해당 합병을 승인하고 지원하도록 로비할 것이고 (삼성의 규모와 지위를 고려할 때 정부 지원이 제공될 것이라고

⁸²⁴ 위 제 327 항 참조.

⁸²⁵ James Smith 제 2차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 39 항.

⁸²⁶ 의심의 여지를 피하기 위해, 한국은 이 중 어느 하나라도 위법하다는 사실을 인정하지 않음을 지적하고자 합니다.

⁸²⁷ IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., C-151, 제 3 면 참조 (“■■■ 부총리는 ■■■ 본부장을 국민연금의 본부장으로 추천한 것으로 알려졌다. ■■■ 본부장은 ■■■ 부총리의 오랜 친구이다. [중략] 본부장의 결정이 ■■■ 부총리의 영향을 받는 것은 사실이다.”) 제 15 면 (“본부장과 ■■■은 대구고등학교를 졸업했다. 그 이후로 둘을 가까운 관계를 유지했다.”); IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015. 4. 20., C-166, 제 5 면 (“의결권 행사 & 정치적 역학관계에 관한 국민연금의 의사결정트리” 포함).

생각한다)”고 생각하기 때문이라고 이메일을 작성한 바 있습니다.⁸²⁸

(c) 세번째, 엘리트 그룹이 의뢰한 리서치는 국민연금이나 정부가 삼성 그룹에 호의적으로 행동할 가능성이 있다고 보고하였습니다.

(i) 예를 들어 IRC 보고서 중 하나에는 “삼성에 대한 국민연금의 입장은 호의적인데, 이는 국민연금의 의사결정 과정이 그 투자원칙에 위배되지 않는 한, 삼성에 조금이나마 유리한 결정을 내릴 수 있음을 의미한다”라고 되어 있습니다.⁸²⁹

(ii) 같은 보고서에는 당시 경제부총리가 “대기업”과 “의사소통”을 했고 “경제 정책에 그들의 의견을 반영하려고 시도”했으며⁸³⁰ 정부가 대기업과 관련하여 국민연금을 “이용”하려는 시도를 할 가능성도 있다고 기재되어 있습니다.⁸³¹

(iii) 또 다른 IRC 보고서는 정부와 삼성 그룹 간에 역사적으로 관계가 형성되어 왔고 적어도 역사적으로는 삼성 그룹이 “경제정책 관련 사안”에 영향을 미칠 수 있었다고 서술하고 있습니다.⁸³²

(iv) 2015년 3월 19일자 Spectrum Asia 보고서는 “지주 회사 규제를 대폭 완화하여 ██████의 구조개편 계획을 공개적으로 지원하는 ██████ 행정부”의 사례를 인용하면서

⁸²⁸ 엘리트 홍콩의 최준호와 Nicholas Maran 간 이메일, 2015. 2. 18., **R-252**, 제 2면.

⁸²⁹ IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., **C-151**, 제 3면.

⁸³⁰ IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., **C-151**, 제 15면.

⁸³¹ IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., **C-151**, 제 18면 (“정부는 대기업을 통제하기 위해 국민연금을 이용하려고 시도할 수 있다.”).

⁸³² IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서” 2015. 4. 20., **C-166**, 제 33-34면.

삼성 그룹은 본건 합병이 성사되는 것에 대한 모든 장애물을 삼성 그룹의 “로비역량”으로 극복할 수 있을 것이라고 서술하고 있습니다.⁸³³

(v) Spectrum Asia 보고서는 또한 엘리엇 그룹에 삼성 그룹의 성공이 “국가 경제에 필수적”이기 때문에 정치인들이 삼성 그룹을 “국가적 자산”으로 볼 가능성이 높다고 보고했습니다.⁸³⁴

(vi) 비슷한 맥락에서 엘리엇 그룹의 내부 이메일은 엘리엇 그룹이 삼성 그룹과 ████████ 전 대통령 사이에 “명확한” 그리고 “역사적 유대”가 있고⁸³⁵, “청와대 관계자들이 삼성 그룹의 업무 수행에 대해 ‘집착’하여 거의 매일 주가, 투자 수준, 일반 현황을 확인하고 [또한] 삼성 그룹을 한국 경제 전반의 대응물로 보고 있다”는 점을 인식하고 있음을 보여줍니다.⁸³⁶

(vii) 엘리엇 그룹 내부 보고서는 “민족주의, 삼성의 전반적 안정성에 대한 우려, 삼성 및 기타 재벌의 압력이 [삼성]물산에 불리한 [삼성]물산/제일모직 합병과 관련하여 수상한 기업활동에 대한 어떤 심각한 우려도 뒤집을 가능성이 높다”⁸³⁷고 보았습니다.

⁸³³ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., **R-255**, 제 9 면.

⁸³⁴ 엘리엇 경영진을 위해 작성된 삼성물산과 제일모직에 대한 Spectrum Asia 보고서 2015. 3. 19., **R-255** 제 24 면.

⁸³⁵ 엘리엇 홍콩의 Nicholas Maran 이 James Smith, 최준호, Daniel Chinoy 그리고 Charlotte Yau 에게 보낸 이메일, 2015. 3. 18., **R-254**.

⁸³⁶ 엘리엇 그룹의 Daniel Chinoy 가 최준호와 Nicholas Maran 에게 보낸 이메일, 2015. 3. 6., **R-253**, 제 4 면.

⁸³⁷ 엘리엇 그룹의 Daniel Chinoy 가 최준호와 Nicholas Maran 에게 보낸 이메일, 2015. 3. 6., **R-253**, 제 4 면.

(viii) 위에 언급한 모든 내용은 엘리트 그룹이 삼성물산 주식의 보유량을 지속적으로 늘리고 있는 동안 엘리트 그룹에 전달되었습니다. 해당 내용은 청구인의 주장에 치명적으로 불리합니다.

333. 위와 같이 한국의 부적절한 행위가 실제로 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성표결로 이어졌음을 증명하지 못했다는 점은 잠시 제쳐 놓고, 청구인은 국민연금이 본건 합병에 찬성표결 할 수 있고, 이는 정부의 영향력에 따른 것일 수도 있다는 위험을 알면서 이를 감수했습니다. 청구인이 국민연금이 합병에 찬성하는 구체적인 이유를 염두에 두었는지 여부는 중요하지 않습니다. 그리고 다시 말하지만, 그 위험의 대소 또한 중요하지 않습니다. 중요한 것은 그것이 청구인이 기꺼이 감수한 이미 알고 있는 위험이었고, 그 위험이 실현되었다는 점입니다. 실제로 청구인은 삼성 그룹이 제안한 본건 합병과 관련하여 “유사시 어떠한 의결권 대결도 할 준비가 되어 있었다”라고 인정합니다.⁸³⁸

c. 청구인은 본건 합병비율의 위험을 알고 있었으며 이를 감수했습니다

334. 증거에 따르면 청구인이 삼성물산과 다른 회사의 합병은 그 거래 가격에서 도출되는 합병 비율로 이루어진다는 것을 알고 있음을 보여줍니다. 따라서 제일모직과의 본건 합병 가능성을 알게 되었을 때 청구인은 또한 본건 합병 비율로 합병이 진행될 위험도 알고 있었습니다. 본건 합병 비율은 자본시장법에 규정된 명확한 법령상의 공식에 따라 계산되었으며 한국 시장에 투자하고자 하는 모든 사람들에게 잘 알려져 있습니다.⁸³⁹

⁸³⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 451 항.

⁸³⁹ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1, R-24, 제 165-4 조.

335. 청구인은 크게 저평가 된 것으로 판단한 삼성물산 주식을 매입하기로 결정하면서 청구인의 주장에 따르자면 해당 저평가를 반영하는 비율로 해당 주식이 합병 후 삼성물산 신주로 전환될 위험을 감수했습니다.
336. 문서에 따르면 엘리엇 그룹은 삼성물산과 제일모직의 합병 시 삼성물산과 제일모직의 주식거래가격을 기준으로 산출한 주식교환비율이 의무적으로 적용된다는 사실을 알고 있었습니다. 2015년 2월 4일에 엘리엇 홍콩이 삼성물산 이사들에게 제일모직과의 합병 가능성 소문에 대한 우려를 표명하기 위해 보낸 서신에서 엘리엇 홍콩은 위 합병이 성사될 경우 “주가를 기준으로 한 의무적으로 적용되는 합병비율을 바탕으로 이루어져야 할 것”이라고 이미 지적했습니다.⁸⁴⁰
337. 또한 청구인의 특권보호문서목록 (privilege log)에 따르면 청구인은 이르면 2015년 1월 16일에 “주식 매입 및/또는 스왑”과 “주주권”에 대해 한국 변호사로부터 법률 자문을 받은 것으로 나타났습니다.⁸⁴¹ 특권보호문서목록 (privilege log)에서의 청구인의 불충분한 설명⁸⁴²과 2015년 2월 4일자 서신에 있는 엘리엇 홍콩의 진술을 고려하면, 청구인이 삼성물산 주식 매입을 시작하기 전인 2015년 1월에 받은 자문에서 삼성물산이 참여하는 합병은 의무적으로 적용되는 주가에 기반한 합병비율이어야 한다는 내용에 대한 자문이 포함되어 있다는 타당한 추론이 가능합니다. 한국의 이러한 주장은 절차명령 제 16호 및 절차명령 제 17호에서 본 중재판정부가 피력한 견해와도 부합합니다.⁸⁴³
338. 마지막으로 청구인은 삼성물산과 제일모직 주식의 시가가 (삼성 그룹에 의해) 조작되어 본건 합병비율이 불공정하다고 주장했습니다. 한국은

⁸⁴⁰ 엘리엇이 삼성물산 이사들에게 보낸 서신, 2015. 2. 4, C-11, 제 2면.

⁸⁴¹ 청구인의 특권보호문서목록 (Privilege Log), 2020. 3. 6., 제 3면.

⁸⁴² 법무법인(유) 광장에서 본 중재판정부에 보낸 서신 참조, 2020. 5. 30., 제 16항, 제 39e항, 제 40d항; 2020. 8. 7.자 절차명령 제 16호, 제 15항.

⁸⁴³ 2020. 8. 7.자 절차명령 제 16호, 제 47, 72(h)항; 2020. 9. 4.자 절차명령 제 17호, 제 20-24항.

그러한 조작이 있었다는 사실을 인정하지 않으며, 실제로 최근 [REDACTED]에 대하여 제출된 공소장은 본건 합병이 발표되고 본건 합병비율이 정해진 후에 행해진 조작 혐의에 대해서만 기소하고 있습니다.⁸⁴⁴ 무엇보다도 한국이 그러한 조작에 대한 책임이 없음은 자명합니다. 보다 기본적인 수준에서 청구인은 이러한 국제 소송에서 이에 대해 불만을 제기할 권리도 없습니다. 청구인은 한국 시장에 투자했을 때 이미 그런 조작이 가능하다는 것을 알았습니다. 청구인측 전문가인 Milhaupt 교수는 재벌과 관련된 “중범죄”와 ‘부패’에 관한 유명한 사례를 지적하고⁸⁴⁵ “합병을 둘러싼 사건들과 한국의 오랜 부패 및 기업 지배구조 문제는 분리될 수 없다”고 이야기합니다.⁸⁴⁶ 전문적 투자자인 엘리엇 그룹과 청구인은 이러한 문제를 알고 있었음이 분명하며, 따라서 한국과는 완전히 독립적인 삼성 그룹이 총수일가에 맞추어 주가를 조작할 가능성이 있었다는 것을 알고 있었음이 분명합니다.

* * *

339. 이 모든 증거는 청구인이 본건 합병이 (청구인에게) 손해가 되는 본건 합병비율로 통과할 위험을 알고 감수했음을 증명합니다. 해당 위험이 실현된 이상, 청구인이 이를 몰랐음을 가장하여 본 중재 절차를 통해 한국으로부터 횡재를 구하도록 허용되어서는 안됩니다.
340. 한국은 위에 인용된 증거를 보충하는 기타 증거가 존재한다는 추정, 그리고 이에 따라 청구인이 계속해서 삼성물산 주식을 매입하는 동안 본건 합병이 제안되고 합병이 본건 합병비율로 통과될 위험을 청구인이

⁸⁴⁴ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제 48-52 면, 제 63-68 면 참조.

⁸⁴⁵ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 42-47 항, “삼성의 부패스캔들 확대” 인용, *New York Times*, 2007. 11. 7., **C-349**; “삼성 회장 퇴진”, *BBC News*, 2008. 4. 22., **C-352**; “삼성 전 회장 사면예정”, *Reuters*, 2009. 12. 28., **C-354**.

⁸⁴⁶ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 53 항; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 439 항.

알고 있었고 그러한 위험을 감수하였다는 점이 존재한다는 추정을 할 것을 본 중재판정부에 요청합니다. 한국은 합병 발표 후 1주일 후인 2015년 6월 3일까지 청구인이 해당 주식을 계속해서 취득한 이유와 관련하여 최소 5 가지 범주에 해당하는 문서를 제출할 것을 요청했습니다.⁸⁴⁷ 청구인은 이러한 요청에 응답하여 비밀유지특권이 없는 문서를 제출하기로 동의했으며 그 중 1 개의 범주에 대응하는 문서를 제출하도록 추가 지시를 받았습니다.⁸⁴⁸ 하지만 청구인은 명백하게 비밀유지특권이 없는 또는 그러한 특권이 이미 포기된 여러 답변 문서들을 특권보호문서목록 (Privilege Log)에 나열함으로써 해당 문서를 제공 대상으로부터 제외하였습니다.⁸⁴⁹ 한국은 이에 대해 아래 제 5 장 제 B 절에서 자세히 설명합니다. 해당 문서에 대한 비밀유지특권을 주장하는 청구인의 부당한 주장은 청구인이 그 의무에 따라 해당 문서들을 제출하였다면 청구인이 자신에게 불리하다고 주장하는 본건 합병비율로 본건 합병이 승인될 위험을 충분히 알면서도 이를 감수하고 위 주식을 취득하였다는 점이 입증되었을 것이라는 불리한 추정이 이뤄져야 함을 보여줍니다.

4. 문제되는 행위에는 협정상 의무의 적용대상이 될 수 있는 정부 권한의 행사가 포함되어 있지 않았습니다

341. 재반박서면에서 청구인은 정부 권한의 행사와 관련이 없음에도 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사와 본건 합병의 승인이 협정 위반 청구를 뒷받침한다고 주장합니다.⁸⁵⁰ 이를 주장하기 위해 청구인은

⁸⁴⁷ 피청구국의 문서제출요청, 2019. 11. 1. 요청번호 제 19 호, 제 20 호, 제 21 호, 제 22 호, 제 24 호.

⁸⁴⁸ 피청구국의 문서제출요청, 2019. 11. 1. 요청번호 제 19 호, 제 20 호, 제 21 호, 제 22 호, 제 24 호.

⁸⁴⁹ 법무법인(유) 광장에서 본 중재판정부에 보낸 서신 참조, 2020. 5. 30., 제 16 항, 제 39e 항, 제 40d 항; 2020. 8. 7.자 절차명령 제 16 호, 제 15 항

⁸⁵⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 373-379 항. 청구인은 이를 관할권 문제로 다룹니다. 한국이 반박서면에서 보인 것처럼 이는 부분적으로는 관할권 문제이기도 하나 또한 본안

한국이 반박서면에서 상업적 행위는 협정상의 의무와 무관하다는 주장을 입증하기 위해 근거로 든 사례들은 오직 계약 위반에만 적용되고 “국제법상 모든 청구들에 요구되는 “정부 권한”의 일반 원칙에 대해 설명하지도 않습니다”라고 주장합니다.⁸⁵¹

342. 이러한 주장의 의하면 (a) 판결의 판시 내용을, 특히 청구인의 편협한 해석이 옳다고 중재판정부를 설득하기 위한 해당 판시 내용을 무시하여야 하며, (b) (청구인이 설명하지 않고 있는) 무언가의 사유에 의해 계약 위반 (또는 이행)의 형태를 띤 상업적 행위만이 협정상 의무의 범위에서 제외되고 모든 다른 상업적 행위들은 다르게 취급되어 협정의 적용을 받는다는 점을 타당한 이유 없이 받아들여야만 합니다.

343. 한국이 반박서면에서 설명한 바와 같이 비록 해당 사례들이 계약 위반에 대해서 다루고 있는 것은 사실이지만, 판시 내용 중 사용된 표현들을 보면 설명된 원칙이 단지 계약 위반뿐만 아니라 상업적 행위와도 연관이 있다는 점이 명확합니다.⁸⁵² 청구인이 이를 반증하기 위하여 제시한 세 가지 사례는 이것이 틀렸음을 입증하지 못합니다.

(a) *Impregilo v Pakistan* 사건의 “계약 당사자의 지위에서 행위하고 있지 않은, 정부 권한(“공권력”)을 행사하는 국가만이 BIT에 따라 부담하는 의무를 위반하는 주체가 될 수 있다”라는 문구 전체가 “계약 당사자”라는 문구에 좌지우지되는 것이어서 정부 권한의 행사는 모든 다른 상업적 맥락에 있어서 무관하다는 청구인의 주장은 명문으로 기재된 내용에 대한 문언적 해석과 기본 상식을 무시하는 것입니다.⁸⁵³ 이러한 주장은 사실을 오도하는 것입니다.

문제가이기도 합니다. 한국은 이미 위 제 2 장 제 B 절 제 2 관에서 귀속 관련 상업적 행위의 관련성을 이미 명확히 하였기 때문에, 여기에서 이 문제를 다룹니다.

⁸⁵¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 374 항.

⁸⁵² 반박서면, 2019. 9. 27., 제 534-539 항.

⁸⁵³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 375(a)항.

왜냐하면 첫번째 구문은 독립적인 구문으로, “정부 권한의 행사는 국가가 BIT 를 위반할 수 있는 “유일한” 방법”이기 때문입니다.

- (b) *Duke Energy v Ecuador* 사건의 경우도 마찬가지입니다. 해당 사건에 있어 청구인은 계약위반에 대한 언급에 근거하여 협정 위반은 “국가가 정부 권한을 행사하는 과정에서 저지른 위반”을 필요로 한다는 주장을 했습니다.⁸⁵⁴ 그러나 *Duke Energy* 사건의 중재판정부는 “계약위반이 아닌 정부 권한의 행사 또는 다른 상업적 행위”라고 하지 않았으며 이에 마땅한 근거가 존재합니다. 계약위반을 구성하는 상업적 행위만이 협정상 보호의무에서 면제되고 나머지 모든 상업적 행위는 협정의 보호를 받는다는 제한을 두는 것이 되지 않습니다.
- (c) *Bayindir v Pakistan* 사건도 계약위반을 주장하는 청구인이 정부 권한에 해당하는지 여부를 판별하는 법적 심사를 통과해야 한다는 내용만을 강조하고 있으므로 청구인의 주장에 도움이 되지 않습니다.⁸⁵⁵ 이것이 오직 계약위반 청구만이 테스트 대상이 된다고 주장하는 것으로 해석될 수는 없습니다.

344. *Siemens v Argentina* 사건은 정부 권한 테스트를 다루는 사례를 논의하면서 다음과 같이 원칙에 대한 명확한 설명을 제공합니다. “이러한 모든 결정의 공통점은 국가가 국제적 책임을 부담하기 위해서는 그 공권력을 사용하여 행위해야 한다는 것이다. 국가의 행동은 '우월한 정부 권력'에 기초해야 한다.”⁸⁵⁶

⁸⁵⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 375(b)항.

⁸⁵⁵ *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 관할권에 관한 결정, 2005. 11. 14., **CLA-25**, 제 183 항.

⁸⁵⁶ *Siemens AG v The Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/02/8), 판정, 2007. 2. 6., **RLA-35**, 제 253 항. *Bureau Veritas, Inspection, Valuation, Assessment and Control, BIVAC B.V. v The Republic of Paraguay* (ICSID Case No. ARB/07/9), 관할권 이의제기에 대한 중재판정부의 결정, 2009. 5. 29., **RLA-47**, 제 125 항 (“(a) Bureau Veritas v Paraguay 사건은

345. 어느 상업적 당사자도 할 수 있는 기타 유형의 상업적 행위가 협정상 법적 책임을 발생시키는 반면, 국가의 계약위반은 협정상 책임에서 면제된다고 볼 이유는 전혀 없습니다. 재반박서면에서 청구인은 위 이유에 대해서 설명하지 않았습니다. 청구인은 단지 한국이 인용한 사례들은 계약위반에만 관련된다고 지적하고 있을 뿐입니다.⁸⁵⁷ 한국은 이러한 관점에 대해 이의를 제기하지는 않지만, 이러한 주장은 논점에서 벗어나 있습니다.
346. 위 사례들이 주로 계약위반에 관한 것이라는 사실은 놀라운 일이 아닙니다. 상장 기업과 관련된 협정 관련 분쟁 사례가 부족한 것은 아마도 대부분의 잠재적 청구인들이 (EALP와 달리) 상장 기업의 소수 주주들은 자신들이 원하는 대로 자신의 주식에 대한 의결권을 행사할 수 있다는 사실을 빠르게 인식하기 때문일 것입니다. 주주가 국영기업일 수 있다는 사실로 인해 주주 의결권 행사인 것이 정부 권한 행사로 탈바꿈하지는 않습니다.
347. 위에서 설명한 바와 같이⁸⁵⁸ 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 국민연금 투자위원회 의원들에 의해 독립적으로 그리고 국민연금의 의결권행사지침에 따라 결정되었습니다. 따라서 이것은 (국민연금이 그러했듯이) 주주가 자신의 이해에 따라 내린 상업적 결정에 지나지 않습니다.⁸⁵⁹ 국민연금이 특정 국가 기능을 수행하기 위해 국가에 의해 설립되었다는 사실은 국민연금이 국가에 의해 통제되지 않는 방식으로 자신의 사업을 수행하고 상장회사의 주주로서의 자격으로 다른 주주들과

청구인이 국가(state)가 협정을 위반하였다고 주장할 경우 이를 입증하기 위하여는 “파라과이에 의한, 또는 파라과이에 귀속되는 행위로서 ‘공권력’의 행위에 해당하는 행위라는 점을 입증할 것을 요구하는 협정상의 청구 기준을 충족해야 할 것이다”라고 판시하였다.”).

⁸⁵⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 375 항.

⁸⁵⁸ 위 제 199-204 항, 제 225-227 항, 제 231-233 항, 제 255 항, 제오류! 참조 원본을 찾을 수 없습니다.-264 항 참조.

⁸⁵⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 538-439 항.

마찬가지로 자신의 주식으로 의결권을 행사하는 독립적인 상업적 행위주체라는 사실을 부정할 수 없습니다.⁸⁶⁰ 따라서 위에서 논의한 관례에 따르면⁸⁶¹ 이러한 상업적 행위는 정부 권한 행사의 범위에 포섭되지 않으며 따라서 협정에 의해 보호 받지 않습니다.

348. 청구인은 “어떤 경우이든, 국민연금과 같은 국가 단체에 의한 의결권 행사, 그리고 이를 행사하게 한 다양한 수준의 국가 개입이 계약 위반과 어떠한 점에서 유사한 것인지는 명확하지 않다”고 주장합니다.⁸⁶²

349. 한국은 이미 반박서면에서 이 내용에 대해서 설명했습니다. 계약위반과 마찬가지로 주주 의결권 행사는 어느 사인적 주체라도 수행할 수 있는 상업적 행위이므로 이를 이유로 협정상 청구를 제기할 수 없습니다.⁸⁶³ 또한, 이것은 부차적인 점이지만, 의결권 행사는 주주가 주식을 취득할 때 회사와 체결한 계약에서 근거한 것입니다.⁸⁶⁴ 여기서 요점은 청구인이 한국과 계약을 맺었다는 것이 아닙니다 (물론 한국과 계약을 맺지 않았습니까). 요점은 정부 권한 심사가 국가가 계약상 주어진 권리를 행사하는 맥락에서만 적용된다는 것이 옳다면 (한국은 이를 부인합니다), 본건의 경우 국민연금이 본건 합병에 대해 의결권을 행사할 때 계약적 권리를 행사하고 있었기 때문에 그 적용을 받아야 합니다.

350. “추가적인 무언가”가 입증될 때 상업적 행위가 협정에 위반하는 행위와 같은 수준으로 승격될 수 있다고 보더라도, 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들이 한국의 통제나 지시 없이도 각자 옳다고 판단되는 대로 자유롭게 표결할 수 있는 상황에서 어떤 정부 권한의 행사가 실제로 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 표결을 하도록 하는 원인이 되었음을

⁸⁶⁰ 위 제 2 장 제 B 절 제 1 관 참조.

⁸⁶¹ 위 제 343-344 항 참조.

⁸⁶² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 379 항.

⁸⁶³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 533-541 항.

⁸⁶⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 538 항.

입증하지 못했습니다.⁸⁶⁵ 실제로, 통제나 지시가 있었다는 점이 입증되었다고 하더라도 (또는 국민연금이 국가의 일부인 것으로 판명되었다고 하더라도) 본질적으로 상업적 행위인 행위가 국제법상 책임을 발생시키기에는 충분하지 않습니다. 따라서 이 청구는 여전히 기각을 면할 수 없습니다.⁸⁶⁶

C. 한국은 청구인에게 내국민대우를 부여했습니다

351. 청구인은 재반박서면에서, 한국이 “청구인과 청구인의 삼성물산 투자한 것을 차별함으로써” 내국민대우 의무를 위반했다고 주장했습니다.⁸⁶⁷ 그러나 청구인은 내국민대우 청구는 협정상 허용되지 않으며, 무엇보다도 근거가 없고, 해당 청구에 대한 청구인의 주장은 잘못된 것이라는 점에 관련하여 반박서면에서 한국이 입증한 내용을 뛰어넘는 새로운 주장이나 증거를 제시하지 못했습니다.
352. 아래에서 한국은 먼저 내국민대우 조항의 적용을 배제하는 한국의 협정상 유보 (이는 본 중재판정부가 국민연금의 행위가 한국에 귀속된다고 판단하는 경우에 대비하여 예비적으로 제시한 주장입니다) (1)에 대해 다루고 그 다음에는 청구인이 내국민대우 기준 위반을 입증하지 하였다는 점 (2)에 대해 다룰 것입니다.

⁸⁶⁵ 위 제 2 장 제 A 절 제 2 관 참조.

⁸⁶⁶ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., CLA-6, 제 315 항 참조 (“중재판정부는 어떤 행위가 피청구국에 귀속된다고 판단되지 않았던 행위들이 어떻게든 피청구국에게 귀속될 수 있다고 보더라도 (예를 들어 그러한 행위가 국가의 지시 또는 통제 하에 이루어졌다고 추정되는 경우), 해당 행위들의 바로 그 본질 때문에 어떠한 경우에도 ROG의 국제법상 책임이 발생할 수 없다고 판단하였다“ (원문 강조)). 반박서면, 2019. 9. 27., 제 534-537 항.

⁸⁶⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 452 항.

1. 한국의 협정상 유보는 본건 내국민대우 청구 제기를 금지합니다.

a. 지분 관련 유보가 본건 합병 관련 의결권 행사에 적용됩니다

353. 한국은 “국영 기업이나 정부 당국이 보유한 지분 또는 자산의 양도 또는 처분과 관련하여 조치를 채택하거나 유지할 권리”의 유보가 적용되어 청구인의 내국민대우 청구 제기가 금지됨을 반박서면에서 입증하였습니다.⁸⁶⁸ 재반박서면에서 청구인은 문제되는 조치가 (a) “지분의 처분”을 구성하지 않았고 (b) 협정 제 21 장의 투명성 조항을 준수하지 않았기 때문에 한국이 유보를 적용할 수 없다고 주장합니다.⁸⁶⁹
354. 청구인은 자신이 주장하는 “조치”가 단순히 본건 합병에 대한 의결권 행사에 해당하는 것이 아니라, 한국 정부의 국민연금 내부 절차에 대한 개입과 침해에 해당하기 때문에 지분 관련 유보가 적용되지 않는다고 주장합니다.⁸⁷⁰ 이것은 잘못된 주장입니다. 유보에 지분의 양도 또는 처분에 “관한” 조치도 포함되므로 그렇게 좁게 해석될 수 없습니다. 이례적으로 본 중재판정부가 문제 되는 행위가 국민연금에 귀속하는 협정상 “조치”라고 판단한다고 가정하더라도, 이 모든 것은 여전히 지분의 양도 또는 처분과 “관련된” 것입니다. 청구인의 주장에 따르더라도, 해당 행위의 목표는 합병 후 삼성물산 주식과 교환하여 삼성물산 주식을 처분하는 결과를 초래하는 방향으로 의결권이 행사되도록 확정하는 것이었습니다. 유보는 그러한 지분의 처분과 관련하여 한국이 취할 수 있는 조치를 협정 조항에서 명확히 배제합니다.⁸⁷¹

⁸⁶⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 4 장 제 C 절 제 1 관 (a).

⁸⁶⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 480 항, 제 481-485 항, 제 489-492 항.

⁸⁷⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 481 항.

⁸⁷¹ 그러한 조치가 한국법에 위반할 여지가 있는 한, 이는 한국 법원에서 처리될 수 있습니다. 그러나 이러한 사유로 해당 조치가 협정에 따른 국제법상 청구를 위한 적절한 대상이 되지 않습니다

355. 청구인은 다음으로 합병에 찬성하는 의결권 행사 결정이 “처분” 또는 “처분하다” 즉, 치우다, 자신의 수중에서 털다, 제거하다, 정리하다 등의 사전 정의에 포함되지 않기 때문에 유보가 적용되지 않는다고 주장합니다.⁸⁷² 그러나 위 내용은 위 정의에 포함됩니다. 본건 합병 관련 의결권 행사는 삼성물산(과 제일모직)의 주식을 처분하고 그 대가로 합병 후 삼성물산의 주식을 인수하는 데 대한 동의를 나타냅니다. 이와 다르게 주장하는 것은 정직하지 못한 주장인 것입니다.
356. 협정 제 21 장의 투명성 조항 준수에 대한 청구인의 주장도⁸⁷³ 타당하지 않습니다. 국민연금의 행위는 청구인이 삼성물산 주식을 매입하기 전이나 매입 당시에 이미 공표되어 있었으며 또한 청구인에게 전달된 관련 지침을 준수했습니다.⁸⁷⁴ 더구나 문제 되는 행위는 “부패한” 행위가 아니었습니다. 한국 법원은 본건 합병 이전에 █████ 전 대통령과 삼성의 █████ 사이에 뇌물 지급에 대한 어떠한 보상관계(*quid pro quo*)도 형성되지 않았음을 확인했습니다.⁸⁷⁵ 무엇보다도, 위에서 설명한 바와 같이 청구인이 부패로부터 비롯되었다고 주장하는 행위가 국민연금의 의결권 행사의 원인이 되는 행위는 아니었습니다.⁸⁷⁶

b. 사회 보장 유보도 적용됩니다.

357. 청구인은 또한 재반박서면에서 한국이 사회 보장에 관하여 어떤 조치를 채택하거나 유지할 권리를 유보하는 것에 대해 문제 되는 조치들은 (a) 사회 보장에 “관련한” 것이 아니었으며 (b) “공공의 목적”을 위해 수행되지

⁸⁷² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 483-484 항.

⁸⁷³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 489-492 항.

⁸⁷⁴ IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성” (초안), 2015. 3. 1., **C-151**; IRC, “대한민국 국민연금기금 업데이트 중간보고서”, 2015. 4. 8., **C-160**; IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서” 2015. 4. 20., **C-166**.

⁸⁷⁵ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, **R-169**, 제 112 면. 위 제 174 항 참조.

⁸⁷⁶ 특히 위 제 172-177 항, 제 182-185 항, 제 191-193 항, 제 195 항, 제 216-218 항, 제 221-227 항, 제 229-233 항, 제 251-252 항, **제오류! 참조 원본을 찾을 수 없습니다.** 264 항, 제 272-274 항 참조.

않았다고 주장하며 이의를 제기합니다.⁸⁷⁷ 본 중재판정부는 한국이 문제 되는 국민연금의 어떠한 행위도 한국에 귀속되지 않는다는 주위적 주장에 대한 예비적 주장으로 한국이 이러한 유보를 원용하고 있음을 기억하실 것입니다.

358. 두 가지 주장을 뒷받침하기 위해 청구인은 문제가 되는 조치가 국민연금의 그 연금수급자에 대한 신인의무 또는 공공의 목적으로 행위해야 할 법적 의무를 “노골적으로 위반”했으며, 국민연금이 한국의 사회보장과 사회복지를 증진하지 못했기 때문에, 사회 보장에 “관련한” 것이 아니며 “공공의 목적”을 위해 수행되지 않았다고 주장합니다.⁸⁷⁸ 청구인의 두 가지 주장 모두 옳지 않습니다.

359. 한국이 반박서면에서 밝힌 것처럼, 국민연금의 행동은 관련 지침을 준수했습니다.⁸⁷⁹ 증거에 따르면 국민연금 투자위원회는 이 문제에 대해 표결하기 전 3 시간 동안 진행된 심의에서 삼성물산뿐 아니라 제일모직과 삼성 그룹 전체 포트폴리오 등 여러 국민연금 투자와 관련된 다양한 요인을 고려하였고⁸⁸⁰ 여러 국민연금 투자위원회 위원들은 국민연금기금의 장기적인 이익에 유익하다고 생각했기 때문에 본건 합병에 찬성표를 던졌습니다.⁸⁸¹ 또한 GIC, SAMA, ADIA 와 같은 외국 국부 펀드를 포함하여 다른 많은 독립적이고 합리적인 삼성물산 주주들도 본건 합병에 찬성표를 던졌다는 사실은⁸⁸² 국민연금의 의결권 행사가 신인의무에 대한 “노골적인 위반”이 아님을 증명합니다.

⁸⁷⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 493-498 항.

⁸⁷⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 497-498 항.

⁸⁷⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 114-133 항, 제 498-509 항.

⁸⁸⁰ 위 제 225 항, 제 231-233 항, 제 252 항 참조.

⁸⁸¹ 위 제 233 항 참조.

⁸⁸² “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘뒷받’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, *조선비즈*, 2015. 7. 17., **R-143**. 위 각주 804 참조.

360. 청구인은 본건 합병에 찬성한 국민연금의 의결권 행사가 국민연금과 국민연금기금에 도움이 되지 않았음을 입증할 수 없습니다.⁸⁸³ 그렇게 할 수 있다고 하더라도 사회 보장 관련 유보가 여기에 적용되지 않아야 한다는 것을 입증하지는 못합니다. 국민연금이 그 내용이 명백한 유보를 적용 받기 위해 모든 경우에 의결권을 “이롭게 (right)” 행사할 의무는 없기 때문입니다.

2. 사실 청구인의 내국민대우 청구는 청구인의 투자에 대한 “대우 (treatment)”와 무관합니다.

361. 자신의 청구가 “지분의 처분”과 관련이 없다는 청구인의 입장은⁸⁸⁴ 위에서 논의한 바와 같이⁸⁸⁵ 내국민대우 청구에 심각한 관할권에 관한 논리적 오류가 있다는 의심을 불러일으킵니다. 또한 청구인은 자신의 청구가 협정의 내국민대우 의무가 적용되는 “대우”와 관련이 있다는 사실을 입증하지 못합니다. 내국민대우 의무는 “영토 내 투자의 설립, 인수, 확장, 관리, 수행, 운영 및 매각 또는 기타 처분과 관련한 [중략] 대우”에만 적용됩니다.⁸⁸⁶

362. 청구인은 이렇게 제한적으로 열거된 사유 중 문제 되는 한국의 행위가 무엇에 해당하는 것인지 식별해내지 못했습니다. 사실 그 어느 것에도 해당되지 않습니다.

(a) 청구인이 강조했듯이 청구인은 본건 합병 관련 표결 전에 삼성물산 주식을 취득했습니다. 따라서 문제가 되는 행위인 국민연금의 본건

⁸⁸³ 국민연금이 의결권을 행사하는 경우 개별적으로 단기적인 측면에서 국민연금기금에 해로운 것으로 판명되더라도 그 자체로 국민연금의 의무 또는 국민연금기금의 원칙 위반에 해당하는 것은 아닙니다. 그것이 때로는 이익을 내고 때로는 돈을 잃는 투자라는 결정의 특성이기 때문입니다.

⁸⁸⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 482-485 항.

⁸⁸⁵ 위 제 3 장 제 C 절 제 1 관 a.

⁸⁸⁶ 협정, C-1, 제 11 장, 제 11 조 제 3 항.

합병에 대한 의결권 행사와 본건 합병에 대한 승인은 청구인의 투자의 “설립”이나 “인수”와 무관했습니다.

(b) 본 청구가 청구인의 삼성물산 지분의 “확장, 관리, 수행”에 관한 것도 아닙니다. 청구인의 주장은 그가 삼성물산에 대한 투자 “확대”를 못하게 되었다는 것도 아니고 청구인이 인수하기를 원했음에도 모르는 추가 주식을 놓쳤다는 것도 아닙니다. 오히려 자신이 소유한 주식의 “내재적” 가치를 실현하는 데 실패했다는 것입니다. 본 중재절차에서 청구인이 주장한 내용 또한 청구인에게 투자한 것을 관리하고 투자자로서 행동할 자유가 보장되었음을 보여줍니다. 이러한 자유에는 특히 청구인이 적합하다고 판단하는 바에 따라 자유롭게 본건 합병에 반대하고 다른 주주의 지원을 요청할 자유가 포함되었습니다.

(c) 마지막으로 청구인에 따르면 청구인의 청구는 투자의 “매각 또는 기타 처분”과도 관련이 없는 것으로 보입니다. 청구인이 한국의 지분 관련 유보 적용에 대해 이의를 제기한다고 주장하기 때문에 청구인의 입장은 본건 합병 관련 의결권 행사가 삼성물산 주식의 “처분(disposal)”이나 “양도(disposition)”에 해당하지 않는다는 것이기 때문입니다.⁸⁸⁷

363. 중재판정부가 문제가 되는 행위가 “지분의 처분”을 구성하지 않기 때문에 한국의 지분 관련 유보가 적용되지 않는다는 청구인의 의견에 동의한다 하더라도, 본 중재판정부는 청구인이 그 청구를 협정에 따른 “대우”와 연관시키는데 요구되는 요건이 충족된다는 것을 입증하는데 실패했기 때문에 청구인의 내국민대우 청구를 기각해야 합니다.

⁸⁸⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 482 항, 제 485 항.

3. 청구인은 동종의 상황에 처한 자국 투자자와 동일하게 유리한 수준으로 대우 받았습니다

364. 청구인이 그 재반박서면에서 인정하는 바와 같이, 본건 중재의 두 당사자들은 협정내 내국민대우 의무 위반 청구에 적용되는 법리가 무엇인지에 대해 대체적으로 동의합니다.⁸⁸⁸ 적용되어야 할 법리와 관련하여, 당사자들은 오로지 한 가지 면에서 동의하지 않을 뿐인데, 이는 실제 차별이 없는 상태에서 차별적 의도만을 근거로 내국민대우를 제공하지 않았다고 판단할 수 있는지 여부입니다. 청구인은 (여전히 실제 차별이 있었다고 주장하지만⁸⁸⁹) 차별적 의도만으로도 내국민대우를 제공하지 않았다고 판단할 수 있는 것으로 생각하는 것 같습니다.⁸⁹⁰ 한국의 입장은 그렇지 않다는 것입니다.⁸⁹¹
365. 청구인이 지목한 영역 중, 의견 대립이 있는 또 다른 부분은 사실관계의 문제입니다. “ 일가”가 청구인에게 “동종의 상황에 있는”으로 보는 것이 적절한지, 따라서 일가에 대한 대우를 청구인에 대한 대우와 비교하는 것이 적절한 것인지 여부입니다.⁸⁹² 청구인은 계속해서 그러하다고 주장하고 있으며, 실제로 “ 일가” 외에는 다른 비교대상을 제시하지 않고 있습니다.⁸⁹³ 한국은 “ 일가”가 적절한 비교대상이 아니며, 청구인이 실제로 청구인과 “동종의 상황에 있는” 자국 투자자보다 “불리한” 대우를 받지 않았다고 주장합니다.
366. 한국은 본 건에서 ‘적절한 비교대상’이 무엇인지에 대해 먼저 다루도록 하겠습니다. 만약 “ 일가”가 적절한 비교대상이 아니라고 밝혀진다면 실제 차별이 있었는지에 대한 문제는 발생하지도 않습니다.

⁸⁸⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 454 항.

⁸⁸⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 468 항.

⁸⁹⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 455 항, 제 466-467 항.

⁸⁹¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 575-577 항.

⁸⁹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 454 항.

⁸⁹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 454 항.

청구인은 “[redacted] 일가”를 제외하고는 어느 자국 투자자보다 “불리한” 대우를 받았다고 주장하지 않기 때문입니다. 만약 다른 문제를 고려할 필요가 있다면, 그것은 차별적 의도가 있었다는 입증만으로 내국민대우 의무 위반이 성립할 수 있는지 여부와, 이 사건에서 차별적 의도가 있었다는 점을 입증할 증거가 있었는지 여부일 것입니다. 설령 “[redacted] 일가”를 비교대상으로 받아 들인다 해도, 한국이 협정을 위반하여 청구인을 차별했다거나 차별할 의도가 있었다는 증거는 없습니다.

a. “[redacted] 일가”는 적절한 비교대상이 아닙니다

367. “[redacted] 일가”가 적절한 비교대상이라는 입장을 유지함에 있어, 청구인은 재반박서면에서 한국이 “[redacted] 일가가 청구인과 동종의 비교대상이라는 점에 대해 명시적으로 부정하지는 않”는다고 주장하며 한국의 입장을 왜곡하고 있습니다.⁸⁹⁴ 한국은 위 입장을 명시적으로 반박하였습니다. 이는 부당한 주장입니다.⁸⁹⁵
368. 청구인은 또한 5인의 삼성물산 한국인 주주가 적절한 비교대상이라는 한국의 입장이 “더” 또는 “가장 동종의” 판단 심사기준이 적용되어야 한다고 주장하는 것이며, 이는 “협정이나 국제법상 근거가 없으며, 본건 합병 사안 특유의 사실관계를 무시하는 처사”라고 주장하고 있습니다.⁸⁹⁶ 청구인은 이점에서도 오류를 범하고 있습니다.
369. 우선 이 두 번째 점과 관련하여, 국제법은 청구인과 “덜 유사한” 비교대상과 비교하여 청구인과 더 “유사한” 비교대상이 있는 경우, 특히 청구인과 동일한 상황에 있는 비교대상이 있는 경우, 더 “유사한” 또는 동일한 비교대상을 무시하고 덜 유사한 비교대상을 채택하는 것은 “매우

⁸⁹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 457 항 (원문 이탤릭체).

⁸⁹⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 567 항 (“청구인은 관련 비교대상 투자자를 적절하게 특정하지 못하였습니다”). 반박서면, 2019. 9. 27., 제 4 장 제 C 절 제 2 관 c 제목 (“[redacted] 일가”나 그 투자는 청구인 또는 청구인이 주장하는 삼성물산에의 투자와 ‘동종 상황에’ 있지 않습니다”).

⁸⁹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 457 항 (원문 이탤릭체).

비합리적”일 수 있다고 보고 있습니다. *Methanex* 사건의 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다.

누가 적절한 비교대상인지가 핵심 질문이다. 여기서 단순히 에탄올 산업 또는 특정 에탄올 생산업자를 비교대상으로 하는 것은 이러한 질문의 취지를 몰각시키는 것이다. 제 1102 조의 목적과 해당 조항이 “동종의 상황” 채택에 있어 매우 유연하게 적용될 수 있는 점을 고려해 볼 때, 동일한 비교대상이 식별 가능함에도 이를 외면하고 그보다 덜 “동종의” 비교대상을 사용하는 것은 매우 비합리적이라고 할 것이다. 이러한 점에서 *Methanex* 가 처한 어려움은 그와 동일한 비교대상이 존재한다는 점에 있다.⁸⁹⁷

370. *Methanex* 사건과 이 사건을 구별하려 하지만, 청구인은 이를 성공적으로 논증하고 있지 못합니다. *Methanex* 사건의 청구인이 메탄올을 제조한 반면에 비교대상은 에탄올을 제조했다는 사실과, 본 건의 관련 투자는 상장사 주식이라는 사실은 중요하지 않습니다.⁸⁹⁸ “덜 ‘유사한’” 비교대상을 위해 동일한 비교대상이 무시될 수는 없다는 논리는 본 사건에서도 동일하게 적용됩니다.

371. 한국이 특정한 5 인의 한국인 주주는⁸⁹⁹ 분명 적절한 비교대상이고, 청구인이 비하하는 바와 같이 “우발적 피해자”가 아닙니다.⁹⁰⁰

(a) 이들은 EALP 와 동일한 상황에 처해 있었습니다. 삼성물산의 주주였지만 제일모직의 주주는 아니었으며,⁹⁰¹ 기타 삼성 그룹사와 이해관계가 있었다는 증거가 없습니다.

⁸⁹⁷ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 관할권 및 본안에 대한 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-28**, 제 4 편 제 2 장 제 8 면, 제 17 항 (강조 추가).

⁸⁹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 458 항.

⁸⁹⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 561 항.

⁹⁰⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 460 항.

⁹⁰¹ 문서제출절차를 통해 이제 한국은 엘리트 그룹이 실은 아래 제 4 장 제 A 절 제 4 판에 논의한 바와 같이 제일모직 주식을 기초자산으로 한 스왑계약을 통해 본건 합병으로부터

- (b) 이들과 EALP가 처한 동일한 상황은 이들이 한국의 소송 절차에서 EALP와 공동 원고 자격으로 본건 합병 및 주식매수가액 결정에 이의를 제기한 점을 통해서도 볼 수 있습니다.⁹⁰²
- (c) 위 사건들에서의 판결은 EALP와 한국인 주주들의 입장을 공통적이고 동질적인 것으로 판단하였으며, 실제로 위 사건들에서 각 당사자들 또한 자신들의 입장이 이와 같다는 취지로 주장한 것으로 보입니다.⁹⁰³ 이러한 점에서 본건 합병과 관련한 이들의 입장의 “유사성”이 더욱 강력하게 증명되고 있습니다.

372. 실제로 청구인은 이들 한국인 주주들이 EALP와 “동종의 상황”에 있었다는 점에 대해 이의를 제기하고 있지 않습니다. 대신 청구인은 위 첫 번째 점과 관련하여 “본건 합병 사안의 특유의 사실관계” 때문에 이들 동일한 비교대상이 배제되고 “[redacted] 일가”가 채택되어야 한다고 주장하고 있습니다.⁹⁰⁴ 이러한 일반 국제법 원칙의 예외에 해당하는 주장은 청구인이 청구인의 내국민대우 청구를 평가하기 위한 적절한 비교대상으로 동일한 비교대상이 기준이 되는 것을 회피하기 위한 노력의 일환으로 고안해 낸 것으로 보이며, 전혀 근거가 없습니다.

373. 청구인이 강조한 특유의 상황 역시 왜 이들 한국인 주주가 아닌 “[redacted] 일가”가 적절한 비교대상인지 설명하고 있지 않습니다. 청구인은 가장 적절한 비교대상이 “[redacted] 일가”임을 주장하고, “이 사건의 상황상 다른 어떤 비교대상을 선택하는 것은 허상을 만드는 것이며 [...] 이것이 법령 또는 국제법상 차별로부터의 보호라는 목적에도 부합하지 않는다”는

이익을 얻었다는 것을 알게 되었습니다. 그러나 엘리엇 그룹이 제일모직의 주주는 아니었습니다.

⁹⁰² 서울지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합 510827 판결, **R-20**; 서울고등법원 2016. 5. 20. 2016라 20189 (병합) 결정, **C-53**. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 561-562 항 참조.

⁹⁰³ 서울지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합 510827 판결, **R-20**; 서울고등법원 2016. 5. 20. 2016라 20189 (병합) 결정, **C-53**.

⁹⁰⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 457 항. 2020. 7. 17.재반박서면, 제 458 항 참조.

점을 주장하기 위하여 “외국 투자자”와 “외국계 헤지펀드”에 대한 한국의 차별에 대한 증거라며 위 두 가지를 특정하고 있습니다.⁹⁰⁵ 이는 주객이 전도된 것입니다. 문제 되는 차별을 근거로 적절한 비교대상이 특정될 수는 없습니다. 차별이 있었는지 평가하기 위하여 적절한 비교대상을 특정해야 하는 것입니다. 내국민대우 차별금지의무의 주체는 “동종의 상황에 있는” 투자자여야 한다는 요건을 통해 그 외연이 제한되어 있습니다. 청구인이 보다 광범위한 차별금지의무를 주장하는 경우, 협정 제 11.3 조를 원용할 수 없습니다.

374. 누가 봐도 “[redacted] 일가”가 제대로 정의되지 않았다는 점을 반박하려는 청구인의 시도는 설득력이 없습니다.⁹⁰⁶ 청구인은 수정 청구서면에서 대문자 표기하지 않았던 “[redacted] 일가”를 재반박서면에서야 대문자로 표기하고 있으면서도, 여전히 그에 대한 정의를 내리지 않고 있습니다. “일가”란 용어의 사회적 통념에 따르면, “[redacted] 일가”는 그 관계가 아무리 멀지라도 [redacted] 삼성 회장과 혈통이나 결혼으로 맺어진 모든 개인을 지칭하여야 합니다.⁹⁰⁷ 청구인측 자신의 내부 이메일을 보면 “[redacted] 일가”에 [redacted] 회장의 형제인 [redacted], [redacted], [redacted] 및 이들의 자녀들, 그리고 심지어는 소문으로 떠도는 [redacted] 회장이 “일본인 정부(情婦)에게서 낳은 일본의 일가 및 후손들”도 포함할 수 있는 것으로 보고 있습니다.⁹⁰⁸ 한국이 반박서면에서 지적하였고⁹⁰⁹ 청구인이 해명하는데 실패한 바와 같이, “[redacted] 일가” 구성원들은 삼성물산과

⁹⁰⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 459-460 항.

⁹⁰⁶ 또 다시 청구인은 “[redacted] 일가”는 ‘집합적인’단체”가 아니라는 한국의 입장을 잘못 기술하고 있습니다. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 461 항. 실제로는, 한국은 “[redacted] 일가”는 “정의되지 않은 집단”으로, “[redacted] 일가’...가 더 유리한 대우를 받았다고 판단하는 것은 불가능하다”고 했을 뿐입니다. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 567 항.

⁹⁰⁷ 예컨대, 청구인은 “조카 [redacted]”을 “[redacted] 일가”에 포함하고 있습니다. 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 461-462 항.

⁹⁰⁸ 엘리엇 그룹의 Daniel Chinoy 이 최준호 및 Nicholas Maran 에게 보낸 이메일 2015. 3. 6., **R-253**, 제 2-3 면.

⁹⁰⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 566-573 항.

제일모직은 물론 삼성 그룹내 다른 기업에도 각기 상이한 이해관계를 갖고 있었고, 전체적으로 EALP의 적절한 비교대상으로 볼 수 없습니다.

375. 실제로 이처럼 “[redacted] 일가” 구성원이 뒤섞인 단체가 협정 제 11.3 조에 따른 청구인에 대한 대우 비교 목적상 EALP와 “동종의 상황에 있는” “투자자”가 될 수 있다는 주장을 보충할 만한 법적 또는 사실적 근거가 없습니다.

(a) 제 11.3 조는 “다른 쪽 당사국의 투자자” 및 그 투자를 당사국 “자국 투자자” 및 그 투자와 비교하고 있습니다. 협정의 “당사국의 투자자” 정의에서 규정하고 있는 개별 자연인 또는 기업이 아니라 협정 당사국 “자국 투자자”가 각기 다른 투자를 보유하고 있는 다양한 법인의 “결집된 단위”가 될 수 있다는 청구인의 입장을 지지할 만한 것은 전혀 없습니다.⁹¹⁰

(b) [redacted]이 본건 합병을 통해서 “삼성전자에 대한 자신의 전반적인 지위를 강화하였다”는 이유만으로 “[redacted] 일가”의 모든 구성원들이 본건 합병으로부터 이익을 취했다고 말하는 것은 증거력을 평가하는 데 있어 심각한 논리의 비약이 될 것입니다.⁹¹¹ 청구인의 주장과는 반대로, “[redacted] 일가”의 모든 구성원이 “왕조”로 인해 이익을 얻었다는 증거는 없습니다.⁹¹²

(i) “[redacted] 일가”가 향유하였다는 “지배의 사적이익”⁹¹³에 대한 청구인의 주장은 Milhaupt 교수의 이론에만 근거를

⁹¹⁰ 협정, C-1, 제 11.28 조.

⁹¹¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 462 항. “[제일모직 주주] 과반이 [redacted] 일가의 구성원이었다”는 청구인 주장은 사실이 아닙니다. [redacted], [redacted], [redacted], [redacted], 삼성 SDI, 삼성전기, 삼성물산 및 삼성복지재단이 집합적으로 제일모직 지분의 52.25 퍼센트를 보유하고 있습니다. 그러나 [redacted], [redacted], [redacted] 및 [redacted]은 42.67 퍼센트의 지분만 보유하고 있습니다.

⁹¹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 462 항 참조.

⁹¹³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 471 항.

두고 있으며,⁹¹⁴ 무엇보다도 청구인은 █████ 일가 구성원 중 선택된 소수가 오랫동안 보유하였던 “지배의 사적이익”이 아닌 “█████ 일가”가 얻은 “지배의 사적이익” 정도를 특정하지 않고 있습니다. 더욱이 본건 합병의 결과로 EALP 가 입었다는 손해와 본건 합병으로 얻어진 모호한 “지배의 사적이익”을 비교하는 것도 가능하지 않습니다.

- (ii) 삼성물산의 주주로부터 제일모직의 주주로 이전된 전체 가치가 9 조 6,370 억원에 달한다는 Mr Boulton QC 의 계산은 삼성물산과 제일모직 전체 주주에 대한 계산이며 ⁹¹⁵ “█████ 일가” 구성원에게 이전되었다는 가치를 분리하지 않고 있습니다. (그리고 아래 논의되고 Dow 교수의 제 2 차 전문가 보고서에 나와 있는 바 대로, 가치 이전으로 청구인 자신도 실제 이익을 얻었습니다.)

b. “외국인 투자자”에 대한 언급이 차별을 증명하지 않습니다

376. 위 서술한 바와 같이, 청구인은 실제 차별이 부재한 경우일지라도 차별적 의도만으로 내국민대우 의무 위반이 충분히 성립할 수 있다고 주장하는 것으로 보입니다.⁹¹⁶ 이것은 법률상 틀린 주장입니다. 청구인이 인용하는

⁹¹⁴ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16, CER-6, 제 62 항.

⁹¹⁵ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제 7.2.4-7.2.6 항.

⁹¹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 466-467 항.

사건들에는 차별적 의도와 실제 차별이 모두 존재하였거나,⁹¹⁷ *Genin v Estonia* 사건의 경우에는 모두 존재하지 않았습니다.⁹¹⁸

377. 따라서, 실제 차별이 입증되지 않는다면 차별적 의도가 입증되어도 청구인의 내국민대우 청구에는 영향이 없습니다. 위에서 그리고 반박서면에서 논한 바는 다음과 같습니다.

(a) 제일모직 주주가 아니었던 삼성물산 한국인 주주와 이들의 삼성물산 주식은 EALP 와 그 삼성물산 주식과 동일한 대우를 받았습니다. 이들 역시 삼성물산 주식을 본건 합병비율에 따라 합병 후 삼성물산 주식으로 교환받거나, 삼성물산에 주식매수 청구권을 행사해야 했습니다.⁹¹⁹

(b) EALP 와 비슷하게 이들 한국인 주주 가운데 일부는 본건 합병이 자신들의 이해를 해치는 것으로 판단하여 EALP 와 함께 법원에 이의를 제기하였습니다.⁹²⁰

⁹¹⁷ *Corn Products International, Inc. v The United Mexican States* (ICSID Case No. ARB(AF)/04/01), 책임에 대한 결정, 2008. 1. 15., **CLA-4**, 제 138 항 (“차별하려는 의도가 드러나지 않았더라도, 멕시코인 소유였던 설탕 생산업자로 이익이 가는 형태로 모두 외국인 소유였던 HFCS 생산자 및 공급업체들만 세금의 악영향을 체감하였다면 ‘덜 유리한 대우’라는 세 번째 요건이 충족되었음을 입증하기에 충분할 것이다.”); *Quiborax S.A. and Non Metallic Minerals S.A. v Plurinational State of Bolivia* (ICSID Case No. ARB/06/2), 판정, 2015. 9. 16., **CLA-154**, 제 254 항 (“따라서 본 중재판정부는 수용 조치가 차별적이었으며 수용이 합법적인 조치가 되기 위해서 요구되는 차별금지 조건을 충족하지 못했다고 판단한다.”); *S.D. Myers, Inc. v Government of Canada* (UNCITRAL), 일부 판정, 2000. 11. 13., **RLA-19**, 제 193 항 (“본 중재판정부는 임시명령과 최종명령이 비국적자보다 캐나다 국민을 선호하였음을 납득한다.”) 참조.

⁹¹⁸ *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. and A.S. Baltoil v Republic of Estonia* (ICSID Case No. ARB/99/2), 판정, 2001. 6. 25., **CLA-83**, 제 369 항 (“중재판정부의 의견으로는 어떠한 경우에도 에스토니아은행이 EIB 를 차별적인 방식으로 구체적으로 표적으로 삼았다거나 에스토니아 국민이 소유한 은행보다 덜 유리하게 대우했다는 징후는 없다. 또한 청구인은 EIB 라이선스 철회가 이 중재에서 은행 또는 청구인을 해하거나 차별적인 방식으로 대우할 의도로 이루어 졌음을 증명하지 못했다.”).

⁹¹⁹ 서울고등법원 2016. 5. 20. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, **C-53** 전반적으로 참조.

⁹²⁰ 서울고등법원 2013. 5. 20. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, **C-53**; 서울지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827, **R-20**. 반박서면, 2019. 9. 27., 제 561-562 항 참조.

(c) 실제 삼성물산의 다른 외국인 주주들은 본건 합병이 자신들에게 유익하다 여기고 본건 합병에 찬성 표결 하였습니다.⁹²¹

378. 무엇보다도, 청구인이 원용하는 증거는 차별적 의도를 보여주지 않습니다.

379. **첫째**, 청구인은 2014년 8월 또는 9월 이후 청와대 문서가 “해외 투자자”를 “삼성의 승계 계획을 지원하기 위한 계획에 잠재적인 걸림돌이 될 수 있다”라고 파악했다며 이를 인용하고 있으나,⁹²² 이는 청구인 특유의 전후 맥락을 무시한 왜곡입니다.

(a) 해당 문서는 “외국인 투자자, 국민연금 등 → 경영성과 내지 못하면 경영권 유지 불가능”이라고 기재하고 있습니다.⁹²³

(b) 이것은 “외국인 투자자”를 차별하기 위한 계획이 아니라, 국민연금과 “외국인 투자자”를 포함해 몇몇 주요 삼성물산 주주가 있었음을 인식하였다는 것을 보여주는 것입니다. 즉, []이 경영능력을 입증하지 못하는 경우 다른 주주에게 삼성의 지배권을 잃게 될 수도 있다는 의미입니다.

(c) 이 점은 청구인이 (생략했다는 표시도 없이) 생략한 해당 문서 내 뒤이어 나오는 부분을 통해 분명해 지는데, 다음과 같이 기재되었습니다.

[]이 자신의 경영능력을 내외에 입증하여 []처럼 회사의 실제 지배력을 맡을 수 있는지가 관건

[]는 삼성전자 성장을 직접 책임진 인물 → 그의 경영 능력에 대해서는 논란의 여지가 없음

⁹²¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 578 항 참조.

⁹²² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 459 항.

⁹²³ [] 자필메모, C-585.

하지만 [REDACTED]은 아직 자신의 경영능력을 입증 못함⁹²⁴

380. 둘째, 청구인이 인용한 다른 진술은 “한국 관계자들이 외국 국적을 이유로 청구인을 공개적 표적으로 삼았”다는 점을 입증하지 않습니다.⁹²⁵ 오히려 이들 진술에는 본건 합병에 대한 엘리엇 그룹의 심해져 가는 공개적인 반발, 그리고 한국 경제와 수십만 개의 일자리에 영향을 미칠 유의미한 잠재력을 가지고 있던 한국 대기업인 삼성 그룹에 대한 공격에 대한 반응을 나타내고 있습니다.

(a) “엘리엇의 공격을 받아 경영권 방어에 문제가 생기고 있다”는 점⁹²⁶에 대한 논의는 기업의 경영권 보호를 위한 입법 조치 도입에 대한 것이었습니다.⁹²⁷ 이 논의는 본건 합병에 대한 엘리엇 그룹의 공개적인 반발에 의해 촉발되었을 수 있지만, 확실히 EALP 또는 외국 투자자를 차별하고자 하는 것은 아니었으며, 이를 본건 합병과 관련하여 조치를 취하는 방식을 통하여 추진하고자 하는 것은 분명히 아니었습니다. 해당 논의는 본건 합병으로 제기된 문제에 대한 검토와 관련하여 합병 이후에 이루어졌습니다.⁹²⁸

(b) 반박서면에서 설명된 바와 같이, 청구인이 언급하는 청와대 문서는 본건 합병에 대한 엘리엇 그룹의 “공격적인” 반대를 통해 엘리엇 그룹이 삼성 그룹의 장기적 이익을 잠재적으로 손상시킬 수 있다는 우려만을 드러내고 있습니다.⁹²⁹ 해당 문서는 EALP 또는 엘리엇 그룹에 대항하여 본건 합병에 있어서의 국민연금의 의결권 행사를

⁹²⁴ [REDACTED] 자필메모 C-585. 위 제 172(a)항 참조.

⁹²⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 468 항 참조.

⁹²⁶ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED]에 대한 서울지방법원 재판), 2017. 7. 4., C-520; 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 468a 항.

⁹²⁷ 예컨대, 반박서면, 2019. 9. 27., 각주 673 참조.

⁹²⁸ 이와 관련하여 다양한 입법 조치가 제안되었습니다. 예컨대, “[상법 개정안] ‘경영권 보호 오히려 취약...포이즌필·황금주 등 도입해야’”, *한국경제*, 2016. 11. 27., R-282 참조.

⁹²⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 428(c)항 참조.

(또는 보다 중요한 것은, 국민연금 투자위원회 위원들이 국민연금 의결권 행사와 관련하여 내린 결정을) 이용하려는 의도를 보여주지 않습니다. [redacted] 전 대통령의 2017 년 언론 성명도 마찬가지입니다.⁹³⁰

- (c) “엘리엇 (외국계 별처 펀드)” 단어가 포함된 보건복지부 보고서는 청구인이 과장하는 것처럼 엘리엇을 “혹평하지[]” 않았으며, 괄호 안에 “외국계 별처 펀드”라고 기재하여 “엘리엇”을 언급만 하였습니다.⁹³¹ 좋으나 싫으나, 엘리엇 그룹이 국제적으로 “별처” 펀드로 불리게 된 이유는 엘리엇 그룹이 그렇게 행동하였기 때문인 점을 청구인이 부인할 수는 없습니다.⁹³² 보건복지부 보고서는 단지 이렇게 흔히 통용되는 표현을 사용하였을 뿐입니다.
- (d) 청구인은 특별검사가 보고한 대로 합병이 진행되지 않으면 국민연금을 매국노로 “몰아 세울 것” 같다는 [redacted] 본부장의 진술로부터 차별대우의 증거가 될 수 있을만한 가능한 모든 단서를 쥐어 짜내려고 계속적으로 노력하고 있습니다. ⁹³³ 다시 말씀드리지만, 이 진술은 본건 합병에 대한 엘리엇 그룹의 매우

⁹³⁰ “[redacted] 대통령 1 일 새해 간담회 전문”, *한겨레*, 2017. 1. 1., **C-60**, 제 5-6 면 (“하여튼 이렇게 되면 이것은 [본건 합병] 굉장히 국가적으로, 경제적으로 큰 손해라는 그런 생각을 국민들도 관심을 갖고 지켜보고 있었고, 또 우리나라의 증권사가 20 여 개, 거기에서도 거의 한군데, 두군데 빼고는 이것을 다 해 줘야 된다 그런 분위기였거든요.”).

⁹³¹ [redacted], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015 년 7 월 7 일 또는 8 일], **C-420**, 제 3 면 (“엘리엇 (외국계 별처 펀드)의 단기적인 시세차익을 얻기 위한 것으로 장기적 기업가치 및 주주가치를 제고하기 위함이 아님을 명확히 제시.”).

⁹³² 예컨대, “폴 싱어: 은둔의 마법사, 워터스톤즈에 마법을 걸다”, *The Guardian*, 2018. 4. 28., **R-162**; “헤지 펀드가 아르헨티나 해군 소유의 선박을 장악하다”, *Business Insider*, 2012. 10. 4., **R-53**; “기업사냥꾼 ‘엘리엇’ 먹잇감 ‘삼성’... 국가 자존심 문제다.”, *미디어펜*, 2015. 6. 25., **C-206**; “삼성 주주 분쟁이 어찌하여 반유대주의적 비방과 그림모사로 전락해버렸나”, *The Washington Post*, 2015. 7. 17., **C-45**; “엘리엇, 현대車 지배하면 공장 해외 옮길 것”, *조선일보*, 2018. 5. 18., **R-166**; “삼성물산 지분 7.12% 사들인 美헤지펀드 ‘합병 반대’”, *동아*, 2015. 6. 5., **C-190**; “한국투자공사, 엘리엇에게 한국기업 투자 말아 달라 요청”, *The Wall Street Journal* *저널*, 2015. 8. 15., **C-49** 참조.

⁹³³ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 468(c)항.

공개적인 반발에 대해 보인 반응일 뿐이었습니다. 엘리엇 그룹의 반발은 한국 최대 기업 그룹인 삼성 그룹에 대한 반발로 볼 수 있었으며, 그 연장선에서 많은 이들에 의해 한국에 대한 공격으로 인식될 수 있었습니다. 더욱이, ██████ 본부장은 그의 법정 증언에서 이것이 자신의 우려사항 중 하나일 뿐이었다고 밝혔습니다. 즉, 국민연금이 국부를 외국계 헤지 펀드에 매각했다는 비판을 받을까 걱정하는 것 외에도, 다른 한편으로는 국민연금이 본건 합병에 찬성하면 재벌을 선호하는 것으로 비난받을 것을 걱정하였습니다.⁹³⁴ 이는 EALP 를 “표적으로 삼으려는 []” 의도의 증거가 아닙니다.

- (e) 마찬가지로 본건 합병에 대한 주주 의결권 행사 후 준비된 소위 “사후 보고서”는 청와대가 EALP 와 같은 외국인 투자자를 “표적으로 삼으려는 []” 의도가 있음을 보여주지 않습니다. 해당 보고서는 본건 합병 전의 경과에 대한 “정책적 시사점”만을 보고하고 있습니다.⁹³⁵ 이 보고서는 “국내 주요 재벌기업의 경우 오너 일가의 지분율이 낮고 외국인 지분율이 높아 앞으로 외국계 주주행동주의 펀드 (shareholder activist)의 공격대상이 될 소지”가 있다는 문제점을 지목하고 있으며, “재계측이 경영권 방어장치 강화를 적극 요구할 전망”이라고 기술하고 있습니다.⁹³⁶ 보고서 어디에도 자국 투자자들에게 특혜가 주어졌다거나 주어질 것이라고 시사하지 않습니다. 보고서에는 “신중한 대응 필요”라고

⁹³⁴ ██████ 피고인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제 25 면 (██████ 본부장은 화장실에서 ██████에게 “정말 힘들다. 이게 찬성이 되면 재벌그룹 편들어 줬다고 그럴 거고, 반대가 되면 대한민국 국부를 외국의 헤지펀드에 팔아먹었다 소리 나오지 않겠느냐. 정말 힘들다.”라고 말한 것으로 기억을 하고 있습니다.).

⁹³⁵ “삼성물산-제일모직 합병 관련분쟁 평가 및 시사점”, 경제수석실, 2015. 7. 20., C-435, 제 1 면 (“금번 사태의 진행경과와 이에 대한 평가 및 정책적 시사점을 보고드립니다.”).

⁹³⁶ “삼성물산-제일모직 합병 관련분쟁 평가 및 시사점”, 경제수석실, 2015. 7. 20., C-435, 제 2 면.

명시하고 있으며, 실제로는 규제 변화에 대한 의구심을 표현하고 있습니다.⁹³⁷

- (f) 엘리엇 그룹이 제기할 잠재적 “ISD (국제투자소송)”에 대한 한국 정부 관계자의 논의가 한국의 “차별적 행위가 대한민국의 협정상 의무를 위반한 것으로 판단될 가능성”을 인식한 것을 아닙니다.⁹³⁸ (특히 엘리엇 그룹과 같이 소송으로 악명 높은 기업으로부터) 소송이 제기될 수 있음을 예상한다고 하더라도 그것이 향후 소송에서 상대방이 제기할 주장에 일리가 있음을 인정하는 증거는 될 수 없는 것이 분명함에도 불구하고, 무모하게도 청구인은 그와 같이 주장하고 있습니다. 어쨌든 “ISD (국제투자소송)”에 대한 관계자 간 논의는 진행 중인 론스타 사건 심리⁹³⁹ 와 엘리엇 그룹이 국가를 상대로 또 다른 ISDS 청구를 제기할 가능성에 대한 당시 언론의 추측으로부터 비롯된 것이었음을 증거를 통해 알 수 있습니다.⁹⁴⁰

IV. 청구인의 손해배상 청구는 심각한 결함이 있어, 손해배상책임을 인정하는 그 어떠한 판정도 정당화 될 수 없습니다

381. 한국은 반박서면에서 청구인의 터무니없는 손해배상 청구가 전혀 근거가 없음을 증명한 바 있습니다.⁹⁴¹ 청구인은 재반박서면에서 이러한 주장에

⁹³⁷ “삼성물산-제일모직 합병 관련분쟁 평가 및 시사점”, 경제수석실, 2015. 7. 20.자, **C-435**, 제 2 면 (“M&A 제도변경을 통해 M&A 시장을 위축시키는 정책은 경제활력 회복과 기업생태계 활성화가 필요한 現단계에서 바람직하지 않다고 판단. [...] 대부분 국가가 우리와 동일 수준의 규제를 채택하고 있는 점에서 국제기준보다 과도한 제도 변경에 신중할 필요. [...] 경영권 방어제도 강화는 관계부처 간에 국내 M&A 시장 여건 점검과 광범한 전문가 의견수렴 등을 통해 개선 필요성을 철저히 검토토록 조치”).

⁹³⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 468f 항.

⁹³⁹ 예컨대, “한국 종합: 최소 두 건의 다른 투자 협정 청구가 예상되는 가운데, 론스타 사건이 심리 단계에 이르다”, *IA Reporter*, 2015. 5. 18., **R-258**; 비서실장 주재 수석비서관 회의 결과, 정책조정수석, 2015. 5. 15., **R-257**, 제 1 면; 비서실장 주재 수석비서관 회의 결과, 2015. 7. 1., **R-272** 참조.

⁹⁴⁰ 예컨대, “삼성-엘리엇, 본격대결 ‘장기전 대비 해야’”, *뉴데일리 경제*, 2015. 6. 17., **R-266** 참조.

⁹⁴¹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 5 장.

반박하려고 했지만, 그러면서 오히려 손해배상 청구에 여러가지 새로운 치명적인 결함을 발생시켰습니다. 이 과정에서 청구인은 또한 한국이 반박서면에서 지적한 최초 손해배상 청구의 결함에 대해 적절히 답변하지 못하였고, 청구인측 증언 중 사실관계에 관한 내용과 모순되는 새로운 전문가 증언을 제시하였으며, 이미 고도로 추측성이 짙은 손해액을 더욱 부풀리기 위하여 최종적으로 청구인 자신 측 전문가 증언의 주요한 부분을 무시하는 선택을 하였습니다.

382. 그러나 아마도 가장 두드러진 점은 청구인이 본건 합병으로 인해 입었다는 손해 외에도 본건 합병으로 인하여 이익을 얻었던 다른 투자가 있었다는 사실을 본 중재판정부에게 알리지 않았다는 점입니다. 청구인이 자신의 서면에서 본 중재판정부와 한국에게 이러한 사실을 숨겼다는 점은 청구인이 최소한 정직하지 못하다는 점을 보여줍니다. 간단히 말해, 이 손해배상 청구는 제기되어서는 안되는 것이었습니다.

383. 본 장에서는 청구인이 본건 합병으로 얻은 이익을 우선 다루고 (A), 손해배상에 대한 청구인의 가장 최근 주장의 모순되는 점을 다루겠으며 (B), 계속해서, 손해를 야기한 본건 합병비율은 한국이 정한 것이 아니므로 청구인이 문제 삼는 한국의 행위가 청구인이 주장하는 손해를 야기하지 않았다는 점을 보이고 (C), 청구인의 손해배상 사건에 심각한 흠결이 있음을 보여주는 Dow 교수의 제 2 차 전문가 보고서를 요약한 후 (D), 최종적으로 손해경감, 이자율, 손해배상 판정을 위한 적정 통화 등 손해산정의 잔여 쟁점을 다루도록 하겠습니다 (E).

A. 청구인은 본건 합병으로 얻은 이익을 숨겼습니다

384. 우선, 청구인은 본건 합병으로 얻은 이익이 자신의 삼성물산 지분을 매각하여 입었다는 투자손해를 실질적으로 상쇄하였다는 사실을 본 중재판정부와 한국에게 숨기고 있었습니다. 이러한 사실은 청구인측이 제출한 서면 등 어디에서도 인정된 바가 없으며, 오히려 문서제출 절차에서 제출된 서증을 통해 드러난 것입니다. 제공된 증거자료가

완전하지는 않지만, 본건 합병으로 입었다고 주장하는 손해액에서 이러한 이익을 공제하지 아니한 점에서 볼 수 있는 청구인의 부정직함을 고려하여, 아래에서 논의하는 바와 같이 본 중재판정부는 동 쟁점에 있어서 한국에 유리한 추정을 내려야 합니다.

385. 수정 청구서면과 재반박서면은 청구인이 삼성물산 주식 투자 외에도 제일모직 주가를 기초자산으로 한 스왑계약을 보유하고 있다는 사실에 대해 침묵하고 있습니다.⁹⁴² 이 점은 청구인의 손해 주장에 있어 중대한 영향을 미칩니다. 해당 스왑계약이 한국 내 투자에 해당하지는 않았지만⁹⁴³ 청구인이 스왑계약을 설명할 때 언급했듯이 “[엘리엇 그룹]을 제일모직 지분보유에 따른 경제적 위험에 온전히 노출시켰습니다[.]”.⁹⁴⁴ 즉, 삼성물산에서 제일모직으로 이전되었다는 가치는 제일모직 스왑계약의 형태를 통해 청구인에게 이익이 되었습니다.
386. (해당 손해가 먼저 입증되고 적정하게 계산되었음을 전제로) 청구인이 주장하는 삼성물산 관련 손해에서 제일모직 관련 이익을 공제한 경우에만 본 중재판정부는 본건 합병과 관련하여 청구인이 입은 것으로 주장하는 손해를 공정하게 산정할 수 있을 것입니다 (물론 그러한 판정을 하여서는 안되겠지만, 중재판정부가 손해배상을 명한다는 가정 하에서입니다). 이러한 공제 후에는 어떤 손해도 실질적으로는 존재하지 않는다는 것을 볼 수 있습니다.
387. 이 분석의 첫 번째 단계로 Dow 교수는 삼성물산 주식 거래와 관련하여 청구인이 입었다고 할 수 있는 정확한 “실제 손해”를 매입가와 매각가의 차이로 계산하였습니다.⁹⁴⁵ 다른 곳에서는 해당 손해액이 미화 약 4,270 만

⁹⁴² 제일모직 스왑 매매 보고서, 2015. 5. 26-7. 28., **DOW-86**; 엘리엇 펀드 제일모직 포지션, **R-294** 참조. Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 152 항, 별첨 C 참조.

⁹⁴³ 위 제 2 장 제 C 절 제 1 관 참조.

⁹⁴⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 12 항 참조.

⁹⁴⁵ Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 151 항.

달러로 제시되어 있지만, ⁹⁴⁶ 재반박서면에서는 해당 손해액을 미화 8,600 만 달러로 산정하고 있습니다.⁹⁴⁷ 후자의 경우 주장된 손해액의 일부로 합의서에 따른 지급과 관련된 세금 및 수수료를 감안한 금액입니다. 그러나 주식매각이 이익을 실현할 수 있는 유일한 방법이었을 것이기에, 청구인이 언제라도 자신의 주식을 시장에 내다파는 때에 세금과 수수료를 지급했어야 하므로, 세금과 수수료가 청구인이 주장하는 손해의 일부가 될 수는 없습니다. 따라서 Dow 교수는 정확한 금액은 청구인의 재반박서면 제 18 항에 나타난 금액과 가까운 미화 약 4,280 만 달러임을 보여주고 있습니다.⁹⁴⁸ 한국은 물론 본 중재에서 이 금액 상당의 손해액이 인정되어야 한다는 입장은 아니지만, 본 중재판정부가 청구인이 주장하는 위 거래 손해에 대한 배상을 명하고자 한다면, 중재판정부가 고려해야 할 액수는 이 액수일 것입니다.

388. 그러나, 이 금액에 대한 배상을 명령한다고 해서 공정한 판정이 될 수는 없을 것입니다. Dow 교수가 제출된 증거로부터 산정한 바와 같이,⁹⁴⁹ 청구인이 이전엔 공개하지 않았던 제일모직 스왑계약으로부터 얻은 이익이 미화 약 4,250 만 달러로 청구인이 주식을 매각할 당시 입었다고 주장하는 손해보다 대략 미화 30 만 달러 작습니다.⁹⁵⁰ 청구인이 제출한

⁹⁴⁶ 동 금액은 6,850 억 원 투자금과 재반박서면 제 18 항에 기술된 총 주식 매각가격인 6,360 억 원간의 차액인 490 억 원을 반영합니다. 미화 금액은 2015. 7. 16. 달러당 1,148.49 원의 환율로 환산하였습니다.

⁹⁴⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 553-554 항.

⁹⁴⁸ Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 151 항, 각주 232. 손실규모는 2015. 7. 16. 달러당 1,148.49 원의 환율로 환산한 492 억 원입니다. Dow 교수는 본건 합병 관련 의결권 행사일 전일인 2015. 7. 16.자 환율을 사용한 반면에, 청구인은 최근 환율을 사용하였습니다.

⁹⁴⁹ 청구인은 제일모직 스왑계약 판매에 대한 정보를 제출하였지만 (**DOW-86** 참조), 한국은 해당 정보가 완전한 형태의 것인지 확신할 수 없습니다. 게다가 이러한 판매수치는 청구인이 제일모직 스왑계약 구매에 대해 제출한 보다 제한적인 정보가 불완전한 형태였다는 것을 확인시켜 주므로 Dow 교수는 제공된 정보를 바탕으로 구매 가격을 가정해야 했습니다. Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 152 항 및 별첨 E. 청구인이 제일모직 스왑계약을 공개하는 문서를 제출하도록 명령받은 후에도 중재판정부에 해당 정보를 제공하지 않았음을 감안할 경우 본 중재판정부는 이러한 가정이 타당하다고 추론해야 합니다.

⁹⁵⁰ Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 152 항, 각주 237.

정보가 매우 제한적임을 감안할 때, Dow 교수가 제일모직 스왑 매입가격에 대해 몇가지 가정을 할 수밖에 없었기 때문에 실제 이익액은 더 컸을 수도 있습니다. 그러므로 청구인은 본건 합병으로부터 유의미한 손해를 실제로 입었다는 것을 입증할 수 없으며, 이에 따라 중재판정부는 그 어떠한 경우에도 청구인의 주장에 따른 손해배상 판정을 내려서는 안됩니다. 무엇보다도 청구인이 주장하는 손해액이 인정되어도 그 상한은 미화 약 30 만 달러에 불과할 것입니다.

389. 또한 (본 재반론서면과 한국의 반박서면을 통해 보인 바와 같이, 중재판정부가 손해배상을 명하는 판정을 하여서는 안되지만) 본 중재판정부가 다른 이론에 따라 손해배상을 명하는 경우, 그러한 손해배상 판정액은 청구인이 본 중재판정부에게 숨겨 왔던 본건 합병을 통한 이익을 감안하여 (한국의 반박이 인정되어 금액이 조정되는 기타 경우와는 별도로) 최소한 미화 4,250 만 달러 상당을 감액해야 합니다.

B. 손해배상에 관한 청구인의 최근 주장은 자체적으로도 모순됩니다

390. 재반박서면은 청구인의 새로운 손해배상 이론의 부자연스럽고 자기모순적인 측면을 잘 드러내고 있는데, 이로 인해 청구인의 손해배상 관련 주장의 추측성은 더욱 짙어졌습니다.
391. 청구인측 주요 사실증인인 Mr Smith, 청구인측 손해배상 전문가인 Mr Boulton QC 및 청구인측 새로운 “코리아 디스카운트” 전문가 Milhaupt 교수는 모두 중요한 측면에서 서로 모순되는 내용의 주장을 하고 있습니다. 한편, Milhaupt 교수 보고서는 본건 합병이 성사되지 않았을 경우 삼성물산 주가에 가져다 주었을 영향에 대하여 Milhaupt 교수가 내세운 이론을 뒷받침하는 어떠한 분석도 하지 않습니다. Mr Boulton QC는 자신의 결론을 뒷받침하기 위한 분석은 하지 않으면서도 (Milhaupt 교수를 인용하지는 않았지만) 그 근거없는 이론을 채택하여 확장하고 있습니다. 그리고 나서 청구인은 청구인측 전문가들이 정당하다고 믿고 있는 것으로 보이는 손해액보다 더 큰 손해액을 청구할 수 있도록

손해배상액 상한에 대한 위 전문가들의 의견을 무시함으로써 이러한 치명적인 결함들을 더욱 심각하게 만들고 있습니다.

392. 본 절에서 한국은 청구인이 현재 손해로 주장하는 금액을 회수할 것으로 기대하지 않았음을 먼저 설명하고 (1), 다음으로 본건 합병이 성사되지 않았을 경우 논의되고 있는 할인이 사라졌을 것이라는 청구인의 새로운 이론에 대한 근거가 없음을 밝힌 후 (2), 마지막으로 청구인의 새로운 손해배상 청구가 성립하려면, 논리적으로 청구인측 전문가의 의견을 무시할 경우에만 가능한 것임을 설명하도록 하겠습니다 (3).

1. 청구인은 그 삼성물산 주식에 대한 자체적인 순자산가치 (NAV) 추정치를 회수할 수 있을 것으로 전혀 기대하지 않았습니다

393. 본 중재에서 EALP는 삼성물산에 대한 투자로 5억 4천만 달러 이상을 벌 것으로 충분히 예상된다는 입장이며, 실제로 벌 수 있었다는데 의심의 여지가 없다고 주장합니다.⁹⁵¹ Mr Smith는 당시 EALP가 삼성물산에 대한 투자로 미화 약 2,000만 달러⁹⁵²에서 4,200만 달러⁹⁵³ 이하를 벌 것으로 기대했다며, 청구인 주장이 거짓임을 보여줍니다.

394. EALP가 투자 당시 예상했던 금액과 본 중재판정부에 제기한 과장된 손해배상 청구액이 이렇게 불일치한다는 사실은 그 손해배상 청구를 신뢰할 수 없다는 점을 보여줍니다.

a. 청구인은 현재 손해라고 주장하는 금액을 벌 것으로 절대 기대하지 않았습니다

395. Mr Smith는 한편으로는 EALP가 계산한 삼성물산의 순자산가치와 삼성물산의 주가 사이의 디스카운트에 대해 증언합니다. Mr Smith는

⁹⁵¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 597 항.

⁹⁵² 삼성물산 트레이딩 플랜 가이드라인, 엘리엇, 2015. 1. 16., C-368.

⁹⁵³ 삼성물산 트레이딩 플랜 가이드라인, 엘리엇, 2015. 3. 5., C-374.

EALP가 투자 당시 이 할인율을 근거로 주식을 매각하여 투자를 청산할 시점을 정하는데 있어 지침이 될 투자모델을 개발했다고 증언합니다.⁹⁵⁴

396. Mr Smith 는 EALP가 본래 EALP가 독자적으로 전제한 최선의 상황에서나 가능한 (a) 삼성물산 순자산가치에 대한 자체 추정치와 (b) 실제 주가 사이의 할인율이 27.5%에서 20%사이일 때 투자를 "현금화"할 것으로 기대했다고 설명합니다.⁹⁵⁵ 그러나 이 거래 모델은 할인율이 40%에 도달했을 때 투자 회수를 개시하고 예상 할인율이 27.5%에 도달하기 전에 전체 지분을 매각할 것을 요구하는 거래 모델로 곧 수정되었습니다.⁹⁵⁶

397. 즉, 본건 합병 관련 표결 직전에 청구인은 투자 청산 시점에 (EALP가 자체적으로 수행한 투기성 계산상) 삼성물산 순자산가치의 추정가치 20%에서 27.5% 사이의 해당 금액 상당을 놓칠 것을 충분히 예상하였습니다.

398. 그럼에도 청구인은 지금 자신이 직접 계산한 순자산가치 전부를 빠짐없이 벌었을 것이라고 주장하고, 따라서 해당 금액을 배상 받을 자격이 있다는 입장입니다.⁹⁵⁷ 중재판정부는 위 내용의 청구를 기각하여야 합니다.

b. 청구인은 또한 현재 손해액으로 주장하는 것보다 청구인의 잠재적 투자 수익을 훨씬 낮게 추정하였습니다

399. Mr Smith 는 또한 EALP가 현재 손해배상액으로 요구하는 것보다 훨씬 적은 투자수익률을 얻을 것으로 기대하였다고 증언합니다.

⁹⁵⁴ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 20-21 항. Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제 3 장 제 C 절 제 3 관 참조.

⁹⁵⁵ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 25 항; 삼성물산 트레이딩 플랜 가이드라인, 엘리엇, 2015. 1. 16., C-368.

⁹⁵⁶ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 37 항; 삼성물산 트레이딩 플랜 가이드라인, 엘리엇, 2015. 3. 5., C-374.

⁹⁵⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 597-600 항.

- (a) Mr Smith 가 증언한 바와 같이, 청구인이 처음으로 삼성물산 주식을 매입하기로 결정했을 때 EALP 는 미화 2억 달러를 투자하여 미화 약 1,996 만 달러의 수익을 기대하였습니다.⁹⁵⁸ 이는 약 10 %의 수익을 의미합니다.
- (b) 2015 년 3 월 삼성물산 주가와 EALP 자체의 삼성물산 순자산가치 밸류에이션 간의 할인율이 확대됨에 따라, EALP 는 투자를 두 배로 늘려 약정할 수 있는 총 금액을 (스왑계약⁹⁵⁹ 또는 실제 삼성물산 주식 매입을 통해) 미화 3 억 5 천만 달러로 늘리기로 결정하였습니다. 이 금액에 대해 할인율이 (청구인의 계산에 따르더라도 결코 도달하지 못한 수준인) 52.5%까지 도달했다고 가정하면 EALP 는 최대 미화 4,195 만 달러의 수익 또는 최대 12%의 수익을 기대하였습니다.

400. Mr Smith 가 인정한 것처럼 이러한 잠재적 수익은 추측에 불과한 것으로, “그때까지도 할인율이 일시적일 것이고” EALP 의 평가에 따르면 삼성물산과 제일모직 간 합병은 “가능성이 매우 낮을 것”이라는 전제를 바탕으로 한, 변경이 가능했던 “거래 계획 지침”에 근거를 두고 있던 것입니다.⁹⁶⁰

401. 청구인의 삼성물산 투자에 대한 기대수익률이 여전히 매우 추측성이 짙으며 상당히 낙관적인 추정치인 10 ~ 12%의 범위에 속했음을 보여주는 이러한 사실과는 대조적으로, 청구인은 이제 와서 자신이 약 80.5%의

⁹⁵⁸ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 20 항; 삼성물산 트레이딩 플랜 가이드라인, 엘리엇, 2015. 1. 16., C-368.

⁹⁵⁹ 위 제 2 장 제 C 절 제 1 관에 언급한 바와 같이, 이러한 스왑계약은 협정에 따른 적용대상투자가 아니었습니다. 하지만 그렇다고 하여 삼성물산과 관련된 투자수익에 대한 EALP 의 기대가 변하는 것은 아닙니다.

⁹⁶⁰ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 21 항 (강조 추가).

수익을 달성하였을 것이라고 주장하면서 이러한 주장을 근거로 손해배상을 요구하고 있습니다.⁹⁶¹

* * *

402. 청구인이 그 투기성 투자 당시 최선의 경우를 가정한 상태에서 추정된 잠재적 수익과 한국에게 그 투기성 투자에 대한 배상으로 요구하는 것 사이의 차이를 감안하였을 때 본 중재판정부는 청구인의 터무니없는 손해배상청구를 전부 기각하여야 합니다.

2. Mr Boulton QC 와 Milhaupt 교수는 모두 본건 합병이 부결되면 “코리아 디스카운트”가 사라질 것이라고 주장하지만 누구도 이를 뒷받침하는 분석은 하지 않았으며, 이들의 결론 또한 서로 모순됩니다

403. Mr Boulton QC 는 제 2 차 보고서에서 합병이 성사되지 않았다면 삼성물산의 주가가 즉시 상승하여, 청구인이 주장하는 삼성물산 순자산가치에서 남아있는 지주회사 할인율을 공제한 수준에 도달했을 것이라고 주장하고 있습니다.⁹⁶² 그의 의견에 따르면 합병이 부결되는 경우 “시장에 삼성 총수 일가나 다른 소수 그룹의 이익보다 주주 전원의 이익을 위해 가치를 극대화하는 데 관심이 있는 이성적인 주주 그룹이 삼성물산을 지배한다는 신호를 주었을 것”⁹⁶³ 이고, 이로써 삼성물산 주주들에게 손해를 끼칠 약탈적 성격의 거래에 관한 시장의 우려가

⁹⁶¹ 청구인은 삼성물산 주식에 총 미화 6 억 1,800 만 달러를 투자하였고 (Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., CWS-5, 제 66 항), 그리고 삼성물산 주식을 매각할 때 미화 4,270 만 달러를 잃었다고 주장합니다 (재반박서면, 2020. 7. 17., 제 418 항, 2015. 7. 16.자 달러당 1,148.49 원 환율로 환산). 청구인은 미화 5 억 4 천만 달러의 총손실을 입었다고 주장합니다 (이자는 포함되지 않음). 손실을 보고 매각하였다는 주식으로 인해 발생한 손해액으로 주장하는 4,270 만 달러를 청구된 총 손해액 5 억 4 천만 달러에서 뺀 나머지 4 억 9,730 만 달러가 청구인이 투자수익으로 벌었을 것이라고 주장하는 금액입니다. 이것은 청구인이 본건 투자 당시 달성할 것으로 계산하였던 미화 2 천만 달러에서 기껏해야 미화 4 천 2 백만 달러의 실제 기대 이익과 비교됩니다.

⁹⁶² Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제 2.8.2 항, 제 2.9.2 항, 제 3.3.4 항.

⁹⁶³ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 각주 48.

영구적으로 해소되었을 것⁹⁶⁴이라는 가정에 전적으로 기반합니다. 따라서 Mr Boulton QC 는 본건 합병 부결로 인해 미화로 환산할 경우 미화 50 억 2,500 만 달러에서 66 억 3,600 만 달러 상당의 금액⁹⁶⁵이 삼성물산의 시가총액에 “즉각적으로” 추가되었을 것⁹⁶⁶이라는 의견입니다.

404. Mr Boulton QC 는 한국 경제 또는 이른바 “코리아 디스카운트” 전문가가 아니며, 자신이 그러한 전문가라고 주장하고 있지도 않습니다. 이것이 바로 청구인이 재판박서면에서 새로운 전문가로서 Milhaupt 교수를 내세운 이유일 것으로 생각됩니다. Milhaupt 교수는 미국 법학 교수 겸 일본법 전문가 자격으로 한국과 코리아 디스카운트에 대한 자신의 의견을 제출하고 있습니다.

405. 코리아 디스카운트에 대한 Milhaupt 교수 의견은 어떠한 증거나 분석으로도 뒷받침되고 있지 않습니다. 그럼에도 그는 본건 합병 부결이 코리아 디스카운트에 “치료적(therapeutic)” 효과를 가져다 줄 “잠재력”을 가졌다⁹⁶⁷고 주장합니다. Milhaupt 교수의 근거없는 견해에 따르면, “엘리엇이 행한 바와 같이 적극적이고 정교한 투자자들의 개입은 재벌 총수 일가와 소수주주들 사이의 대리인 문제를 경감시켜 대한민국의 기업지배구조를 개선하고 ‘코리아/재벌 디스카운트’를 줄일 수 있는 잠재력을 갖습니다.”⁹⁶⁸

406. 위 부분이 중재판정부가 내려야하는 결정과 관련하여 Milhaupt 교수 보고서의 내용 중 유일하게 의미있는 부분입니다. 나머지는 (청구인의

⁹⁶⁴ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제 2.8.5 항.

⁹⁶⁵ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 표 3 조건적 가격 참조. 2015. 7. 17. 기준 삼성물산 실제 시장가격은 62,100 원 이었습니다. 시가총액 증가 범위는 총 주식수 160,416,487 주와 당일 환율 달러당 1,148.8 원의 환율에 의하여 계산되었습니다.

⁹⁶⁶ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제 2.8.2 항.

⁹⁶⁷ 예컨대, 2020. 7. 16.자 Milhaupt 교수 전문가 보고서, CER-6, 제 84 항 (강조 추가) 참조.

⁹⁶⁸ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 93 항 (강조 추가).

위험 감수 관련 주장⁹⁶⁹에 대한 자신의 증언이 불리일지킬 치명적으로 불리한 효과를 인식하지 못한 채) 재벌, 기업지배구조, 한국의 긴밀한 정부-재벌 관계에 대한 연혁적인 수준에 지나지 않는 개괄적 검토를 제공할 뿐이거나, 엘리엇 그룹을 한국인 자신들로부터 한국 경제를 구하기 위해 달려온 일종의 백기사로 묘사하여 그 행태를 옹호하려 할 뿐입니다.⁹⁷⁰

407. 코리아 디스카운트에 대해 Milhaupt 교수 보고서의 내용은 본건 합병이 성사되지 않았다면 (Mr Boulton 이 자신의 “지주회사 디스카운트” 견해와는 구별되는 “추가 디스카운트”로 지칭한) 코리아 디스카운트가 즉시 그리고 완전히 제거되었을 것이라는 Mr Boulton QC 의 입장과 모순됩니다.⁹⁷¹ Milhaupt 교수에 따르면 본건 합병 부결은 코리아 디스카운트에 대한 실질적인 영향을 기대할 수 있기 전에 “국내 주주들의 적극적인 참여와 재벌 경영의 전반적인 변화와 함께 [redacted] 대한민국 [현]대통령이 약속한 개혁의 근거”가 동시에 고려되어야 할 필요가 있는 “대한민국의 주주보호를 신장하고 재벌그룹 내의 문제투성이 특수관계자 거래를 저지하기 위한 중요한 단계”에 지나지 않습니다.⁹⁷²
408. 따라서 청구인측 전문가들은 본건 합병이 성사되지 않았을 경우의 잠재적 여파에 대해 다른 의견을 가지고 있습니다. 청구인측 한국 전문가인 Milhaupt 교수는 본건 합병 부결이 명백히 시간이 소요되는 궁극적인 잠재적 디스카운트 제거의 한 단계에 지나지 않을 것이라고 말하고 있는 반면에, Mr Boulton QC 는 본건 합병 부결이 다음날 전체 코리아 디스카운트를 제거하여, 그 결과 청구인에게 막대한 수익을 올렸을

⁹⁶⁹ 위 제 3 장 제 B 절 제 3 관 참조. Milhaupt 교수의 견해는 EALP 와 같은 전문 투자자가 삼성물산에 투자할 때 본건 합병이 엘리엇이 불리하다고 주장하는 본건 합병 비율로 성사될 위험을 잘 알고 있었다는 점을 확인해줍니다.

⁹⁷⁰ 예컨대, Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 82-89 항 참조.

⁹⁷¹ 예컨대, Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제 2.5.3 항, 제 2.8.2 항, 제 3.3.4 항 참조.

⁹⁷² Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 88-89 항 (강조 추가).

것이라고 주장합니다. 위 제 4 장 제 B 절 제 1 관에서 언급했듯이, Mr Boulton QC 의 근거없이 확신에 찬 주장은 코리아 디스카운트가 장기적으로 지속될 가능성이 있음을 인정한 Mr Smith 의 증언 및 EALP 의 당시 분석과 상충됩니다.

409. 청구인측 전문가들 간 이렇게 상충되는 결론만으로도 본 중재판정부가 청구인의 손해배상 청구를 입증되지 않은 것으로 판단하고 기각하기에 충분합니다. 또한 이들 전문가들이 내어놓은 어느 쪽 의견도, 즉 Mr Boulton QC 의 뻔뻔한 확신이나 Milhaupt 교수의 보다 신중한 가정도 증거나 분석에 의해 뒷받침되지 않으며, 따라서 본 손해배상 주장을 보충할 수 없습니다.
410. 그러나 사실은 청구인측 두 전문가 모두 틀렸다는 것입니다. 본건 합병이 무산되었더라도 (청구인이 계산한) 삼성물산 순자산가치와 거래가격 사이의 격차가, 수십년간 그래왔던 것처럼 지속되었을 것이라고 믿을 만한 충분한 이유가 있습니다.⁹⁷³
411. 청구인이 재반박서면에서 제출한 새로운 증거에 대응하여 한국은 본 재반론서면과 함께 캐나다 토론토 York University Schulich School of Business 배기홍 교수의 전문가 보고서를 제출합니다. 배기홍 교수는 재벌 합병에 관한 주요 연구의 공동 저자이자⁹⁷⁴ 한국 대기업 및 기업 금융 분야의 손꼽히는 전문가입니다.⁹⁷⁵ 그의 의견은 분명합니다. 본건 합병이 무산되었을 경우 그간 지속되어 온 디스카운트를 제거하는 효과가 있지는 않았을 것입니다.⁹⁷⁶

⁹⁷³ Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 4 장 제 C 절 참조.

⁹⁷⁴ 배기홍 외, “터널링인가 부가 가치인가?”, *금융 저널* 57 권 6 호, 2002 년, 제 2,695 면, **C-591** 참조.

⁹⁷⁵ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 4-5 항, 별첨 A.

⁹⁷⁶ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 13 항.

412. 배기홍 교수의 결론은 Milhaupt 교수나 Mr Boulton QC 와 달리 관련 시장 조건에 대한 배기홍 교수 자신의 분석과 할인율이 존재하는 원인에 기반을 두고 있습니다. 그는 본건 합병이 무산됨으로 인해 삼성물산이 자신이 보유한 광범위한 계열사 지분을 매각할 것이라고 판단할 근거가 전혀 없다는 매우 기본적인 이유를 포함하여 여러 가지 이유로 디스카운트 상태가 지속될 것이라고 판단하고 있습니다.⁹⁷⁷ 위 주식은 주요 기업지배구조 문제 가운데 하나인 그룹에 대한 지배력을 유지한 목적을 위하여 보유하고 있으며, 주식 시장가격 외 다른 원인으로 인하여 할인을 유발하는 경우에 포함됩니다. 주식의 실질적인 매각 가능성이 없다면 할인 상태는 계속 유지될 것이며, 합병이 성사되지 않았다고 하더라도 매각이 될 여지는 없었을 것입니다.⁹⁷⁸
413. 당사자들이 선임한 전문가들은 삼성물산 주식이 효율적인 시장에서 거래된다는 데 동의하며⁹⁷⁹, 시장은 본건 합병 성사 여부에 관계없이 삼성물산이 광범위한 순환출자지분을 매각함으로써 삼성 그룹 지배에서 자신이 수행하는 역할을 포기하지 않을 것이라는 점을 잘 알고 있습니다.⁹⁸⁰ 따라서 본건 합병이 성사되지 않았더라도 디스카운트는 지속되었을 것입니다.
414. 배기홍 교수는 설령 Milhaupt 교수가 코리아 디스카운트의 한 측면, 즉 의결권과 현금흐름에 대한 권리의 격차 (“괴리”라고도 함)를 설명하기 위해 제시한 이론을 적용하더라도⁹⁸¹ 할인율의 원인 중 하나인

⁹⁷⁷ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 6 장 제 A 절.

⁹⁷⁸ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 6 장 제 B 절.

⁹⁷⁹ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제 5.2.3 항.

⁹⁸⁰ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 82 항.

⁹⁸¹ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 56 항.

삼성물산의 “괴리”가 본건 합병으로 인해 실제로는 좁혀졌고, 실제로 합병이 성사되지 않았더라면 좁혀지지 않았을 것이라고 판단합니다.⁹⁸²

415. 배기홍 교수는 “괴리”가 재벌의 총수가 그룹내 회사에 보유하는 많은 의결권 (또는 지배권)과 같은 회사에 보유하는 상대적으로 적은 현금흐름에 대한 권리 사이의 격차를 표상한다는 Milhaupt 교수의 주장에 대해서는 동의합니다.⁹⁸³ 두 전문가 모두 이 “괴리”가 총수가 소수주주의 이익을 위태롭게 하는 회사 거래를 추진할 유인은 창출한다는 데 동의합니다.⁹⁸⁴ 배기홍 교수가 설명하듯이 “괴리”가 커질수록 그러한 거래가 이루어질 위험도 높아지며, 따라서 할인율은 더 커집니다.⁹⁸⁵
416. Milhaupt 교수는 “괴리” 문제를 설명하면서도 삼성물산의 “괴리”나 본건 합병이 괴리에 어떠한 영향을 미쳤는지는 분석하지 않았습니다. 배기홍 교수는 이러한 분석을 하였습니다. 그의 분석에 따르면 본건 합병은 삼성물산을 삼성 그룹내 사실상 지주회사로 만드는 효과가 있었기 때문에 그룹 총수가 보유한 지배권과 현금흐름 권리 간의 격차를 줄이는, 즉 “괴리”를 좁히는 효과가 있었습니다.⁹⁸⁶ 따라서 배기홍 교수는 *본건 합병의 결과로* 삼성물산 주식의 거래가격 할인율이 “괴리”에서 기인하는 만큼 축소된 것으로 판단하였습니다.⁹⁸⁷
417. 배기홍 교수는 또한 본건 합병이 없었다면 삼성물산의 소유구조는 “괴리”나 관련 할인율과 마찬가지로 현상 유지 상태에 머물렀을 것이며,

⁹⁸² 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 54-63 항.

⁹⁸³ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 56 항; 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 50 항.

⁹⁸⁴ Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 56 항; 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 50 항.

⁹⁸⁵ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 51 항.

⁹⁸⁶ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 54-62 항.

⁹⁸⁷ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 63 항.

따라서 합병이 부결되었더라도 삼성물산의 할인율은 지속되었을 것이라고 판단합니다.⁹⁸⁸

3. 청구인은 청구인측 전문가들도 달성할 수 있었을 것이라고 생각하지 않는 투자수익율에 근거한 손해배상액을 청구하기 위해 자신의 전문가 의견을 외면하고 있습니다

418. 청구인의 손해배상 청구가 현실과 동떨어져 있음을 보여주는 가장 확실한 증거는 청구인이 이미 비현실적으로 높은 손해액 청구를 더욱 확장하기 위해 정당한 손해배상액에 대한 (그 자체로도 근거가 없는) 청구인측 전문가들의 결론을 무시하고 있다는 것입니다.

419. 위에서 언급한 바와 같이, 코리아 디스카운트와 관련하여 Milhaupt 교수는 본건 합병이 성사되지 않았다 하더라도 이는 그 발생 가능성이 불명확한 다양한 다른 요소들과 결합되는 경우에만 오랜 시간에 걸쳐 궁극적으로 코리아 디스카운트의 완화로 나아가기 위한 “잠재적”인 한 걸음이 될 수 있다고 말할 수 있는 정도에 그칩니다.⁹⁸⁹ 이것으로는 청구인의 손해배상 청구를 전혀 뒷받침할 수 없습니다.

420. 반면에 Mr Boulton QC는 본건 합병이 부결되었다면 코리아 디스카운트 또는 그가 현재 말하는 “추가 디스카운트”가 완전히 그리고 즉시 사라졌을 것이라고 아무런 근거도 없이 주장합니다.⁹⁹⁰ 이 또한 청구인이 주장하는 손해를 입증하지 못합니다. Mr Boulton QC 조차도 그가 새로 계산한 지주회사 디스카운트 역시 사라질 것이라는 주장에는 선을 긋고 있습니다.

(a) Mr Boulton QC는 자신이 주장하는 삼성물산 순자산가치 산정치와 실제 주식시장 가격 사이의 할인율이 추가 디스카운트와 지주회사

⁹⁸⁸ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 61 항.

⁹⁸⁹ 예컨대, Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 88-89 항.

⁹⁹⁰ 예컨대, Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., 2020. 7. 17., **CER-5**, 제 2.8.2 항, 제 3.3.4 항, 제 4.2.22 항.

디스카운트로 구성되어 있으며, 이는 자신이 주장하는 전체 할인 상태의 5~15% 사이에 상응할 것이라고 주장하고 있습니다.⁹⁹¹

(b) 그런 다음 Mr Boulton QC 는 합병이 성사되지 않았을 가정적 시나리오에서는 추가 디스카운트는 즉시 사라지지만 지주회사 디스카운트는 지속될 것이라고 의견을 밝힙니다.⁹⁹²

(c) 따라서 청구인의 전체 손해액은 그가 추정된 총 할인액보다 5~15% 낮은 값을 바탕으로 계산되어야 할 것입니다.

421. 청구인은 본건 합병 부결에 따른 주식 가치에 대한 혜택이 실현되는 데에 시간이 걸릴 것이라는 Milhaupt 교수 의견과 지주회사 디스카운트가 지속될 것이라는 Mr Boulton QC 의 의견 모두를 무시하고 있습니다. 대신 청구인은 Mr Boulton QC 에게 자신의 의견을 제쳐두고 지주회사 디스카운트 역시 사라졌다면 청구인이 구할 수 있는 손해액을 계산하도록 지시하였습니다.⁹⁹³

422. (자신의 실제 의견과 상충되는 지시에 따른 것이었다는 점에서 Mr Boulton QC 의 전문가 의견의 내용에 포함된다고 말하기는 상당히 어렵지만) 이를 바탕으로, 청구인은 손해배상액으로 6,474 억 5,700 만원 (미화 539,836,168 달러)을 요구하였습니다.⁹⁹⁴ 청구인은 합병이 성사되지 않았을 것이며, 시장이 즉시 일체의 기업지배구조 문제가 해결되었다는 것을 납득하는 경우뿐만 아니라, 본건 합병이 성사되지 않으면

⁹⁹¹ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., 2020. 7. 17., CER-5, 제 6.5.17 항 이하. Dow 교수와 배기홍 교수 모두 지적하였듯이 삼성물산의 사실상 지주회사라는 지위에 근거한 할인율은 얼마이고, 다른 기업지배구조 문제에서 비롯된 할인 현상은 얼마인지는 두 원인 사이에 상당히 중복되는 부분이 있어 이를 정확하게 판단하는 것은 불가능합니다. Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제 92 항. 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-5, 제 72 항 참조.

⁹⁹² Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., 2020. 7. 17., CER-5, 제 2.5.7(III)항.

⁹⁹³ Mr Boulton QC 제 2 차 보고서, 2020. 7. 17., 2020. 7. 17., CER-5, 첨부 11-3, 11-4 참조.

⁹⁹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 597 항.

일가가 삼성 그룹의 완전한 구조개편 및 재구상을 위한 엘리트 그룹의 제안을 지체없이 채택하였을 것이라는 기이한 가정하에 손해배상을 요구하였습니다.⁹⁹⁵ 청구인은 이러한 접근 방식을 내재가치의 “추가 증대를 위해 시험 및 검증된 전략”이라고 부르지만,⁹⁹⁶ 실제로는 청구인은 여러 재벌을 대상으로 수년간 한국에서 이 전략을 시도해 왔으나 지금까지 모두 실패해 왔습니다.⁹⁹⁷

423. 본 중재판정부는 입증에 실패한 발상과 청구인 자신의 전문가들의 증언을 무시하며 제시한 내용에 기초한, 전적으로 추측에 지나지 않는 손해배상 청구를 인용하여 청구인에게 횡재를 가져다주는 내용의 판정을 하여서는 안됩니다.

C. 청구인이 문제 삼는 한국의 행위는 청구인의 손해를 발생시키지 않았습니

424. 위 제 3 장 제 A 절에서는 청구인이 먼저 손해배상책임 성립 여부의 문제로서, 협정 위반에 해당한다고 주장하는 행위가 한국에 의해야기되었음을 입증할 책임을 부담한다는 점을 다루었습니다. 여기에서는 청구인이 문제 삼는 한국의 행동이 청구인이 호소하는 손해를 야기하였음을 청구인이 입증하지 못하였다는 점을 다루겠습니다. 이를 “조건적” 인과관계로서 그리고 상당 인과관계로서⁹⁹⁸ 청구인이 입증해야 한다는 것을 청구인도 이제는 인정합니다. (이는 수정 청구서면에서는

⁹⁹⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 597 항 (“그리고 만약 청구인이 본건 합병이 완료되었을 때 회복할 수 없는 손해를 입지 않았다면, 청구인은 █████ 일가의 목적을 충족시키는 동시에 주주 가치를 극대화할 수 있는 추가적인 구조조정에 대한 █████ 일가와 의 연대를 추구했을 것입니다.”).

⁹⁹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 597 항.

⁹⁹⁷ 예컨대, “헤지펀드와 공모도 투자자, 한국 기업의 약점을 노리다”, *비즈니스코리아*, 2018. 5. 1., **R-163**; “엘리트, 현대차 지배하면 공장 해외 옮길 것”, *조선일보*, 2018. 5. 18., **R-166**; “현대와 삼성에 대한 공격을 주도했던 엘리트 대표 사임”, *Pulse*, 2019. 4. 16., **R-176**; “[투자의窓] 두 번 공격 다 실패한 엘리트, 삼성 이어 현대차도 주가 호재”, *뉴스투데이*, 2020. 1. 23., **R-309**. Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 193-200 항 참조.

⁹⁹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 504 항.

외면하였던 손해배상 청구의 필수적 요건이며, 청구인은 재반박서면에 와서야 그 중대한 하자를 치유하고자 하고 있습니다.)

425. 당사자들은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 한국이 개입하지 않았다면 (a) 본건 합병은 부결되었을 것이고 (b) 청구인은 청구인이 주장하는 삼성물산 주식의 “내재가치”를 모두 실현했을 것이라는 점을 청구인이 먼저 입증해야 한다는 데 동의합니다. 청구인은 청구인 주장에 따르면 국민연금 표결 절차에 대하여 한국이 개입하였다는 사실, 그리고 삼성물산 주가가 청구인이 계산한 주식가치에 도달하지 못한 점 사이에 “충분한 인과 관계”가 있음을 추가로 입증해야 합니다.⁹⁹⁹
426. 청구인이 이러한 인과 관계의 필수적 요건을 입증하지 못하였으므로 손해배상 청구는 성립될 수 없습니다.
427. 실제로, 청구인은 손해배상 주장을 또 다시 변경함으로써 자신의 청구가 전적으로 추측에 불과하며, 본 중재 절차에서 급박하게 대응하기 위해 사실상 그때그때 마련한 논리라는 점을 여실히 드러내고 있습니다.
- (a) 한국이 반박서면에서 지적하였던 바와 같이, 청구인은 처음에 청구인이 삼성물산의 숨은 가치를 “실현”하기 위해 적극적 조치를 취할 것이라고 주장하였으나, 이후 자신의 주장을 변경하여 청구인에게 숨은 가치가 드러나는 것을 기다릴 수 있는 자유만 주어졌다면 이러한 숨은 가치가 시간이 지남에 따라 마법처럼 실현될 것이라고 주장합니다.¹⁰⁰⁰
- (b) 이제와서 청구인은 앞선 이 두 가지 손해배상 이론을 (청구인은 본건 합병이 애당초 제안되지도 않았을 것이라고 믿었다고 주장하고 있다는 점을 감안할 때, 청구인이 투자 당시 전혀

⁹⁹⁹ 예컨대, *S.D. Myers, Inc. v Government of Canada*, UNCITRAL, 일부 판정, 2000. 11. 13., **RLA-19**, 제 316 항.

¹⁰⁰⁰ 예컨대, 반박서면, 2019. 9. 27., 제 628 항.

기대하지 않았던)¹⁰⁰¹ 본건 합병의 성사 실패가 삼성물산의 실제 시장 주가와 청구인이 그 주식에 부여한 소위 내재가치 사이의 디스카운트 상태를 기적처럼 완전히 제거하였을 일종의 촉매제였다는 새로운 이론으로 대체한 것으로 보입니다.¹⁰⁰²

428. 아래에서 한국이 우선 “조건적” 인과관계를 논하고 (1), 이후 상당 인과관계를 논하여 (2)¹⁰⁰³ 설명하는 바와 같이, 이들 각 이론은 성립될 수 없습니다.

1. 문제되는 한국의 행위는 청구인이 주장하는 손해의 “조건적” 원인이 아니었습니다

429. 청구인은 재반박서면에서 “한국이 협정에 따른 의무사항을 준수하였다면, 국민연금이 본건 합병에 찬성 의결을 하지 않았을 것”이라는 근거없는 주장을 합니다.¹⁰⁰⁴ 논의의 목적상 청구인의 주장이 옳다고 잠시 가정하면, 이는 한국이 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해 심의하도록 국민연금을 압박하지 않았다면, 국민연금이 본건 합병에 반대표를 던졌을 것이라는 주장입니다.

430. 이러한 주장은 각 단계별로 검토하였을 경우, 그리고 청구인의 종잡을 수 없이 변화를 거듭하는 세 가지 손해배상 이론에 비추어 검토하였을 경우 타당하지 않습니다.

¹⁰⁰¹ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 58 항.

¹⁰⁰² 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 582 항. 위에서 명시한 바와 같이, 현재 청구인은 “순자산가치”를 사용하고 이전에 사용한 “내재가치” 용어에서 조금 벗어나려고 하는데, 이는 내재가치가 완전히 주관적 성격 개념을 강조하기 때문인 것으로 추정되지만, 이러한 변화는 전적으로 용어선택의 변화에 불과합니다. Mr Boulton QC는 이 두 개념을 동일시하는 것으로 보입니다.

¹⁰⁰³ 한국 역시 반박서면, 2019. 9. 27., 제 620-642 항에서의 주장을 고수합니다.

¹⁰⁰⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 505 항.

a. **인과관계 입증에 있어 청구인은 엄격한 입증책임을 충족시켜야 합니다**

431. 우선적으로 청구인은 본 중재판정부에 “가능성 여부 (balance of probability)” 또는 “증거의 우월성 (preponderance of the evidence)”의 입증만을 요구하는 인과관계 입증책임을 부여해줄 것을 요청합니다.¹⁰⁰⁵ 이러한 판단기준에 관해 청구인이 재반박서면에 인용한 사건들은¹⁰⁰⁶ 청구인의 입장을 뒷받침하지 않습니다.

(a) 청구인은 조건적 인과관계 입증책임을 단지 “증거의 우월성”에 지나지 않는다고 주장하기 위해 *Glencore v Colombia* 사건을 들고 있습니다. 하지만 *Glencore* 사건 중재판정부는 인과관계가 아닌 사실인정에 적용되는 입증책임을 다루었습니다.¹⁰⁰⁷ 증거의 우월성을 근거로 사실인정이 될 수 있다는 점에는 논란의 여지가 없으나, 조건적 인과관계는 법률적 판단이지 사실인정의 문제가 아닙니다. *Glencore v Colombia* 사건은 조건적 인과관계를 다루지 않으며, 이러한 점에서 적절한 입증책임을 관해서는 어떠한 의미도 가지지 않습니다.

(b) 청구인은 다시 *Bear Creek Mining v Peru* 사건을 지목하여, 손해액이 가능성 여부 심사에 따라 입증 가능하다는 판정문을 인용합니다.¹⁰⁰⁸ 청구인이 입은 손해액 역시 사실인정의 문제일 뿐, 조건적 인과관계를 입증하기 위해 충족시켜야 하는 입증책임 측면에 있어서는 전혀 의미가 없습니다. *Bear Creek Mining v Peru* 사건 중재판정부는 적절한 입증책임을 대한 논의 없이 간단하게

¹⁰⁰⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 506 항.

¹⁰⁰⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 506 항, 각주 1501 참조.

¹⁰⁰⁷ *Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v Republic of Colombia*, ICSID Case No. ARB/16/6, 판정, 2019. 8. 27., **CLA-121**, 제 668-670 항

¹⁰⁰⁸ *Bear Creek Mining Corporation v Republic of Peru*, ICSID Case No. ARB/14/21, 판정, 2017. 11. 30., **CLA-89**, 제 675 항.

기각한 바 있는 피청구국의 과실상계 주장에 대한 방론으로서 조건적 인과관계를 언급할 뿐입니다.¹⁰⁰⁹

(c) *Gold Reserve v Venezuela* 중재판정부 역시 손해배상액 입증에 적용될 입증책임에 대해 명시적으로 논하였을 뿐이고, 이 경우 본안과 관련된 사실에 대한 입증책임보다 높지 않아야 한다고 하였습니다.¹⁰¹⁰ 이 역시 조건적 인과관계 판단과 관련된 사항들에 대한 입증책임에 있어 별다른 의미를 가지지 않습니다. 중재판정부는 이 기준조차도 어떤 것이 “단지 ‘가능한’” 것이라는 증거로는 입증책임이 충족되지 않는다고 지적하기는 하였습니다만,¹⁰¹¹ *Gold Reserve v Venezuela* 중재판정부가 인과관계를 다루지는 않았습니니다.

(d) 마지막으로, 청구인이 인용한 구절에 오해의 소지가 있긴 하지만,¹⁰¹² *Kardassopoulos v Georgia* 중재판정부 역시 사실인정 또는 손해배상액 산정에 적용되는 입증책임에 대해서만 판시하고 있습니다.¹⁰¹³ 청구인이 논리 보충에 있어 원용하고 있는 다른 사건들과는 달리, *Kardassopoulos* 사건은 조건적 인과관계를 다루고는 있으나, “인과관계와 관련하여 본 중재판정부는 피청구국의 행위가 아니었다면 청구인들이 자신들의 권리에 대한 손해를 입지 않았을 것이라는 데 의문의 여지가 없다고 본다”라고

¹⁰⁰⁹ *Bear Creek Mining Corporation v Republic of Peru*, ICSID Case No. ARB/14/21, 판정, 2017. 11. 30., **CLA-89**, 제 564-569 항.

¹⁰¹⁰ *Gold Reserve Inc. v Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/09/1), 판정, 2014. 9. 22., **CLA-122**, 제 685 항.

¹⁰¹¹ *Gold Reserve Inc. v Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/09/1), 판정, 2014. 9. 22., **CLA-122**, 제 685 항.

¹⁰¹² 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 530 항.

¹⁰¹³ *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v Republic of Georgia*, ICSID Case No. ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정, 2010. 3. 3., **CLA-133**, 제 224-230 항.

단정하였을 뿐입니다.¹⁰¹⁴ 청구인이 자신의 주장을 위해 인용한 다른 모든 사건들에서와 같이, 이 사건 중재판정부도 그러한 인과관계 인정에 요구되는 입증책임에 대하여 아무런 이야기도 하지 않았습니다.

432. 이로써 청구인이 부담하는 인과관계에 대한 입증책임과 관련하여, *Bilcon v Canada* 사건만이 본 중재판정부가 고려해야 할 최선의 해석 지침으로 남게 됩니다. *Chorzów Factory* 사건과 *Bosnian Genocide* 사건에 근거하여, *Bilcon* 중재판정부는 아래와 같이 판단하였습니다.

국제공법 문헌에서는 의무위반과 피해 사이의 인과관계를 증명하는데 있어 높은 수준의 사실적 확실성을 요구한다. 즉, (*Chorzów* 사건에서와 같이) 문제되는 피해가 위반행위로 인해 “거의 확실히” 발생했거나, (*Genocide* 사건의 경우와 같이) 위반행위가 없었다면, 피해를 피할 수 있었을 것이라는 점이 “충분한 수준의 확실성”에 달할 정도라는 증명이 요구된다. *Genocide* 사건의 사실관계가 본 중재의 사실관계와 현저히 다르긴 하였으나, 중요한 유사점이 있다. 본 사건의 중재판정부와 같이, ICJ 는 어느 당사자의 관점에서는 위법 행위가 없었다 해도 동일한 피해가 발생하였을 것이라는 사실적 불확실성에 직면하였다.

중재판정부가 국가의 행위가 “필연적으로” 투자자로 하여금 수익성을 해치는 방식으로 행동하도록 유도했는지 여부를 물었던 *Nordzucker* 사건에서는 훨씬 더 엄격한 접근방식이 확립되었다.¹⁰¹⁵

433. *Bilcon* 사건을 인용함에 있어서 한국은 청구인이 질타하는 바와 같이 단지의 판정례에만 의존하였던 것이 아니라,¹⁰¹⁶ 복수의 구속력 있는 선례를 근거로 *Bilcon* 사건이 명시하였던 기준을 원용하고 있었던

¹⁰¹⁴ *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v Republic of Georgia*, ICSID Case No. ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정, 2010. 3. 3., **CLA-133**, 제 465 항.

¹⁰¹⁵ *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada*, UNCITRAL, 손해배상 판정, 2019. 1. 10., **RLA-90**, 제 110-111 항.

¹⁰¹⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 506 항 참조.

것입니다. 청구인이 선별적으로 고른 사건들과는 달리, *Bilcon* 사건과 거기에 인용된 *Chorzów Factory*, *Bosnian Genocide* 및 *Nordzucker* 사건들은 모두 인과관계의 입증에 적용되는 입증책임의 문제를 직접 다루었으며, 이들 사건은 모두 “가능성 여부” 보다는 엄격한 입증책임이 요구된다는 데 동의하였습니다.¹⁰¹⁷

434. 따라서 청구인의 인과관계에 대한 주장을 고려할 때 본 중재판정부는 청구인이 문제 삼는 한국의 행위가 *아니었다*면 본건 합병은 무산되었을 것이고, 그 즉시 뒤따랐을 것이라고 청구인이 주장하는 대략 80.5%의 주식 가치 증가를 누렸을 것이라는 점에 대한 “높은 수준의 사실적 확실성” 입증책임을 청구인이 부담하도록 하여야 합니다.

b. 국민연금 투자위원회의 본건 합병 관련 의결권 행사 방식에 대한 심사는 국민연금 지침에 따른 것입니다

435. 조건적 인과관계를 입증하기 위해 청구인이 감행한 길고도 난해한 노력의 첫 단계는 청구인이 주장하는 한국의 개입이 없었더라면 국민연금은 본건 합병 관련 표결을 전문위원회에 회부하였을 것이라는 점을 입증하는 것입니다.¹⁰¹⁸ 제 2 장 제 A 절 제 2 관에서 보다 상세히 논의된 바와 같이, 이 주장을 지지하는 증거는 없습니다.

436. 조건적 인과관계 주장을 함에 있어, 청구인은 청구인이 주장하는 한국의 개입이 없었더라도 국민연금이 여전히 본건 합병 의결권 행사 결정을 국민연금 투자위원회로 하여금 심사하도록 지시하였을 것을 입증하는 한국의 반박서면 내 증거를 외면합니다.¹⁰¹⁹ 대신에 청구인은 오로지 그가

¹⁰¹⁷ *Case Concerning the Factory at Chorzów* (Germany v. Poland), 본안 결정, PCIJ Rep. Series A. – No. 17, 1928. 9. 13., **CLA-97**, 제47면 참조; *Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v Serbia and Montenegro)* ICJ Rep 2007, 제43면, **CLA-24**, 제462항; *Nordzucker AG v The Republic of Poland*, UNCITRAL, 제3차 부분 판정 및 최종 판정, 2009. 11. 23., **RLA-126**, 제51항.

¹⁰¹⁸ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 507 항.

¹⁰¹⁹ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 4 장 제 A 절 제 2 관 참조.

왜 한국이 국민연금 투자위원회가 본건 합병 표결 결정을 내리기 원했는지에 대한 (위 제 2 장 제 A 절 제 2 관 (c)에서 신빙성이 떨어진다는 점이 입증된 바 있습니다) 것이라고 주장하는 증거에만 초점을 두고 있습니다.¹⁰²⁰ 이러한 주장은 조건적 인과관계 분석과 무관합니다.

437. 오히려 위 문제를 제대로 분석한다면, 청구인이 문제 삼는 한국의 행위가 없었더라도 국민연금은 여전히 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병을 심의하게 하였을지 여부를 검토하여야 할 것입니다. 그리고 제출된 증거에 비추어 보아, 국민연금은 투자위원회로 하여금 이를 심의하게 하였을 것임을 알 수 있습니다.

438. 첫째, 위와 같은 표결을 규율하는 국민연금 지침은 국민연금 투자위원회가 본건 합병 관련 의결권 행사를 심의할 것을 요구하였습니다. 위 제 2 장 제 A 절 제 2 관 (c)에 상세히 다룬 바와 같이, 국민연금기금 의결권 행사 지침에 “기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사한다”라고 매우 명확하게 규정하고 있어, 처음부터 국민연금 투자위원회가 본건 합병 관련 심의를 할 것이 필수적이라는 데 의심의 여지를 남기지 않습니다.¹⁰²¹ “곤란한” 안건을 전문위원회에 부의할 지 여부를 결정하는 것은 바로 국민연금 투자위원회입니다.¹⁰²² 이 지침의 내용은 국민연금기금운용지침에 완벽히 부합합니다.¹⁰²³

439. 청구인은 재반박서면에서 삼성물산/제일모직 합병 관련 표결이 있기 단지 몇 주 전이었던 2015 년 6 월 국민연금이 SK 합병에서 취하였던

¹⁰²⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 507 항 (한국이 전문위원회는 본건 합병에 반대하고, 국민연금 투자위원회는 찬성할 가능성이 더 높을 것으로 생각했다고 주장하는 부분).

¹⁰²¹ 국민연금기금 의결권행사지침 (C-309 수정 번역본), 2014. 2. 28., R-57, 제 8 조 제 1 항.

¹⁰²² 국민연금기금 의결권행사지침 (C-309 수정 번역본), 2014. 2. 28., R-57, 제 8 조 제 2 항.

¹⁰²³ 국민연금기금운용지침 (C-194 수정 번역본), 2015. 6. 9., R-99, 제 5 조 제 5 항 제 4 호, 제 17 조 제 5 항.

접근방식이 마치 국민연금이 따라야 할 구속력 있는 선례라도 되는 것처럼 계속해서 의존하고 있습니다.¹⁰²⁴ 사실은, 위 주장이 한국의 부적절한 개입이 아니었다면 국민연금이 그 의무를 저버리고 본건 합병 의결을 처음부터 그냥 전문위원회에 넘겼을 것이라는 청구인의 주장의 유일한 근거입니다.

440. SK 합병 사례는 최소 세 가지 이유로 청구인의 인과관계 주장을 뒷받침하지 않습니다.

(a) SK 합병 역시 처음에는 국민연금 투자위원회에서 결정되었습니다.¹⁰²⁵ 해당 건의 경우, 국민연금 투자위원회가 결정을 전문위원회에 부의해야 한다는 책임투자팀의 권고를 받아들이기로 표결하기는 하였지만,¹⁰²⁶ 국민연금 투자위원회가 SK 합병에 대해 먼저 표결했다는 사실에는 변함이 없습니다. 따라서 청구인이 주장하는 한국의 개입과 관계 없이, 삼성물산/제일모직 합병 건에 대해 국민연금 투자위원회가 먼저 표결하였을 것이라는 데에는 의심의 여지가 없습니다.

(b) 본건 합병에 대한 표결 당시, 국민연금이 어떻게 의결권을 행사할지 결정함에 있어 국민연금 투자위원회에 (a) 본건 합병 찬성, (b) 본건 합병 반대, (c) 본건 합병에 대해 국민연금은 중립 유지, (d) 국민연금의 표결 기권 4 가지 안이 주어졌습니다. 각 국민연금 투자위원회 위원은 또한 본 안건에 대해 4 가지 안 중 어느 하나도 지지하지 않기로 선택하여 기권할 수 있었습니다.¹⁰²⁷ 4 가지 안 중

¹⁰²⁴ 예컨대, 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 112 항.

¹⁰²⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 115(e)항 참조; 국민연금 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015. 6. 17., **R-102**.

¹⁰²⁶ 국민연금 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015. 6. 17., **R-102** 참조.

¹⁰²⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노 1886 판결 (C-79 수정 번역본), **R-153**, 제 19 면 (투자위원회 위원들이 “찬성/반대/중립/기권/표결기권 중 하나를 선택하여 기명투표하는 이른바 ‘오픈식 표결 방식’을 고안하였다.”). 실제로, █████은 국민연금의

어느 하나라도 위원회 위원 과반수의 찬성을 득하지 못할 경우 해당 안건이 전문위원회에 부의되는 결과로 이어집니다.¹⁰²⁸

- (c) SK 합병은 향후 모든 합병 사례에서 국민연금이 동일한 방식으로 접근할 것을 강제하는 구속력을 가진 선례를 남긴 것이 아닙니다. 본건 합병 이전 수 십년 동안, 국민연금 투자위원회는 60 건의 합병에 관련한 국민연금의 의결권 행사 방식을 결정하였으며, 그때까지만해도 채벌과 관련된 모든 다른 의결권 행사 방식은 실제로 국민연금 투자위원회가 결정하였습니다.¹⁰²⁹ 오로지 SK 합병 한 경우에서만 국민연금 투자위원회는 결정을 전문위원회에 부의하는 표결을 하였습니다.¹⁰³⁰ 이 유일한 사례가 향후 모든 합병 의결 건에서 국민연금이 동일한 방식으로 접근할 것을 강제하는 구속력을 가진 선례에 해당하고, 그렇기 때문에 청구인이 주장하는 한국의 개입이 아니었다면 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 절대 심의·의결하지 않았을 것이라는 생각은 비합리적이고 비현실적입니다.

441. 둘째, 본 중재판정부가 참고로 삼을 만한 자료는, 문언상 명확한 국민연금 지침과, 단지 한 차례 채택된 접근방식에는 구속력이 없다는 지적만 있는 것은 아닙니다. 증거에 따르면 국민연금은 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 심사하는 것이 절차적으로 적절하다는 결정을 자체적으로 내린 바 있습니다.

본건 합병 의결권 행사 방식 표결에서 기권투표하였습니다. [redacted] 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465.

¹⁰²⁸ 서울지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합 510827 판결, R-20, 제 44 면 (“투자위원회에서 선택한 표결방식은 ‘찬성, 반대, 중립, 기권’ 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 ‘표결기권’이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식이기 때문에 투자위원회에서 찬성 결론을 이끌어내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없었는바 [...]”).

¹⁰²⁹ “합병 안건에 대한 의결권 행사 내역 (2006 ~ 2015 년)”, R-322.

¹⁰³⁰ “기업 합병 때 찬반 결정은 원래 국민연금 투자위의 고유 영역”, 한국경제, 2016. 12. 28., R-150.

(a) 여러 국민연금 관계자들, 국민연금 투자위원회 위원들, 심지어 전문위원회 위원들마저 지침에 따르면 국민연금 투자위원회가 (안건이 너무 곤란하다는 결정과 전문위원회에 안건을 부의하기로 하는 결정을 포함하여) 본건 합병 관련 의결권 행사에 대한 결정을 해야 한다고 증언하였습니다.

(i) [redacted] 전문위원회 위원은 “투자위원회가 판단을 하는 것이 [곤란한 안건인지 여부에 대해서는, 지침] 문구상으로는 맞다고” 생각한다고 증언하였습니다.¹⁰³¹

(ii) [redacted] 국민연금 책임투자팀장은 국민연금 투자위원회에 제시된 표결안이 해당 안건이 전문위원회에 부의될 가능성을 높인 것은 사실이나, 이는 “규정에 더 충실하려고 하다 보니” 그렇게 된 것이라고 증언하였습니다.¹⁰³²

(iii) 국민연금 준법감시실 관계자였던 [redacted]는 표결안이 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 결정하라는 보건복지부의 지시를 이행하기 위한 노력의 일환으로써 채택된 것이 아니며, 이는 지침을 준수하였기 때문이라고 증언하였습니다.¹⁰³³

(iv) [redacted] 국민연금 주식운용실장 겸 국민연금 투자위원회 위원은 “의결권 행사지침의 의미는 국민연금 기금운용본부에 설치한 투자위원회에서 심의 의결을 해서 먼저 결정을 하고 그래도 찬성인지 반대인지 확정이 안 되면

¹⁰³¹ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 19., C-504, 제 40 면.

¹⁰³² [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., C-508, 제 59 면.

¹⁰³³ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판, 2017. 5. 8., C-509, 제 36 면.

그 다음에 전문위원회로 보내라는 것이 정확한 해석일 것 같은데 [...]”라고 증언하였습니다.¹⁰³⁴

(v) [redacted] 국민연금 운용지원실장 겸 국민연금 투자위원회 위원은 “삼성 건을 그렇게 지침에 엄격하게 적용해서 한 것이니까, 사실 그 전에 SK 같은 경우가 지침에 딱 부합한다고 판단하기는 어렵고 관례에 따랐던 것이고 삼성 건은 지침에 엄격하게 적용해야 된다는 이야기가 있어서 그 부분의 해석이 적절한지 준법감시실의 자문을 받고 지침대로 적용해서 진행했던 것”이라고 증언하였습니다.¹⁰³⁵

(vi) [redacted] 운용전략팀장 겸 국민연금 투자위원회 위원은 그와 다른 위원회 위원들은 본건 합병에 관한 표결 방법이 기존 접근방식보다 의결권 행사지침을 더 준수하는 방식이라는 데 동의하였다고 증언하였습니다.¹⁰³⁶

(b) [redacted] 국민연금 운용전략실장 겸 국민연금 투자위원회 위원은 보건복지부에서 국민연금 규정에 따르라는 요청이 있어 의결권 행사지침을 재확인하고 “지침에 충실하여 투자위원회 의결로 확인하는 것이 옳다”고 본인이 판단하였다고 증언하였습니다. 그

¹⁰³⁴ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-291**, 제 45 면.

¹⁰³⁵ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 5., **R-292**, 제 30 면.

¹⁰³⁶ [redacted] 증인신문조서 ([redacted]/[redacted]에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 26., **C-507**. 국민연금 투자위원회 회의에서 수 차례 논의된 바와 같이, 이러한 의결방식은 안건이 “곤란하여” 전문위원회에 부의되어야 하는지 여부를 판단해야 하는 국민연금 투자위원회의 의무에 보다 부합하기도 합니다. 4 가지 중 단 한 가지도 과반수 득표하지 못하면 판단이 곤란한 것입니다. “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 국민연금 기금운용본부 운용전략실, 2015. 7. 10., **R-128**, 제 3 면, 제 14-15 면.

후 그는 이것이 옳은지 준법감시인과 협의하였습니다(물론, 실제로도 옳았습니다).¹⁰³⁷

442. 청구인은 ■■■■■ 전문위원회 위원이 본건 합병이 전문위원회로 넘어와 결정되리라 기대하였다는 점을 강조하기 위해 많은 지면을 할애하였습니다.¹⁰³⁸ 그가 그러한 취지로 증언한 것은 사실입니다만, ■■■■■ 개인의 전문위원회 위원으로서 기대감이 본건 합병이 어떻게 결정되어야 하는지에 대한 의결권 행사지침의 분명한 해석을 대체할 수는 없습니다.¹⁰³⁹ ■■■■■은 안건이 어떤 과정을 통해 특별위원회에 부의되게 되는지에 관해서는 알지 못하는 상태였습니다.¹⁰⁴⁰ (오히려 이 점에 대한 ■■■■■의 증언은, 한국측 사실증인으로서, 그의 확실한 신뢰성을 드러냅니다.)

443. 이렇게 많은 국민연금 직원들, 국민연금 투자위원회 위원들, 전문위원회 위원들이 지침에 따라 국민연금 투자위원회가 본건 합병 관련 의결권 행사 방식을 먼저 결정해야 했음에 동의하는 상황에서, 한국이 부당하게 강요하지 않았다면 국민연금이 국민연금 투자위원회에 부의하였을 가능성이 없었다는 청구인의 근거없는 주장을 인정하는 것은 사실관계를 무시하는 처사라 할 것입니다.

c. 문제되는 위법행위는 국민연금 투자위원회의 판단에 있어 결정적이지 않았습니다

444. 또한 증거는 청구인이 문제 삼는 위법행위가 국민연금이 본건 합병에 찬성한 국민연금 투자위원회 결정에 있어 결정적이었으며, 위 위법행위가

¹⁰³⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (C-79 수정 번역본), **R-153**, 제 44 면.

¹⁰³⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 116 항, 제 118(d)(iii)항, 제 157 항, 제 417 항, 제 419 항.

¹⁰³⁹ 위 제 199-204 항 참조.

¹⁰⁴⁰ ■■■■■ 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13., **RWS-2**, 제 19 항.

없었다면 위원회 위원들이 달리 의결을 하였을 것이라는 점을 입증하지도 않습니다.

445. 재반박서면에서 청구인은 청구인이 주장하는 적정 합병비율 및 시너지 효과가 조작되지 않았더라면 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 반대 표결을 하였을 것이라고 주장합니다.¹⁰⁴¹ 이를 통하여, 청구인은 우선 한국이 국민연금 투자위원회의 개별 위원들이 본건 합병에 찬성 표결을 요구받은 증거가 없으면서 "말꼬리를 잡고 있다"고 주장하고 있습니다.¹⁰⁴² 이것을 두고 말꼬리를 잡고 있다고 볼 수는 없습니다. 실제로 표결을 하는 개별 위원들이 본건 합병을 승인하라는 지시를 받지 않았고, 오히려 본건 합병에 찬성 투표할 의무가 없었으며, 그들이 원하는 대로 자유롭게 투표하였으므로, 청구인이 주장하는 인과관계는 단절됩니다.

446. 증거에 따르면 본건에서 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병과 관련하여 어떻게 표결할지 지시받지 않았으며, 그들이 원하는대로 자유롭게 표결할 수 있었으며, 실제로도 그렇게 하였습니다.¹⁰⁴³ 이로써 청구인의 조건적 인과관계 주장은 실패할 수 밖에 없어집니다.

(a) 증거에 따르면 보건복지부가 단순히 국민연금에게 “투자위원회가 먼저 사안을 심도 있게 심의하고, 투자위원회가 결정을 내릴 수 없는 경우에만 전문위원회에 회부하”라고 지시하였음을 알 수 있습니다.¹⁰⁴⁴ 이는 국민연금 투자위원회가 여전히 본건 합병에

¹⁰⁴¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 2 장 제 3 절 제 4 관 및 제 5 관.

¹⁰⁴² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 110 항.

¹⁰⁴³ ■■■에 대한 최근 공소장은 —한국이 아니라— 삼성 그룹이 “물산의 최대 주주인 국민연금에 대하여는 본건 합병 찬반 여부를 결정하는 투자위원회 위원 설득 등을 통해 찬성 의결권을 확보”하였다고 주장합니다. “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제 30면. 그러나 이러한 목적이 달성되었다거나 국민연금 투자위원회 위원 누군가가 삼성 그룹의 영향력에 따라 의결권을 행사했다는 증거는 없습니다.

¹⁰⁴⁴ 예컨대, ■■■ 증인신문조서 (■■■/■■■에 대한 서울고등법원 재판), 2017. 9. 26., **C-524**, 제 19~21면 (“문: 그 취지를 보면 증인은 ■■■에게 찬성을 하라고 권유하는 것이 아니고 '사회적으로 민감한 이슈라는 이유로 투자위원회가 제대로 된 판단을 하지 않는

찬성 표결을 하지 않고 자유롭게 전문위원회에 부의할 수 있었음을 명확히 보여줍니다.

- (b) 국민연금은 각 위원에게 4 가지 선택지를 부여함으로써 4 가지 선택지 중 하나가 과반수를 차지할 가능성이 떨어지게 됨에 따라 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하기로 결정될 가능성을 낮추고 안건이 전문위원회에 회부될 가능성을 높이는 “오픈식 표결” 방식을 채택하였습니다.¹⁰⁴⁵
- (c) 이 상황에서 청구인은 기껏해야 국민연금 ██████ 본부장이 몇몇 위원회 위원들에게 영향을 미쳤다는 주장을 할 수 있을 뿐이지만, 이조차도 입증하지 못하고 있습니다. 기금운용본부에서의 그의 직위로 인하여 일부 위원회 위원들이 그가 원하는 대로 행동하였을

것은 의결권 행사지침에 반한다. 찬성이든 반대든 투자위원회가 지침에 따라 책임 있는 결정을 내려라' 이런 취지로 이야기하고 있는 것으로 보이는데, 맞는가요. 답: 기본 취지는 투자위원회에서 먼저 판단을 하고, 거기에 따라서 결론이 나지 않으면 의결권행사전문위원회에 올리는 것이 맞다는 취지로 말씀을 드렸습니다. [...] 문: 왜 장관 의중을 알았음에도 ██████에게 '삼성 합병에 찬성'하라고 이야기 안 하는가요. 답: 투자위원회 차원에서 하는 것이 아마 12 명의 위원님들이 모여서 표결을 해서 결정하는 것이어서 저희가 인위적인 방향으로 할 수는 없었다라고 실무적으로는 생각했던 것 같습니다. 문: 아무리 장관이 삼성 합병에 찬성이라는 의중을 가졌다고 하더라도 실무진에서 투자위원회에서 찬성하라고 이야기 할 수는 없다는 것은 잘 알고 있는 것 아닌가요. 답: 위원회에서 결정하는 사항이기 때문에... 문: 결국은 실무진에서 이야기할 수 있는 내용은 규정에 보다 충실하게 잘 따라서 책임 있게 결정해 달라, 그것이 실무진 이야기할 수 있는 한계 아닌가요. 답: 예. 그렇게 생각합니다. [...] 문: 의결권 행사 지침에 따라서 투자위원회에 책임감을 가지고 실질적으로 판단하고, 그래도 찬성 반대가 안 되면 전문위원회로 보내라는 것이 복지부의 요구사항이었지요. 답: 7 월 6 일에 그렇게 말씀하신 것으로 기억합니다.") 참조; ██████ 피고인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 17., C-511, 제 113 면 (“문: 피고인이 그날의 회의 내용을 한마디로 정리를 한 것이 "██████ 국장이 삼성 합병 건에 대해 전문위원회로 가지 말고 투자위원회에서 먼저 결정하라고 한 것으로 기억합니다."라고 진술하였지요. 답: 예, 그렇습니다. 문: 위 진술의 취지가 '전문위원회로 보내지 말라'는 것인가요, 아니면 '투자위원회에서 먼저 결정하고 그래도 안 되면 전문위원회로 보내라'는 뜻인가요. 답: 심의하고 나서 결론이 나지 않으면 전문위원회로 가라는 취지였습니다.

¹⁰⁴⁵ 예컨대, ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 36., C-508, 제 59 면 (██████은 “확률상으로 좀 더 전문위원회로 부의될 가능성이 더 많이 열려 있는 것은 사실입니다.”라고 증언함); ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 5. 8., C-509, 제 36 면 (██████는 보건복지부의 지시를 이행하기 위하여 오픈식 표결 방식이 고안된 것이 아니라고 증언함).

것이라는 추측은, ██████이 실제로 그러한 수단을 사용하였다거나 그러한 수단의 사용이 효과적이었다는 증거가 없으므로, 아무런 의미가 없습니다.¹⁰⁴⁶ 그리고 ██████ 본부장이 회의에서 대화를 나누는 위원들 누구도 그가 찬성 표결을 하도록 압력을 행사하였다거나, 그와의 짧은 대화로 인하여 조금이라도 영향을 받았다고 주장하고 있지 않습니다.¹⁰⁴⁷

447. 적정 합병비율과 시너지 효과의 조작 혐의에 대한 청구인의 주장 또한 입증되지 않았습니다.

448. 첫째, 증거에 따르면 위와 관련된 수치들은 국민연금 투자위원회 위원들의 본건 합병 승인 찬성 표결에 있어 결정적이지 않았습니다.¹⁰⁴⁸

(a) 위원회 위원들은 삼성 그룹 내 17개 회사에 걸친 국민연금의 투자 포트폴리오를 고려하였고, 이러한 투자에 대한 본건 합병에 따른 장기적인 이익이 국민연금의 의사결정에 있어 중요한 요소였습니다.¹⁰⁴⁹

(b) 위원회 위원들은 “[삼성물산]의 저평가로 인한 손해의 발생 가능성이 우려되면서도 기금 보유 주식의 약 25%에 달하는 삼성 포트폴리오의 수익성 등도 고려할 필요가 있어 찬성과 반대를 쉽게 결정하기 어려웠던 것으로 보”입니다.¹⁰⁵⁰

(c) 실제로 위원회 위원들은 적정 합병비율과 시너지 효과의 조작 혐의에 이의를 제기하였습니다. 예컨대, 기금운용본부

¹⁰⁴⁶ 위 제 3 장 제 1 절 제 2 관 (g) 참조.

¹⁰⁴⁷ 위 제 3 장 제 1 절 제 2 관 (g) 참조. ██████ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-463, 제 4 면; ██████ 특검 진술조서, 2016. 12. 26., C-465, 제 7 면 참조.

¹⁰⁴⁸ 위 제 3 장 제 1 절 제 2 관 (d) 및 (e) 참조.

¹⁰⁴⁹ 예컨대, ██████ 증인신문조서 (██████/██████에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 4. 17., C-502; 반박서면, 2019. 9. 27., 제 448 항 참조.

¹⁰⁵⁰ 2017. 6. 8. 선고 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183 (병합) 판결, C-69, 제 67 면

리스크관리센터장 █████은 다른 위원들에게 본건 합병이 가져올 수 있는 향후 전망과 이것이 국민연금의 투자 가치에 어떤 영향을 줄 수 있는지에 대한 평가에 “한계”가 존재하고 검증이 “곤란”하다고 말하였습니다.¹⁰⁵¹

449. 둘째, 증거에 따르면, 청구인이 주장하는 조작이 없었다고 하더라도, 동일하거나 유사한 수치가 국민연금 투자위원회 위원들에게 제시될 수 있었습니다.¹⁰⁵² 앞서 설명드린 바와 같이,

(a) ISS, KPMG 와 Ernst & Young 의 애널리스트들은 각각 1:1.21 부터 1:0.41 내지 1:1.61 까지 광범위하고 다양한 “적정” 합병비율을 도출하였으며, ¹⁰⁵³ 여기에는 국민연금이 계산한 1:0.46 도 포함됩니다.

(b) 한화투자증권은 삼성물산의 계열사 지분에 50%의 할인율을 적용하였고, 여러 회사들은 삼성바이오로직스의 가치를 약 8 조 원으로 평가하였는데, 두 수치는 국민연금의 41% 할인율과 삼성바이오로직스의 가치평가액 6.6 조 원보다 큰 수치입니다.¹⁰⁵⁴

(c) 시장에서의 증거는 시장 참가자들이 본건 합병이 시너지를 창출할 것으로 예상하였음을 보여줍니다.¹⁰⁵⁵

450. 국민연금 투자위원회 위원들이 결정 당시 소위 허위의 계산에 큰 비중을 두지 않은 점, 청구인이 주장하는 조작 없이도 위원회 위원들에게 동일하거나 유사한 수치가 제공되었을 것이라는 점에 비추어 볼 때, 청구인은 그가 주장하는 이와 같은 두 가지 정보의 조작이 없었다면

¹⁰⁵¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 제 11 면.

¹⁰⁵² 위 제 3 장 제 1 절 제 2 관 (e)(ii)항 참조.

¹⁰⁵³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 439 항.

¹⁰⁵⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 440-442 항 참조.

¹⁰⁵⁵ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 3 장 제 5 절 제 1 관.

국민연금 투자위원회의 결정이 바뀌었을 것이라는 점을 입증하지 못합니다.

d. 전문위원회가 본건 합병에 반대하였을 것이라고 장담할 수도 없습니다

451. 또한 청구인은 한국의 소위 개입 행위가 없었다면, 전문위원회가 본건 합병에 반대 표결하였을 것이고, 국민연금이 이에 따라 합병에 반대 표결하였을 것임을 입증하지 못합니다.
452. 실제로, 청구인은 자신의 재반박서면에서 전문위원회가 본건 합병에 반대하였을 것임을 주장하려고 하지도 않았습니다. 청구인은 기껏해야 소위 “의결권행사전문위원회가 본건 합병에 찬성할 것이라고 보장할 수 없다는 결론”을 내린 보건복지부 보고서를 인용할 뿐입니다.¹⁰⁵⁶
453. 한국이 반박서면에서 밝힌 바와 같이, 국민연금 투자위원회의 2015년 7월 10일 표결 전에 전문위원회에 안건이 부의될 경우 나타날 결과는 전적으로 불확실했으며, 청구인은 이를 반박하지 못하고 있습니다 (위원회 9인 중 최소 4인, 한때 5인이 본건 합병의 찬성을 표명하였음).¹⁰⁵⁷ 찬성에서 반대로 입장을 바꿨다고 알려진 전문위원회 위원은 █████이었는데, 그는 본 중재절차에 제출한 제 1차 진술서에서 이러한 예측을 담은 보고서는 근거 없으며, 당시에 그는 전문위원회에 회부된다면 본건 합병에 어떻게 투표할지 아직 결정하지 않았었음을 명확히 하였습니다.¹⁰⁵⁸ 따라서, 국민연금 투자위원회에서의 투표 당시에, 전문위원회의 투표는 4인 찬성, 3인 반대, 1인 기권 예정, 1인 미결정 상태이었으며, 이마저도 다른 위원들의 입장에 관한 위 보고서의 추측이

¹⁰⁵⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 355(g)항 (강조 추가) (██████ 증인신문조서 (██████/██████)에 대한 서울중앙지방법원 재판), 2017. 3. 22., C-496, 제 14~15면 인용).

¹⁰⁵⁷ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 472항. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (증거 C-79의 수정 번역본), R-153, 17면 참조.

¹⁰⁵⁸ █████ 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 29-30항.

■■■■의 입장에 대한 추측보다 정확했다는 전제 하에서나 성립하는 것입니다.

454. 또한 청구인은 전문위원회 표결의 예측불가능성에 대한 ■■■■의 증언에 대하여 실질적 답변을 제공하지 못하고 있습니다. 그는 “[본건 합병 절차의 위법성이 없다는] 법원과 달리 판단하는 것이 쉽지 않을 것이라는 것이 잠정적 저의 개인적인 의견이었지만 [...] 전문위원회의 그간의 심의과정에 비추어 볼 때 누구도 확실한 예측은 불가능했습니다”라고 명확히 밝혔습니다.¹⁰⁵⁹ ■■■■은 자신의 제 2 차 진술서에서 “청구인이 전문위원회가 본건 합병에 반대 표결을하기로 결정할 것이라는 “확실성”이 있었다고 주장하는 부분에 있어서는 저는 전적으로 동의하지 않는 바입니다”라고 반복하였습니다.¹⁰⁶⁰ 그 증언은 청구인의 인과관계에 관한 주장과 배치됩니다.

455. 또한, ■■■■은 두 합병 사이에 차이점이 있기 때문에 전문위원회가 SK 합병 건에서 “그랬던 것과 마찬가지로” 삼성물산과 제일모직의 합병에 반대투표하지는 않았을 것이라고 설명합니다.

또한, 저는 전문위원회가 "SK 합병 건에서 그랬던 것과 마찬가지로" 본건 합병에 대해 표결하였을 것이라는 점에 대해서도 동의하지 않습니다 (반박서면, 제 508e 항). 전문위원회는 모든 합병을 각 사안 고유의 사실관계와 합병에 따른 실익을 고려하여 심의합니다. 저는 SK 합병과 본건 합병의 사정이 달랐던 것으로 기억합니다. 예컨대, 제가 알기로는 저의 1 차 증인진술서 제 15 항 및 제 33 항에 기재된 SK 합병에서의 자사주 이슈가 본건 합병에서는 존재하지 않았습니니다. 또한 본건 합병에 대한 주주 표결이 있기 이전에 본건 합병에서 논란이 제기되었던 사안들에 관한 법원 결정이 있었습니다. 해당 결정에서 서울중앙지방법원은 본건 합병 절차 또는 합병회사 주식으로 교환될 삼성물산 및 제일모직의 주식 수를 결정하는 데 있어 어떠한 위법도 없었다고 판단하였습니다. 그런데 SK 합병의 경우, 이처럼

¹⁰⁵⁹ ■■■■ 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 34 항.

¹⁰⁶⁰ ■■■■ 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13., RWS2, 제 4 항. 제 5 항도 참조.

합병 조건의 적법성을 확인한 어떠한 법원의 판단도 없었던 것으로 기억합니다.¹⁰⁶¹

456. 실제로, 한국의 개입이 *없었다*라면 전문위원회가 합병에 반대 표결을 하였을 것이라고 인정할 증거는 없습니다. 유일한 증거인 전문위원회의 부동층 (swing voter)이었다고 알려진 ████████의 증언에 따르면, 전문위원회의 표결 결과를 정확하게 예측하기란 불가능했습니다.
457. 결국, 청구인의 주장은 보건복지부가 국민연금 투자위원회보다 전문위원회에서 더 본건 합병에 반대할 가능성이 높다고 우려하였다는 것에 불과합니다.¹⁰⁶² 이는 “증거 우위의 증명”이라는 덜 엄격한 기준으로 판단하더라도, 청구인이 부담하는 인과관계에 관한 입증책임을 충족하였다고 판단하기에는 한참 부족합니다.

e. 본건 합병은 국민연금이 반대 표결을 하는 경우에도 여전히 승인될 수 있었습니다

458. 한국은 반박서면에서 국민연금의 삼성물산 지분 11.21%가 본건 합병을 단독으로 성사시키기에는 크게 부족하였고,¹⁰⁶³ 국민연금이 본건 합병에 반대하거나 기권할 경우에도 여전히 본건 합병의 승인이 이루어질 수 있었음을 입증하였습니다.¹⁰⁶⁴
459. 이를 다투기 위한 청구인의 답변은 국민연금이 “캐스팅 보트”를 갖고 있었을 뿐만 아니라 (이는 반박서면에서 충분히 다루어진 설득력 없는 주장임¹⁰⁶⁵) 그 입장이 다른 소수주주들에게 영향을 줌으로써, 국민연금이 자신의 지분을 초월하는 영향력을 가졌다는 것입니다.¹⁰⁶⁶ 이에 대한

¹⁰⁶¹ ████████ 제 2 차 증인진술서, 2020. 11. 13., RWS-2, 제 6 항.

¹⁰⁶² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 108 항.

¹⁰⁶³ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 411-413 항.

¹⁰⁶⁴ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 420 항.

¹⁰⁶⁵ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 411-422 항. 위 제 274 항 참조.

¹⁰⁶⁶ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 162 항.

근거는 없으며,¹⁰⁶⁷ 오히려 청구인은 다른 부분에서 삼성 그룹이 주주들과 시장 애널리스트들에 대한 막대한 영향력을 가지고 있고,¹⁰⁶⁸ 국민연금의 지지가 없었더라도 삼성 그룹이 다른 곳에서 충분한 지지를 확보했을 가능성이 훨씬 높다고 주장한 바 있습니다.¹⁰⁶⁹

460. 청구인이 문제 삼는 한국 측의 방해가 없었더라도, 삼성 그룹이 (a) 국민연금의 표결에 영향을 미칠 수 있는 자체적인 노력을 기울이거나, (b) 국민연금의 반대에도 불구하고 본건 합병이 승인되도록 다른 주주들을 움직일 방법을 찾았을 가능성이 높은 점에 비추어볼 때, 문제 되는 한국의 행위가 본건 합병의 원인임을 입증할 수 없습니다.

f. 본건 합병이 부결된다 하여도 삼성물산 주가가 시장가격 수준으로 책정된 이유들이 모두 없어지지 않는 것을 입증합니다

461. 마지막으로, 그리고 가장 근본적으로, 청구인은 본건 합병이 통과되지 않았다면, EALP 가 자신의 주식에 부여한 모든 “내재가치”(또는 이제

¹⁰⁶⁷ 위 제 273 항 참조.

¹⁰⁶⁸ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 66 항.

¹⁰⁶⁹ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제 62 항 참조 (“삼성은 [redacted] 과 삼성 일가의 명령에 따라 합병을 성공적으로 완수해 낼 수 있었는데, 이는 단순히 삼성 일가와 삼성 관계인들의 지분을 통한 직접적인 의결권 행사를 통해서가 아닌, 정치인들의 힘을 빌리고 해외 투자자들에 대한 부정적인 인식을 가지도록 여론을 조종하여 이뤄낸 것이었습니다. 이는 삼성 일가 지배권의 사적 이익을 높은 사회정치적 지위 및 국내 제도적 환경에의 영향력이라는 형태로 반영하는데 [...]”).

실제로, [redacted] 에 대한 최근 공소장에서는 “합병 성사를 위해 국민연금을 설득하고 우호적 관계를 유지하여야 한다”는 삼성 그룹 측의 우려를 확인하고, [redacted] 과 다른 삼성 그룹 임원들이 국민연금 등으로부터 본건 합병을 승인하기에 충분한 의결권을 확보하기 위한 여러 조치를 취하였다는 혐의가 제기됩니다.

이에 위 피고들은 국민연금 등 물산 주주들의 합병 찬성 및 주식매수청구권 행사 최소화를 목적으로 '주가 악재를 양사 1 분기 실적에 반영하거나 합병 이사회 전에 공개하여 주가에 먼저 반영시켜 주가를 낮춘 후, 에피스 나스닥 상장 추진 계획 또는 물산의 건설 수주 발표 등 주가 호재를 합병 이사회 후인 7~8 월에 집중시켜 주가를 부양'하는 방법을 활용하여 합병 이사회 직후부터 주식매수청구 기간까지 양사 주가가 상승하는 추세를 조정하기로 하였다.

“[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제 20 면.

청구인이 “순자산가치”라 부르는 것)를 실현하였을 것을 입증하지 못하였고, 입증할 수도 없습니다. 이러한 쟁점은 Mr Boulton QC 나 Milhaupt 교수의 보고서에 대한 Dow 교수와 배기홍 교수의 답변의 해당 부분에서 자세히 논의되므로, 한국은 여기서 이를 간단히만 요약하겠습니다.

462. 청구인은 먼저 중재통보 및 청구서면에서 자신이 삼성물산 주식의 숨은 가치를 고유한 방식으로 “실현할” 수 있고 위 지분으로부터 다른 시장 참가자들이 실현할 수 없는 이익을 실현할 수 있다고 주장하였습니다.¹⁰⁷⁰ 이제는 청구인은 재반박서면에서 이러한 주장을 대부분 포기하고, 본건 합병의 부결이 전체적인 이른바 할인을 제거하여 숨겨진 가치를 드러내는 촉매라고 주장합니다.¹⁰⁷¹ 그렇기 때문에, 처음에 재반박서면은 코리아 디스카운트 (Mr Boulton QC 의 견해에서는 “추가 디스카운트”)뿐만 아니라, Mr Boulton QC가 계산한 결과 지속될 것이라 결론 내린 지주회사 디스카운트를 제거할 수 있다면서, 삼성 그룹이 전적으로 채택하였을 것이라고 청구인이 명확한 근거 없이 주장하는¹⁰⁷² 삼성 그룹 전체의

¹⁰⁷⁰ 중재통보 및 청구서면, 2018. 7. 12., 제 20-21 항.

¹⁰⁷¹ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 591 항 참조.

¹⁰⁷² 청구인은 이러한 계획이 채택될 것이라는 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여 아무 것도 제시하지 않을 뿐만 아니라, 최근 ████████에 대한 공소장에 따르면 삼성 그룹이 오랫동안 유사한 계획들을 검토한 후 이들을 기각하고 본건 합병을 선택하였음을 알 수 있습니다. “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., R-316, 제 15 면 (피고인 ████████, 피고인 ████████, 피고인 ████████, 피고인 ████████은 2013.경 그룹 내 건설 계열사들을 통합하는 방안을 검토하기 시작하여, 그 때부터 2014. 6.경까지 물산, 엔지니어링, 삼성중공업 (이하 '중공업'), 삼성테크윈 4 개사의 건설플랜트 부문을 통합하는 방안, 2014년 하반기에 엔지니어링, 중공업을 합병한 다음 2015년 상반기에 물산 건설부문을 물적 분할한 후 3사를 합병하는 방안 등을 검토하고 있었다.

“그러나 위 피고인들은 2014. 7. 초순경 모직 (2014. 7. 4. 에버랜드가 사명 변경)과 물산의 합병을 위해 위 3사 합병 방안을 재점검하면서, 중건설 사업 시너지를 위해서는 위 3사 합병이 적정하나 물산의 건설부문을 분할하면 향후 모직 물산 합병법인의 영위 사업이 취약해지는 문제가 있다는 등 이유로 물산 건설부문의 물적 분할 및 합병 계획은 보류한 채 엔지니어링과 중공업의 합병을 추진하기로 하는 등, 모직-물산 합병법인의 이익을 핵심 요소로 고려하여 기존의 건설 분야 통합방안을 변경하였다.”) 참조.

구조개편 계획을 EALP 가 갖고 있음을 주장하였습니다.¹⁰⁷³ 이는 (Mr Boulton QC 나 Milhaupt 교수를 포함하더라도) 아무런 근거 없는 상상에 불과하므로 배척되어야 합니다.

463. 이후에 청구인은 수정 청구서면에서, 자신은 삼성물산 주식의 숨겨진 가치를 실현시키기 위한 행위를 취할 필요가 없다고 주장하였습니다. 즉, 그 가치는 시간이 지나면 “정도의 차이는 있어도 자연스럽게” 실현되었을 것이라는 주장입니다.¹⁰⁷⁴ 이 역시 상상에 불과하며, 청구인도 이러한 주장을 포기한 것으로 보입니다. 무엇보다도, 문제되는 한국의 행위가 없었다면 삼성물산의 주가가 언젠가는 최종적으로 Mr Boulton QC 가 계산한 순자산가치에 도달할 것이라는 주장을 뒷받침하는 어떠한 근거도 없습니다.

464. 마지막으로, 앞서 언급했듯이, 손해의 인과관계에 관하여 청구인이 새롭게 제시한, 현재 일차적인 것으로 보이는 주장은 Mr Boulton QC 가 본 중재를 위하여 산정한 주가와 순자산가치 사이의 할인이 본건 합병의 부결과 동시에 완전히 소멸하였을 것이라는 주장입니다.¹⁰⁷⁵ 이러한 결론은 본건 합병의 부결과 궁극적으로 할인을 줄일 수 있는 “하나의 중요한 단계”라는 Milhaupt 교수의 훨씬 소극적인 결론과 모순됩니다. Dow 교수와 배기홍 교수가 확실히 입증한 바와 같이,¹⁰⁷⁶ 문제되는 한국의 행위가 없었다면 본건 합병의 부결과 청구인이 주장하는 손해액을 즉시, 그리고 완전히 실현할 수 있을 것이라는 주장을 본 중재판정부가 인정할 근거는 전혀 없습니다.

¹⁰⁷³ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 597 항.

¹⁰⁷⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 16 항.

¹⁰⁷⁵ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제 592-595 항.

¹⁰⁷⁶ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 3 장 제 2 절; 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제 76-82 항.

2. 문제되는 한국의 행위는 청구인이 주장하는 손해의 주된 원인이 아니었습니다

465. 수정 청구서면에서는 상당인과관계의 핵심 요소를 전적으로 무시한 후, 청구인은 재반박서면에 와서야 (앞서 입증이 불가능한 것으로 판명된 조건적 인과관계를 일단 입증할 수 있음을 전제로) 문제 되는 한국의 행위와 청구인이 주장하는 손해의 상당인과관계 또한 입증해야 한다는 점을 시인하였습니다.¹⁰⁷⁷

a. 문제되는 행위와 손해 사이의 “명백하고 단절되지 않은 연관관계”의 입증이 적절한 법적 판단기준입니다

466. 한국이 반박서면에서 밝힌 바와 같이, 손해에 관한 상당인과관계는 “그 손해의 발생에 개입하는 원인이 존재하지 않아야 한다. [...] 청구인은 최종적이고 직접적인 행위, 즉각적 원인, [...]이 추월적 원인이 되지 않았으며 상당인과관계가 존재함을 입증해야 한다”는 원리에 의합니다.¹⁰⁷⁸ 나아가, “충분한 인과관계”에 더하여, 청구인은 협정을 위반하였다고 주장되는 한국의 행위가 그가 주장하는 손해의 “주된 원인”임을 증명해야 합니다.¹⁰⁷⁹ 나아가, 한국이 협정을 준수한 절차로 인해서도 동일한 결과가 발생할 수 있음을 입증하는 경우, 손해배상은 인정되지 않습니다.¹⁰⁸⁰ 이와 같은 두번째 판단기준은 한국이 조건적 인과관계에 관하여 조약을 준수한 절차에 따르더라도 본건 합병의 승인을 도출할 수 있었다고 이미 입증함에 따라 충족되었습니다.

¹⁰⁷⁷ 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 504 항 참조.

¹⁰⁷⁸ 반박서면, 2019. 9. 27., 제 625 항 (*Ronald S. Lauder v The Czech Republic* (UNCITRAL), 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-20**, 제 234 항 인용).

¹⁰⁷⁹ *Ioan Micula, Viorel Micula, S.C. European Food S.A, S.C. Starmill S.R.L. and S.C. Multipack S.R.L. v Romania* (ICSID Case No. ARB/05/20), 최종 판정, 2013. 12. 11., **RLA-130**, 제 1137 항 참조.

¹⁰⁸⁰ *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019. 1. 10., **RLA-90**, 제 168-176 항 참조.

467. 첫번째 판단기준과 관련하여, 청구인은 한국이 “적용 가능한 법적 기준을 왜곡”한다고 주장하지만, 구체적으로 어떻게 왜곡하였는지에 관하여 언급하지 않으며 “본건 합병이 한국의 위법한 조치들로 인한 *예측가능한* 결과일 뿐만 아니라 *의도된 결과*”라고 단정짓고, 이것만으로도 충분함이 명백하다고 주장할 뿐입니다.¹⁰⁸¹
468. 이러한 주장은 문제되는 행위와 손해 주장이 얼마나 동떨어진 것인지를 보여줍니다. 국가가 의도적으로 피해를 발생시킨 것이 근접성 판단에 고려될 수 있는 요소이지만,¹⁰⁸² 청구인이 상당인과관계에 대한 논의에서 인용하는 법률문헌은 그 “의도”만으로도 상당인과관계를 증명하기에 충분하다고 보지 않습니다. 예측가능성 분석과 관련하여, 이는 개입적 원인이 인과관계를 단절시킬 수 있다는 사실에 우선하지 않으며, 단지 손해가 너무 동떨어지지 않는지 여부를 판단하는 데 있어 본 중재판정부가 고려할 수 있는 잠재적인 지름길을 제공할 뿐입니다.¹⁰⁸³
469. 따라서 본 중재판정부는 여전히 청구인에게 대한민국의 문제 되는 행위와 청구인이 주장하는 손해 사이의 명백하고 단절되지 않은 연결관계를 보여줄 것을 요구해야 합니다. 실제로, 청구인은 중간에 개입하는 사건이 인과관계를 단절시켜 자신의 청구를 기각시킬 것이라는 점을 인정함으로써 이러한 기준을 묵시적으로 승인하고 있습니다.¹⁰⁸⁴

¹⁰⁸¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 521 항(원문 내 강조).

¹⁰⁸² 국제법위원회의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정 (주석 포함), *ILC 연감* 2001/II(2), 31, **CLA-38**, 제 31 조, 주석 제 10 항.

¹⁰⁸³ 예컨대, *Eritrea-Ethiopia Claims Commission*, 예비 판정 No. 7, UN, 26 Rep. of Intl. Arb. Awards 10, 2007. 7. 27., **CLA-116**, 제 13 항 참조 (인과관계를 판단함에 있어서, 본 위원회는 “특정 손해가 합리적으로 예견 가능하였는지 여부에 중점을 둔다”고 판시하는 부분) 참조.

¹⁰⁸⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 523 항 .

b. 이른바 본건 합병비율의 조작과 그 밖의 할인 사유들은 인과관계를 단절시키는 개입적 행위에 해당합니다.

470. 반박서면에서 한국은 본건 합병비율로 인해 청구인에게 손해가 발생했다는 점을 밝혔습니다. 수정 청구서면이 "본건 합병비율이 삼성물산 주식의 내재가치를 반영하지 못하고 있었기에 삼성물산 주주들에게 상당한 손해를 야기할 수 밖에 없었습니다"¹⁰⁸⁵ 및 "이로 인하여, 엘리엇과 같은 기존 삼성물산 주주들의 입장에서는 삼성물산에 대한 투자지분의 내재 가치를 불가역적으로 박탈당하게 되었습니다"와 같이 이러한 효과에 관한 주장으로 가득 차있다는 점을 고려할 때, 청구인 또한 이러한 점에는 이견이 없을 것입니다.¹⁰⁸⁶ 이는 청구인이 재반박서면에서 "불공정한 합병비율로 인한 가치이전이 [...] 청구인이 본 중재에서 배상을 구하고 있는 손해"라고 단정적으로 주장하는 점에서 확인할 수 있습니다.¹⁰⁸⁷
471. 따라서 청구인의 논리에서 본건 합병비율이 청구인이 주장하는 손해의 원인이라는 것은 반론의 여지가 없습니다.
472. 그렇다면, 한국의 문제되는 행위가 본건 합병비율을 야기하였는지, 또는 청구인이 입었다고 주장하는 손해의 개입적 원인이었는지 여부가 문제 됩니다. 이에 대한 답변은 명백합니다. "파괴적인" 본건 합병비율¹⁰⁸⁸은 대한민국이 그 근거를 제공하지 않은 청구인의 손해에 대한 개입적 원인입니다.

¹⁰⁸⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 28 항.

¹⁰⁸⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 44 항.

¹⁰⁸⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 20 항.

¹⁰⁸⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 39 항.

i. 청구인이 주장하는 손해를 초래한 것은 합병 그 자체가 아니라, 본건 합병비율입니다

473. 청구인이 그 재반박서면에서 “본건 합병 조건에 따르면 삼성물산에 대한 청구인의 투자 가치를 훼손하게 될 것”이라고 서술함에 있어서¹⁰⁸⁹ 조건이 의미하는 것은 본건 합병비율입니다. 본건 합병의 문제점은 청구인 측의 견해에 따르면 “편파적인 합병비율”에 전적으로 기인한 것이며, 그에 따라 “편파적인 합병 비율로 인하여 제일모직 주주들은 삼성물산 주주들의 직접 비용으로 본건 합병을 통해 막대한 이익을 거두게 될 것”이었습니다.¹⁰⁹⁰

474. 실제로, 수정 청구서면에서 청구인은 “적정” 합병비율에 따른 합병은 지지하였을 것임을 분명히 하였고,¹⁰⁹¹ 이제는 재반박서면에서 자신이 삼성물산과 제일모직의 합병이 포함된 삼성 그룹 구조개편 계획을 개발했다고 주장합니다.¹⁰⁹² 이것은 실제로 EALP와 다른 본건 합병 반대 주주들이 제기한 소송의 전체적인 쟁점이었습니다. 이들의 주장은 두 회사가 합병되어서는 안된다는 것이 아니라, 본건 합병비율을 조정할 필요가 있다는 것이었습니다.¹⁰⁹³

475. 나아가 청구인은 재반박서면에서 “청구인에게 손해를 야기한 조건들에 의한 본건 합병의 승인”이 쟁점이라고 주장합니다.¹⁰⁹⁴ 이는 “청구인의

¹⁰⁸⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 62 항.

¹⁰⁹⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 71 항.

¹⁰⁹¹ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 47 항 참조; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서신(삭제편집본), 2015. 6. 3., C-187, 제 1 면 참조 (“그 조건이 본건 회사의 주식 가치를 완전히 인식할 수 있도록 변경되지 않는 한, 엘리엇과 그 관계사는 본건 합병 제안에 반대표를 행사하고자 하며, [...]”). (강조 추가).

¹⁰⁹² 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 54 항.

¹⁰⁹³ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 52 항 참조.

¹⁰⁹⁴ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 501(d)항.

손해를 유발한” 본건 합병의 조건(즉, 본건 합병 그 자체가 아니라 본건 합병비율)이 쟁점이었음을 다시 한번 상기시킵니다.

476. 청구인 스스로도 본건 합병비율이 자신의 손해의 원인임을 명확히 하였음에도 불구하고, 청구인이 본건 합병비율과 본건 합병에 대한 의결권 행사를 연관시켜 한국에게 배상을 청구하기 위해서는, 여전히 이들이 어떻게 관련되는지를 설명할 필요가 있습니다.
477. 청구인은 이와 같은 파괴적인 본건 합병비율로 본건 합병이 승인되면서 인과관계가 완성되었다고 주장합니다. 이는 말이 안됩니다. 그 손해가 실제로 발생하기 전에는 인과관계가 완성될 수 없습니다.¹⁰⁹⁵ 국민연금이 본건 합병 승인에 찬성 표결을 한 2015년 7월 17일에는 청구인에게 아무런 손해도 발생하지 않았습니다. 청구인은 해당 일자에 자신이 주장하는 손해의 발생이 불가피하게 되었다고 주장할 수는 있으나, 이것은 정확하지 않습니다. 청구인과 삼성물산의 소수주주들은 2015년 7월 17일 표결 이후에도 그들이 예상한 손해를 감소시키거나 제거할 수 있는 소송을 계속 진행하였습니다.¹⁰⁹⁶ 청구인은 2015년 9월경 주식의 교환에 있어 본건 합병비율이 실제로 적용될 때까지 어떠한 손해도 입지 않았습니다.¹⁰⁹⁷
478. 따라서, 청구인이 주장하는 손해는 본건 합병비율이 승인된 2015. 7. 17.자 표결 이후에야 발생하였습니다. 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결에 관하여 말할 수 있는 최대한은 국민연금이 본건 합병비율을 “수용”하였다는 것입니다. 그러나 이는 본건 합병비율을 *야기하지*는 않았고, 아래 항목에서 논의되는 바와 같이 본건 합병비율 (한국의 다른

¹⁰⁹⁵ 예컨대, *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v United Republic of Tanzania* (ICSID Case No. ARB/05/22), 2008. 7. 24.자 중재판정, **RLA-40**, 제 787 항, 제 804-805 항 참조.

¹⁰⁹⁶ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 257 항 참조.

¹⁰⁹⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 136 항, 제 260 항 참조.

행위 포함)로부터 초래되었다고 주장하는 손해를 유발하지도 않았습니니다.¹⁰⁹⁸

ii. 한국은 본건 합병비율을 야기하지 않았습니니다.

479. 청구인은 한국이 본건 합병비율이 결과적으로 정해진 수준을 야기하였다고 주장하지 않습니다. 증거와 청구인 스스로의 주장에서도 한국이 본건 합병비율을 야기하지 않았다는 점에 대해서는 의문의 여지가 없다는 측면에서, 이는 놀라운 일이 아닙니다.

(a) 본건 합병비율은 청구인 스스로 진술한 바와 같이, 상장회사에 대하여 “합병비율은 합병 발표 이전 1 개월간 각 회사의 평균주가를 기준으로 산정”되어야 한다는 한국 자본시장법이 정하는 공식에 따라 결정되었습니다.¹⁰⁹⁹

(b) 한국 법원은 본건 합병을 막기 위하여 EALP 및 기타 삼성물산 주주들이 제기한 소송에서, 본건 합병비율은 법정 요건에 따라 적절하게 산정되었으며, 이러한 요건이 합헌이라고 판시하였습니다.¹¹⁰⁰

(c) 재반박서면에서, 청구인은 “청구인의 손해를 구성하는 부의 이전을 실현하기 위해 합병비율을 ‘치밀하게 준비하기 위해서’ 삼성물산 주가가 의도적으로 조작”되었고 (청구인의 주장에 따르더라도 본건 합병비율이 청구인이 주장하는 손해를 유발하였다는 첫번째 쟁점을 추가로 뒷받침하기도 하는 주장 (물론, 첫번째 쟁점이 추가적인 뒷받침을 필요로 하지도

¹⁰⁹⁸ 또한, 위 제 2 장 제 4 절 제 2 관에서 상술한 바와 같이, 한국법은 소수주주가 합병비율이 해가 된다고 보는 경우 적정 주식매수가액의 평가를 구할 권리를 통한 구제를 인정하고 있으며, 청구인은 이를 활용하였고, 최종적으로 합의를 체결하기에 이르렀습니다.

¹⁰⁹⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 40 항. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015. 7. 8., C-222, 제 176 조의 5 제 1 항 제 1 호 참조.

¹¹⁰⁰ 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20458 결정, C-235, 제 7-12 면.

않습니다만)), ■■■ 일가가 이러한 조작을 하였다고 주장합니다.¹¹⁰¹

(d) 실제로, 재반박서면은 ■■■ 일가가 본건 합병 비율의 법정 계산 결과를 왜곡하기 위하여 삼성물산 및 제일모직의 주가를 의도적으로 조작하였다는 주장으로 가득한데, 이에 따르더라도 본건 합병비율을 야기한 것은 한국이 아닌 ■■■ 일가입니다.¹¹⁰²

(e) 마지막으로, ■■■에 대한 최근 공소장은 “합병 비율을 좌우 하는 합병시점(이사회 결의일)을 정함에 있어”, ■■■과 다른 삼성 그룹 임원들은 “물산 주주의 이익은 고려하지 않은 채 위와 같이 모직의 최대주주인 피고인 ■■■의 이익을 위하여 임의로 합병 시점을 선택하였다”고 주장합니다.¹¹⁰³

480. 따라서, 한국이 본건 합병비율을 야기하지 않았음이 명백합니다. 삼성물산 주식을 합병 후 삼성물산 주식으로 교환하면서 이루어진 본건 합병비율의 적용이 청구인이 주장하는 손해를 초래한 사건이고, 해당 사건은 문제 되는 한국의 행위에 개입하여 실제 손해를 초래하였으므로, 청구인은 상당인과관계를 입증하지 못하였고 그 손해배상 청구는 기각되어야 합니다.

c. 청구인이 주장하는 손해 역시 여전히 문제되는 한국의 행위로부터 너무 멀리 떨어져 있습니다

481. 위에서 개입적 사건이 청구인이 주장하는 손해를 발생시켰음을 보인 이상, 더 이상의 상당인과관계 분석은 필요하지 않습니다. 이는 그 자체로 본 중재판정부가 손해배상 청구를 기각하는 결정을 내리는 것을 정당화시켜주는 것입니다. 본 중재판정부가 이와 같은 점에 동의하지

¹¹⁰¹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 571-572 항.

¹¹⁰² 예컨대, 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 172(d)항, 제 174(c)항, 제 177(b)항, 제 575 항 참조.

¹¹⁰³ “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, *오마이뉴스*, 2020. 9. 10., **R-316**, 제 21 면.

않더라도, 문제 되는 한국의 위법행위와 손해가 동떨어져 있다는 사실로도 손해배상 청구의 기각을 뒷받침할 수 있습니다.

482. 청구인은 그 재반박서면에서 자신이 주장하는 손해가 문제 되는 행위의 예측가능한 결과에 해당하는 한 “근접성” 기준이 충족된다고 주장합니다.¹¹⁰⁴ 청구인은 이후 이러한 기준이 한국이 “사안에서 문제되는 손해를 고의로 초래”했고, 달리 말하자면, “한국이 [...] 청구인에게는 불이익이 되는 본건 합병의 성공을 의도”했기 때문에 충족되었다고 주장합니다.¹¹⁰⁵
483. 이와 같은 자기중심적인 시각은 청구인이 주장하는 것처럼 “부정할 수 없는 것”이 아니고,¹¹⁰⁶ 이와 반대로 사실관계에 의해 전혀 뒷받침되지 않습니다. 청구인은 이러한 주장을 뒷받침하기 위해 자신이 새로이 구성한 “1 단계” 관련 주장을 가리키고 있습니다.¹¹⁰⁷ 거기서 본건에 의미가 있을 수 있는 서술은 “본건 합병의 찬성 표결을 ‘국익’에 대한 표결이며 외국인 투자자의 ‘공격’에 대한 방어로 프레임 하면서, 한국은 투자위원회 위원들과 국민들에게 본건 합병의 찬성이 정당화될 수 있는 결정이라고 설득할 수 있었습니다”라는 주장뿐입니다.¹¹⁰⁸ 설령 이것이 사실이라고 하더라도, 한국이 “[...] 청구인에게는 불이익이 되는 본건 합병의 성공을 의도했다”는 점은 전혀 입증되지 않습니다. 이러한 주장은 단지 한국이 청구인과 아무 상관 없는 이유로 본건 합병을 지지하기로 이미 결정하였고, 자신이 이미 채택한 입장에 대한 지지를 이끌어내는 데 있어 청구인의 공개적인 반발이 유용하다고 보았다는 취지에 불과합니다.

1104 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 528 항.

1105 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 530-532 항.

1106 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 532 항.

1107 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 2 장 제 3 절 제 1 관.

1108 재반박서면, 2020. 7. 17., 제 97 항.

484. 결국 근접성 기준에 관한 청구인의 유일한 주장은 EALP 에 대한 피해가 예상가능했다는 주장입니다. 청구인은 관련된 논리를 제시하지 않으면서 단지 피해가 예견가능하였다고 단정적으로 주장하고 있습니다. 그러나 이것만으로는 충분하지 않습니다.
485. 이번에도, 사실관계에 대한 청구인의 주장이 입증된다고 가정하더라도 (입증되지 않음), 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결을 하면 본건 합병이 통과될 것이고, 1:0.36 의 본건 합병비율이 적용되며, 모든 삼성물산 주주들은 그 합병비율에 따라 자신의 삼성물산 주식이 합병 후 삼성물산 주식으로 교환될 것이라는 사실만이 예견가능하였습니다.
486. 그러나, EALP 에 발생한 것으로 주장되는 피해가 예견가능하였음을 입증하기 위하여, 청구인은 한국이 EALP 가 자신의 주식에 대하여 산출한 “내재가치”를 알고 있었고, 해당 가치에 동의하였으며, 위 가치는 본건 합병비율로 인해 회복 불가능하게 상실된다는 것을 이해하였고, 청구인이 이를 손해로 보아 자신의 주식을 매도하기로 선택할 것을 알고 있었음을 입증하여야 합니다. 증거는 이를 뒷받침하지 않습니다.

D. 청구인이 주장하는 손해의 산정은 여전히 중대한 하자를 내포하고 있습니다

487. 위에서 설명한 바와 같이, 본 중재판정부는 전문가 보고서의 상세 내용을 고려하지 않고도 청구인의 손해배상 청구를 기각할 충분한 근거를 가지고 있습니다. 그러나 이러한 보고서들을 고려하면, James Dow 교수의 제 1 차 보고서에 대한 청구인 및 그 전문가들의 비판들은 Dow 교수의 분석을 효과적으로 반박하지 않음이 밝혀집니다. 실제로, 청구인의 전문가들은 여러 차례 Dow 교수의 입장을 채택한 바 있고, 다른 경우에도 서로 모순되거나 청구인 및 그 사실 증인인 Mr Smith 의 주장과 모순됩니다.
488. 아래에 보다 자세히 요약하고 Dow 교수의 제 2 차 전문가 보고서에서 자세하게 설명한 바와 같이, Mr Boulton QC 는 Dow 교수의 첫 번째 전문가

보고서에 대응하여 그의 분석을 바꾸었고, 이에 따라 두 전문가들은 이제 몇 가지 기본적인 쟁점에 동의하고 있습니다.

- (a) Dow 교수가 주장하고 Mr Boulton QC 가 현재 채택한 바와 같이, 한국 시장은 준강형 (semi-strong) 효율성을 보이는 시장이고
- (b) 지주회사 디스카운트는 한국에 존재하며 삼성물산에 적용되며
- (c) “sum of the parts” 내지 SOTP 는 표준적인 평가 방식이고
- (d) “시너지”는 두 회사를 단일 법인으로 결합함으로써 발생하는 가치의 증가로 정의되고, 이를 통하여 측정되며
- (e) 지주회사 디스카운트는 제일모직의 SOTP 계산에도 적용되어 그 가치를 감소시킨다.¹¹⁰⁹

489. Dow 교수와 배기홍 교수 역시, "코리아 디스카운트"는 자신의 사적 이익을 위해 외부 소수 투자자들의 희생시켜 회사의 자금을 사용하는 총수 일가로 인하여 유발된다는 청구인의 새로운 전문가인 Milhaupt 교수의 견해에 동의하였으며, Milhaupt 교수는 지배의 사적 이익 중 하나로서 이를 “터널링”이라고 불렀습니다.¹¹¹⁰

490. 당연히, Dow 교수와 청구인의 전문가들은 여전히 손해배상액 산정의 근본적인 측면에 이견을 보이고 있으며, 청구인, Mr Boulton QC, Milhaupt 교수는 Dow 교수의 제 1 차 전문가 보고서의 여러 측면을 비판하고 있습니다. 이에 대한 답변으로, Dow 교수는 자신의 제 2 차 전문가 보고서에서 다음을 확인하였습니다.

- (a) 한국과 국민연금의 문제 되는 행위가 발생하지 않았더라도, 본건 합병이 부결되었을 것이 확실하지 않고

¹¹⁰⁹ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제 70 항.

¹¹¹⁰ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제 71 항.

- (b) Mr Boulton QC 도 인정하는 한국 시장의 효율성을 고려할 때, 삼성물산 주식의 시장 가격은 여전히 이들의 실제 가치를 가장 잘 반영하며
- (c) 시장은 Mr Boulton QC 의 근거 없는 사후 분석과 관계 없이, 본건 합병이 시너지를 창출할 것으로 예상하였고
- (d) 삼성물산의 SOTP 평가액과 시장 주가 사이의 할인은 Mr Boulton QC 가 주장하는 것처럼 정확하게 지주회사 디스카운트와 “추가 디스카운트”로 나누어 떨어질 수 없으며
- (e) 본건 합병의 부결은 Mr Boulton QC 가 주장하는 즉각적인 “치료적” 효과를 가지지 아니하였을 것이고, 오랜 코리아 디스카운트에 미치는 영향력은 크지 않거나 없었을 것이다.¹¹¹¹

491. 한국은 Dow 교수의 제 2 차 전문가 보고서와 배기홍 교수의 전문가 보고서의 주요 결론을 아래에서 요약합니다. 이는 청구인, 그 사실 증인 및 그 전문가 사이의 모순 (1), 추가 검증을 통과하지 못하는 Dow 교수의 제 1 차 전문가 보고서에 대한 근거 없는 비판 (2), Mr Boulton QC 의 새로운 손해 이론이 개념적 및 논리적으로 하자가 있다는 사실 (3)과, 청구인이 자신의 삼성물산 주식을 매수할 당시에 본건 합병이 발생할 위험을 감수함에 따라, 본 중재판정부가 명할 수 있는 손해배상액이 청구액보다 훨씬 적다는 점에 대한 Dow 교수의 증명 (4)을 포함합니다.

1. 청구인과 그 증인은 손해배상 쟁점에 있어 서로 모순되는 주장을 펼치며, 자신의 결론을 뒷받침하기 위한 분석을 수행하지 않았습니다

492. Dow 교수가 서술한 바와 같이, 청구인의 재반박서면, Mr Smith 제 2 차 진술서, Mr Boulton QC 제 2 차 전문가 보고서 및 Milhaupt 교수 전문가

¹¹¹¹ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제 4 장 제 3 절.

보고서는 여러 중대한 측면에서 모두 서로 모순되어 청구인의 손해배상 주장의 신뢰성 및 확실성을 떨어뜨립니다.¹¹¹²

493. 한편, 이들 누구도 그들이 제시하는 (사전에 정해진 것으로 보이는) 결론들을 지지하는 데 필요한 분석을 수행하지 않습니다. 예컨대, Mr Smith 는 순자산가치 할인의 근거를 이해하지 못하였음을 인정합니다.¹¹¹³ Milhaupt 교수는 Dow 교수가 한국 재벌의 합병이 무산된 유사한 상황에서 주식 가격에 이와 같은 "치료적" 효과가 발생하지 않았음을 입증한 사실에도 불구하고, 개괄적인 이론만을 제공하면서 어떠한 분석도 없이,¹¹¹⁴ 그가 가능성이 있다고 본 것만을 토대로 하여, 본건 합병과 그에 대한 이른바 "치료적" 효과에 관한 분석에 도달하였습니다.¹¹¹⁵

494. Mr Boulton QC 의 제 2 차 보고서에 관하여, Dow 교수는 Mr Boulton QC 가 회피하고 있는 경제적 평가를 수행함으로써, 그의 주된 가정 및 결론이 틀렸음을 보여줍니다.¹¹¹⁶

(a) Mr Boulton QC 는 시세조종행위가 삼성물산의 주가에 영향을 주어 신뢰할 수 없다고 주장하였으나,¹¹¹⁷ Dow 교수가 주가조작행위로 인한 영향력이 주가에의 잠재적 영향 측면에서 미미함을 보여주는 분석을 수행한 이후에도 위 조종 혐의의 영향력을 판단하기 위한 연구나 기타 분석을 전혀 수행하지 않았습니다.¹¹¹⁸ Dow 교수는 제 2 차 보고서에서 추가 연구를 통해 새로 주장되는 형태의 조가조작과 바이오에피스 상장에 대한 조기 발표가 사실이라

¹¹¹² James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 2 장 제 3 절.

¹¹¹³ Mr James Smith 제 2 차 증인진술서, 2020. 7. 16., **CWS-5**, 제 34 항.

¹¹¹⁴ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제 84-89 항.

¹¹¹⁵ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 190-192 항.

¹¹¹⁶ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 37-38 항.

¹¹¹⁷ Richard Boulton QC 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제 2.2.8-2.2.9 항.

¹¹¹⁸ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 11. 27., **RER-1**, 제 111-117 항.

할지라도 제일모직의 시장가격에 아무런 유의미한 영향을 미치지 않았음을 밝혔습니다.¹¹¹⁹

(b) Mr Boulton QC 는 본건 합병 발표가 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 가치의 이전을 “고정”시켰다는 자신의 가정에 대한 독자적인 분석을 수행한 바가 없고, 이러한 가정은 Dow 교수가 수행한 분석을 통해 반박됩니다.¹¹²⁰

(c) 마지막으로 Mr Boulton QC 는 본건 합병이 기각되면 “추가” 디스카운트가 즉시 모두 제거될 것이라고 주장하지만,¹¹²¹ 이에 대한 실증적인 검증이나 이러한 결론을 뒷받침할 수 있는 다른 증거를 제시하지 못하고 있습니다 (이는 그와 청구인의 전체 손해액 산정에 토대가 되므로, 그 자체로 기각을 정당화할 수 있는 사유입니다). 다시 말씀 드리지만 Dow 교수는 이러한 이론을 검증하기 위한 적절한 분석을 수행하고 있으며, 증거들이 이를 뒷받침하지 않고, 오히려 이에 정면으로 배치됨을 보였습니다.¹¹²²

2. Dow 교수의 제 1 차 보고서에 대한 청구인과 그 전문가들의 비판은 근거가 없습니다

495. Dow 교수의 제 1 차 보고서에 대하여 제기된 Mr Boulton QC 와 Milhaupt 교수의 비판 중 일부는 특정 용어의 이해나 용법의 차이로 발생한 것으로 보이며, 이에 따라 Dow 교수는 “내재가치”, “순자산가치”, “FMV” 및 “SOTP” 등, 특정 용어에 대한 자신의 용법을 명확히 함으로써 그 보고서를 시작하고 있습니다.¹¹²³

¹¹¹⁹ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 별지 C, 제 109 항.

¹¹²⁰ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 4 장 제 2 절 제 1 관.

¹¹²¹ Richard Boulton QC 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제 3.3.4 항, 제 4.2.22 항.

¹¹²² James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 4 장 제 3 절.

¹¹²³ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 3 장 제 1 절 제 1 관.

496. 또한 Dow 교수는 “순자산가치 할인”, “지주회사 디스카운트”, “코리아 디스카운트”이라는 용어의 의미와 자신의 용법을 명확히 하고 있습니다.¹¹²⁴ Dow 교수가 설명하듯이, 디스카운트에 대한 합리적인 경제적 사유들이 있으며, 전반적인 할인액 중 특정한 비율을 특정한 사유에 귀속시킬 수 있는 방법은 없습니다. 실제로:

삼성물산의 디스카운트 원인을 구분하려고 시도하는 것은 불필요합니다. 삼성물산 주식에 대하여 효율적 시장이 존재하고, 증거에 따르면 조작 혐의가 주가에 중대한 영향을 주지 않았으므로, 삼성물산의 시장 가격이 존재한다는 사실은 그 주식을 SOTP 기준으로 주관적으로 산정하고 이에 따라 위 디스카운트를 주관적으로 조정할 필요성이 없음을 의미합니다. 매수인과 매도인들의 행위를 통하여 이러한 디스카운트의 순효과가 이미 객관적으로 밝혀졌기 때문에, 이러한 시도에서는 아무런 실익도 찾아볼 수 없습니다. “효율적 시장에서는 가격이 각 주식의 가치에 관한 모든 가용한 정보를 담고 있으므로 이를 신뢰할 수 있”는 것입니다.¹¹²⁵

a. 청구인파 Mr Boulton QC 의 순자산가치 계산은 여전히 주관적이고 신뢰할 수 없습니다

497. 제 2 차 보고서에서 Mr Boulton QC 는 삼성물산 가치의 객관적인 판단으로서 시장가격에 대한 Dow 교수의 신뢰와, Mr Boulton QC 의 SOTP 계산에 대한 의존은 주관적이며 신뢰할 수 없다는 Dow 교수의 결론을 비판합니다.¹¹²⁶ Mr Boulton QC 는 그가 한국 시장이 효율적이라는 Dow 교수에 동의함에도 불구하고 이러한 주장을 제기하고 있습니다.
498. Dow 교수는, 특히 Mr Boulton QC 가 이제는 Dow 교수가 주장하는 바와 같이 한국 시장이 준강형 효율성을 보이는 시장이라고 인정하는 점에

¹¹²⁴ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 3 장 제 1 절 제 2 관.

¹¹²⁵ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 93 항(R A Brealey, S C Myers and F Allen, *Principles of Corporate Finance* (9th edn 2008), McGraw-Hill Irwin, **DOW-25**, 전게서, 제 373 면 인용).

¹¹²⁶ 예컨대, Richard Boulton QC 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제 2.2.9 항, 제 2.3.3 항 참조.

비추어 볼 때, Mr Boulton QC 의 SOTP 평가의 주관적인 성격과 신빙성 결여에 관한 자신의 당초 결론이 여전히 유효함을 보여줍니다.¹¹²⁷ Dow 교수는 자신의 제 2 차 전문가 보고서에서 다음과 같이 밝혔습니다:

- (a) 시장의 효율성을 고려할 때, 공정한 시장 가치를 결정하기 위한 SOTP 평가의 사용은 주관적이며 신뢰할 수 없는 것이고, 이는 제공된 사실 증거에 의하여 뒷받침되는 결론이며 (제 3 장 제 3 절)
- (b) 청구인은 자신의 투자 전략이 현재 자신이 본 중재에서 구하는 이익으로 이어질 것을 기대하지 않았고 (제 3 장 제 4 절)
- (c) 투자자들이 본건 합병 발표에 과잉반응하였다는 Mr Boulton QC 의 견해는 사실이 아니다 (제 3 장 제 5 절).

499. 실제로, Dow 교수가 다시 한번 입증했듯이, 삼성물산 주식의 가치를 적정하게 측정하는 방식은 특히 Mr Boulton QC 가 해당 주식이 준강형 효율성을 보이는 시장에서 거래됨에 동의한다는 점에 비추어 볼 때, 해당 주식의 시장가격입니다.¹¹²⁸

500. 한국은 본 중재판정부에게 청구인이 2015 년 5 월에 이를 알고 있었다는 추정을 적용할 것을 요청합니다. 청구인은 도이치방크가 “삼성물산 수익모델”을 첨부하여 엘리엇 그룹 담당자들에게 보낸 이메일을 제공하였습니다. 해당 이메일은 “모델”이 “몇 가지 가정”을 내재한 삼성물산의 “영업 모델”이었음을 시사합니다.¹¹²⁹ 그러나, 청구인은 도이치방크가 한국에게 해당 “모델”을 제공하는 것을 금지하였다고 주장하면서, “모델”의 제공 자체를 거부하였습니다.¹¹³⁰ 아래 제 5 장 제 2 절에서 자세히 설명하는 바와 같이, 한국은 청구인이 한국에게

¹¹²⁷ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 70 항.

¹¹²⁸ James Dow 교수 제 2 차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제 93 항.

¹¹²⁹ 삼성물산 수익 모델, **R-294**.

¹¹³⁰ Three Crowns 가 Freshfields Bruckhaus Deringer 와 법무법인(유) 광장에 보낸 서신, 2020. 8. 21., **R-315**, 제 2 별지.

제공하지 않으려는 본 “모델”이 사실은 도이치뱅크가 삼성물산의 가치가 그 주식의 시장가격에 비례한다고 판단하였음을 보여준다고 생각하고, 본 중재판정부 역시 이를 추정할 것을 요청합니다.

b. Mr Boulton QC가 본건 합병으로부터 발생하는 잠재적 시너지를 특정하지 못하였다고 하여 이러한 잠재적 시너지가 없음을 입증하는 것은 아닙니다

501. Mr Boulton QC는 자신의 두번째 보고서에서 자신이 검토한 정보를 바탕으로 “본건 합병으로부터 유의미한 영업상 또는 재무상 시너지가 발생할 것으로 합리적으로 예상할 수 있다고 보여지지 아니한다”고 주장하고 있습니다.¹¹³¹ Dow 교수는 “시너지를 입증 및 평가하는 것이 상당히 어렵다”고 지적하기는 하였으나, 여전히 여러 애널리스트들과 시장이 본건 합병으로부터 시너지가 발생할 것으로 일반적으로 예상하고 있음을 보여주었습니다.¹¹³²
502. Mr Boulton QC는 자신의 두번째 보고서에서 Dow 교수가 제시한 시장기반 증거가 “얼마 지나지 않아 소멸되었던” “단기적 기대”를 반영하는 것에 지나지 않는다면 이를 부인하였습니다.¹¹³³ Dow 교수가 자신의 두번째 보고서에서 설명하는 바와 같이, Mr Boulton QC의 입장은 “자신이 인정한 시장 효율성에 대한 명백한 위반에 해당합니다”.¹¹³⁴
503. Mr Boulton QC와 달리, Dow 교수는 Mr Boulton QC가 특정한 경쟁사업자들을 사용하여 본건 합병 발표일 및 본건 합병 표결일에 건설 및 무역 업계에서의 삼성물산 경쟁사업자들의 수익률에 관한 테스트를 근거로 자신의 견해를 뒷받침하고 있습니다:

¹¹³¹ Richard Boulton QC 제2차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제8.2.6.항.

¹¹³² James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제154-164항.

¹¹³³ Richard Boulton QC 제2차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., CER-5, 제8.2.5항 및 각주 223.

¹¹³⁴ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제165항.

[...] 건설부문 4개 경쟁사업자들 모두 본건 합병 발표일 및 본건 합병 투표일에 상당한 마이너스 수익률을 기록하였습니다. 건설부문 경쟁사업자들의 평균 수익률은 본건 합병 발표일에 -4.92%를, 주주총회 표결일에는 -3.59%를 기록하였습니다.

이러한 마이너스 수익률에 비추어 볼 때, 시장에서는 제일모직과 삼성물산이 합병될 경우 삼성물산의 건설부문 경쟁사업자들을 약화시킬 것이라고 예상하고 있음을 알 수 있습니다. 이는 시장에서 본건 합병이 실제로 시너지를 창출할 것으로 예상했음을 보여주는 것입니다.¹¹³⁵

3. Dow 교수는 Boulton QC의 새로운 손해배상이론이 “개념적으로 결합이 있고 경험적으로 입증되지 않은 것으로 EALP의 자체 판단과 상충됨”을 보여주고 있습니다

504. 다음으로, Dow 교수는 Mr Boulton QC의 손해 분석에 대한 추가 의견, “초과 손해”에 관한 Mr Boulton QC의 결론 및 순자산가치 할인을 제거하는 “치료적” 치유에 대해 다루고 있습니다. 또한, Dow 교수는 치료적 치유의 개념에 관한 Milhaupt 교수의 (입증되지 않은) 의견에 대해서도 지적하고 있는데, 해당 의견은 Mr Boulton QC의 손해배상에 관한 분석을 뒷받침하지 않습니다. 또한, 배기홍 교수도 Milhaupt 교수의 보고서에 대해 답변하고 있습니다.

a. Mr Boulton QC의 “초과 손해배상 이론”은 명확하지 않으며 논리적으로 모순됩니다

505. Dow 교수가 설명한 바와 같이, Mr Boulton QC는 자신이 주장하는 삼성물산 순자산가치 계산과 삼성물산 주식의 실제 시장가격 간의 할인을

¹¹³⁵ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제161-162항(원문 강조).

“지주회사 디스카운트”과 “추가 디스카운트”로 분리하는 방법을 고안한 것으로 보입니다.¹¹³⁶ Dow 교수는 Mr Boulton QC의 접근방식에 내재된 결함에 대해 아래와 같이 설명하고 있습니다:

- (a) 소위 추가 디스카운트가 청구인측 전문가의 말에 따르면 장래의 “약탈적 거래”에 대해 설명하는 것인지 아니면 삼성물산/제일모직 간의 본건 합병을 설명하는 것인지를 여부가 불분명하고, Mr Boulton QC 는 이 한 건의 거래가 부결되었다고 하여 장래의 거래들에 대한 우려가 제거될 것이라는 어떠한 증거도 제시하지 않으며¹¹³⁷
- (b) Mr Boulton QC 가 인용하는 공시 사건들은 순자산가치와 주가 모두에 영향을 미칠 수 있기 때문에, Mr Boulton QC 의 추가 디스카운트 이론이 크게 의존하고 있는 소위 주가 조작 행위는 이러한 할인의 정도를 설명할 수 없고¹¹³⁸
- (c) 또한, 순자산가치와 주가 간의 차이는 합리적인 경제적 이유로 인해 발생하는 것으로, 이러한 차이의 원인을 신뢰할 만한 방법으로 특정할 수는 없으며, Mr Boulton QC 가 주장하는 수준의 정확도로 확실하게 분류할 수 없다는 것이 일반적인 견해입니다.¹¹³⁹

b. 증거 및 분석은 Mr Boulton QC 의 “추가 디스카운트” 이론을 뒷받침하지 않습니다

506. 활용가능한 시장 데이터에 관한 독립적 분석들을 살펴보면, 삼성물산/제일모직의 주가가 Mr Boulton QC가 예측한 바대로 변동하지

¹¹³⁶ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제169항.

¹¹³⁷ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제172항.

¹¹³⁸ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제173.

¹¹³⁹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제181-185항.

않는 등 Mr Boulton QC의 “추가 디스카운트” 이론을 뒷받침하지 않는 것을 알 수 있습니다.¹¹⁴⁰

507. 나아가, Dow 교수는 “Mr Boulton QC가 제시한 추가 디스카운트 이론의 마지막 문제점은 추가 디스카운트가 존재한다 치더라도 이를 신뢰할 만한 방법으로 측정할 수 없다는 데 있다”고 주장합니다.¹¹⁴¹

(a) 첫째, 2007년 7월부터 2014년 11월까지의 거래내역과 해당 기간 동안의 추정되는 디스카운트에 관한 Mr Smith의 증언에 비추어 보면, 문제 되는 디스카운트는 매우 유동적입니다.¹¹⁴²

(b) 둘째, 지주회사 디스카운트에 관한 Mr Boulton QC의 추산은 Mr Smith의 증언 및 EALP의 거래계획과 불일치합니다. EALP가 삼성물산/제일모직 간의 본건 합병이 추가 디스카운트를 발생시킬 것이라는 루머가 없었다고 주장한 시기 동안 EALP는 디스카운트가 40%를 초과할 것으로 추산하였다는 점을 감안하면, Mr Boulton이 추산한 지주회사 디스카운트는 지나치게 낮은 것입니다 (또는 단순히 신뢰할 수 없는 것일 가능성이 큼).¹¹⁴³ EALP의 거래계획에 따르면, 보통의 지주회사 디스카운트는 20%에서 27.5% 사이임을 알 수 있습니다.

(c) 셋째, Mr Boulton QC가 삼성물산에 적용한 5~15%의 지주회사 디스카운트는 Mr Boulton QC가 다른 지주회사들에 대해 자체 계산한 디스카운트와 불일치합니다. Dow 교수는 자신과 Mr Boulton QC가 통상적이지 않고 특수한 상황에서만 존재한다는 데 동의한 지주회사 프리미엄을 가진 회사들을 배제한 후에 Mr

¹¹⁴⁰ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제4장 제B절 제1관.

¹¹⁴¹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제181항.

¹¹⁴² James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제182항.

¹¹⁴³ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제183-184항.

Boulton QC 가 자체적으로 특정한 샘플들이 11.8%~75.3%의 지주회사 디스카운트 (평균값은 43.2%이며 중간값은 39.3%입니다)을 나타냄을 보여주고 있습니다. 이는 삼성물산 지주회사 디스카운트를 5%~15%로 계산한 Mr Boulton QC 의 추산이 너무 낮은 수치로서 신뢰성이 없는 것임을 보여줍니다.¹¹⁴⁴

c. **본건 합병의 부결이 할인에 대한 “치료적 치유”라는 생각은 비논리적이고 잘못되었습니다**

508. 현재 Milhaupt 교수와 Mr Boulton QC는 (전혀 새로운 손해산정이론을 제시하며) 본건 합병을 부결시킴으로써 *아마도 결국에는* 혹은 *즉시 확실하게* 주가를 추정 순자산가치에 도달하게 하거나 거의 도달하게 할 수 있었다고 주장하고 있습니다.¹¹⁴⁵

509. Dow 교수는 아래와 같이 설명합니다:

Milhaupt 교수조차도 비교대상 시나리오에 따른 할인의 즉각적 및 무조건적 소멸에 관한 Mr Boulton QC 및 청구인측의 주장과 배치되는 주장을 하고 있습니다. Milhaupt 교수는 EALP의 본건 합병 반대가 “한국에서의 주주 보호를 강화하고 재벌그룹 내에서의 터널링 (tunneling)을 억제시키기 위한 *지속적 노력을 위한 중요 단계*”로 볼 수 있을 뿐이라는 취지로 의견을 개진하고 있습니다.¹¹⁴⁶

510. Dow 교수는 나아가 “치료적 치유” 이론이 사실관계상 잘못된 것이라고 설명하고 있습니다. 이는 단순히 오랜 디스카운트를 제거할 수 있는

¹¹⁴⁴ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제184항.

¹¹⁴⁵ Richard Boulton QC 제2차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제2.5.7(III)항; Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제89항 참조.

¹¹⁴⁶ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제189항(원문 강조)(Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제88항 인용).

묘책이 존재하지 않기 때문이며, 주주 행동주의가 실제로 한국에서 본질적인 변화를 가져올 수 있는지의 여부는 두고 보아야 합니다.¹¹⁴⁷

511. 또한, Dow 교수는 몇 가지 이유로 인해 제공된 증거에 따르면 “치료적 치유” 이론이 본건 합병과 관련하여 특히 부정확하다고 말합니다.

(a) 국민연금을 비롯한 소수주주들의 반대에 부딪혀 2014년 또 다른 삼성 그룹 합병 시도가 무산되었을 당시, 양사의 주가는 하락하였습니다.¹¹⁴⁸

(b) 기업지배구조 규정의 개선, 그리고 본건 합병을 부적절하게 지원하였다고 주장되는 국민연금 관계자들과 한국 정부 관련자들에 대한 기소가 이루어졌음에도 불구하고, 할인은 오늘날까지도 존속하고 있습니다.¹¹⁴⁹

(c) 다른 대기업들과 관련하여 엘리엇 그룹이 보여준 한국에서의 자체적인 행동주의 활동들은 지난 수년 간 일관되게 청구인이 자신이 보유한 삼성물산 주식과 관련하여 하루 아침에 달성할 수 있다고 주장하는 결과를 달성하지 못하였습니다.¹¹⁵⁰

512. 배기홍 교수는 관련 사항들을 보다 면밀히 분석하여 Dow 교수의 분석을 뒷받침하고 있습니다. 배기홍 교수는 재벌에게 있어서 그룹 지배권 유지의 핵심적 중요성에 대해 설명합니다. 이는 “코리아 디스카운트”에 대해 청구인이 제기하는 논지의 핵심이 그릇된 것임을 정확하게 입증합니다. 본건 합병이 부결되었더라면 삼성물산이 보유한 계열사 주식의 중요성이 강조되었을 것입니다. 수십 년 동안 확립되어온 관행이 본건 합병의 부결과 동시에 “즉각적으로” 변화된다고 주장하는 것은

¹¹⁴⁷ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제193-200항.

¹¹⁴⁸ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제190-192항.

¹¹⁴⁹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제193-195항.

¹¹⁵⁰ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제196-200항.

비현실적이며, 삼성물산이 자신이 보유한 계열사 주식 지분의 가치를 즉시 실현 (즉, 매각)한다는 것은 특히 비현실적입니다. 반대로, 삼성물산은 해당 주식을 어떻게든 유지하였을 것이고, 이는 디스카운트가 지속되는 결과를 초래하였을 것입니다.¹¹⁵¹

4. Dow 교수는 청구인이 본건 합병으로 인해 발생될 리스크를 감수하였음을 보여주고 있습니다

513. Dow 교수가 자신의 1차 보고서에서 결론을 내리고 두번째 보고서에서 재차 확인한 바와 같이, “경제적 관점에서 EALP가 ‘어떻게 해도 이길 수밖에 없는’ 전략을 통해 투기적 거래 포지션이 성공적일 때 수익을 실현한 후 베팅이 예상한 결과를 가져오지 못할 경우 손해배상금을 청구하는 것은 합리적이지 않습니다.”¹¹⁵²
514. 재판박서면에 포함된 어떠한 내용도 이러한 결론을 반박하고 있지 않습니다. 청구인은 자신이 해당 주식을 매수할 당시 본건 합병의 가능성에 대해 인식하였고, 당시 삼성물산과 제일모직의 주가를 감안할 때 본건 합병비율이 (청구인이 판단하기에) 자신의 투자를 과소평가하는 결과를 낳고 자신의 투자에 손해를 입힐 수 있음을 인지하고 있었습니다. 실제로, 청구인은 청구인의 삼성물산 주식 중 상당 수를 본건 합병이 발표되고 본건 합병비율이 결정된 후에 매수하였습니다. 해당 주식과 관련하여서는 청구인은 본건 합병비율이 자신의 투자에 미치는 잠재적 영향에 대한 추정하고 있지 않았으며, 따라서 청구인은 어떠한 손해배상도 청구할 수 없습니다.
515. 청구인이 본건 합병 발표 전에 매수한 주식의 경우, 청구인은 본건 합병의 가능성 및 본건 합병이 자신의 투자에 미칠 수 있는 손해를

¹¹⁵¹ 배기홍 교수 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-5**, 제61항.

¹¹⁵² James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제202항 (James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제123항 인용 부분).

예측하였음에도 불구하고¹¹⁵³ 투기적인 투자를 진행하였습니다. Dow 교수가 지적하는 바와 같이, 청구인이 2015년 3월에는 본건 합병의 가능성에 대해 알고 있었기 때문에,¹¹⁵⁴ 이를 인지한 후에 매수한 주식들은 손해배상액 지급의 근거가 될 수 없습니다.

516. 청구인은 그 투기가 실패할 수 있다는 위험을 감수하였고, 그 투기는 실제로 실패로 돌아갔습니다. 청구인이 이제서야 협정을 하나의 보험처럼 취급하여, 그 투기적이고 위험천만한 투자의 결과에 관계없이 이득을 볼 수 있게 해서는 안 됩니다.

E. 기타 손해산정 관련 이슈

517. 마지막으로, 한국은 본 항에서 청구인과 Mr Boulton QC의 손해경감에 대한 최근 주장에 관해 남아 있는 손해산정 관련 이슈 (1) 및 손해배상 판정이 내려진다면 이에 적용될 이자율과 통화 (2)에 대해 말씀드리고자 합니다.

1. 추가적인 손해경감이 가능하지 않았다면, 이는 청구인의 손해배상이론이 유지될 수 없는 것이기 때문입니다

518. 청구인은 EALP의 손해액 경감 가능성에 관한 한국측의 주장을 잘못 이해하고 있으며, 따라서 자신의 손해액을 경감하기 위해 “합리적인” 시도를 하였다고 주장하며 헛된 노력을 하고 있습니다.¹¹⁵⁵ 청구인의 손해산정이론을 인정한다 하더라도, 한국은 “내재가치” 접근방식이 반드시 삼성물산에만 적용되어야 하는 것이 아니라, (그러한 방식이 옳다면) 디스카운트된 순자산가치로 거래되고 있다고 주장되는 다수의

¹¹⁵³ 위 제2장 제D절 제1관 참조.

¹¹⁵⁴ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제204-205항.

¹¹⁵⁵ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제601-607항.

한국 재벌기업들과 이와 유사한 기업집단 모두에 적용되어야 한다고 주장하는 바입니다.¹¹⁵⁶

519. 청구인이 자신이 주장하는 삼성물산 주가 디스카운트가 거의 모든 한국 대기업들에서 볼 수 있는 흡사한 디스카운트와 다르다는 것을 입증하지 못했다는 점에서, 청구인의 투자 접근방식이 다른 재벌들에게 적용될 수 있는 “쉽게 재현될 수 있는 전략”이 아니라는 청구인의 주장은 근거가 없습니다¹¹⁵⁷. 실제로, Milhaupt 교수는 자신의 전문가 보고서 중 상당 부분을 할애하여 이러한 디스카운트가 한국 시장에서 통상적인 것이라는 점에 대해 설명하고 있습니다.¹¹⁵⁸
520. 끊임없이 변하는 청구인의 손해배상 청구에 대한 접근방식에 비추어 볼 때, “한국은 청구인이 발견하여 수개월 동안 적극적으로 추진한 삼성물산의 가치를 실현할 수 있는 기회가 재현이 가능했다는 것을 입증하는 데 한참 미치지 못하였다”¹¹⁵⁹고 주장하기 위해 청구인이 Mr Boulton QC를 인용하는 것은 공허하게 들릴 뿐입니다. 청구인은 삼성물산 시장가격과 청구인이 계산한 삼성물산 순자산가치 간의 디스카운트라고 주장되는 것을 “발견”하는 데 그쳤는데, 그러한 디스카운트는 한국 시장에서 빈번한 것입니다.¹¹⁶⁰ EALP가 이러한 기회를 “적극적으로 추진했다”는 주장과 관련하여, EALP는 자신이 할인이 해소될 때까지 수동적으로 기다릴 수 있었다거나, (EALP가 아닌 삼성 그룹이 적극적으로 추진하게 될 구조조정계획을 삼성 그룹에 제시하는 제안을 뒤늦게 내놓으며) EALP가 충분히 설명한 적이 없는 조치를 취할 수 있었다거나,

¹¹⁵⁶ 반박서면, 2019. 9. 27., 제607항; James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **REB-1**, 제5장 제A절.

¹¹⁵⁷ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제608항.

¹¹⁵⁸ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제55-59항, 제73-79항.

¹¹⁵⁹ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제608항.

¹¹⁶⁰ Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., **CER-6**, 제56항.

또는 본건 합병에 대한 다수 소수주주들의 반대가 있었기 때문에 이러한 궁극적 목표를 달성할 수 있었을 것이라는 다양한 주장을 펼쳐 왔습니다.

521. 그러한 끝에 청구인은 드디어 모종의 방법으로 자신이 다른 한국 기업에 투자하도록 허용되지 않았을 것이라고 주장하기에 이르렀습니다. “이제 밝혀진 부정부패와 편견을 고려할 때 한국이 악마로 묘사된 외국 헤지펀드인 청구인에게 그러한 기회를 실현하도록 허용했을 것이라고 믿을 만한 합리적인 근거도 없다”는 것입니다.¹¹⁶¹ 엘리엇 그룹이 다른 한국 기업들에 수 차례 투자한 상황에서¹¹⁶² 제기된 이러한 터무니없는 주장은 본 중재에서 전혀 인정받을 수 없습니다.

522. 결국, 삼성물산의 시장가격과 EALP가 계산한 순자산가치 간의 차이가 제거될 수 있었다는 청구인의 손해산정이론의 기본 전제를 인정하려면, 이와 동일한 디스카운트를 보이는 다수의 다른 한국 **채벌**들에 투자할 경우에도 이를 실현할 수 있다는 점을 인정해야 할 것입니다. EALP가 이와 같이 하지 않았다는 것은 그 손해를 경감하기 위한 EALP의 시도의 부재에 대한 반증이라기보다는 청구인의 터무니없는 손해배상청구의 근거의 비현실성에 대한 반증이라 할 것입니다.

2. 청구인이 32.6%에 달하는 이자율을 청구할 수 있다는 청구인 측의 주장은 청구인의 한국 원화 투자금을 미국 달러화로 환급 받아야 한다는 주장만큼이나 청구인측 주장의 부당성을 드러냅니다

523. 한국이 이자의 지급을 명하는 판정에 관한 국제법상의 기준이 본 중재와 무관하고 관련이 없는 한국 법원 소송에 적용되는 국내 이자율보다 본 국제중재와 더 관련이 있다고 판단하는 것을 청구인이 “놀라운 것”으로

¹¹⁶¹ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제608항.

¹¹⁶² Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서, 2020. 7. 16., CER-6, 제85항; James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., RER-3, 제197-199항 참조.

받아들여서는 안됩니다.¹¹⁶³ 실제로, “어느 당사국의 국제법상 책임이 인정되는 경우 이자 판정은” 국내법이 아닌 “국제법상의 규칙을 따라야 함을 근거로 투자유치국 법률을 준거로 하는 접근방식은 비판”을 받고 있습니다.¹¹⁶⁴

524. 이 문제와 관련하여 청구인이 제출한 근거자료는 “위법행위로 인한 전보배상의 원칙을 준수하기 위하여” “투자분쟁사건의 경우 중재판정부가 미국국채 금리나 LIBOR 금리 등 시장저축금리나 대출금리를 기준으로 이자지급을 명하는 경향이 있음”을 인정하고 있습니다.¹¹⁶⁵ 그럼에도 불구하고, 청구인은 자신이 실제로 “자신의 통상적인 사업 운영”을 기준으로 32.6%의 높은 이자율을 적용할 권리를 갖는다고 주장하고 있습니다.¹¹⁶⁶
525. 이는 심각하게 고민할 가치도 없는 주장입니다. 비교대상 시나리오에 따르면, 본건 합병은 성사되지 않았을 것이며, 청구인은 삼성 그룹을 위한 청구인의 구조개편 계획을 통해 달성될 수 있었을 것이라 주장하는 이익을 실현하기 위해 삼성물산에 계속 투자하였을 것입니다.¹¹⁶⁷ 따라서, 청구인의 손해배상청구는 청구인이 투자목표 추진 기회 상실이라고 주장하는 것에 대한 보상을 구하고자 하는 것임을 벌써 알 수 있습니다.
526. 무엇보다도, Dow 교수가 여러 차례 설명한 바와 같이, 한국의 법정이자인 5%를 적용해야 한다는 청구인의 요구는 부당하며, 한국의 연복리

¹¹⁶³ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제612항; 재판박서면, 2019. 9. 27., 제608-609항 참조.

¹¹⁶⁴ S Ripinsky 및 K Williams, *Damages in International Investment Law* (2008), **RLA-131**, 제371면(I Marboe, *Compensation and Damages in International Law: The Limits of “Fair Market Value* (2006) Vol 7 *Journal of World Investment and Trade*, 제723면, **CLA-129**, 제754-755면).

¹¹⁶⁵ T Sénéchal 및 J Gotanda, *Interest as Damages* (2009) Vol 47 *Columbia Journal of Transnational Law*, 제491면, **CLA-168**, 제508면.

¹¹⁶⁶ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제613항.

¹¹⁶⁷ 재판박서면, 2020. 7. 17., 제597항.

차입이자율이 가장 적합하다고 할 것입니다.¹¹⁶⁸ 금전의 시간가치를 보상하기에는 한국의 차입비용이 더 적절하고, 청구인이 주장하는 이율은 “청구인이 부담한 적도 없는 위험에 대한 보상을 요구”하는 처사이며, 이자율에 관한 청구인의 주장이 근거로 하는 소위 기회비용으로 인해 발생한 인정할 만한 손해도 존재하지 않습니다.¹¹⁶⁹

527. 손해배상을 명하는 판정을 위한 적절한 통화와 관련하여, 청구인이 당초에 투자한 통화이자, 청구인 및 청구인측의 손해배상 전문가가 수행한 계산에 사용된 통화인 한국 원화로 손해를 판정하는 것이 더 적절합니다.¹¹⁷⁰ 현 상황에서 주장된 이율이 한국 원화를 기준으로 하는데 손해배상을 미국 달러화로 제공하는 것은 경제적 이치에 어긋나며, 한국 원화로 이루어진 투자에 대한 환리스크는 청구인의 부담으로 해야 하며, 청구인은 손해배상액이 지급될 경우 이를 지급시점의 환율을 적용하여 미국 달러화로 환전하면 족할 일입니다.¹¹⁷¹

V. 한국은 청구인에 불리한 추정을 요청할 권리를 가집니다

528. 본 재반론서면에서 재차 말씀드리는 바와 같이, 한국은 본 중재판정부에 몇 가지 불리한 추정을 베풀어 주실 것을 요청드립니다. 본 장에서 한국은 본 중재판정부가 요청된 불리한 추정을 채택해야 하는 법적 근거를 제시하고 **(A)**, 본 중재판정부의 편의를 위하여 이를 요약하고자 합니다 **(B)**.

¹¹⁶⁸ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제5장 제B절. 재반박서면, 2020. 7. 17., 제615-616항; 반박서면, 2019. 9. 27., 제609항; James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제171-175항.

¹¹⁶⁹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제214항.

¹¹⁷⁰ 재반박서면, 2020. 7. 17., 제553-554항; Richard Boulton QC 제2차 전문가 보고서, 2020. 7. 17., **CER-5**, 제2.3.2항 참조.

¹¹⁷¹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제215항.

A. 이 사건은 불리한 추정 채택의 기준을 충족합니다

529. 이 사건에서 본 중재판정부에 지침을 제공하는 국제중재에서의 증거조사에 관한 국제변호사협회 규칙 (“*IBA 규칙*”) ¹¹⁷² 은 본 중재판정부가 불리한 추정을 하는 것을 허용합니다. IBA 규칙 제9조 제(5)항에 따르면, 일방 당사자가 “충분한 설명” 없이 다음 각 호의 문서를 제출하지 않는 경우,

- (a) 해당 당사자가 기한 내에 이의하지 않은 요청문서
- (b) 중재판정부가 제출하도록 명령한 문서

중재판정부는 해당 문서가 동 당사자의 이익에 불리한 것으로 추정할 수 있습니다.¹¹⁷³

530. 국제법 학자들은 특히 다음과 같은 경우에 중재판정부가 불리한 추정을 적용할 수 있다는데 의견을 같이합니다.

- (a) 당사자가 자신이 제출을 거절한 문서를 보관하고 있거나 해당 문서에 대한 접근권한을 가진 경우¹¹⁷⁴
- (b) 추정의 적용이 합리적이고 기록상의 사실에 부합하는 경우¹¹⁷⁵

¹¹⁷² 절차명령 제1호, 2019. 4. 1., 제5.3.6항, 제6.1항.

¹¹⁷³ 국제중재에서의 증거조사에 관한 국제변호사협회 규칙 (*IBA Rules on the Taking of Evidence in International Arbitration 2010*), **RLA-127**, 제9조 제(5)항 (“일방 당사자가 충분한 설명 없이 자신이 기한 내에 이의하지 않은 제출요청서에 요청된 문서를 제출하지 않거나 중재판정부가 제출하도록 요청한 문서를 제출하지 않는 경우, 중재판정부는 해당 문서가 동 당사자의 이익에 불리한 것이라고 추정할 수 있다.”).

¹¹⁷⁴ V Van Houtte 및 V Poppel, Chapter 5: *Adverse Inferences in International Arbitration* in: T Giovannini 및 A Mourre (eds), *Written Evidence and Discovery in International Arbitration: New Issues and Tendencies* (2009), **RLA-125**, 제203면; *Drawing Adverse Inferences from the Non-production of Evidence* (2006) Vol 22(4) *Arbitration International*, 제549면, **RLA-124**, 제551면.

¹¹⁷⁵ J Sharpe, *Drawing Adverse Inferences from the Non-production of Evidence* (2006) Vol 22(4) *Arbitration International*, 제549면, **RLA-124**, 제551면.

(c) 추정과 미제출 증거의 예상되는 성격 간에 논리적 관련이 있는 경우¹¹⁷⁶

531. 이 사건의 경우, 아래에 설명된 바와 같이, 청구인은 충분한 설명 없이 한국이 요청하고 본 중재판정부가 명령한 문서를 제출하지 않고 있습니다. 따라서, 아래에서 말씀드리는 바와 같이 해당 문서들을 청구인의 주장에 불리한 것으로 추정해야 합니다. 한국의 이러한 주장은 절차명령 제16조 및 절차명령 제17조에서 본 중재판정부가 지적한 바에 합치합니다.¹¹⁷⁷

B. 본 중재판정부는 다음과 같은 불리한 추정을 채택해야 합니다

532. 첫째, 한국은 청구인이 2015년 1월 본건 합병비율이 청구인의 투자에 손해를 입힐 수 있다는 위험에 대해 인지하고 있었다는 불리한 추정을 채택해 주실 것을 본 중재판정부에 요청드리는 바입니다. 한국이 아래에서 주장하는 바와 같이, 이러한 추정을 뒷받침하는 다수의 증거가 존재합니다.¹¹⁷⁸ 실제로, 이러한 판단을 내릴 기록상의 증거는 이미 충분하며, 불리한 추정은 단지 증거가 나타내는 것을 강화할 뿐입니다.

(a) 2015년 2월 4일, 엘리엇 홍콩은 제일모직과의 잠재적 합병을 둘러싼 소문에 관한 우려를 표명하기 위해 삼성물산 이사진에게 서신을 전달하였으며, 해당 서신에서 합병이 “의무적으로

¹¹⁷⁶ J Sharpe, *Drawing Adverse Inferences from the Non-production of Evidence* (2006) Vol 22(4) Arbitration International, 제549면, **RLA-124**, 제551면.

¹¹⁷⁷ 절차명령 제16호, 2020. 8. 7., 제47항, 제72(h)항; 절차명령 제17호, 2020. 9. 4., 제20-24항. 대한민국은 절차명령 제16호 및 제17호에 내재된 심각한 불규칙성에 관한 우려에 대해 재차 강조하고자 하며, 해당 절차명령 및 동 절차명령이 관련 절차의 공정성에 미치는 영향과 관련하여 대한민국이 갖는 권리를 유보합니다. Freshfields Bruckhaus Deringer가 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 8. 14.; Freshfields Bruckhaus Deringer가 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 9. 14.

¹¹⁷⁸ J Sharpe, *Drawing Adverse Inferences from the Non-production of Evidence* (2006) Vol 22(4) Arbitration International, 제549면, **RLA-124**, 제551면 (“불리한 추정을 구하고자 하는 당사자는 일응의 증거를 제출해야 한다”) (원문 강조).

적용되는 주가기반 합병비율을 바탕으로 이루어져야 할 것”이라고 지적한 바 있습니다.¹¹⁷⁹

- (b) 한국은 문서제출요청에서 삼성물산에 대한 투자 보호를 위해 EALP 또는 엘리엇 그룹이 “예방적 조치”를 취하기로 결정한 것과 관련된 서류들을 구체적으로 요청하였습니다.¹¹⁸⁰ 그러나 이에 대하여 청구인은 비밀유지 특권을 근거로 해당 서류의 제출을 (부당하게) 유보하였습니다.¹¹⁸¹ 청구인은 2015년 1월에 청구인이 본건 합병비율 위험을 알고 있었음을 보여주는 서류를 포함하여, 1,502 건의 서류에 대하여 (i) 변호사-의뢰인간 비밀유지특권, (ii) 소송준비자료에 대한 보호 원칙, (iii) 상업적 민감성 또는 비밀성, 또는 이러한 요소가 혼합된 특성을 주장하는 법률적 근거를 밝히지 못하고 설명하지도 못하였습니다.¹¹⁸² 대신, 청구인은 전적으로 근거 없는 특권을 핑계삼아 자신의 주장을 고집하고 있습니다. 한국이 지적한 바 대로, 청구인은 절차 명령 제 8호 제 28(c)항에서 본 중재판정부가 “피청구국, 그리고 필요하다면, 본 중재판정부가 서류제출 유보가 타당한 지 여부를 판단할 수 있도록 [...] 충분한 정보”를 제공하라고 명령한 그 책임을 이행하지 못하였습니다.¹¹⁸³
- (c) 청구인의 특권보호문서목록(privilege log)를 통해 청구인은 이르면 2015년 1월 16일에 “주식 및/또는 스왑 매수”와 “주주 권리”에 관하여 한국 변호사로부터 법적 자문을 구한 것을 알 수 있습니다.¹¹⁸⁴ 청구인 자신의 특권보호문서목록에 기술된 미비한

¹¹⁷⁹ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 보낸 서신, 2015. 2. 4., C-11, 제2면.

¹¹⁸⁰ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 19, 요청21.

¹¹⁸¹ 청구인의 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 문서 3, 문서 4.

¹¹⁸² 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 5. 30., 제15항, 제16항 참조.

¹¹⁸³ 절차 명령 제8호, 2020. 1. 13., 제28(c)항.

¹¹⁸⁴ 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 제 3면.

설명을 보면¹¹⁸⁵ 청구인이 삼성물산 주식의 매입을 개시하기 전인 2015년 1월에 받은 자문에 삼성물산이 관련된 어떠한 합병에서도 의무적으로 적용되는 주가기반 합병비율 (share price-derived merger ratio)이 적용될 수 있다는 내용이 포함되어 있다는 추정이 타당하다는 것을 알 수 있습니다.

(d) 이와 같이 추정하는 것은 합리적이며 기록상 이미 밝혀진 사실과 전체적으로 부합합니다.¹¹⁸⁶

533. 둘째, 한국은 본 중재판정부에 청구인은 본건 합병을 통해 청구인이 삼성물산 주식을 매각함으로써 입었다고 주장하는 손해를 사실상 상쇄할 수 있는 이익을 얻었다는 불리한 추정을 채택할 것을 요청합니다.

(a) 한국은 문서제출요청에서 구체적으로 “본건 합병이 정식으로 발표된 2015년 5월 26일부터 삼성물산 및 제일모직 주주들이 본건 합병에 대하여 의결권을 행사한 날짜인 2015년 7월 17일 간에 EALP 및/또는 엘리엇 그룹이 보유하고 있었던 제일모직에 대한 주식, 스왑계약 또는 스왑약정 또는 기타 지분을 입증하는 모든 문서”를 요청하였습니다.¹¹⁸⁷

(b) 본 중재판정부는 2020년 1월 13일자 명령에서 본 요청을 승인하였습니다.¹¹⁸⁸

(c) 청구인은 이러한 요청에 대응하는 몇몇 문서를 제출하였는데, 동 문서는 청구인이 제일모직 주가에 기초한 스왑계약을 체결하였고

¹¹⁸⁵ 예컨대, 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 5. 30., 제16항, 제39e항, 제40d항; 절차 명령 제16호, 2020. 8. 7., 제15항 참조.

¹¹⁸⁶ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 보낸 서신, 2015. 2. 4., C-11.

¹¹⁸⁷ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 15.

¹¹⁸⁸ 피청구국 문서제출요청에 대한 본 중재판정부의 결정, 절차 명령 제8호, 2020. 1. 13., 부속서 II, 제67면.

이들 스왑에 대하여 지급한 대금 목록을 작성하였음을 보여주는 것이었습니다.¹¹⁸⁹ 그러나, 청구인은 이들 스왑계약 전체에 대해 지급한 가격을 입증하는 모든 문서를 제출하지는 않았습니다. 청구인이 제출한 문서를 통해 이와 같은 매수에 당연히 수반되는 문서화 작업이 이루어졌으며 스왑계약의 나머지 가격을 입증하는 문서가 존재한다는 점에 의심의 여지가 없음을 알 수 있습니다.

- (d) Dow 교수가 가용한 증거를 바탕으로 산정한 바 대로,¹¹⁹⁰ 제일모직 스왑계약에서 발생한 이익은 미화 4,250 만 달러로 추산되며, 이는 엘리엇 그룹이 그 주식을 매각할 때 입었다고 주장하는 손해보다 약 미화 30 만 달러 적은 금액입니다.¹¹⁹¹ Dow 교수는 청구인이 제출한 한정된 정보만을 근거로 제일모직 스왑 매수 가격에 대한 가정을 해야 했기 때문에 그 이익은 더 컸을 수 있습니다.
- (e) 청구인이 추가 해당 문서를 제출하지 않았기 때문에 이용 가능한 증거가 불완전하며, 한국은 본 중재판정부가 누락된 가격 정보가 최소한 제출된 가격 정보와 동일하다고 추정하고 Dow 교수가 청구인이 제일모직 스왑계약으로부터 얻은 이익에 대하여 계산한 수치를 입증된 것으로 인정하기를 본 중재판정부에 요청합니다.

¹¹⁸⁹ 엘리엇 펀드 제일모직 포지션, 2015. 5., **R-324**; 엘리엇 펀드 제일모직 포지션, 2015. 5-7., **R-325** 참조. James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제152항도 참조.

¹¹⁹⁰ 청구인은 제일모직 스왑계약 매각에 관한 정보를 제출하였으나 (**DOW-86** 참조), 그럼에도 한국은 해당 정보가 완전하다고 확신할 수 없습니다. 또한, 이 매각 수치들 역시 청구인이 제일모직 스왑계약에 관하여 제출한 정보가 제한적일수록 불완전하다는 것을 확인해 주고 있기 때문에 James Dow 교수는 제출된 정보를 근거로 가정을 할 수밖에 없었습니다. James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제152항. 청구인이 심지어 제일모직 스왑계약이 드러난 문서를 제출하도록 명령 받은 후에도 이들 정보를 제출하지 않았다는 점을 감안할 때, 본 중재판정부는 이 가정이 유효하다고 추정하여야 합니다.

¹¹⁹¹ James Dow 교수 제2차 전문가 보고서, 2020. 11. 12., **RER-3**, 제152항, 별첨 C.

(f) 재차 강조하는 바이지만, 이 불리한 추정은 기록상의 증거 (이는 오로지 청구인이 본 중재판정부의 문서제출명령을 무시하기로 결정하였기 때문에 불완전한 것입니다)와 완전히 일치합니다.

534. 셋째, 한국은 본 중재판정부가 청구인이 본건 합병안이 상정되고 본건 합병비율이 채택될 것임을 알고 있었으며 그러는 동안에도 계속해서 삼성물산 주식을 매수하였다는 점을 불리한 추정으로 채택할 것을 요청합니다.

535. 한국이 이미 입증한 바와 같이 이러한 추정을 지지하는 증거는 너무나 많습니다.¹¹⁹² 문서제출 절차에서 한국은 구체적으로 EALP 또는 엘리엇 그룹이 삼성물산 주식에 투자하기로 결정한 것과 관련된 서류를 요청하였습니다. 이 요청에는 다음 내용이 포함됩니다.

(a) 요청 19: 삼성물산 주식에 대한 투자 보호를 위한 “예방적 조치”에 관한 서류¹¹⁹³

(b) 요청 20: 청구인이 2015년 1월 및 6월에 스왑 포지션을 해지하고 추가로 주식을 매입하기로 결정한 이유를 입증하는 내부 분석자료 및 기록¹¹⁹⁴

(c) 요청 21: 삼성물산, 제일모직 및 합병 후 삼성물산의 주가 변동을 예측한 서류를 포함하여, 2015년 6월 3일까지 청구인이 주식을

¹¹⁹² 예컨대, Spectrum Asia (엘리엇 그룹의 기업 인텔리전스 컨설턴트)가 작성한 2015년 3월 19일자 보고서에서 “[삼성]물산과 제일모직의 합병은 [...] 불가피한 것으로 판단된다”라고 분명히 기술되어 있습니다. Spectrum Asia는 “최근 [삼성]물산의 고위 임원진이 제일모직 건설부문에 다수 이동하였으며, 이는 통합 작업이 진행 중임을 알 수 있다”라고 보고하기까지 하였습니다. 같은 보고서에서 국민연금은 그러한 합병을 지지할 가능성이 높다고 기술되어 있습니다. 엘리엇 경영진을 위해 Spectrum Asia가 작성한 삼성물산 및 제일모직 관련 보고서, 2015. 3. 19., R-255. 위 제320항 내지 제321항 및 제 334항 내지 제340항도 참조.

¹¹⁹³ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 19.

¹¹⁹⁴ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 20.

취득하기로 결정한 이유를 입증하는 외부 자문가들로부터 받은 내·외부 분석자료¹¹⁹⁵

(d) 요청 22: 청구인이 삼성물산에 투자하기로 결정한 것에 관하여 2014년 11월부터 2015년 7월 17일까지 청구인 내, 엘리엇 그룹 내, 청구인과 엘리엇 그룹 간 내부 의사 연락을 입증하는 서류들¹¹⁹⁶

(e) 요청 24: 2014년 11월부터 2015년 7월까지의 기간 동안 청구인의 투자를 담당했던 업무집행조합원 및/또는 매니징 디렉터 또는 기타 그에 상응하는 고위 임원들에 제공된 보고서¹¹⁹⁷

536. 한국이 요청시 지적하고 본 중재판정부가 수락한 바와 같이 한국은 청구인이 본건 합병의 가능성 및 제안된 조건에 따라 본건 합병이 승인될 가능성을 이미 알고 난 후에 투자를 한 것인지 파악하기 위해 이들 문서를 요청하였던 것입니다.¹¹⁹⁸

537. 청구인은 그 문서제출과정에서 이러한 구체적인 요청에 대하여 수백 건의 문서를 (부당하게) 유보하였습니다.¹¹⁹⁹ 재차 말씀드리지만, 청구인은 (a) 변호사-의뢰인간 비밀유지특권, (b) 소송준비자료에 대한 보호 원칙, (c) 상업적 민감성 또는 비밀성을 주장하는 법률적 근거를 밝히지 못하고 설명하지도 못하였습니다. 청구인이 적절한 설명을 제공하지 못한 것은 차치하더라도, 요청 19 내지 22 및 요청 24에 해당하는 약 119건의 문서들에 있어, 청구인 자신의 설명에 따르더라도 이에 대해 명백히 비밀유지특권이 인정되지 않았음에도, 특권을 근거로 그 제출이 유보되었다는 것은 충격적입니다. 이들 119건의 문서들은 (a) 발신인 또는

¹¹⁹⁵ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청. 21.

¹¹⁹⁶ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 22.

¹¹⁹⁷ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 24.

¹¹⁹⁸ 예컨대, 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 19 내지 21, 요청 24에 대한 설명 참조.

¹¹⁹⁹ 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6. 참조.

수신인 중에 변호사가 포함되어 있지 않지만 이례적으로 변호사-의뢰인 간 비밀유지특권의 적용대상이라고 주장되거나,¹²⁰⁰ (b) 변호사 이외에도 발신인, 직접 수신인 또는 추가로 사본을 수신하는 공동 수신인 중에 변호사가 아닌 제3자가 포함되어 있기 때문에 청구인이 변호사-의뢰인 간 비밀유지특권을 포기한 문서들입니다.¹²⁰¹ 예컨대, 다음과 같은 서류들입니다.

- (a) “모든 발신인/수신인 (사본 수신처 포함)”이라는 구분되지 않은 열에 유일한 당사자로 각각 “맥쿼리증권(주) (Macquarie Securities Korea Limited)”, “삼성증권” 및 “공정거래위원회”가 기재된 특권보호문서목록 64 행, 65 행 및 111 행에 기재된 3 건의 문서.¹²⁰² 이들 3 건의 문서들은 모두 한국의 요청 19 내지 요청 21에 해당하는 문서로 명시되어 있습니다.
- (b) 당사자로 유일하게 “Elliott”이 기재되어 있는 특권보호문서목록 26 행에 열거된 1 건의 문서.¹²⁰³ 이 문서는 한국의 요청 19 내지 요청 21에 해당하는 문서입니다.
- (c) 당사자로 “Elliott; HSBC”가 기재되어 있는 특권보호문서목록 198 행에 기재된 1 건의 문서.¹²⁰⁴ 이 문서는 특히 한국의 요청 20 및 요청 21에 해당하는 문서로 기재되어 있습니다.

538. 이는 특권에 대한 청구인의 근거 없는 주장을 보여주는 몇 가지 사례에 불과합니다. 청구인이 명백하게 비밀유지특권이 적용되지 않는 문서를

¹²⁰⁰ 이 문서들은 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020 5. 30., 제36(a)항에 기술된 **A 범주** 문서에 속합니다.

¹²⁰¹ 이 문서들은 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020 5. 30., 제36(b)항에 기술된 **B 범주** 문서에 속합니다.

¹²⁰² 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 64행, 65행 및 107행, 제10-11면, 제16면.

¹²⁰³ 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 64행, 제6면.

¹²⁰⁴ 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 198행, 제28면.

제출하지 않은 것은¹²⁰⁵ 청구인이 다음 내용을 알고 있었다는 추정을 정당화하는 것입니다.

- (a) 삼성물산 주식을 매입할 당시 본건 합병의 위험
- (b) 국민연금이 투자위원회의 결정에 따라 의결권을 행사할 것임
- (c) 삼성물산이 다른 회사와 합병하는 경우 그 거래가격에서 도출된 법정 공식에 따라 정해지는 본건 합병비율이 적용될 것임
- (d) 삼성 그룹이 (정부와는 완전히 무관하게) 주가를 조작하고 그에 따라 본건 합병의 시기를 정할 수 있다는 위험

539. 이러한 추정을 하는 것이 합리적이며 이미 기록상 입증되는 사실과 전적으로 일치한다는 것을 재차 강조하고자 합니다.¹²⁰⁶ 사실 기록상 증거를 보면 이와 같은 결론에 도달하지 않을 수 없으며, 불리한 추정은 단지 증거가 보여주는 것을 뒷받침할 뿐입니다.

540. *넷째*, 한국은 본 중재판정부가 부당하게 유보된 도이치뱅크 작성의 “삼성물산 수익모델”이 청구인의 주장과는 반대로 삼성물산의 평가 가치가 시장 가격에 상응한다는 점을 입증한다는 불리한 추정을 채택하도록 요청합니다.

- (a) 한국은 문서제출요청에서 “2014 년 및 2015 년에 EALP 또는 엘리엇 그룹이 작성하거나 그들을 위하여 작성된 모든 삼성물산 평가 또는 분석”을 구체적으로 요구하였습니다.¹²⁰⁷

¹²⁰⁵ 예컨대, 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 5. 30., 제16항, 제39e항, 제40d항; 절차 명령 제16호, 2020. 8. 7., 제15항 참조.

¹²⁰⁶ 위 제3장 제B절 제3관 참조.

¹²⁰⁷ 피청구국 문서제출요청, 2019. 11. 1., 요청 2.

- (b) 본 중재판정부는 2020년 1월 13일자 명령에서 이 요청을 승인하였습니다.¹²⁰⁸
- (c) 청구인은 그 문서제출과정에서 확실히 한국의 요청에 해당하는 문서임에도 불구하고 2015년 4월 30일자 도이치방크 작성의 스프레드시트 (이하 “도이치방크 평가모델”)의 제공을 부당하게 유보하였습니다. 청구인이 비공개의 근거로 밝힌 것은 “상업적 민감성/비밀성”이었습니다.¹²⁰⁹
- (d) 그러나, 한국이 청구인의 특권보호문서목록에 대한 이의에서 지적한 바와 같이, 청구인이 “상업적 민감성/비밀성”을 주장하는 것이 정당한지 입증하는 데 충분한 정보를 청구인은 제공하지 않고 있습니다.¹²¹⁰ 나아가, 도이치방크와의 비밀유지 관련 제약이 존재하더라도 청구인이 문서의 제공을 전면적으로 유보할 수는 없습니다. 청구인은 여전히 도이치방크 평가모델의 삭제편집본을 제출할 의무가 있습니다.¹²¹¹

541. 절차 명령 제16호에서, 본 중재판정부는 청구인이 도이치방크 평가모델을 적절한 형식의 사본으로 공개하도록 허가해 줄 것을 요청하는 서신을 도이치방크에 보내기로 동의하였음을 기록하였고, 청구인으로 하여금 한국에 그 요청의 진행 상황과 도이치방크의 회신 내용을 알리도록 지시한 바 있습니다. 2020년 8월 21일, 청구인은 “도이치방크가 기밀 평가모델 공개 허용 요청을 거절하였습니다”라고 밝혔습니다.¹²¹²

¹²⁰⁸ 피청구국 문서제출요청에 대한 본 중재판정부의 결정, 절차 명령 제8호, 2020. 1. 13., 부속서 II, 제67면

¹²⁰⁹ 청구인 특권보호문서목록, 2020. 3. 6., 1056행, 제178면.

¹²¹⁰ 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 5. 30., 제14항.

¹²¹¹ 법무법인 광장이 본 중재판정부에 보낸 서신, 2020. 5. 30., 제77항.

¹²¹² Three Crowns가 Freshfields Bruckhaus Deringer 및 법무법인 광장에 보낸 서신, 2020. 8. 21., R-315, 제1면.

542. 도이치뱅크의 거절에도 불구하고 청구인은 여전히 도이치뱅크 평가모델을 제출한 의무를 부담하고 있습니다. IBA 규칙 제9조 제(2)항 (e)호에 따르면, 청구인은 “본 중재판정부가 설득력이 있다고 판단할 만한 상업적 또는 기술적 비밀성의 근거”를 입증할 의무를 부담합니다.¹²¹³ 도이치뱅크 평가모델 전부의 제공을 유보할 설득력 있는 근거는 없습니다.

(a) 청구인이 도이치뱅크 평가모델의 제출을 거부한 것은 도이치뱅크와의 비밀유지계약에 기한 것이 아니라 해당 문서가 “수신인이 내부 목적으로만 사용하도록 제공된” 것이며 “어떠한 성격의 재배포도 허용되지 않는다”는 면책조항 (disclaimer) 때문입니다.¹²¹⁴ 이와 같이 표준문언으로 되어 있는 면책조항은 특히 한국이 해당 제출에 부과되는 어떠한 조건도 준수하기로 동의한 상황에서 (청구인은 한국의 이러한 제안을 거부하였습니다) 오로지 본 중재 목적에 한정하여 요청한 서류의 제공을 유보할 수 있는 “설득력 있는” 근거가 아님은 의심의 여지가 없습니다.

(b) 도이치뱅크의 거절에도 불구하고 청구인은 최소한 평가모델의 삭제편집본을 제출해야 하는 의무를 여전히 부담하고 있으나 이를 이행하지 않고 있습니다.

543. 청구인이 한국의 문서요청에 직접적으로 해당되는 문서를 계속하여 제출하지 않고 있다는 사실은 유보된 문서가 청구인의 주장에 불리하다는 것만을 의미합니다. 이러한 상황에서 한국은 본 중재판정부가 도이치뱅크 평가모델이 삼성물산의 가치가 효율적인 시장과 부합하는 시장 가격이었음을 보여준다는 불리한 추정을 채택하도록 요청합니다. 재차 말씀드리지만, 불리한 추정은 Dow 교수와 Mr Boulton QC가 동의한 한국

¹²¹³ 국제중재에서의 증거수집 절차에 관한 IBA 규칙 2010, **RLA-127**, 제 9조 제(e)항 (강조추가).

¹²¹⁴ Three Crowns가 Freshfields Bruckhaus Deringer 및 법무법인 광장에 보낸 서신, 2020. 8. 21., **R-315**, 제5면.

시장이 효율적이라는 점을 포함하여 기록상 충분한 증거의 내용과 전적으로 일치합니다.¹²¹⁵

VI. 청구취지

544. 앞서 언급한 사유들과 본 절차에서 추후 보충될 사유를 근거로 한국은 본 중재판정부가 다음과 같은 중재판정을 내려줄 것을 구합니다.

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각한다;
- (b) 청구인이 본 중재와 관련된 행정비용 및 보수, 중재판정부 및 그에 의하여 선임되는 모든 전문가의 보수 및 비용, 한국의 법률비용 (내·외부 포함)과 부대비용을 포함한 본 중재 및 관련 절차를 위한 모든 비용 및 보수를 지급할 것을 명령한다; 그리고
- (c) 기타 본 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.

545. 위 청구취지는 한국이 앞서 제시한 주장을 보충하거나 수정할 수 있는 권리 및 청구취지를 보충하거나 수정할 수 있는 권리를 제한하지 않습니다.

¹²¹⁵ 위 제 498항, 제499항 참조.

2020 년 11 월 13 일 제출

[서 명]

 **Freshfields Bruckhaus Deringer**

Peter J. Turner QC
Nicholas Lingard
Joaquin Terceño
Samantha Tan
Rohit Bhat

[서 명]

**Lee
& Ko**

이문성
David Kim
한상훈
윤지현
Richard Jung Yeun Won
우한얼
이준원
유민재
피청구국의 대리인

별지 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황¹²¹⁶

목차

민사소송 오류! 책갈피가 정의되어 있지 않습니다.

 EALP의 삼성물산 주총소집통지 및 주주총회 결의금지 가처분신청 308

 EALP 및 기타 당사자들의 삼성물산에 대한 반대주주 주식매수가격결정 신청 310

 구 제일모직과 구 삼성물산 간의 합병 무효 소송 311

형사소송 오류! 책갈피가 정의되어 있지 않습니다.

 ■■■■ 및 ■■■■에 대한 형사소송 오류! 책갈피가 정의되어 있지 않습니다.

 ■■■■에 대한 형사소송 313

 ■■■■에 대한 형사소송 315

¹²¹⁶ 아래 회색 표시된 1건의 민사소송을 제외하고 모든 소송이 확정되지 않고 진행 중입니다.

민사소송	
사건	쟁점
<p>EALP 의 삼성물산 주총소집통지 및 주주총회 결의금지 가처분신청</p> <ul style="list-style-type: none"> • 종결됨: 대법원에 재항고 된 2015 마 4216 사건은 2016.03.23. EALP 의 취하로 종결되었음.¹²¹⁷ • 2015 마 4216 사건은 서울고등법원 민사 40 부의 2015.07.16.자 2015 라 20485 결정에 대한 EALP 의 재항고 사건이었음 (C-235). • 2015 라 20485 사건에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 민사 50 부의 2015.07. 01.자 2015 카합 80582 결정을 인용함 (R-9). 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • EALP 가 피신청인인 삼성물산과 등기이사 7 인으로 하여금 2015. 7. 17.자로 주주총회를 소집하여 본건 합병계약을 승인하는 것을 금지하는 가처분을 신청할 당사자적격이 있는지 여부. <ul style="list-style-type: none"> ○ 6 개월 전부터 계속하여 발행주식총수의 10 만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자만이 위와 같은 가처분을 신청할 수 있는 주주의 권리를 행사할 수 있음. • 법원이 삼성물산으로 하여금 본건 합병계약이 법률 및/또는 삼성물산의 정관에 위배되며 삼성물산에 손해를 초래한다는 것을 근거로 2015. 7. 17.자 주주총회를 소집하는 것을 금지할 수 있는 합리적인 근거가 존재하는지 여부. 구체적으로 EALP 는 다음과 같이 주장함: <ul style="list-style-type: none"> ○ 피신청인들은 불공정한 합병비율을 산정함으로써 상법상 이사로서의 의무를 위반하였음. ○ 오로지 삼성 그룹 총수 일가에게만 이익이 되는 본건 합병의 불공정한 목적은 업무상 배임에 해당함. ○ 본건 합병은 금반언의 원칙에 위배됨.

¹²¹⁷ 대법원 나의사건검색, 대법원 2015 마 4216 (가처분신청), 2019.09.27. 조회, **R-208**.

민사소송	
사건	쟁점
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 피신청인들은 시세조종, 부정거래행위 등 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)의 다수 조항에 위반되는 행위를 함. ○ 주식매수청구권을 가진 합병반대주주들의 주식매수가격에 대한 협의를 하지 않은 것은 자본시장법 제 165-5 조 제 3 항을 사실상 잠탈한 것임. ○ 제일모직은 금융지주회사에 해당할 가능성이 농후하였으므로, 본건 합병은 금융지주회사법 제 6-3 조에 위반됨. ○ 본건 합병은 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한할 여지가 있으므로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제 7 조 제 1 항에 위반될 소지가 있음. <p>서울중앙지방법원은 EALP 가 삼성물산의 지분을 소유한 기간이 지나치게 짧아 EALP 는 가치분을 신청할 적격이 없으며, 법원이 삼성물산으로 하여금 2015. 7. 17.자 주주총회를 소집하지 못하도록 금지할 합리적인 근거가 없다고 판시하며 EALP 의 신청을 기각하였음. 서울중앙지방법원은 본건 합병비율이 명백히 불공정하다고 간주할 수 없으며 본건 합병의 목적이 부당하다는 EALP 의 주장은 근거가 없다고 판시함.</p> <p>EALP 는 서울고등법원에 항고함. 서울고등법원은 EALP 의 항고를 기각함.</p> <p>EALP 는 이후 대법원에 재항고하였으나, 삼성물산과의 합의서 체결 이후 2016.03.23. 재항고를 취하함.</p>

민사소송	
사건	쟁점
<p>EALP 및 기타 당사자들의 삼성물산에 대한 합병반대주주 주식매수가격결정 신청</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대법원에서 2016 마 5394 사건으로 진행중.¹²¹⁸ • 2016 마 5394 사건은 서울고등법원 민사 35 부의 2016.05.30.자 2016 라 20189, 20190 (병합), 20192 (병합) 결정에 대한 재항고 사건임 (C-53). • 2016 라 20189, 20190 (병합), 20192(병합) 사건에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 민사 50 부의 2016.01.27.자 2015 비합 91, 92(병합), 94(병합), 30037(병합) 결정을 뒤집음(C-259). 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 삼성물산 반대주주 주식매수청구권 행사가격을 1 주당 57,234 원으로 책정한 것이 적법하였는지 여부 • 주식매수청구권 행사가격의 산정방식을 규정한 자본시장법 시행령 제 176 조의 7 제 3 항 제 1 호가 위헌인지 여부 • 가격조작 등 시장기능에 대한 부적절한 개입이 있었는지 여부 • 시행령의 산정방식에 따른 주식매수가격이 공정한 금액이었는지 여부 <p>모든 당사자들은 서울고등법원에 항고하였음. EALP 는 삼성물산과의 합의서 체결 이후 2016.03.23. 항소를 취하함.</p> <p>서울고등법원은 항소심에서 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 삼성물산 반대주주 주식매수청구권 행사가격을 한화 57,234 원으로 책정한 것이 적법하였는지 여부 • 이사회 결의일 전일 무렵 합병 전 삼성물산의 시장 주가가 본건 합병으로부터 영향을 받지 않은 합병 전 삼성물산 주식의 객관적 가치를 반영하였는지 여부

¹²¹⁸ 대법원 나의사건검색, 대법원 2016 마 5394 (주식매수가격결정 신청), 2019.09.27. 조회, R-206.

민사소송	
사건	쟁점
<ul style="list-style-type: none"> EALP 는 2016.03.23. 그 항고를 취하함 (C-53, 제 2 면, R-32 참조). 	항고를 취하한 EALP 를 제외한 모든 당사자들은 대법원에 재항고하여 현재 사건 진행중임.
구 제일모직과 구 삼성물산 간의 합병 무효의 소 <ul style="list-style-type: none"> 서울고등법원 2017 나 2066757 사건으로 진행중임.¹²¹⁹ 2017 나 2066757 은 서울중앙지방법원 민사 16 부의 2016.10.19.자 2016 가합 510827 판결에 대한 항소사건임(R-20). 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> 본건 합병을 불공정한 합병 비율, 국민연금의 위법한 의결권 행사 등을 근거로 무효화할 수 있는지 여부 본건 합병 무효에 대한 일부 무효사유가 제소기간을 경과하여 제기되었는지 여부 본건 합병의 목적이 부당한지 여부 본건 합병비율이 불공정한지 여부 삼성물산이 2015.6.11.자로 (주)KCC에 자사주 일부를 매각한 본건 합병 관련 의결에서 이사회 결의 및 의결권 행사와 관련하여 절차상 부당함이 있었는지 여부 본건 합병 관련 표결에서 국민연금의 의결권 행사와 관련하여 절차상 위법이 있었는지 여부 본건 합병 절차에 공시의무 위반에 따른 위법성이 존재하는지 여부 특정 종류주식 주주총회가 개최되지 않았으므로 본건 합병이 무효화되어야 하는지 여부

¹²¹⁹ 대법원 나의 사건검색, 서울고등법원 2017 나 2066757 (합병무효의 소), 2019.09.27. 조희, R-207.

민사소송	
사건	쟁점
	모든 당사자들은 서울고등법원에 항소를 제기하여 현재 항소심 진행중임.

형사소송	
사건	쟁점
<p>■■■■ 및 ■■■■에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대법원에서 2017 도 19635 사건으로 진행 중임.¹²²⁰ • 2017 도 19635 사건은 서울고등법원 형사 10 부의 2017.11.14.자 2017 노 1886 판결에 대한 항소 사건임 (C-79). • 2017 노 1886 사건에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 형사 10 부의 2017.06.08.자 2017 고합 34, 183 판결을 뒤집음 (C-69). 	<p>서울중앙지방법원과 서울고등법원은 다음 사안을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • ■■■■ 전 보건복지부 장관이 국민연금 전 직원들, ■■■■ (전 기금운용본부장) 및 ■■■■ (전 리서치팀장)에 대해 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향을 결정하도록 지시하고 국민연금 투자위원회에 조작된 시너지 효과 수치를 설명하기 위해 직권을 남용하였는지 여부 • ■■■■ 본부장이 국민연금에 대한 의무를 위반하여 국민연금으로 하여금 본건 합병과 관련하여 합리적이며 독립적인 결정을 내리기 위해 필요한 조치를 취하지 못하도록 함으로써 국민연금에 손해를 초래하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 상고하여 대법원에서 재판 진행 중임.</p>
<p>■■■■에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2019.08.29. 대법원으로부터 2018 도 2738 사건이 환송되어 	<p>서울중앙지방법원과 2017 노 2556 사건에서 서울고등법원은 다음 쟁점을 심리함.</p>

¹²²⁰ 대법원 나의사건검색, 대법원 2017 도 19635 (■■■■/■■■■ 사건), 2019.09.27. 조회, R-205.

형사소송	
사건	쟁점
<p>서울고등법원에서 2019 노 1937 사건 진행중 (R-178).¹²²¹</p> <ul style="list-style-type: none"> 2018 도 2738 사건에서 대법원은 서울고등법원의 2018.02.05.자 2017 노 2556 판결을 일부 파기합 (C-80). 2017 노 2556 사건에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 2017.08.25.자 2017 고평합 194 판결을 파기합. 	<ul style="list-style-type: none"> ● [] 이 [] 전 대통령의 측근인 [] 의 딸 [] 에게 허위의 용역계약을 맺는 형태로 승마훈련을 지원하고 말 3 필을 제공함으로써 [] 전 대통령에 뇌물을 공여하였는지 여부 ● [] 이 [] 이 운영한 재단 (미르스포츠재단 및 K 스포츠재단)과 한국동계스포츠영재센터에 금전적 지원을 제공함으로써 본건 합병 또는 [] 일가의 승계계획과 관련하여 [] 전 대통령에게 부정한 청탁을 하였는지 여부 ● [] 에 대한 특정경제범죄법위반(횡령)죄의 성부 ● [] 에 대한 특정경제범죄법위반(재산국외도피)죄의 성부 ● [] 이 뇌물수수 및 횡령으로 얻은 범죄수익의 출처 및 처분에 관한 사실을 은폐하였는지 여부 ● [] 이 위증을 하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 대법원에 상고함.</p> <p>대법원은 아래 내용에 대한 심리를 위해 본건을 서울고등법원으로 환송함.</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 말 3 필 및 그 구입비용이 말에 대한 소유권 및 처분권을 고려하였을 때 뇌물이었는지 여부

¹²²¹ 대법원 나의사건검색, 대법원 2018 도 2738 ([] 사건), 2019.09.27. 조회, R-203.

형사소송	
사건	쟁점
	<ul style="list-style-type: none"> • 사회 일반으로부터 █████ 전 대통령의 직무집행의 공정성, █████ 전 대통령과 █████의 관계, 이익의 다과 및 이익의 수수 경위와 시기 등에 대한 의심을 받게 되는지 여부를 고려하였을 때, █████ 전 대통령의 직무 집행과 한국동계스포츠영재센터에 대한 재정적 지원 간에 대가성이 있었는지 그리고 그러한 재정적 지원과 관련하여 부정한 청탁이 있었는지 여부
<p>█████ 전 대통령에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대법원에서 2020 도 9836 사건으로 진행 중. • 2019.08.29. 2018 도 14303 사건에서 대법원에 의해 서울고등법원으로 환송된 바 있음 (R-180).¹²²² 서울고등법원은 환송된 사건(2019 노 1962)에 대하여 █████의 일부 혐의의 무죄를 선고하고 형량을 30 년에서 20 년으로 감하는 판결을 2020.07.10. 선고함 	<p>서울중앙지방법원과 2018 노 1087 사건에서 서울고등법원은 다음의 쟁점을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • █████ 전 대통령이 현재 진행 중인 사안과 관련하여 롯데그룹, SK 그룹, 삼성 그룹으로부터 뇌물 또는 부정한 청탁을 받았는지 여부. 구체적으로, 삼성 그룹과 관련하여: <ul style="list-style-type: none"> ○ █████ 전 대통령이 삼성 그룹의 █████으로부터 본건 합병 또는 █████ 일가의 승계계획과 관련하여 부정한 청탁을 받았는지 여부 ○ █████ 전 대통령이 삼성 그룹으로부터 허위의 용역계약에 따른 대금 및 말 3 필의 형태로 █████의 딸 █████의 승마훈련비를 지원함으로써 뇌물을 받았는지 여부 • █████ 전 대통령이 현대자동차, 롯데그룹, 포스코, KT, 삼성 그룹 등의 권리 행사를 방해하기 위해 강요 및 직권남용을 하였는지 여부. 구체적으로, 삼성 그룹과 관련하여

¹²²² 대법원 나의사건검색, 대법원 2018 도 14303 (█████ 사건), 2019.09.27. 조회, R-204.

형사소송	
사건	쟁점
<p>(R-314). 검찰은 대법원에 상고함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 2018도 14303 사건에서 대법원은 서울고등법원 형사 4 부의 2018.08.24.자 2018 노 1087 판결을 일부 파기함 (C-286). • 2018 노 1087 사건에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 형사 22 부의 2018.04.06.자 2017 고평 364-1 판결을 파기함 (R-22; C-280). 	<ul style="list-style-type: none"> • [redacted] 전 대통령이 삼성 그룹에 한국동계스포츠영재센터 후원금 출연을 강요하였는지 여부 • [redacted] 전 대통령이 [redacted]에 기밀정보를 제공하였는지 여부 • [redacted] 전 대통령이 반대 의견을 가진 문화예술계 특정 개인을 요직에서 배제하고 정부에 반대하는 문화예술단체에 대한 정부지원을 축소하는 등 강요 및/또는 직권남용을 하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 대법원에 상고함.</p> <p>대법원은 뇌물수수혐의를 다른 혐의와 분리 선고하기 위해 사건을 서울고등법원으로 환송함.</p> <p>이에 따라 서울고등법원은 과기환송심에서 뇌물 혐의와 다른 혐의에 대하여 총 20년에 달하는 별도의 두 형을 선고하였음. 검찰이 상고함에 따라 대법원에서 재판 진행 중임.</p>