
유엔국제무역법위원회 중재규칙에 따른 중재에 있어서

메이슨 캐피탈 엘.피.(MASON CAPITAL L.P.)

메이슨 매니지먼트 엘엘씨(MASON MANAGEMENT LLC)

를 청구인들로 하고

대한민국

을 피청구국으로 하는,

PCA 사건번호° 2018-55

반박서면

2020 년 10 월 30 일

대한민국 법무부
법무법인 (유)광장

WHITE & CASE

피청구국의 법률대리인

목차

I.	개관.....	1
II.	사실관계.....	6
A.	한국과 국민연금	6
1.	한국 정부의 구성.....	6
(a)	청와대.....	9
(b)	보건복지부.....	9
2.	국민연금 및 그 투자 관련 부서.....	11
(a)	국민연금 기금운용본부.....	14
(b)	국민연금 투자위원회.....	17
(c)	보건복지부 전문위원회.....	20
B.	메이슨측 청구인과 “이벤트 드리븐(Event-Driven)” 투자	21
1.	메이슨 캐피탈 엘.피. 및 메이슨 매니지먼트 엘엘씨.....	21
2.	합병차익거래와 메이슨의 단기 고수익 추구.....	22
C.	삼성 그룹	25
1.	삼성물산.....	26
2.	제일모직.....	28
3.	삼성전자.....	30
4.	삼성바이오로직스.....	31
D.	메이슨은 2014년 삼성 그룹의 구조개편 발표에서 수익창출의 기회를 포착하였습니다	31
1.	한국 재벌에 대한 “재벌 디스카운트”	31
2.	시장은 2013년 및 2014년경 삼성 그룹이 지주회사체제로 전환할 것이라고 예상하였습니다	34
3.	2014년 5월부터 메이슨은 삼성 그룹의 “정수”인 삼성전자를 거래하였습니다	38
E.	2015년 메이슨은 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 부결될 것이라는 투기적 예측 하에 삼성물산 주식을 매입하였습니다	41
1.	삼성물산과 제일모직은 2015년 본건 합병을 발표하였습니다.....	41

2.	증권시장 애널리스트들은 본건 합병비율을 포함한 본건 합병 안건의 조건에 대한 폭넓은 지지를 표했습니다	42
3.	2015년 5월 말 한국 언론은 국민연금이 본건 합병을 지지할 것이라고 보도하였습니다	45
4.	2015년 6월 헤지 펀드인 엘리엇은 본건 합병에 반대하면서 행동주의 캠페인을 개시하고 한국 법원과 언론에서 그 반대 사실을 공표하였습니다	46
5.	엘리엇이 본건 합병에 대한 반대의사를 발표한 당일 메이슨은 삼성물산 주식을 매수하였습니다	48
F.	2015년 7월 본건 합병은 국민연금과 다수의 해외 펀드를 포함한 삼성물산 주주 70%의 찬성으로 승인되었습니다	51
1.	본건 합병 발표 후 수주간 한국 언론은 다수의 주요 삼성물산 주주들이 본건 합병을 승인할 것이라고 보도하였습니다	51
2.	2015년 7월 10일 국민연금 투자위원회 위원 12명이 소집되어 심리한 결과 다수결에 따라 본건 합병 안건에 찬성 표결하기로 결정하였습니다	52
3.	2015년 7월 17일 다수의 해외 펀드를 포함하여 본건 임시주총에 참석한 삼성물산 주주의 약 70%가 본건 합병에 찬성 표결하였습니다	56
4.	본건 합병 후 몇주간 메이슨은 나머지 삼성전자와 삼성물산 보유지분을 매각하였습니다	58
G.	본건 합병 이후 서울중앙지방법원은 본건 합병무효의 소를 기각하여 본건 합병 관련 표결에 대한 국민연금 심의의 적정성을 확인하였습니다	59
H.	2016년을 시작으로 삼성 그룹이 비리 스캔들에 휩싸이고 몇몇 정부 및 국민연금 관계자들이 기소되었습니다	60
III.	메이슨측이 주장하는 논리는 다수의 잘못된 사실관계에 관한 전제를 바탕으로 한 것입니다.....	64
A.	■■■■ 전 대통령에게 제공되었다고 주장되는 뇌물과 본건 합병 관련 의결권 행사 간에는 상관관계가 없습니다	64
B.	한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성표결 하도록 지시하였다는 증거는 없습니다	67
1.	청와대와 관련하여: ■■■■ 전 대통령은 청와대 참모진들에게 상황을 “챙겨보라”고 지시하였을 뿐입니다.....	67
2.	보건복지부와 관련하여: 보건복지부는 국민연금에 본건 합병에 찬성하도록 지시한 바 없습니다	69
C.	본건 합병 관련 의결권 행사는 국민연금 지침에 따라 국민연금 투자위원회에 부의되었습니다.....	69

1.	국민연금 지침은 우선적으로 투자위원회에 회부하도록 규정하고 있습니다.....	69
2.	국민연금 지침에 따라, 국민연금의 기존 관행은 재벌 관련 합병에 있어 투자위원회가 우선적으로 심의하도록 하는 것이었습니다.....	71
3.	최근 국민연금의 SK 합병에 관한 결정은 비판의 대상이 되었으며, “절차상의 선례”로 볼 수 없습니다.....	72
4.	국민연금은 국민연금 지침을 더 성실히 준수하기 위해 삼성물산/제일모직 합병에서 “오픈식 표결 방식”을 채택하였습니다.....	76
D.	투자위원회의 절차가 “침해”되었다는 증거는 없습니다.....	80
1.	투자위원회가 고려한 합병비율 분석은 “조작”되지 않았습니다.....	80
2.	투자위원회가 판단한 본건 합병의 광범위한 시너지 효과는 조작된 것이 아니며 “완전히 자의적”인 것도 아니었습니다.....	85
3.	■■■■ 본부장이 3명의 투자위원회 위원을 선임한 것은 국민연금 절차에 부합한 것이었으며 위원회를 “장악”하려는 시도가 아니었습니다.....	89
4.	■■■■ 본부장은 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 “압력을 행사”하지 않았습니다.....	91
E.	국민연금이 경제적 관점에서 본건 합병에 찬성 투표할 타당한 이유가 다수 있었음이 기록을 통해 입증되고 있습니다.....	93
IV.	메이슨은 자신들이 주장하는 한국의 행위에 협정이 적용된다는 것을 입증하지 못하였습니다.....	97
A.	문제되는 국민연금과 한국의 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치”에 해당하지 않습니다.....	99
1.	협정상 “조치”의 범위는 입법 또는 행정 규칙의 제정 또는 집행으로 제한됩니다.....	99
2.	합병에 찬성한 국민연금의 의결권 행사는 한국이 “채택하거나 유지하는 조치”가 아닙니다.....	110
3.	■■■■ 전 대통령, ■■■■ 전 장관과 청와대 및 보건복지부 관계자들 및 국민연금 직원들이 합병에 대한 찬성표를 “던지도록” 하거나 “던진” 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치[들]”가 아닙니다.....	111
B.	문제되는 행위가 “조치”라고 하더라도 메이슨과 “관련”이 없습니다.....	115
1.	조치는 “채택 또는 유지”되었을 때 투자자 또는 그 투자에 대해 “법적으로 유의미한 관련성”이 있는 경우에만 이들에게 “관련”이 있는 것으로 볼 수 있습니다.....	116

2.	국민연금의 의결권 행사도 궁극적으로 이를 초래하였다고 메이슨이 주장하는 행위도 메이슨의 투자와 직접적인 또는 “법적으로 충분한” 관련성이 없습니다	119
C.	메이슨의 협정상 청구의 근간이 되는 국민연금의 행위는 한국에 귀속될 수 없습니다	121
1.	제 11.1.3 조는 귀속 문제를 전적으로 특별법(<i>lex specialis</i>)으로 규율합니다	123
2.	국민연금 또는 그 직원들의 어떠한 행위도 협정 제 11.1.3(a)조에 의해 한국에 귀속될 수 없습니다	127
(a)	국민연금은 법률상 국가기관이 아닙니다.....	128
(i)	국민연금은 한국법상 국가기관으로 설립되지 않았습니 다	129
(ii)	국민연금은 국가와 별개의 법인격을 갖고 있습니다.....	132
(b)	국민연금은 사실상 국가기관이 아닙니다.....	137
3.	협정 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에 따라 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다	141
(a)	제 11.1 조 제 3 항 제(나)호를 적용하기 위해서는 문제 되는 행위가 반드시 “정부 권한”의 행사에 따른 것이어야 합니다..	142
(b)	본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 등 메이슨이 문제 삼는 국민연금의 행위는 위임 받은 정부 권한의 행사에 해당하지 않습니다	145
4.	제 11.1.3 조에 따른 두 가지 명시적인 근거 없이도 협정을 적용할 수 있다 할지라도, 한국은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사를 지지 또는 통제할 바가 없으므로, 메이슨의 ILC 규정 제 8 조 원용은 부적절합니다	148
D.	메이슨은 성질상 주권행위에 해당하지 않는 순수 상행위에 대해 한국에 국제법상 책임을 물을 수 없습니다	152
1.	국제법에 따르면, (상행위 주체로서의 국가 행위가 아닌) 정부 권한을 행사한 경우에만 국가에 책임을 물을 수 있습니다	152
2.	이 사건에서 메이슨이 문제삼고 있는 주요 행위 (본건 합병에 대한 국민연금의 심의 및 의결권 행사)는 상행위에 해당합니다.....	156
V.	한국은 협정 및 국제법에 따른 모든 의무를 준수하였습니다.....	158
A.	메이슨은 자신이 자발적으로 감수한 손실의 위험이 실현되었음을 이유로 협정상의 청구를 제기할 수 없습니다	159
1.	협정은 실패로 판명난 투기적 성격의 도박에 대한 보험이 아닙니다.	159

2.	메이슨은 자신의 투자이론이 실패할 수 있으며 자신이 현재 주장하고 있는 수익을 창출하지 못할 가능성이 있다는 위험을 감수한 것입니다	161
(a)	메이슨은 기업지배구조 변동에 따른 가치 증가 가능성이라는 자신의 투자이론이 실현될 수 없을 가능성을 인지하고도 삼성전자 주식을 매수하였습니다	162
(b)	메이슨은 본건 합병이 발표된 후에 삼성물산 주식을 매입하였으므로 본건 합병이 승인될 수 있다는 위험을 감수한 것입니다	163
B.	한국은 협정에서 규정하고 있는 국제관습법상 외국인에 대한 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다	165
1.	한국이나 국민연금에게는 본건 합병에 대한 의결권 행사에 있어 메이슨의 이익을 고려할 의무가 없습니다	166
2.	메이슨은 자신이 문제 삼는 한국의 행위가 국제관습법상 대우의 최소기준을 위반하였다는 점을 입증하지 못하고 있습니다	170
(a)	메이슨은 국제관습법상 대우의 최소기준 내용을 입증하지 못하고 있습니다	171
(b)	메이슨은 최혜국대우 조항을 원용하더라도 협정의 국제관습법 기준을 피할 수 없습니다	173
(c)	메이슨은 국제관습법상 최소기준대우의 위반을 입증해야 할 엄격한 부담을 과소평가하고 있습니다	176
(d)	한국의 행위는 자의적이지 않았습니다.....	179
(e)	한국은 메이슨이나 메이슨의 투자를 차별하지 않았습니다....	184
(f)	문제 되는 한국측의 행위에는 부당하게 투명성이 결여되어 있지 않습니다	186
(g)	문제되는 한국의 행위는 신의성실 위반에 해당하지 않습니다	190
3.	나아가, 한국은 국제관습법상 메이슨에게 충분한 보호 및 안전을 제공해야 할 의무를 위반하지 않았습니다	193
(a)	국제관습법에 따른 충분한 보호 및 안전 기준 및 협정 당사국들이 명시적으로 규정한 충분한 보호 및 안전 기준 모두 투자의 물리적 보호에만 적용됩니다	194
(b)	메이슨은 최혜국 조항을 적용하여 협정에 명시된 충분한 보호 및 안전 기준을 회피할 수 없습니다	200
(c)	국제관습법에 따른 충분한 보호 및 안전 청구는 중대하고 명백한 신의성실 원칙의 위반을 그 요건으로 하는 바, 메이슨은 이를 입증하지 못하였습니다	201

C.	한국은 협정에 따른 내국민대우 의무를 위반하지 않았습니다	204
1.	메이슨의 내국민대우 청구는 중재판정부의 관할권을 벗어납니다....	205
(a)	메이슨의 내국민대우 청구는 한국의 협정 유보내용에 의해 배제됩니다	205
(b)	메이슨의 내국민대우 청구는 메이슨의 투자에 대한 “대우”와 무관합니다	208
2.	결과적으로 메이슨은 협정 문언에 따른 내국민대우 청구를 성립시키지 못하였습니다	210
(a)	메이슨은 “ 일가”와 “동종의 상황”에 있지 않았습니다	211
(b)	메이슨과 메이슨의 삼성물산 투자는 “동종의 상황”에 있는 한국인 투자자들에 비해 “불리하게” 대우받지 않았습니다....	213
3.	한국은 국적을 근거로 메이슨에 차별적인 대우를 할 의도가 없었습니다	216
VI.	한국은 메이슨이 주장하는 손실을 발생시키지 않았습니다	221
A.	메이슨은 사실적 인과관계와 법적 인과관계를 모두 입증해야 합니다	223
B.	메이슨은 자신이 문제삼고 있는 한국의 행위가 국민연금 관련 의결권 행사, 본건 합병 승인 또는 청구하는 손실의 “조건적” 원인이었음을 입증할 수 없습니다	225
1.	국제법에 따르면 메이슨의 사실적 인과관계 입증에는 높은 수준의 확실성이 요구됩니다	225
2.	메이슨은 자신이 문제삼고 있는 한국의 행위가 없었다면 국민연금이 다르게 의결권을 행사했거나, 또는 본건 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점을 증명하지 않았습니다	227
(a)	메이슨이 문제 삼는 한국의 행위가 없었다더라도 국민연금은 (대다수 다른 투자자들 및 실제로 일부 해외 펀드가 그랬던 것처럼) 본건 합병에 찬성 표결 하였을 것입니다	228
(b)	메이슨은 한국의 문제되는 행위가 국민연금 투자위원회의 운신의 폭을 좁혔음을 입증하지 못했습니다	234
(c)	국민연금은 소수주주였으며 그 의결권 행사는 본건 합병에 결정적이지 않았습니다	241
C.	국민연금의 의결권 행사가 아닌, 본건 합병 및 그 후의 메이슨의 삼성 주식 매각 결정이 손해의 주된 원인이기 때문에 메이슨은 인과관계가 성립한다는 점을 증명할 수 없습니다.	245
1.	국제법상 한국의 행위가 손해의 “주된” 또는 “근본적인” 원인이라는 점을 입증할 책임은 청구인에게 있습니다.	245

2.	메이슨의 주장에 의하더라도, 메이슨의 손해의 주된 원인은 본건 합병과 본건 합병비율이었습니다.	247
3.	메이슨이 자신의 삼성물산 주식 예비적 청구 및 삼성전자 주식 청구로써 주장하는 손해는 그 삼성 주식을 매각하기로 한 자신의 결정의 결과에 불과합니다.	250
4.	메이슨이 주장하는 국민연금 절차에 대한 한국의 “침해”행위와 그 손해는 너무나 동떨어져 있습니다.	253
VII.	메이슨은 손해배상을 청구할 권리가 없습니다.	256
A.	메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구는 본건 업무집행사원이 본건 유한책임사원의 손해를 자신의 손해라고 주장할 수 없다는 점에서 심각하게 과장되어 있습니다.	258
1.	협정 및 국제법에 따르면, 본건 업무집행사원은 자신의 케이만 소재 유한책임사원이 입은 경제적 손해액을 청구할 수 없습니다.	260
2.	메이슨은 성과보수 분배에 관한 권리 외에 보호가치 있는 수익적 이해관계가 있다는 점을 입증하지 못하였습니다.	263
B.	손해 관련 쟁점 1: 메이슨의 삼성물산 주식 청구.	265
1.	메이슨의 “내재가치” 이론은 정당하지 않고, 추정에 불과하며 근거 없는 가정으로 점철되어 있습니다.	265
2.	메이슨은 본건 합병 발표 이후에 삼성물산 지분을 취득하였으므로 본건 합병 승인으로 인하여 경제적 손실을 입지 않았습니다.	269
C.	손해 관련 쟁점 2: 메이슨의 삼성전자 주식 청구.	272
1.	삼성전자 주가가 메이슨의 “목표주가”에 도달하였을 것이라는 메이슨의 주장은 추측에 불과하고 근거가 없습니다.	273
2.	메이슨은 본건 합병이 자신이 보유한 삼성전자 주식의 가치에 어떠한 실질적인 영향을 미쳤는지 뿐만 아니라, 어떻게 메이슨으로 하여금 주식을 매각하도록 강제했는지도 설명하지 못하고 있습니다.	276
D.	손해 관련 쟁점 3: 메이슨의 성과보수 분배 청구.	277
1.	설령 협약상 본건 업무집행사원이 제 3자의 손실을 주장할 수 있다 하더라도, 이는 성과보수 분배를 이중으로 청구하는 것이며 따라서 법적으로 인정될 수 없습니다.	277
2.	협정상 본건 업무집행사원이 제 3자의 손해를 주장할 수 없다면, 성과보수 분배 청구는 몇 가지 방법론적 오류에 의해 부풀려져 있습니다.	279
E.	메이슨의 손해액 주장은 세 가지 추가적인 이유로 부당합니다.	279
1.	메이슨의 손해액 산정은 자기의 손해를 경감할 의무를 무시한 분석입니다.	279

2. 메이슨의 이자 청구는 적절한 이율을 크게 상회합니다.....	280
3. 메이슨은 미국 달러로의 배상을 정당화할 수 없습니다.....	282
VIII. 메이슨은 본 절차에서 한국에 발생한 비용을 부담하여야 합니다	284
IX. 청구취지.....	286
별지 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황	288
별지 B: 관련 인물(한국 인물).....	1

1. 대한민국 (이하 “한국”)은 절차 명령 제 4 호에 따라 본 중재의 청구인인 메이슨 캐피탈 엘.피. 및 메이슨 매니지먼트 엘엘씨 (이하 총칭하여 “메이슨”)가 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정 (이하 “협정”) 하에 그리고 1976 유엔국제무역법위원회 중재규칙 (이하 “UNCITRAL 중재규칙”) 제 21 조에 따라 제출한 2020. 6. 12.자 수정 청구서면에 대한 반박서면을 제출합니다.

I. 개관

2. 본 중재에서 메이슨은 한국을 상대로 삼성 그룹 두 계열사의 주주들이 합병 안건을 부결시킬 것이라고 예측한 자신의 투기행위를 보호해줄 것을 요구하고 있습니다. 그 도박이 실패하고 해당 합병이 양사 주주의 과반수에 의해 승인되자, 메이슨은 그가 보유한 주식을 전부 매각하였습니다. 그 누구도 메이슨으로 하여금 그와 같이 보유주식을 매각하도록 압력을 행사하지 않았으며, 특히 한국은 더더욱 그러하지 않았습니다. 그럼에도 메이슨은 뒤늦게 한국을 상대로 자신이 당시 그 보유주식을 매각하지 않았더라면 얻었을 이익을 배상하여 줄 것을 요구하고 있습니다.
3. 메이슨은 극도로 빈약하고 부차적인 사정을 근거로 본 분쟁에 한국을 엮으려 시도하고 있습니다. 메이슨은 (합병회사들의 수많은 주주 중 하나인) 한국의 국민연금공단 (이하 “국민연금”)이 정당한 경제적 이유가 없음에도 본건 합병에 찬성 표결하였다고 주장하고 있습니다. 메이슨은 해당 의결권 행사를 설명하는 유일한 방법은 한국 관계자들의 부당한 개입뿐이라고 주장하고 있습니다. 많은 다른 전문적인 해외 및 국내 펀드 또한 본건 합병이 경제적으로도 합리적이라고 판단하여 찬성 표결하였다는 사실은 무시한 채, 메이슨은 그러한 개입이 없었더라면 국민연금은 해당 안건에 반대 표결하였을 것이며 본건 합병은 부결되었을 것이라고 주장합니다.
4. 본 사건에 관한 메이슨의 논리는 당시 대통령이었던 █████ 전 대통령이 삼성 그룹의 후계 예정자인 █████으로부터 받은 뇌물의 대가로서 국민연금에 압력을 행사하였다는 허구에 기반하고 있습니다. 한국 법원은 증거를 검토한 뒤 위 주장을 명시적으로 배척하였습니다. █████ 전 대통령이 █████으로부터 뇌물을 수수한

것 (그리고 이를 이유로 탄핵당하고 재판을 받아 수감되었다는 것)은 사실이나, 이러한 뇌물은 본건 합병이 승인된 이후에야 수수되었기 때문에 본건 의결권 행사와는 관련이 없습니다.

5. 메이슨의 주장에는 근본적인 입증상의 하자 외에도 많은 문제가 있습니다. 메이슨의 주장은 관할 및 심리적격에 대한 선결 요건조차 충족시키지 못합니다. 국민연금은 한국 정부의 일부에 해당하지 않고 (이는 연금기금을 운용하는 독립된 법인에 불과합니다) 본건 합병 안전에 관해 의결권을 (다른 모든 사인인 주주와 동일하게) 행사함으로써 어떠한 위임된 정부 권한도 행사하지 않았다는 점에서 메이슨은 협정상의 국가 행위가 존재함을 입증할 수 없습니다. 이 이상의 분석은 의미가 없습니다. 다만, 설령 국민연금을 한국 정부의 일부로 볼 수 있다고 하더라도, 메이슨의 주장은 그 이상 나아갈 수 없습니다. 본건 합병 관련 의결권 행사 및 청구인이 문제 삼는 어떠한 정부로부터의 “지시”도 협정상 명시적 요건인 메이슨 또는 그의 한국에의 투자에 “관한” 국가의 조치를 구성하지 않습니다. 국민연금은 본건 합병에 관해 의결권을 행사함으로써 주주로서의 권리를 행사한 것에 지나지 않습니다. 메이슨은 국민연금의 고려대상이 아니었습니다 (그리고 메이슨을 고려할 필요성 또한 없었습니다).
6. 본안에 있어서도 메이슨의 청구는 엄격한 협정의 요건을 전혀 충족하지 못합니다. 메이슨은 한국이 (협정이 명시적으로 언급하는) 국제관습법에 따른 대우의 최소기준을 위반하였다고 주장하면서도, 그러한 요건을 충족하는 용인할 수 없는 행위의 존재를 입증하지 못합니다. 첫째, 국민연금은 주주로서의 고유한 권리를 행사함에 있어서 다른 주주들의 이해관계를 고려할 의무를 부담하지 않았습니다. 국민연금은 한국의 연금수급자들에 대해 그 납입금의 가치를 극대화할 의무만을 부담할 뿐이었습니다. 본건 합병에 관한 그 의결권 행사가 부수적으로 메이슨이나 기타 주주의 이해에 영향을 미쳤다는 사실은 협정에 따르든 국내법에 따르든 책임의 근거가 될 수 없습니다. 둘째, 메이슨은 합병회사들 중 한 회사 (삼성물산)의 주식만을 취득하였을 뿐이며, 이마저도 본건 합병 안전이 발표된 후, 그리고

메이슨이 이제 와서야 삼성물산의 주주들에게 불리하였다고 주장하는 (법에서 정한 공식에 따라 산정된) 합병비율을 잘 알면서 이를 취득하였습니다. 만약 다른 주주들이 본건 합병(발표된 합병비율에 따른)에 찬성한 것 때문에 메이슨이 손해를 입었다면, 이는 메이슨이 감수해야 하는 손해입니다. 협정은 투기적 도박에 대한 보험이 아닙니다.

7. 메이슨의 내국민 대우 관련 주장도 마찬가지로 이유 없습니다. 메이슨에 따르면 한국은 (메이슨의 주장에 따르면) 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결을 확보함으로써 한국인인 █████과 그 일가를 우대하고자 했습니다. 이러한 주장은 █████이 본건 합병에 대한 지지를 위해 █████ 전 대통령에게 뇌물을 건넸다는 주장과 동일하게 증거로써 뒷받침되지 않습니다. 다만, 설령 메이슨이 그러한 입증상의 하자를 보완한다 하더라도, 그리고 나아가 국민연금의 의결권 행사가 협정상 “대우”에 해당함을 입증해낸다 하더라도, 메이슨이 합병회사들의 수많은 기타 한국 (및 외국) 주주들과 동일한 “대우”를 받았음은 변하지 않습니다.
8. 메이슨의 주장은 인과관계 또한 결여하고 있습니다. 메이슨은 그가 문제 삼는 한국의 개입행위가 없었더라면 국민연금이 다른 방향으로 의결권을 행사했을 것임을 입증할 수 없습니다. 실제로, 메이슨이 제출한 증거도 본건 의결권 행사가 “예측하기 어려웠을 것”임을 보여줍니다. 이는 메이슨의 주장에 있어서는 치명적입니다. 무엇보다도, 국민연금이 본건 합병에 찬성한 배경에는 몇 가지 객관적인 경제적 이유가 존재하였습니다. 본건 합병은 전통적인 *재벌*의 형태에서 벗어나기 위한 삼성그룹 구조개편의 핵심이라는 시장의 평가를 받았습니다. 메이슨과 달리 국민연금은 삼성 그룹 전반에 걸쳐 광범위한 투자를 하였으며 (총 17 개사), 전반적인 그룹 구조개편으로부터 이익을 기대할 수 있는 입장에 있었습니다. 메이슨은 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 있어서는 경제적으로 손해였다고 반박합니다. 그러나, 다시 한번 강조하자면, 메이슨과는 달리 국민연금은 두 합병회사들 모두에 투자한 상태였습니다. 무엇보다도, 당시 본건 합병을 지지하였던 다수의 증권 애널리스트들이나 본건 합병에 찬성 투표한 많은

다른 삼성물산 주주들 (싱가포르, 아랍에미리트연합 및 사우디아라비아의 국부펀드와 같은 고도의 대형 투자자를 포함)이 메이슨과 같은 비관적인 견해를 가지지 않았다는 점은 명백합니다.

9. 마지막으로, 메이슨의 손해배상 청구는 놀라울 정도로 근거없는 추측성 주장에 불과합니다. 메이슨이 주장하는 손해배상의 핵심은 중재판정부가 메이슨이 2015년 8월 경 그 보유주식을 자발적으로 매각하였다는 점과 그 매각에 따라 메이슨이 당시 받은 시가를 무시하고, 그 대신 메이슨이 수많은 가정 하에 해당 주식의 진정한 가치 또는 그로 인해 미래에 창출할 수도 있었던 이익에 관하여 만들어낸 주관적 평가에 기반하여 메이슨에 대한 손해배상을 명해야 한다는 것입니다. 이러한 주장에는 어떠한 타당한 법적 또는 경제적 근거도 존재하지 않습니다. 무엇보다도, 메이슨의 주장은 메이슨이 협정상 보호를 받지 못하며 본 중재에서 당사자적격도 인정되지 않는 케이만 법인인 그 유한책임사원이 입었다고 주장하는 손해가 자신의 손해에 해당한다는 주장을 유지하였기 때문에 상당히 과대평가 (60% 이상)되어 있습니다. 이는 법적으로나 상식적으로나 말이 되지 않습니다 (한국은 본 중재의 본안 전 이의 단계에서 이를 지적한 바 있습니다).
10. 메이슨은 본건 합병에 관한 내러티브에 ████████ 전 대통령의 부패 혐의 중 자극적인 내용들을 엮음으로써 본 중재의 제기를 정당화하려고 시도하고 있습니다. 그러나 그러한 편향적인 수사 (rhetoric)를 걷어내고 보면 메이슨의 청구는 투자협정상 청구가 아닌 주주 간의 분쟁을 묘사하고 있을 뿐입니다. 이 사건은 제기되지 말았어야 할 사건이며, 한국 또한 이에 대응하는 수고와 이를 위한 상당한 비용을 지출할 필요가 없었습니다. 본 청구는 기각되어야 하고 메이슨에게 중재비용의 지급을 명하는 판정이 내려져야 합니다.

* * *

11. 한국은 반박서면과 함께 아래와 같은 전문가 보고서를 제출합니다:

- a) 연세대학교 법학전문대학원 행정법 전공 김성수 교수의 전문가 보고서 (및 그 첨부 증거자료) (이하 “김성수 보고서”); 및
- b) 손해산정에 관한 런던 비즈니스 스쿨 James Dow 교수의 전문가 보고서 (및 그 첨부 증거자료) (이하 “Dow 보고서”).

12. 또한 반박서면과 함께 아래 증거자료를 제출합니다.:

- a) **R-26** 내지 **R-346** 사실증거; 및
- b) **RLA-60** 내지 **RLA-196** 법률증거.

II. 사실관계

13. 메이슨의 수정 청구서면은 본 중재에 이르기까지의 부정확하고 군데군데 편집된 사실관계를 제시하고 있습니다. 예를 들어, 수정 청구서면은 본 분쟁의 핵심인 삼성물산 주식회사 (이하 “**삼성물산**”)와 제일모직 주식회사 (이하 “**제일모직**”) 사이의 합병 (이하 “**본건 합병**”) 전후에 진행된 광범위하고 장기적인 삼성그룹의 구조개편 노력을 무시하고 있습니다. 수정 청구서면은 또한 메이슨이 삼성전자 주식회사 (이하 “**삼성전자**”) 및 삼성물산의 주식을 매수하고 매각한 경위 (및 시점)에 대해 거의 언급하지 않습니다. 또한 메이슨은 본 중재의 계기가 된 사건들이 발생한 후 몇 년 간 진행된 한국 내 일련의 형사소송 관련 한국 법원의 판결을 자신들에게 유리하게 선택적으로 발췌하여 이를 바탕으로 주장을 펼치고 있습니다. 이들 사건 중 몇몇은, 중재판정부에 제시되지 않았고 본 중재의 심사 대상도 아닌 증거에 따라 결정될 사건으로서 현재 재판 진행 중이며 사실관계나 법률에 관한 확정적 판단을 포함하고 있지 않습니다. 한국은 아래 장들에서 추가적인 설명을 제공하고 본 중재에 관한 보다 포괄적인 맥락을 제시하고자 합니다.

A. 한국과 국민연금

14. 한국은 아래에서 대통령, 보건복지부 및 국민연금 사이의 관계를 포함한 그 정부의 구성에 대한 배경에 대해 설명합니다. 아래에서 보는 바와 같이, 국민연금은 한국의 연금수급자들의 이익을 위해 기능하지만, 한국 정부 구조 밖에 위치해 있습니다. 국민연금은 다른 대형 기관투자자와 마찬가지로 전문적이고 규정에 기반한 투자운용부서를 통해 국민연금기금을 운용하고 있습니다.

1. 한국 정부의 구성

15. 한국 정부는 입법부, 행정부, 사법부로 이루어져 있습니다.¹ 한국 행정부를 구성하는 행정각부 및 기타 국가기관은 정부조직법에 명시되어 있습니다.²
16. 본 중재 청구의 계기가 된 [REDACTED] 전 대통령의 재임 기간 동안 한국 정부는 대통령 통할 하의 17 개 행정각부,³ 국무총리 소속의 5 개 처,⁴ 대통령 통할 하의 각 행정각부 소속의 16 개 청으로 구성되어 있었습니다.⁵ 본 중재 청구의 계기가 된 것으로 주장되는 사건들이 벌어진 2015 년 당시 한국의 행정부는 아래 그림 1 과 같이 조직되어 있었습니다.

¹ 대한민국 헌법, 1988 년 10 월 25 일, **CLA-149**, 제 66 조 제 4 항 (“행정권은 대통령을 수반으로 하는 정부에 속한다”), 제 40 조 (“입법권은 국회에 속한다”), 제 101 조 제 1 항 (“사법권은 법관으로 구성된 법원에 속한다”).

² 대한민국 헌법, 1988 년 10 월 25 일, **CLA-149**, 제 96 조 (“행정각부의 설치·조직과 직무범위는 법률로 정한다”); 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일, **CLA-155**, 제 26 조.

³ (a) 기획재정부; (b) 교육부; (c) 미래창조과학부; (d) 외교부; (e) 통일부; (f) 법무부; (g) 국방부; (h) 행정자치부; (i) 문화체육관광부; (j) 농림축산식품부; (k) 산업통상자원부; (l) 보건복지부; (m) 환경부; (n) 고용노동부; (o) 여성가족부; (p) 국토교통부; 및 (q) 해양수산부. 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일, **CLA-155**, 제 26 조.

⁴ (a) 국민안전처; (b) 인사혁신처; (c) 법제처; (d) 국가보훈처; 및 (e) 식품의약품안전처. 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일, **CLA-155**, 제 22 조의 2, 제 22 조의 3, 제 23 조, 제 24 조, 제 25 조.

⁵ (a) 기획재정부 소속: (i) 국세청, (ii) 관세청, (iii) 조달청 및 (iv) 통계청; (b) 법무부 소속: 검찰청; (c) 국방부: (i) 병무청 및 (ii) 방위사업청; (d) 행정자치부: 경찰청; (e) 문화체육관광부: 문화재청; (f) 농림축산식품부: (i) 농촌진흥청 및 (ii) 산림청; (g) 산업통상자원부: (i) 중소기업청 및 (ii) 특허청; (h) 환경부: 기상청; 및 (i) 국토교통부: (i) 행정중심복합도시건설청 및 (ii) 새만금개발청. 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일, **CLA-155**, 제 27 조 제 2 항, 제 27 조 제 5 항, 제 27 조 제 7 항, 제 27 조 제 9 항, 제 32 조 제 2 항, 제 33 조 제 3 항, 제 33 조 제 5 항, 제 34 조 제 4 항, 제 35 조 제 3 항, 제 36 조 제 3 항, 제 36 조 제 5 항, 제 37 조 제 3 항, 제 37 조 제 5 항, 제 39 조 제 2 항; 새만금사업 추진 및 지원에 관한 특별법, 2014 년 5 월 21 일, **R-63**, 제 34 조 제 1 항; 신행정수도 후속대책을 위한 연기·공주지역 행정중심복합도시 건설을 위한 특별법, 2014 년 6 월 11 일, **R-70**, 제 38 조 제 1 항.

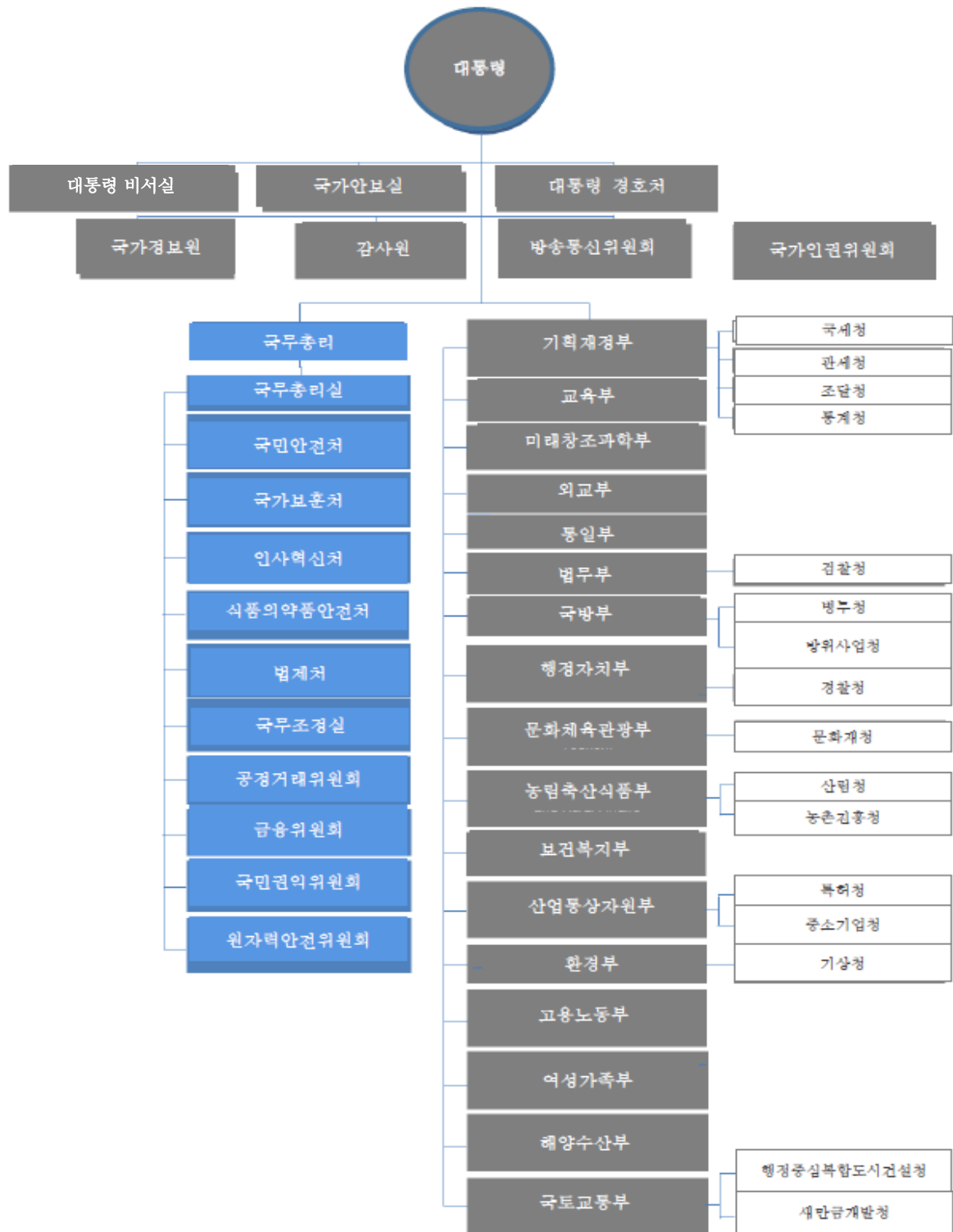


그림 1: [redacted] 정부 조직도⁶

(a) 청와대

17. “청와대”로 알려진 한국 대통령 조직의 행정공무원들은 대통령비서실 또는 대통령경호처에 소속되어 있습니다. 대부분의 청와대 관계자는 대통령비서실에 소속되어 대통령의 직무수행을 보좌합니다.⁷ [REDACTED] 정부 기간 동안 대통령비서실은 (i) 청와대 비서실장, (ii) 수석비서관, (iii) 비서관, (iv) 선임행정관, (v) 행정관으로 구성되어 있었습니다.⁸ 각 수석비서관과 그 보좌진(즉, 비서관, 선임행정관 및 행정관)은 민정업무, 경제업무, 정무업무, 미래전략업무, 교육문화업무, 외교안보업무 및 고용복지업무 등 각자 지정된 영역과 관련된 국가 업무를 조율하였습니다(필요 시 관련 행정각부와의 소통 포함).⁹

(b) 보건복지부

18. 보건복지부는 대통령 통할 하에 조직된 17 개 행정각부 중 하나입니다.¹⁰ 보건복지부는 보건위생, 방역, 의정, 약정, 보건산업, 기초생활보장, 자활지원, 사회보장 및 사회서비스 정책, 인구, 출산, 보육, 아동, 노인 및 장애인에 관한 사무를 관장합니다.¹¹

⁶ 정부조직관리정보시스템 웹사이트, [REDACTED] 정부 기구도, 2020. 10. 29. 조회, **R-319**.

⁷ 대통령비서실직제 대통령령, 2018. 12. 24., **R-260**, 제 2 조; 정부조직법, 2014. 11. 19., **CLA-155**, 제 14, 16 조.

⁸ 대통령비서실직제 대통령령, 2015. 1. 6., **R-104**, 제 3 조 내지 제 5 조.

⁹ “청와대 행정관, 대체 어떤 자리이기에...실무급 컨트롤타워인 이들의 역할과 권한은”, *조선일보*, 2014. 11. 30., **R-96**.

¹⁰ 정부조직법, 2014. 11. 19., **CLA-155**, 제 26 조 제 1 항 제 12 호.

¹¹ 보건복지부와 그 소속기관 직제 대통령령, 2020. 7. 28., **R-288**, 제 3 조.

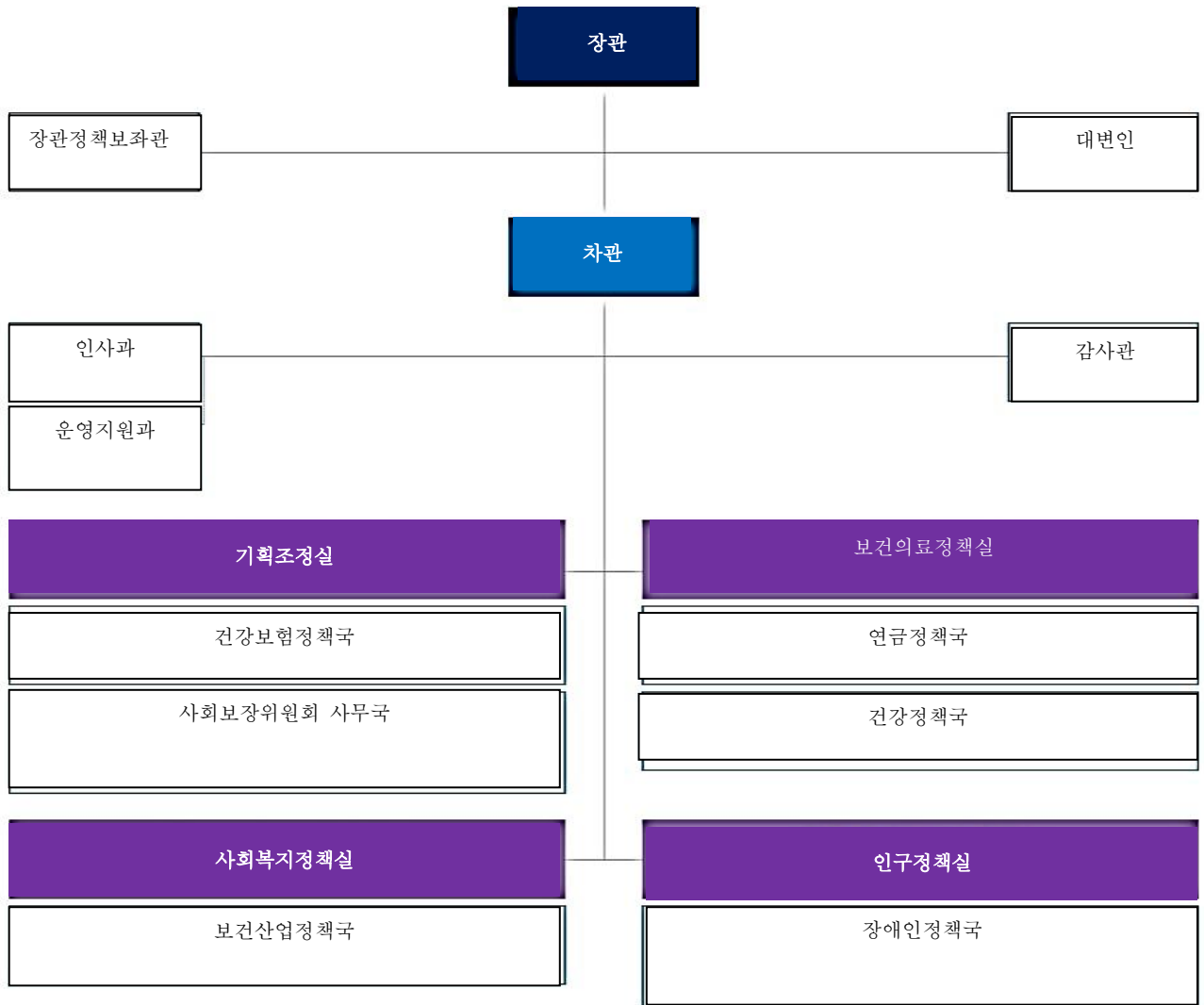


그림 2: 보건복지부 조직도¹²

19. 보건복지부 및 그 소속기관의 조직도는 보건복지부 및 그 소속기관의 직제에 관련된 별도 대통령령에 상세히 규정되어 있습니다.¹³ 한국의 국민연금 체계의 운영 관련 정책사안의 감독은 연금정책국이 담당하고 있습니다.

¹² 보건복지부와 그 소속기관 직제 대통령령, 2020. 7. 28., R-288, 제 4 조를 참조하여 작성하였습니다.

¹³ 보건복지부와 그 소속기관 직제 대통령령, 2020. 7. 28., R-288, 제 4 조. 보건복지부 소속기관으로는 국립소록도병원, 오송생명과학단지지원센터, 국립망향의동산관리원, 질병관리본부, 건강보험분쟁조정위원회 사무국, 국립정신건강센터, 국립나주병원, 국립부곡병원, 국립춘천병원,

20. 보건복지부는 1980년대 말 국민연금법에 따라 국민연금기금(이하 “기금”)을 설치하였습니다.¹⁴ 기금 운용의 목적 및 해당 투자 정책 및 전략은 국민연금기금운용지침(이하 “기금운용지침”)에 규정되어 있습니다.¹⁵ 이들 지침에 따르면 기금은 “국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 국민연금법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서” 설치되어, 국민연금 “재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록” 관리 및 운용됩니다.¹⁶ 국민연금법은 또한 보건복지부 감독 하의 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”)를 설치할 것을 규정하고 있습니다.¹⁷ 기금운용위원회는 기금과 관련된 거시적 정책결정을 감독합니다.¹⁸ 해당 직무의 수행을 보좌하기 위해 보건복지부는 기금운용위원회 산하에 “전문위원회”(“의결권행사 전문위원회”라고도 합니다)를 설치하였습니다. 한국은 본 반박서면에서 이 위원회를 “전문위원회”로 지칭하겠습니다. 한국은 아래에서 전문위원회의 구성과 역할에 대해 상술하겠습니다.

2. 국민연금 및 그 투자 관련 부서

21. 국민연금은 국민연금법에 따라 설립된 독립적 법인격을 가진 법인입니다.¹⁹ 국민연금법에 따르면 그 목적은 “국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를

국립공주병원, 국립마산병원, 국립목포병원 및 국립재활원이 있습니다. 보건복지부와 그 소속기관 직제 대통령령, 2020. 7. 28., **R-288**, 제 2 조.

¹⁴ 국민연금법, 1988. 1. 1., **R-X**, 제 82 조.

¹⁵ 기금운용지침 (**C-6** 수정번역본), 2015. 6. 9., **R-144**, 제 1 조 제 1 항. 메이슨은 위 기금운용지침을 “Management Guidelines”라고 칭하고 있습니다.

¹⁶ 기금운용지침 (**C-6** 수정번역본), 2015. 6. 9., **R-144**, 제 3 조 제 1 항; 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제 102 조 제 2 항.

¹⁷ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제 103 조; 김성수 교수 전문가보고서(이하 “김성수 보고서”), 2020. 10. 30., **RER-3**. 보건복지부 보도자료, “국민연금, ‘주식 의결권행사 전문위원회’ 공식 출범,” 2006. 3. 10. **R-30**, 1-2 면 참조.

¹⁸ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제 103 조 제 1 항; 103(1); 김성수 보고서, **RER-3**.

¹⁹ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제 26 조.

실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지하는 것”입니다.²⁰ 그 정관을 신고한 후 1987년 9월에 영업을 시작한²¹ 국민연금은 대통령령에 따라 기금의 관리 및 운용을 위탁 받았습니다.²² 국민연금은 기금 관리의 독립성 및 일관성을 확보하는 것을 목표로 하는 기금운용지침에 따라 위탁 받은 업무를 수행합니다.²³

22. 정부조직법과 지방자치법에 따르면 국민연금은 한국의 정부 조직 밖에 위치하여 국가기관이나 정부의 일부에 해당하지 않습니다.²⁴ 국민연금의 직원은 정부조직법 맥락에서의 “공무원”에 해당하지 않습니다.²⁵ 대통령령에 그 정원과 종류가 규정된 “공무원”과는 달리,²⁶ 국민연금의 직원들은 한국의 정부 조직의 범위에 속하지 않습니다.
23. 국민연금의 부서 및 상임이사는 아래 그림 3과 같습니다.²⁷

²⁰ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제 1 조.

²¹ “국민연금공단, 자산 규모 ‘세계 3대 연기금’으로 성장,” *경향비즈*, 2017. 11. 29., **R-244**; 국민연금법, 1988. 1. 1., **R-26**, 제 26 조.

²² 국민연금법 시행령, 2015. 4. 16., **CLA-150**, 제 76 조; 국민연금법 시행령, 1999. 1. 1., **R-27**, 제 54 조.

²³ 기금운용지침(C-6 수정번역본), 2015. 6. 9., **R-144**, 제 1 조 제 3 항, 제 2 조 제 3 항.

²⁴ 정부조직법, 2014. 11. 19., **CLA-155**, 제 2 조 제 1 항, 제 2 항, 제 3 조 제 1 항, 제 4 조, 제 5 조, 제 26 조; 지방자치법, 2015. 6. 4., **R-139**, 제 2 조 제 1 항.

²⁵ 정부조직법, 2014. 11. 19., **CLA-155**, 제 2 조 제 6 항, 제 7 항, 제 8 항, 제 9 항, 제 7 조, 제 8 조 제 1 항, 제 9 조, 제 13 조.

²⁶ 국가공무원정원령 대통령령, 2014. 11. 19., **R-91**, 제 1 내지 3 조.

²⁷ 국민연금 직제규정, 2015년 5월 19일, **CLA-159**, 별표 1, 제 23 면.

국민연금공단 기구표
(제4조 관련)

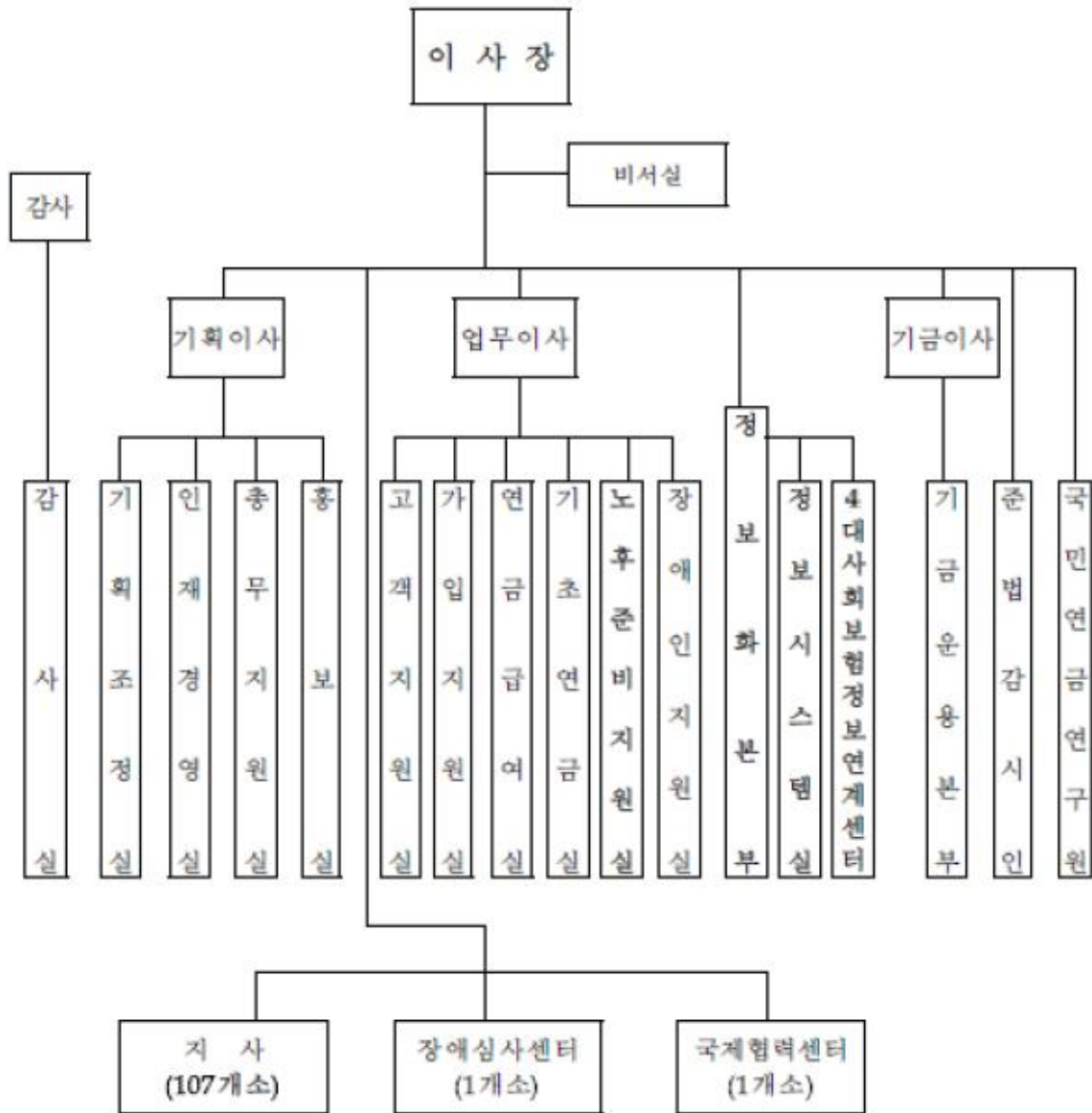


그림 3: 국민연금 조직도²⁸

(a) 국민연금 기금운용본부

24. 국민연금은 700 조 원 (약 미화 6,000 억 달러)이 넘는 자산을 관리하는 세계에서 세번째로 큰 공공연금기금으로서, 한국의 주식시장에 광범위한 투자를 진행하는 주요 기금 운용사입니다.²⁹ 2019 년 말 기준으로 국민연금의 국내 주식 투자액은 123 조 원(약 미화 1,050 억 달러)에 이르며, 313 개 상장사의 5% 이상의 주식을 보유하고 있습니다.³⁰
25. 국민연금 내에서는 국민연금 기금운용본부 (이하 “기금운용본부”)가 기금 투자 관련 의사결정을 담당하고 있습니다. 기금운용본부는 기금을 관리하기 위해 1999 년 6 개 팀과 40 명의 직원으로 출범하였습니다. 그 임무는 투자전략 수립 및 기금 운용 관련 서비스 제공을 포함합니다. 기금이사 및 기금운용본부장 (이하 “기금운용본부장”)이 기금운용본부의 운영을 담당하고 있습니다.³¹
26. 본건 합병 당시 기금운용본부장은 █████이었습니다 (“████ 본부장”). 본건 합병 당시 기금운용본부 내 여러 실 및 팀의 조직도는 다음과 같습니다.³²

²⁸ 아래 설명드리는 바와 같이, “기금이사” (그림 3 우측 상단)는 기금운용본부장이며 “기금운용본부” (그림 3 우측 하단 세번째)는 기금운용본부를 의미합니다.

²⁹ “서울이 가진 금융허브로서의 매력,” *The Korea Times*, 2020. 9. 27., **R-297**.

³⁰ “국민연금 한국 회사 지분 보유량 늘려...기업에 대한 영향력 확대,” *Maeil Business News*, 2020. 2. 10., **R-340**.

³¹ 국민연금직제규정, 2015. 5. 19., **CLA-159**, 제 6 조 제 2 항.

³² 기금운용본부운영규정, 2014. 12. 29., **R-103**, 제 5 조.

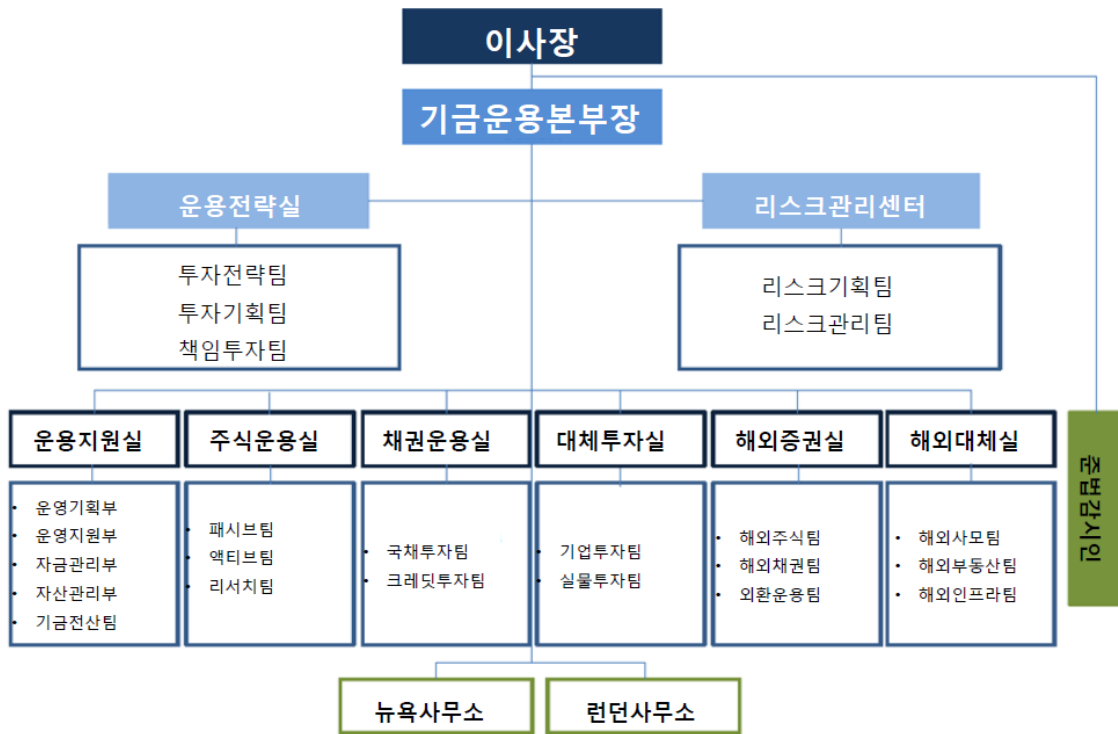


그림 4: 기금운용본부 조직도³³

27. 기금이 보유하는 한국 상장사의 주식에 대한 의결권을 행사하는 방향에 관여하는 부서로는 기금운용본부 내 운용전략실과 주식운용실이 있습니다. 한국은 아래에서 그들 각각의 업무분장에 대해 설명하겠습니다.

a) 운용전략실:

- i) 운용전략실 산하 투자전략팀의 담당업무에는 (아래에서 설명하는 바와 같이 국민연금 투자위원회를 통해) 기금운용본부가 내릴 투자 결정과 관련된 행정업무 등이 포함됩니다. 이에는 국민연금

³³ 기금운용본부직제규정 시행규칙을 참조하여 작성하였습니다, 2015. 5. 22., R-113.

투자위원회 회의의 운영 (예를 들어 회의 소집통지) 등이 포함됩니다.³⁴

ii) 책임투자팀은 기금의 보유지분율이 3% 이상인 경우 기금운용본부가 국민연금 투자위원회를 통해 국민연금의 의결권 행사 방향을 결정하는 과정을 관리합니다.³⁵ 예컨대, 책임투자팀은 국민연금 투자위원회 회의 안건 초안을 작성하고, 투자위원회가 기금 투자 관련 의사결정에서 활용할 분석자료 및 기타 자료를 분석합니다.³⁶

b) **주식운용실:** 그림 4 의 좌측 하단에서 볼 수 있듯이, 주식운용실은 3 개의 팀으로 구성되어 있는데,³⁷ 이들 중 본건 분쟁과 가장 관련성이 높은 것은 리서치팀입니다. 리서치팀은 국내주식에 대한 투자 및 거래를 위한 모델 포트폴리오를 작성하고, 특히 포트폴리오 현황의 분석 및 모니터링을 담당합니다.³⁸ 투자위원회가 그 국내 자산에 관한 주주권 행사 방식을 포함하여 그 인수, 매각 기타 거래에 관해 결정하는 경우, 리서치팀은 경제 자료 및 시장의 여론을 분석하여 그 정보를 (책임투자팀을 통해) 투자위원회가 고려할 수 있도록 제공합니다.

³⁴ 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, 별표 1 내지 3, 26 면. 국민연금공단, “2015-30 차 국민연금 투자위원회 회의 소집 통지”, 2015. 7. 9., **R-196**.

³⁵ 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, 별표 1 내지 3, 제 25 면; 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., , **R-55**, 제 8 조 제 1 항; 국민연금기금 운용규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 36 조 제 3 항; 국민연금기금 운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 40 조 제 1 항.

³⁶ 예를 들어, 책임투자팀이 수집한 해당 정보는 기타 기금운용본부 팀에서 투자(예를 들어 국내 주식 보유 시에는 국내주식실 또는 그 리서치팀에서 자료를 수집합니다)와 관련하여 수집한 자료를 포함합니다. 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, 별표 1 내지 3.

³⁷ 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, 제 3 조 제 1 항.

³⁸ 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, **R-113**, 별표 1 내지 3, 25 면.

(b) 국민연금 투자위원회

28. 국민연금 투자위원회는 기금의 운용과 관련된 주요 사항을 심의 및 의결하기 위해 설치된 기금운용본부 산하의 위원회입니다.³⁹ 특히, 국민연금 투자위원회는 “기금이 보유하고 있는 주식의 의결권 ... 행사”에 관한 기금운용본부의 직무를 수행하고, 국민연금의 의결권 행사 방식을 결정합니다.⁴⁰ 국민연금 투자위원회의 위원장은 국민연금 투자위원회로 하여금 자신이 필요하다고 판단하는 사항에 대해 심의 및 의결하도록 할 권한을 가집니다.⁴¹
29. 국민연금이 피투자회사에 대한 의결권을 행사하는 방식은 국민연금기금 의결권행사지침 (이하 “의결권행사지침”, 기금운용지침과 통칭하여 “국민연금지침”)에 규정되어 있습니다.⁴² 의결권행사지침 제 8조 제 1항은 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금 투자위원회의 심의/의결을 거쳐 행사해야 한다고 규정하고 있습니다:

기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단이 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의/의결을 거쳐 행사한다.⁴³

30. 의결권행사지침 제 8조 제 2항은 투자위원회가 “곤란”하다고 판단하는 의결권 행사와 관련하여 이러한 일반적인 규칙에 대한 예외규정을 명시하고 있습니다:

³⁹ 국민연금 투자위원회의 역할은 의사결정에 국한되지 않습니다. 투자위원회는 정기적으로 위탁운용 관리내역, 주식연계채권의 보유현황, 투자대상 자산종목의 구성 및 조정 등에 대해 관련 팀/실로부터 보고를 받습니다. 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 33조 제 3항, 제 61조.

⁴⁰ 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 40조 제 1항 (“기금은 기금의 이름으로 보유하고 있는 주식에 대하여 [...] 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 의결권을 행사한다”). 또한, 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 8조 제 1항 (“기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·결의를 거쳐 행사한다.”) 참조.

⁴¹ 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 7조 제 2항 제 4호.

⁴² 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 36조 제 2항; 의결권행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 1조.

⁴³ 의결권행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, Art. 8(1). 또한, 국민연금기금운용지침 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 40조 제 1항 (“기금은 기금의 이름으로 보유하고 있는 상장주식에 대하여 [...] 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 의결권을 행사한다.”) 참조..

기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은
주식의결권행사 전문위원회 [즉, 보건복지부
전문위원회]에 결정을 요청할 수 있다.⁴⁴

31. 위 의결권행사지침 규정에 맞추어, 기금운용지침 제 5 조 제 5 항 제 4 호⁴⁵에서는 전문위원회가 기금이 보유하는 주식과 관련된 의결권 행사로서 “찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안”에 대해서만 검토 및 결정한다고 규정하고 있습니다.⁴⁶
32. 국민연금 투자위원회가 의결권 행사 방향에 관해 심리하는 경우, 투자전략팀은 회의를 소집하기 위해 국민연금 투자위원회 구성원들에게 소집통지를 합니다.⁴⁷ 투자위원회 회의는 통상 매주 개최됩니다.⁴⁸ 기금의 규모와 수많은 투자로 인해 투자위원회는 매 회의마다 여러 개의 결정을 내려야 합니다. 회의의 의장은 기금운용본부장이 맡습니다.⁴⁹ 매 투자위원회 회의에는 의장과 8 명의 당연직 상근 위원을 포함한 12 명의 위원이 참석합니다.⁵⁰ 기금운용본부장은 그 재량에 따라 기금운용본부의 팀장 중에서 나머지 3 명의 위원들을 선임합니다.⁵¹ 모든 투자위원회 위원들은 각자의 팀 또는 실의 장에 해당합니다 (또한 2015 년 7 월

⁴⁴ 의결권행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 8 조 제 2 항 (강조표시 추가).

⁴⁵ 기금운용지침은 국민연금기금의 운용 목적 및 관련 투자정책 및 전략을 정하고 있습니다. 기금운용지침, 2015. 6. 9., (**C-6** 수정 번역본), **R-144**, 제 1 조 제 1 항.

⁴⁶ 기금운용지침 (**C-6** 수정번역본), 2015. 6. 9., **R-144**, 제 5 조 제 5 항 제 4 호.

⁴⁷ 국민연금공단, “2015-30 차 국민연금 투자위원회 회의 소집 통지”, 2015. 7. 9., **R-195**.

⁴⁸ “국민연금, 16 일 최태원 SK 회장 등기이사 복귀안 의결권 논의,” *MTN*, 2016. 3. 14., **R-228**.

⁴⁹ 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 7 조 제 1 항.

⁵⁰ 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 7 조 제 1 항 (“투자위원회의 위원장은 본부장이 되고, 위원은 각 실장·센터장과 그 외 시행규칙이 정하는 팀장으로 구성한다”). 위 그림 4 에 명시된 바와 같이, 기금운용본부 하에는 총 8 개의 실과 센터가 있습니다. 시행규칙은 기금운용본부에 속한 최대 3 인의 팀장들을 투자위원회 위원들로 선임할 수 있다고 규정하고 있습니다. 국민연금기금운용지침 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 16 조 제 1 항.

⁵¹ 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 16 조 제 1 항 (“규정 제 7 조 제 1 항에서 “시행규칙이 정하는 팀장”이란 본부장이 지명하는 3 명 이내의 기금운용본부 내 팀장을 말한다.”); 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, (CLA-13 수정 번역본), **R-237**, 제 2 면.

국민연금기금이 본건 합병을 심의하던 당시에도 그러하였습니다).⁵² 각 팀의 장으로서, 투자위원회 위원들은 11년 이상의 실무 투자 경험이나 이에 준하는 자격을 갖추는 것이 요구되었습니다.⁵³

33. 특히 기금의 투자와 직결되는 의결권 행사와 관련된 것을 포함하여 기금의 투자와 관련된 의사 결정을 함에 있어서 투자위원회는 “장기적으로 주주가치[를] 증대”시킬 의무를 부담하며, 이와 관련하여 의결권행사지침에서 정한 일련의 원칙을 따라야 합니다:

제 4 조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.

[...]

제 6 조(행사기준의 기본원칙) 개별 안건에 대한 의결권행사기준은 다음과 같은 기본원칙에 따라 정한다.

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대한다.
3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.⁵⁴

34. 국민연금기금이 보유한 국내주식의 의결권 행사 세부기준을 규정한 의결권행사지침 별표 1은 주주가치의 감소 여부는 “사안별로 검토”한다고 명시하고 있으며, 기금은 한국법상 그가 보유하는 주식매수청구권 (및 그 행사가치)을

⁵² 국민연금기금 운영규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 7 조 제 1 항; 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **CLA-151**, 제 16 조 제 1 항.

⁵³ 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-113**, 별표 1 의 2, 24 면; 기금운용본부운용규정, 2014. 12. 29., **R-103**, 별표 6 및 별표 7, 제 20-21 면. 백오피스 직책인 투자/운용지원팀 팀장은 유일한 예외사항에 해당합니다.

⁵⁴ 의결권행사지침, 2014. 2. 28., (**C-75** 수정 번역본), **R-55**, 제 4 조, 제 6 조 (강조표시 추가).

고려해야 합니다.⁵⁵ 한국의 감사원이 지적했듯이, 의결권행사지침은 국민연금 투자위원회 위원들에게 그 의사결정에 있어서 광범위한 재량권을 부여합니다.⁵⁶

(c) 보건복지부 전문위원회

35. 위에서 본 바와 같이, 전문위원회는 보건복지부 내 설치된 기금운용위원회 산하 기구입니다.⁵⁷ 전문위원회는 9명의 위원들로 구성되어 있는데, 이들은 서로 다른 이해관계를 가진 단체들 (예컨대, 사용자, 근로자, 지역 연금가입자들 및 학계)의 추천을 통해 선임되며,⁵⁸ 각각 투자 또는 펀드운용 관련 유경험자일 것이 요구되지는 않습니다.⁵⁹
36. 본건 합병 당시 (그리고 실제로 그 설립 당시부터) 전문위원회의 권한은 (1) 국민연금의 의결권 행사를 규율하는 규정 및 지침의 검토, (2) 국민연금 의결권 행사 관련 사항에 대한 국민연금기금운용위원회에의 보고, (3) 기금운용본부가 (해당 이슈가 결정하기 “곤란”하다고 판단하여) 전문위원회에 부의한 문제의 결정으로 한정되어 있었습니다.⁶⁰

⁵⁵ 의결권행사지침, 2014. 2. 28., (C-75 수정 번역본), R-55, 별표 1 (“기금이 주식매수청구권을 확보하고자 하는 경우 반대 또는 기권 할 수 있다.”) 이러한 주식매수청구권의 행사를 통해 이사회에 합병결의에 반대하는 주주는 해당 회사에게 자신의 주식을 매수할 것을 청구할 수 있습니다. 주주나 회사가 이들 주식의 매수가액에 합의할 수 없는 경우, 매수가액은 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 (이하 “자본시장법”) 및 동법 시행령에 따라 산정됩니다. 매수가액의 산정은 특히 이사회 결의일의 전일 최근 1 주일, 1 개월, 2 개월간의 (거래량으로 가중된) 평균종가를 참조하여 이루어집니다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015. 7. 1., R-180, 제 176 조의 5 제 1 항.

⁵⁶ 감사원 통보, “주식 의결권 행사를 위한 내부 판단기준 마련 부적정”, 날짜미상, R-331.

⁵⁷ 보건복지부 보도자료, “국민연금, ‘주식 의결권행사 전문위원회’ 공식 출범,” 2006. 3. 10. R-30, 제 1-2 면.

⁵⁸ 의결권행사전문위원회운영규정, 2015. 6. 9., R-145, 제 3 조 제 2 항; “전문위원회의 구성...2 천 1 백만명의 대표자”, 중앙일보, 2015. 6. 25., R-165.

⁵⁹ 국민연금기금운용위원회운용지침, 2013. 5. 29., R-50, 제 21 조 제 3 항 (예컨대, 기타 조건 없이 “변호사 또는 공인회계사로 개업하여 5년 이상의 경력을 가진 자”는 전문위원회 위원으로 선임될 수 있다고 규정하고 있습니다).

⁶⁰ 의결권행사전문위원회운영규정, 2015. 6. 9., R-145, 제 2 조. 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28. R-55, 제 8 조 참조. 메이슨이 본 중재의 빌미로 삼은 문제 되는 행위가 있는 후로부터 수년 후인 2018 년, 보건복지부는 전문위원회가 특정한 안전에 대한 국민연금 의결권 행사에 관해 자신의 재량으로 직접 결정권한을 행사할 수 있도록 의결권행사지침을 개정하였습니다. 보건복지부 보도자료,

B. 메이슨측 청구인과 “이벤트 드리븐(EVENT-DRIVEN)” 투자

1. 메이슨 캐피탈 엘.피. 및 메이슨 매니지먼트 엘엘씨

37. 본 중재의 청구인은 헤지 펀드인 메이슨 캐피탈 인베스트먼트 소속의 두 법인인 메이슨 캐피탈 엘.피. (이하 “**본건 국내 펀드**”)와 메이슨 매니지먼트 엘엘씨 (이하 “**본건 무한책임사원**”)입니다. 편의상 한국은 본 반박서면에서 별도로 특정하지 않는 이상 청구인들을 “메이슨”이라고 칭하겠습니다.
38. 본건 국내 펀드는 델라웨어주법에 따라 설립된 투자기구입니다.
39. 본건 무한책임사원은 델라웨어주에 주소지를 둔 법인으로서 메이슨 캐피탈 마스터 펀드 엘피 (이하 “**케이만 펀드**”)로 알려진 역외 펀드를 관리하는 투자운용사입니다. 케이만 펀드는 케이만법상의 투자기구입니다. 케이만 법인인 메이슨 캐피탈 리미티드 (이하 “**본건 유한책임사원**”)는 케이만 펀드에 현금을 출자하고, 본건 무한책임사원이 해당 현금에 관해 투자와 관련된 재량과 감독을 행사합니다. 본건 무한책임사원은 본건 유한책임사원을 대신하여 운용한 펀드에서 올린 수익의 일부를 그 노력의 대가로서 수취합니다. 본건 유한책임사원이나 케이만 펀드는 (한국과 미합중국 사이에 체결된) 협정상 본 중재의 당사자가 될 수 없습니다.
40. 단순히 말하자면, 메이슨은 대부분의 헤지 펀드와 같이 다양한 투자자로부터 자금을 모아 운용함으로써 투자수익을 올리는 것을 목표로 합니다. 메이슨은 보통 연기금, 대학 기금, 재단 등 전문적인 대형 고객을 상대합니다.⁶¹ 메이슨은 그 고객과 자신이 수익을 올릴 수 있도록 이들 투자자로부터의 출자금을 투자 자본금으로 삼아 동시에

“의결권전문위에 안건부의 요구권 부여”, 2018. 3. 16., **R-250**, 첨부 2; 국민연금의결권행사지침, 2018. 3. 16., **R-252**, 제 8조 제 2 항 제 2 호. 기금운용지침도 동일한 취지도 개정되었습니다. 국민연금기금운용지침, 2018. 3. 16., **R-251**, 제 17 조의 2 제 5 항.

⁶¹ Satzinger 증인진술서 (CWS-2) 제 10 항. “단독: 메이슨 캐피탈 2014 년 12% 손실 기록, 연기금 고객 잃어,” Reuters, 2015. 1. 12., **R-105** (로드아일랜드주가 메이슨의 고객이었음을 보여주는 부분).

다양한 자산에 투자하는 “포트폴리오 투자자”입니다.⁶² 포트폴리오 투자자는 일반적으로 투자한 회사의 경영에 적극적으로 참여하지 않고, 명확한 중단기 출구 전략을 가진 투자에 집중합니다.⁶³

2. 합병차익거래와 메이슨의 단기 고수익 추구

41. 메이슨은 이벤트 드리븐 차익거래에 특화되어 있습니다.⁶⁴ 이벤트 드리븐 투자전략이란 “알고리즘적 접근을 통해 기업의 행동과 사건을 예상하고,” “애널리스트의 의견 수정, 자사주 매입, 파산 등의 사건 전후로 발생하는 가격괴리를 활용”하는 것을 의미합니다.⁶⁵ 이벤트 드리븐 전략은 특정한 사건의 발생 또는 미발생을 전제로 하기 때문에, 일반적으로 투자 보유 기간이 짧은 경향이 있습니다.⁶⁶ 이벤트 드리븐 투자에 특화된 헤지펀드 중에서도 “메이슨의 투자기간은 짧은 편으로,” “평균적으로 3~9 개월”이라고 알려져 있습니다.⁶⁷
42. 대부분의 포트폴리오 투자자들과는 달리, 메이슨은 그 “치고 빠지기”식 투자를 주주 선동과 소송을 통해 지원해 온 전력이 있습니다. 본 분쟁을 연상케 하는 사례로는 캐나다 통신회사인 TELUS Corporation 을 둘러싼 메이슨의 활동을 들 수 있습니다.⁶⁸ 해당 사건에서 메이슨은 “공의결권(empty voting)” 전략을 활용하여 의결권부 주식과 무의결권부 주식 두 종류로 나뉜 회사의 주식을 하나의 종류로 전환하고자

⁶² Mason Capital Management LLC 증권거래위원회 13F 보고서, 2015. 5. 15., **R-112** (메이슨이 2015 년 보유하였던 26 개의 서로 다른 투자처를 포함한 다양한 포트폴리오를 보여주는 부분).

⁶³ 국제통화기금, 국제수지 및 국제투자포지션 매뉴얼 (제 6 판, 2009), **R-43**, 제 110 면 (“포트폴리오 투자는 모금된 자금의 성격, 발행인과 보유자 간의 대체적으로 익명적인 관계, 투자기구의 거래유동성의 정도로 인해 다른 투자와 구별된다”).

⁶⁴ Garschina 제 1 차 증인진술서, **CWS-1**, 제 10 항; 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 119:23-25, 120:1-9 (Garschina 반대신문).

⁶⁵ Dani Burger, “금융공학의 다양한 면모에 대한 지침서,” *Bloomberg*, 2017. 10. 24., **R-11**, 제 3-4 면.

⁶⁶ Dani Burger, “금융공학의 다양한 면모에 대한 지침서,” *Bloomberg*, 2017. 10. 24., **R-11**, 제 4 면.

⁶⁷ 로드아일랜드주 재무부장관실, 헤지펀드 투자 실사보고서, Mason Capital, 2010. 12., **R-3**, 제 6 면.

⁶⁸ *In re TELUS Corporation*, 2012 BCSC 1919 (B.C.R. 2012), **R-45**.

하였던 해당 캐나다 회사의 계획을 좌절시키려 하였습니다.⁶⁹ 메이슨은 더 비싼 보통주식을 매입하고 보통주식과 무의결권부 주식 모두를 공매도함으로써 미화 250 만 달러로 미화 20 억 달러에 상당하는 의결권을 취득한 것으로 알려져 있습니다.⁷⁰ 메이슨은 위 전환 계획을 좌절시킨 뒤 그로부터 수익을 취하려고 하였습니다.⁷¹ 그러나 전환 계획이 승인되자 메이슨은 소송을 제기하였습니다. 브리티시 컬럼비아 대법원은 메이슨의 이의신청을 기각하면서 메이슨의 전략이 “기회주의적”이고 TELUS Corporation 의 상업적 필요를 무시하였다고 실시하였습니다:

메이슨의 주장에 따르면 법원은 전환 문제에만 집중해야 하는데, 이는 당연히 메이슨의 차익거래 전략에 부합하는 것이다. 완벽한 세상과 완벽한 상황에서라면 보통주주들이 지불한 연혁적 프리미엄의 손실에 대한 고려가 있어야 하겠지만, 공정성을 살피는 본 심리 과정의 맥락에서 살펴볼 때 메이슨의 주장에는 본 법원이 고려해야 하는 TELUS 와 그 주주들을 둘러싼 전반적 상황에 대한 고려가 결여되어 있다. 본 법원이 앞서 지적하였듯이, 메이슨의 전략이 다른 주주들에게 손실을 가져다 주는 상황에서 메이슨이 보통주주들을 대변한다고 볼 수는 없다.⁷²

43. 푸에르토 리코의 연기금인 근로자 연금제도에 대한 메이슨의 투자 사례 또한 살펴볼 필요가 있습니다. 2014 년 푸에르토 리코의 채무 위기로 인해 메이슨의 투자가치가 감소하자, 메이슨은 푸에르토 리코 연금수급자들의 피해에도 불구하고 다른 헤지펀드들을 규합하여 해당 연금제도로부터 총 미화 20 억 달러에 달하는 금액을 청구하였습니다.⁷³

⁶⁹ Steven Davidoff Solomon, “Telus 위임장대결의 흥미로운 점,” *The New York Times*, 2012. 4. 26., **R-47**.

⁷⁰ Steven Davidoff Solomon, “Telus 위임장대결의 흥미로운 점,” *The New York Times*, 2012. 4. 26., **R-47**.

⁷¹ Bret Jang 및 Rita Trichur, “Telus ‘위임장 대결 ‘대승’ 주장,” *The Globe and Mail*, 2012. 10. 17., **R-48**.

⁷² *In re TELUS Corporation*, 2012 BCSC 1919 (B.C.R. 2012), **R-45**, 제 434 항 (강조표시 추가).

⁷³ Abner Dennis, “푸에르토리코 연금 강도사건: 벌처 헤지펀드와 회전문 은행가 푸에르토 리코 연금제도 약탈 시도,” *Public Accountability Initiative*, 2019. 4. 23., **R-267**, 제 2 면; Joel Cintron Arbasetti, “푸에르토

44. 또 다른 사례에서 메이슨은 자신이 단기 투기의 대상으로 삼았던 합병의 진행 과정에서 투자 대상 회사들이 중대한 허위진술을 하였다고 주장하며 해당 회사들을 상대로 미국 법원에서 2 건의 별개 소송을 진행 중입니다.⁷⁴
45. 또한 메이슨은 미합중국에 기반한 해외 행동주의 헤지펀드로서 그 또한 마찬가지로 본건 합병 관련하여 한국을 상대로 청구를 제기한 엘리엇 어소시에이즈 엘. 피. (이하 “엘리엇”)와 투자 및 분쟁 전략에 있어서 긴밀히 협조하는 것으로 알려져 있습니다. 예를 들어, 메이슨은 엘리엇과 함께 Sanofi, Telecom Italia, Uniti Group, Windstream Holdings 와 같은 다수의 미국 기업에 투자하였습니다.⁷⁵ 엘리엇이 자신이 투자한 기업의 기존 경영진을 공개적으로 비판하면서까지 해당 사업에서의 변화를 추구하는 척 함으로써 헤드라인에 이름을 올리는 동안,⁷⁶ 메이슨은 엘리엇의 뒤를 바짝 쫓아 투자한 후 엘리엇의 행동으로 인해 발생한 변동성으로부터 이익을

리코 연금제도 채무 주장 유령회사 2 개 정체 드러나”, *Centro de Periodismo Investigativo*, 2017. 12. 2., **R-245**, 제 6 면.

⁷⁴ 소장, *Mason Capital L.P. et al. v. Perrigo Co., PLC et al.* Docket No. 2:18-cv-01119 (D.N.J. Jan. 26, 2018), **R-247**; 소장, *Mason Capital L.P. v. Abbvie Inc.* Docket No. 2017-L-010409 (Ill. Cir. Ct. Oct. 13, 2017), **R-301**. 엘리엇이 이번에도 자신이 합병 관련하여 기망당했다고 주장하면서 두 회사 중 하나인 Abbvie. Inc.에 대해 동일한 청구를 제기하였음에 주목할 필요가 있습니다. 소장, *Elliott Associates, L.P. v. Abbvie Inc.*, No. 2016-L-006279 (Ill. Cir. Ct. Jun. 24, 2016), **R-346**.

⁷⁵ *Umb Bank, N.A. v. Sanofi*, 2017 U.S. Dist. LEXIS 140857 (S.D.N.Y. Aug. 23, 2017), **R-238**(Elliott Management 와 Mason Capital 이 투자대상인 Sanofi 를 상대로 공동으로 소송을 진행하고 있음을 보여주는 부분); “미국 헤지펀드 엘리엇이 이사회 표결에서 Vivendi 를 물리치다,” *Reuters*, 2018. 5. 4., **R-255**; TIM S.p.A. 증권거래위원회 신고, 2019. 7. 5., **R-271** (Vivendi SE 가 Telecom Italia Sp. P. A. 지분의 23.94%를 보유하고 있다고 신고하는 부분); TIM S.p.A. 증권거래위원회 신고, 2019. 1. 30., **R-264**(Elliott Associates, L.P.가 Telecom Italia S.p.A. 지분의 3%를 보유하고 있다고 신고하는 부분); “Mason Capital Management LLC,” *Orbis*, 2020, 9. 15., **R-295** (메이슨이 Vivendi 지분의 1.13%를 보유하고 있음을 보여주는 부분); David Hartie 의 진술, *In re Windstream Holdings, Inc., et al.*, U.S. Bankruptcy Court, Case No. 19-22312 (S.D.N.Y. June 21, 2020), **R-282**(Windstream 부실채무에 투자한 다양한 엘리엇 및 메이슨 법인을 보여주는 부분).

⁷⁶ 예를 들어 “미국 헤지펀드 엘리엇이 이사회 표결에서 Vivendi 를 물리치다,” *Reuters*, 2018. 5. 4., **R-255**. Vivendi-Telecom Italia 사건은 엘리엇이 Vivendi 로부터 Telecom Italia 의 경영권을 탈취하고 그 이사회 구성원을 변경하려고 하는 동안 메이슨이 Vivendi 의 주요 주주 중 하나였다는 점에서 의미 있습니다. Vivendi 는 Telecom Italia 지분의 24%를 보유하여 그에 대한 상당한 지배력을 행사하고 있었습니다. 엘리엇이 2018 년 Vivendi 로부터 Telecom Italia 에 투자하여 그 경영권을 탈취 (Telecom Italia 의 이사진을 성공적으로 교체함으로써)한 후, 메이슨은 Vivendi 에의 투자를 유지하였는데, 이는 메이슨이 엘리엇의 접근방식에 동의하였거나 적어도 이를 수용하였다는 것을 보여줍니다. “엘리엇과 Telecom Italia,” *Vivendi*, 2019. 3. 11., **R-265** (Vivendi 가 “엘리엇의 거짓말과 부당행위”를 포함한 엘리엇의 사업방식을 설명하는 부분).

취합니다. 사례를 한가지만 들자면, 엘리엇은 2018년 미국의 통신회사 Windstream Holdings의 주요 채권자 (Uniti Group)에 투자함으로써 해당 회사의 경영권을 취득하기 위한 활동을 개시하였습니다. 그 후 엘리엇은 Uniti Group의 채권자로서의 지위를 이용하여 Windstream의 구조개편에 압력을 행사하고 Windstream의 지분을 할인된 가격에 취득하였습니다.⁷⁷ 메이슨은 이를 바짝 쫓아 2019년 초부터 Uniti Group내 지분을 확보하였고, 2020년 8월까지 그 지분 전부를 매각하였습니다.⁷⁸

46. 본건을 포함하여 엘리엇과 메이슨 간의 투자 및 분쟁 전략에 관한 협력이 실제로 얼마나 깊숙이 이루어지고 있는지는 추후 공개가 필요한 사안이라 하겠습니다.

C. 삼성 그룹

47. **재벌**이란 2차 세계대전이 끝날 무렵 한국의 소규모 가족운영 기업들이 광범위한 산업 분야에서 사업을 영위하기 시작한 당시 생겨난 기업집단입니다.⁷⁹ 재벌 계열사들은 그간 소위 순환출자체제라는 방식 하에 서로의 주식을 상호 보유해 왔으며, 종종 자회사들은 하나 또는 그 이상의 주주들의 주식을 보유하거나 또는 그 주주들의 주식을 보유해 왔습니다.⁸⁰

⁷⁷ 엘리엇은 Uniti Group의 지분 4.69%를 보유하고 있었으며 Windstream 채권 약 미화 11억달러 어치를 보유하고 있었습니다. “엘리엇이 미화 11억 달러 지분을 통해 Windstream의 파산절차에 지배적인 영향력을 행사하다,” *Bloomberg Law*, 2019. 4. 17., **R-266**. 메이슨은 Uniti의 지분 2.57%를 보유하고 있었으며 Windstream 채권 약 미화 100만달러 어치를 보유하고 있었습니다. 메이슨 증권거래위원회 13F-HR 보고서, 2019. 5. 15., **R-268** (메이슨이 Uniti Group의 주식 60,917주를 매수하였음을 표시하는 부분), “Mason Capital Management LLC,” *Orbis*, 2020. 9. 15., **R-295** (메이슨이 Uniti Group 지분의 2.57%를 보유하고 있음을 보여주는 부분), “Mason Capital의 최근 동향,” *Yahoo Finance Insider Monkey*, 2019. 5. 25., **R-270**(2019. 3. 기준 메이슨의 포지션 8개 중 하나로서 Uniti Group을 보여주는 부분), David Hartie의 진술서, *In re Windstream Holdings, Inc., et al.*, U.S. Bankruptcy Court, Case No. 19-22312 (S.D.N.Y. June 21, 2020), **R-282** (다양한 엘리엇 법인들과 메이슨이 Windstream 부실채권에 투자하였음을 보여주는 부분); “Windstream과 Uniti의 합의안, 법원 승인 얻어”, *Wall Street Journal*, 2020. 5. 8., **R-281**.

⁷⁸ 메이슨 증권거래위원회 13F-HR 보고서, 2019. 5. 15., **R-268** (메이슨이 2019. 1.에서 3. 사이에 Uniti Group의 주식 60,917주를 매수하였음을 표시하는 부분); Elliott Management Corp. 증권거래위원회 13F-HR 보고서, 2018. 5. 15., **R-256** (Windstream과 Uniti에 대한 엘리엇의 전체 포지션을 보여주는 부분).

⁷⁹ RS Jones, “한국에서의 생산성과 포용성을 제고하기 위한 대기업 개편” OECD Economics Department Working Papers No. 1509, 2018. 10. 5., **R-259**, 제 8면.

⁸⁰ 예컨대, “혼란스러운 순환구조,” *South China Morning Post*, 2020. 10. 22., **R-304**; E. Han Kim 외, “한국기업 지배구조의 변화: 위기에 대한 대응” *Journal of Applied Corporate Finance* (20)(1) (2008), **DOW-**

48. 오늘날, 그리고 지난 20년간, 5대 재벌은 삼성그룹, 현대, SK 그룹, LG 및 롯데이며,⁸¹ 이들 각각은 평균적으로 70여 개의 회사들로 구성되어 있고, 모두 더하면 한국 주식시장 시가총액의 거의 절반을 차지하고 있습니다.⁸²
49. 삼성 그룹은 시가총액 기준으로 가장 큰 재벌입니다. 그 사업영역은 전기전자, 엔지니어링, 건설, 보험, 첨단기술 제품 및 기타 산업을 폭넓게 아우릅니다.⁸³ 삼성 그룹의 계열사들은 하나의 재벌그룹으로서 다양한 사업적 이해관계를 가지고 있으면서도 중앙집권적 경영 없이 상호 출자 관계를 유지하고 있습니다.

1. 삼성물산

50. 삼성물산은 본 분쟁의 핵심인 본건 합병의 두 합병회사들 중 하나입니다. 1938년 설립된 삼성물산은 삼성 그룹의 초창기 기업이었습니다.⁸⁴ 전자공시(DART)시스템으로 알려진 한국의 기업 정보 공시 시스템⁸⁵에 따르면, 본건 합병 이전 삼성물산의 사업은 크게 건축부와 무역부으로 나눌 수 있었습니다.⁸⁶ 삼성물산의 건축부은 국내외에서 건설, 토목, 플랜트 및 주택 사업을 운영하고 있었고,⁸⁷ 무역부은 자원개발, 철강, 화학, 산업재료 및 섬유 등의 분야에서 사업을 영위하고 있었습니다.⁸⁸

10, 제 47, 49 면 (재벌의 소유구조가 “일반적으로 명백한 지주회사 없이 다수의 순환출자를 포함하는 복잡한 상호출자구조”라고 설명하는 부분).

⁸¹ “외환위기 20년, 재계 사라진 그룹과 떠오른 그룹,” *머니투데이*, 2017. 9. 8., **R-240**.

⁸² Eleanor Albert, “대한민국의 재벌 관련 어려움,” *Council on Foreign Relations*, 2018. 5. 4. (**DOW-9**); “한국의 재벌,” *Bloomberg*, 2015. 1. 14. (2020. 20. 20. 업데이트), **R-106**; “4대 대기업 증시 시가총액 증가액의 60% 차지,” *Business Korea*, 2017. 10. 16., **R-241**.

⁸³ “삼성의 역사 (1938-현재),” *Lifewire*, 2019. 8. 21. 업데이트, **R-274**.

⁸⁴ 삼성물산 보도자료, “제일모직-삼성물산 간의 합병”, 2015. 5. 26., **R-119**, 제 1면.

⁸⁵ DART (전자공시시스템)는 기업들로 하여금 온라인상으로 공개자료를 제출하도록 하여 투자자들 및 기타 사용자들에게 즉시 공개되는 전자공시 시스템입니다 (<https://englishdart.fss.or.kr/>).

⁸⁶ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항에 관한 보고”, 2015. 5. 26., **R-120**, 제 3면.

⁸⁷ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주주총회 소집공고”, 2015. 7. 2., **R-183**, 제 7면.

⁸⁸ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주주총회 소집공고”, 2015. 7. 2., **R-183**, 제 7면.

51. DART (전자공시시스템)의 삼성물산 공시자료에 따르면 2015 년 6 월 말 (본건 합병에 관한 표결 약 2 주 전) 기준으로 삼성물산은 삼성전자 (발행주식의 4.06%) 및 삼성 그룹의 IT 사업부문인 삼성 SDS (발행주식의 17.08%)를 비롯한 다수의 다른 삼성그룹사 주식을 보유하고 있었습니다.⁸⁹
52. 본건 합병 당시, 삼성물산의 주주들 중에는 여러 국부펀드를 포함한 다수의 전문적인 미국, 한국 및 기타 해외 투자자가 포함되어 있었습니다. 본건 합병 직전 삼성물산의 주요 주주(기타 삼성 계열사, 메이슨 및 국민연금 포함)는 아래 표 1 에 기재된 바와 같습니다.

분류	지분 (%)	주주	지분 (>1%)
삼성 계열사	13.82	삼성 SDI	7.18
		■■■■■	1.37
		삼성화재해상보험	4.65
		기타	0.62
국내 기관	22.26	국민연금	11.21
		한국투자신탁운용	2.87
		삼성자산운용	1.76
		기타	6.42
해외 투자자	33.53	엘리엇	7.12
		BlackRock	3.12

⁸⁹ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “대규모기업집단 현황 공시”, 2015. 8. 31., R-224.

		메이슨	2.18
		GIC Private Limited (GIC)	1.47
		Fidelity International	1.29
		Vanguard Group	1.28
		Dimensional Fund Advisors	1.20
		SAMA Foreign Holdings (SAMA)	1.11
		Abu Dhabi Investment Authority (ADIA)	1.02
		Norges Bank, 노르웨이 중앙은행	1.05
		기타	12.69
기타	30.39	일성제약	2.11
		KCC	5.96
		기타	22.32

표 1: 2015년 7월경 삼성물산 주주⁹⁰

2. 제일모직

53. 제일모직(구 삼성 에버랜드)은 본건 합병의 다른 당사자인 삼성 그룹 계열사입니다. 제일모직의 주력사업은 건축 및 패션 사업입니다. 공개된 보고서에 따르면,

⁹⁰ 해당 표는 본 각주에 기재된 것을 비롯한 공개 자료들을 근거로 작성되었으며, 지분율은 다음 출처 중 하나 이상을 기준으로 작성된 추정치입니다: DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015. 6. 12., R-149, 제 60-61면; “국민연금 찬성해도 부동산 30%...삼성, 15% 더 얻어야 합병 성사”, 2015. 7. 9., R-195; “삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주 면면은”, 연합뉴스, 2015. 7. 13., R-208; “제일모직-삼성물산 합병 ... 삼성물산 우선주 발행 방법은?”, 뉴스 1, 2015. 5. 26., R-115; “장기투자 외국인 삼성물산 합병 찬성 가능성”, 한국경제, 2015. 7. 13., R-207; “삼성물산-제일모직 동시 투자 외국인 주주들 ‘합병 저울질’”, 조선비즈, 2015. 7. 5., R-189.

제일모직은 1963년에 설립되어 건축, 레저(놀이공원 및 골프장), 푸드 케이터링 및 패션 분야에서 사업을 운영해오고 있습니다.⁹¹ 2014년 12월, 제일모직은 기업공개(IPO)를 실시하여 한국거래소에 제일모직 주식을 상장하였으며, 그 주식은 한국종합주가지수(이하 “KOSPI”)에 포함되어 있습니다

54. 본건 합병에 이르는 기간 동안 다수의 애널리스트와 언론의 논평가들은 제일모직을 삼성 그룹의 *사실상* 지주회사라고 평가하였습니다.⁹² 당시 제일모직은 삼성의 복잡한 지배구조의 최상부에 위치하고 있었습니다.⁹³ 예를 들어, 2014년 12월 기준 제일모직은 삼성전자 지분을 7.2% 보유한 삼성생명보험의 지분을 19.3% 보유하고 있었습니다.⁹⁴
55. 2015년 6월 11일(본건 합병 직전) 당시 제일모직 주주들로는 국민연금(5.04% 지분 보유) 및 *Caisse de dépôt et placement du Québec* (CDPQ) (퀘벡 연금기금), 미국의 Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF) 및 Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB) 등 다수의 해외 연기금이 있었습니다.⁹⁵

⁹¹ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항보고서”, 2015. 5. 26., **R-120**, 제 9면. 삼성물산 보도자료, “제일모직-삼성물산 간의 합병”, 2015. 5. 26., **R-119**, 제 1면; Macquarie 보고서 발췌, “제일모직”, 2015. 1. 29., **R-107**, 제 1면 (“삼성그룹 계열사들 중 하나로, 제일모직은 건설, 레저(놀이공원), 식음료 케이터링 및 패션 사업부문을 운영하고 있다.”).

⁹² 예를 들어, “삼성의 사실상 지주사인 제일모직 주가 데뷔와 함께 2 배 상승,” *Financial Times*, 2014. 12. 18., **R-101**.

⁹³ 미래에셋증권, “제일모직,” 2015. 12. 18., **R-227**, 제 1면.

⁹⁴ 미래에셋증권, “제일모직,” 2015. 12. 18., **R-227**, 제 1면.

⁹⁵ “삼성물산-제일모직 동시 투자 외국인 주주들 ‘합병 저울질’, *조선비즈*, 2015. 7. 5., **R-189**; “제일모직-삼성물산 합병...물산 우선주는 어떻게 교부하나”, *뉴스1*, 2015. 5. 26., **R-115**; “장기투자 외국인 삼성물산 합병 찬성 가능성”, *한국경제*, 2015. 7. 13., **R-207**; “삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주 면면은”, *연합뉴스*, 2015. 7. 13., **R-208**; [redacted], [redacted] 및 특정 삼성그룹 법인들도 제일모직 지분을 보유하고 있었습니다. 제일모직 DART 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015. 6. 19., **R-157**, 제 11면, 제 67면..

3. 삼성전자

56. 삼성전자 (SEC)는 아마도 삼성 그룹에서 가장 잘 알려진 회사일 것입니다. 삼성전자는 세계에서 가장 큰 핸드폰과 스마트폰 생산자이며,⁹⁶ 시가총액 기준 한국거래소에 상장된 가장 큰 회사입니다.⁹⁷ 삼성전자는 1969년 삼성 그룹의 산업 부문으로서 설립되어,⁹⁸ Apple, Best Buy, Verizon, and Deutsche Telekom 등의 고객에게 납품할 반도체, 리튬이온 배터리, 이미지 센서, 카메라 모듈 및 디스플레이의 생산에도 주력하고 있습니다.⁹⁹
57. 본건 합병 당시 삼성전자의 주주로는 다수의 삼성 계열사 (삼성생명보험, 삼성화재해상보험, 삼성물산 등), 국민연금 (8.19% 지분 보유)이 있었으며,¹⁰⁰ 일군의 해외 기관 투자자 또한 있었습니다.¹⁰¹
58. 지난 이십년간 삼성전자는 삼성그룹의 주력 사업이었습니다. 2014년 말 기준 제일모직과 삼성물산의 시가총액은 각각 미화 202억 달러 (제일모직)와 미화 79억 달러 (삼성물산)에 그쳤으나, 삼성전자의 시가총액은 미화 1,817억 달러에 달했습니다.¹⁰²

⁹⁶ “삼성전자 전세계 시가총액 18위,” *The Korea Post*, 2020. 1. 12., **R-279**; “화웨이, 애플 제치고 스마트폰 생산 2위,” *The Guardian*, 2018. 8. 1., **R-257**.

⁹⁷ “삼성바이오로직스 KOSPI 시가총액 2위 부상,” *The Korea Times*, 2020. 8. 20., **R-292**.

⁹⁸ Martin Fackler, “삼성 경쟁력 향상,” *The New York Times*, 2006. 4. 25., **R-31**; “생선장수에서 스마트폰 생산자로,” *The New York Times*, 2013. 12. 14., **R-54**.

⁹⁹ “삼성 2017년 다시 한번 애플 아이폰 최다 공급,” *Forbes*, 2016. 12. 16., **R-233**; “삼성 베스트바이 확보,” *The Wall Street Journal*, 2013. 4. 4., **R-49**; “삼성 Verizon 과 5G 장비 66억불 계약,” *Korea JoongAng Daily*, 2020. 9. 7., **R-294**; “삼성전자, Deutsche Telekom 5G, ICT 분야 협력 강화,” *Maeil Business News*, 2019. 6. 26., **R-269**.

¹⁰⁰ “[고침·그래픽]삼성물산·삼성전자 주식, 누가 얼마나 갖고 있나” *뉴시스*, 2015. 6. 11., **R-148**; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-202**, 제 8면.

¹⁰¹ James Dow 교수 전문가 보고서, 2020. 10. 30., (“**Dow 보고서**”), **RER-4**, 표 E-4.

¹⁰² Dow 보고서 (**RER-4**) 제 163항.

4. 삼성바이오로직스

59. 2011 년에 설립된 삼성바이오로직스는 비교적 신생 삼성 그룹 계열사입니다. 삼성바이오로직스는 바이오의약품 업체들을 위한 CMO (위탁생산) 사업에 특화되어 있으며, 그 자회사인 삼성 바이오에피스는 바이오시밀러 사업을 영위하고 있습니다.¹⁰³ 삼성바이오로직스는 2016 년 11 월 기업공개를 통해 한국거래소에 상장되었으며,¹⁰⁴ 이후 빠르게 바이오기술 분야의 시장 선도 업체로 도약하였습니다. 2020 년 8 월 20 일 기준 삼성바이오로직스의 시가총액은 미화 약 463 억 달러에 달하여, 삼성전자를 바짝 뒤쫓고 있습니다.¹⁰⁵
60. 본건 합병 당시 제일모직은 삼성바이오로직스 (당시 아직 비상장이었으나 시장가치는 급격히 상승 중이었음)에 약 46%에 달하는 상당한 지분을 보유하고 있었습니다.¹⁰⁶ 국민연금은 본건 합병 당시 이 지분의 가치를 약 14.9 조 원 (약 미화 131 억 달러)로 평가하였습니다.¹⁰⁷

D. 메이슨은 2014 년 삼성 그룹의 구조개편 발표에서 수익창출의 기회를 포착하였습니다

1. 한국 재벌에 대한 “재벌 디스카운트”

61. 지난 수십년 간, 한국 회사의 시장가치는 기타 시장의 유사해 보이는 업체나 그들의 외견상 자산가치의 총합에 비해 지속적으로 낮게 평가되어 왔습니다. 이러한 경향은 한국에 국한된 것이 아니고, 실제로는 예를 들어 아르헨티나, 인도, 태국 및 터키에서도 유사한 현상이 관측되기는 하나, 소위 “재벌 디스카운트” (또는 “지주회사 디스카운트”)는 특정한 한국 회사에서 특히 지속적으로 나타나 왔으며

¹⁰³ DART (전자공시시스템) 삼성바이오로직스 공시자료, “(기재정정) 투자설명서”, 2016. 10. 28., **R-229**, 제 266 면.

¹⁰⁴ “(상보) 삼성바이오로직스 데뷔 호성적,” *연합뉴스*, 2016. 11. 10., **R-230**.

¹⁰⁵ “삼성바이오로직스 시가총액 코스피 2 위로 꺾음,” *The Korea Herald*, 2020. 8. 20., **R-293**.

¹⁰⁶ ISS Proxy Advisory Services Report “제일모직 주식회사,” 2015. 7. 8., **R-192**, 제 15 면; ““제 2 의 반도체로” 삼성 사장 한마디에...삼성바이오 관련주 날았다,” *이데일리*, 2015. 7. 22., **R-222**.

¹⁰⁷ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-202**, 제 46 면.

시장가치 (시가총액 기준)가 자산의 총 가치에 미달하는 현상을 발생시켜 왔습니다.¹⁰⁸ 해외 언론과 시장 애널리스트들에 따르면, 이러한 한국의 “재벌 디스카운트”의 이유는 다음을 포함합니다:

- a) 북한으로 인한 한반도의 정치적 불안정성;
- b) 주로 순환출자구조에서 비롯된 많은 기업들의 상대적으로 취약한 기업지배구조; 및
- c) 상대적으로 낮은 배당금 지급으로 입증되는 바와 같이, 한국 기업들이 주주이익 증대를 우선시하지 않는 경향.¹⁰⁹

62. 이들 요인들이 오랫동안 계속 존재해 온 것은 사실이나, 한국은 가능한 범위에서 개선을 장려하기 위해 노력해 왔습니다. 한국은 1999 년에 계열사들 간의 순환출자구조를 제한하는 법령을 도입하였습니다.¹¹⁰ 덧붙여, 한국 공정거래위원회 (한국의 반독점 규제기관)는 빠르게는 2004 년부터 한국 재벌기업들이 소유의 투명성을 증대하기 위해 지주회사제도 (보다 복잡한 상호출자구조나 순환출자구조가 아닌, 단일 모회사가 여러 자회사들에 대한 주식을 보유하는 제도)를 도입할 것을 지속적으로 권고해 왔습니다.¹¹¹ 나아가, 2004 년 이래로

¹⁰⁸ Dow 보고서, **RER-4**, 제 155-57 항.

¹⁰⁹ 전세계적으로 가장 저평가된 한국 주식: 연구”, *The Korea Herald*, 2017. 2. 26., **R-236**; “애널리스트들, 평화 협정을 예상하며 ‘한국 디스카운트’ 종결 기대”, *연합뉴스*, 2018. 4. 19., **R-254**.

¹¹⁰ 1999 년, 한국은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 (이하 “**공정거래법**”)에 “지주회사” 제도를 도입하여, 모든 “지주회사”로 하여금 공정위에 등록하도록 하였으며, 지주회사들과 자회사들이 계열회사들에 보유할 수 있는 주식에 대한 제한사항을 규정하였습니다. 공정거래법, 1999. 4. 1., **R-28**. 공정거래법은 2013 년 말에 개정되어, 2014 년 7 월 25 일 현재 단일 기업 그룹 내에서 기존의 상호출자구조를 강화하기 위한 신규 순환지분투자 및 추가 주식의 인수를 금지하였습니다. 공정거래법, 2014. 7. 25. **R-73**, 제 9 조의 2 제 2 항. 기업들에게 이전에 보유하고 있었던 상호출자구조를 유지하는 것은 허용되었으나, 그들로 하여금 점진적이고 자발적으로 이러한 상호출자구조를 해제할 것을 권장하였습니다. 공정거래위원회 경쟁정책, “2014 년 기업그룹들의 상호출자구조에 관한 정보 공개”, 2014. 8. 27., **R-78**.

¹¹¹ 황현영, *회사법적 관점에서 바라본 지주회사제도의 문제점과 개선방안 - 지주회사 형성과정과정과 수익구조를 중심으로 -*, 33 기업법연구, 157, (2009), **R-261**, 제 161 면.

독점규제 및 공정거래에 관한 법률은 이들 재벌들에게 지주회사체제로 전환할 유인을 다수 부여하는 방향으로 개정되어 왔습니다.¹¹²

63. 지난 20 년간 다수의 한국 대기업들은 이러한 입법상의 개혁을 배경으로 하여 상호출자구조를 단순화하고 지주회사체제로 전환하기 위한 수순을 밟아오고 있습니다. 예를 들어, LG 그룹은 2001 년 4 월 법률상의 지주회사제도를 채택하였습니다.¹¹³ 또다른 주요 재벌그룹인 SK 그룹은 2007 년 7 월 구조개편을 통해 지주회사체제를 도입하였습니다.¹¹⁴ 이후 수십 년간 이러한 구조개편을 통해서도 “재벌 디스카운트”는 해소되고 있지 않으며, 실제로 그러한 “디스카운트”는 LG 그룹과 SK 그룹에도 여전히 상당 부분 잔존하고 있습니다.¹¹⁵ 그럼에도 다른 재벌기업들 역시 유사한 방식의 구조개편을 위한 조치를 취하며 그 뒤를 따르고 있습니다.¹¹⁶

¹¹² 황현영, *회사법적 관점에서 바라본 지주회사제도의 문제점과 개선방안 - 지주회사 형성과정과 수익구조를 중심으로-*, 33 기업법연구, 157, (2009), **R-261**, 제 160-163 면. 예컨대, 공정거래법은 2004 년에 지주회사제도를 채택하는 재벌에게 그 부채비율을 100% 미만으로 감소시키는데 있어 2 년간의 유예기간을 부여하였으며, 사업과 관련성이 있는 손자회사를 두는 것을 허용하였습니다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 2005. 4. 1., **R-29**, 제 2 조 제 1 호의 4, 제 8 조의 2 제 2 항 제 1 호. 공정거래법은 2007 년 추가 개정을 통해 부채비율한도를 200%로 상향하였고, 사업관련성이 없는 손자회사도 둘 수 있도록 허용하였습니다. 독점규제 및 공정거래에 관한 법률, 2007. 10. 17., **R-41**, 제 2 조 제 1 호의 4, 제 8 조의 2 제 2 항 제 1 호.

¹¹³ “2007 년 지주회사 현황,” *공정거래위원회*, 2007. 10. 4, **R-40**, 제 1 면.

¹¹⁴ “2007 년 지주회사 현황,” *공정거래위원회*, 2007. 10. 4, **R-40**, 제 1 면.

¹¹⁵ 예컨대 애널리스트 보고서에 따르면 SK(주)는 순자산가치 대비 50% 이상의 디스카운트를 받고 있다고 합니다. 예컨대, 대신증권, “빠져도 너무 빠졌다”, 2020. 7. 15., **R-286**, 제 2 면 (2018 년 1 월부터 2020 년 7 월까지 SK(주)의 주가는 순자산가치 대비 평균 50.2%의 디스카운트를 반영하고 있다고 계산하는 부분); “실적개선으로 밸류에이션 리레이팅 기대”, *SK 증권*, 2020. 6. 24., **R-283**, 제 1 면 (2020 년 “높은 실적개선 가능성”에도 주가가 “N[et] A[sset] V[alue] 대비 50% 할인”거래되고 있다고 지적하는 부분); “아물따 삼성입니다”, *유안타증권*, 2020. 8. 12., **R-291**, 제 10 면 (SK(주), LG 주식회사, 삼성물산 등 한국 주요 지주회사의 순자산대비 디스카운트를 보여주는 도표를 제시하는 부분). 애널리스트들은 LG 그룹의 지주사인 LG 주식회사에 대해서도 유사한 디스카운트가 존재한다고 합니다. 예컨대, 하나금융그룹, “Equity Research: LG (003550),” 2020. 8. 4., **R-289**, 제 1 면 (2012 년부터 2020 년까지의 LG 주식회사의 순자산가치 대비 평균 디스카운트는 48.8%였고, 현재 61.5%임을 지적하는 부분).

¹¹⁶ 롯데, GS, 현대중공업, 한진, CJ, LS, 효성 등. “[이슈 프리즘] 지주회사 전환 권장하더니”, *한국경제*, 2020. 8. 10., **R-290**.

2. 시장은 2013 년 및 2014 년경 삼성 그룹이 지주회사체제로 전환할 것이라고 예상하였습니다

64. 삼성그룹은 2013 년 말 및 2014 년 초 지주회사체제를 채택하기 위한 조치를 취하기 시작하였습니다.¹¹⁷ 이러한 구조개편은 2013 년 9 월 삼성 SDS 와 삼성 SNS 의 합병으로 시작되었으며, 2014 년 3 월 삼성 SDI 와 제일모직 간의 합병으로 이어졌습니다.¹¹⁸
65. 삼성 그룹 구조개편의 정확한 본질은 시장 전반에 알려지지 않았으나,¹¹⁹ 메이슨 직원들을 포함한 많은 애널리스트들은 이를 예상하고자 노력하였습니다.¹²⁰ 예를 들어, 몇몇 애널리스트들은 2013 년 6 월에 제일모직 (당시 삼성 에버랜드)이 삼성전자홀딩스와 삼성금융지주회사를 중간지주회사로 하는 새로운 지주회사체제의 최종 지주회사로 부상할 것이라고 예측하였습니다.¹²¹ 제일모직,

¹¹⁷ 메리츠증권증권, “삼성그룹 지배구조 이슈,” 2014. 5. 21., **R-67**, 제 1 면.

¹¹⁸ 애널리스트들은 이들 합병이 그룹의 지주회사구조로의 장기적 전환을 위한 초석이라고 판단하였습니다. 김용영, “[Hot-Line] “삼성그룹, 지배구조 변환 가시화...수혜주 주목해야”, *매일비즈니스뉴스*, 2013. 10. 4., **R-53**; “[이슈진단]삼성계열사 잇따른 합병·지분 이동...지배구조 변환 초석 마련”, *매트로신문*, 2014. 4. 4., **R-59**.

¹¹⁹ 하이투자증권, “제일모직 (구 삼성에버랜드),” 2014. 11. 3., **R-86**, 제 1 면.

¹²⁰ S. Kim 이 M. Martino 등에 송부한 이메일, 2014. 5. 28., **C-44**, 제 1 면 (“증권거래위원회의 의도에 대해 현지에서 논의가 있습니다.... CLSA 의 주요 논지는 영업회사/지주회사 기업지배구조와 관련된 것이었고 ... 대한민국 언론은 금일 2015 년까지 지주회사 지배구조가 구성될 가능성이 50%를 초과한다고 보도하였습니다.”); K. Garschina 가 D. Macknight 등에 송부한 이메일, 2014. 8. 1., **C-54**, 제 1 면 (D. Macknight 이 “또한 [삼성 IR]이 자신들 고유의 지주회사 체계를 성립시킬 가능성은 매우 적다고 진술하였습니다”라고 하자 K. Garschina 가 “기업지배구조 개편에 대한 삼성의 부정적인 인식을 믿지 않습니다”라고 답변한 부분); J. Lee 가 D. Macknight 과 E. Gomez-Villalva 에 송부한 이메일, 2014. 11. 3., **C-48**, 제 1 면 (“5 월에 기업지배구조 개편에 대한 보고서를 발간한 메릴린치 애널리스트 (한국 리서치 부서 대표)와 대화를 나누었습니다. 아직 정확한 시점에 대해서는 불확실하나, 그는 기업지배구조 개편이 비교적 조만간 이뤄질 수 있을 것이라는 의견입니다 (심지어 이르면 내년 1 분기). 지난 6 개월 동안 이에 대한 그의 관점은 변하지 않았습니다... 삼성전자는 이후 (지주회사/영업회사) 형태로 둘로 분할될 것입니다. 그리고 결국 삼성에버랜드가 지주회사와 합병할 것입니다... 이재용은 삼성에버랜드를 전체 그룹을 지배하는 주요 수단으로 사용할 것입니다.”). E. Gomez-Villalva 가 A. Denmark 에 송부한 이메일, 2015. 3. 4., **C-51**, 제 2 면, 제 7-8 면 (“어쨌서 그룹을 구조개편하는가? ... 영업회사/지주회사 구조가 한국에서 선호됨: 1) 그룹 구조의 단순화; 2) 일가의 지배권 강화; 3) 상속세 납부 기타 용도로 활용하기 위한 상향식 배당을 용이하게 함... 언제 구조개편을 실시할 것인가?... 구조개편 현재 진행중임. SDS 와 제일모직의 IPO 가 주요 사건이었음...가능한 구조개편 시나리오...제일모직이 삼성물산과 합병.”).

¹²¹ 한화투자증권, “삼성생명 주가 상승의 의미와 에버랜드,” 2013. 6. 13., **R-51**, 제 2-3 면.

삼성물산과 삼성전자가 분할절차를 거친 후 결과적으로는 합병을 통해 최종적으로는 지주회사로 거듭날 것이라는 예상도 등장하였습니다.¹²²

66. 2014년 5월에는 당시 삼성 그룹의 회장이었던 ██████씨가 심장마비를 겪고, 그로 인해 최근 2020년 10월 25일에 사망하기까지 식물인간 상태에 빠져 있게 되었습니다.¹²³ ██████ 전 회장의 와병으로 인해 시장 논평가들의 관심사가 바뀌게 되었고 그때부터 삼성 그룹 구조개편 방식의 문제는 ██████ 일가의 소위 승계 계획의 관점에서 논의되게 되었습니다.
67. 2014년 5월 말, 언론에서는 제일모직(당시 삼성 에버랜드)의 상장 가능성 및 삼성 그룹 내에서, 제일모직과 다른 삼성 그룹 상장사가 합병할 가능성이 있다는 추측이 떠돌았습니다.¹²⁴ 제일모직이 삼성 그룹의 사실상 지주회사로서 갖는 지위로 인해, 몇몇은 예상된 합병을 삼성 그룹이 경쟁력을 제고하고 상호출자를 개선하며 새로운 규제를 준수하기 위한 구조개편 계획의 일환으로 추진 중이던 일련의 합병의 또다른 단계라고 보았습니다.¹²⁵ 다른 평론가들은 제일모직에 ██████ 일가가 보유한 경영권

¹²² 메리츠증권증권, “삼성그룹 지배구조 이슈,” 2014. 5. 21., **R-67**, 제 15-16면.

¹²³ “한국의 삼성을 글로벌 대기업으로 키운 이건희 향년 78 세로 별세,” *Reuters*, 2020. 10. 25., **R-311**.

¹²⁴ 김병수, “포스트 이건희 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭)아래 헤쳐모여”, *매일경제*, 2014. 5. 19., **R-64**, 4-5면; “지배구조 개편 수혜주 찾아라”, *이투데이*, 2014. 5. 21., **R-341**; 한재영, “증권가가 그리는 삼성 지배구조 개편 방향은”, *연합인포맥스*, 2014. 5. 21., **R-66**.

¹²⁵ 배영경, “증권가, 삼성그룹 구조개편 ‘숨은 수혜주’ 찾기 분주.” *연합뉴스*, 2014. 5. 20., **R-65**, 제 1면 (“그룹 지배구조 변화의 구체적인 방향은 아직 알 수 없지만 ‘계열사간 순환출자구조 해소’와 ‘금융·산업자본 분리’라는 두 가지 명제를 충족하는 의사결정이 나타날 것은 분명하다.”); 이광표, “삼성계열사 4곳, 생명 지분털기...순환출자 해소 가속화,” *EBN*, 2014. 4. 23., **R-60**, 제 2면 (구조개편의 동기를 경영 및 사업구조 개선과 정부가 순환출자에 대한 규제를 강화할 것이라는 예상이라고 설명하는 부분). 새로운 규제에는 2014. 5. 시행된 금융 및 비금융 계열사 간 소유의 분리 요건과 2014. 5. 당시 국회 계류 중이던 보험회사의 계열사 지분보유를 3%로 제한하는 보험 관련 법의 개정안이 포함됩니다. 당시 언론은 이러한 규제에 의해 보험회사인 삼성생명이 삼성전자 지분 7.6%를 보유하고 있던 삼성 그룹의 지배구조의 변경이 필요하게 되었다고 보도하였습니다. 예컨대, “삼성그룹 순환출자 구도 흔들리나,” *주간경향*, 2014. 5. 27., **R-69**, 제 2면; 한정석, “삼성을 ‘노리는’ 규제 법안들”, *미래한국*, 2014. 8. 7., **R-74**(삼성 그룹에 잠재적으로 영향을 미칠 수 있는 몇몇 규제안을 설명하는 부분).

지분의 규모와 삼성 그룹이 지주회사체제로 전환하는 경우 받을 세제혜택을 합병의 이유로 들면서, 경영권 승계 계획의 영향력을 점쳤습니다.¹²⁶

68. 2014 년 9 월부터 언론은 삼성물산과 제일모직이 합병할 것이며, 다른 삼성 계열사들은 합병으로 탄생한 지주회사 산하의 제조회사들과 금융회사들로 나뉠 것이라고 예측하였습니다.¹²⁷ 다른 언론 보도에서는 삼성물산과 제일모직이 각각 건설사업을 영위하고 있다는 사실에 초점을 맞추고, 양사의 잠재적 합병을 통해 삼성 그룹이 건설사업을 하나의 회사로 통합할 것으로 예상하였습니다.¹²⁸
69. 2014 년 10 월 말 제일모직의 IPO 발표는 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 있을 것이라는 언론의 예측에 힘을 실었습니다. 한국법에 따르면 합병에서 한 회사의 주식이 다른 회사의 주식으로 교환되는 “비율”은 각 합병회사들의 주식의 시가에 따라 결정됩니다.¹²⁹ 제일모직과 삼성물산이 모두 상장회사였기 때문에, 합병은 객관적이고 투명하게 결정된 합병비율에 의하여 진행되었습니다. 애널리스트들은 제일모직의 기업공개가 삼성의 지배구조에 있어 중대한 변화가 임박하였다는 신호라고 해석하였습니다.¹³⁰ 제일모직의 기업공개 발표 직후 다수의 삼성 그룹 계열사 주가가 급상승하였다는 점을 고려할 때, 이러한 견해는 시장에서도 공감대를

¹²⁶ “‘이재용 주식’ 제일모직, 삼성 지배구조 개편의 수혜 논란 가열,” 2015. 4. 20., **R-111**(삼성물산과 제일모직간의 합병 가능성을 제기하는 부분).

¹²⁷ “[삼성물산, 어디로] 이재용의 ‘건설,’” *비즈니스위치*, 2014. 9. 5., **R-80**. “이재용 시대가 다가온다...삼성의 후계구도 가시화,” *글로벌이코노믹*, 2014. 9. 3., **R-79**, 제 2 면.

¹²⁸ “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?”, *머니 S*, 2014.9.16.; **R-82**; “삼성重-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까”, *조선비즈*, 2014.10.22, **R-83**.

¹²⁹ 자본시장법, **R-181**, 제 165 조의 4; 자본시장법 시행령, **R-191**, 제 176 조의 5 제 1 항.

¹³⁰ “삼성그룹 재편 본격화...삼성물산 건설, 이재용 부회장 ‘품’으로?” *뉴스 1*, 2014. 11. 5., **R-88**; 하이투자증권, “제일모직 (구 삼성에버랜드),” 2014. 11. 3., **R-86**, 제 1 면 (제일모직 IPO가 삼성 그룹의 지주회사체제로의 전환이 임박하였음을 알려준다고 지적하는 부분); “내달 제일모직 상장...삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동,” *MK 뉴스*, 2014. 11. 25., **R-94**; “연일 놀라게 하는 삼성...전문가들이 꼽은 다음 시나리오는,” *조선비즈*, 2014. 11. 26., **R-95**; “[마켓인사이트] SDS, 제일모직 상장에서 드러난 삼성물산의 위상,” *마켓인사이트*, 2014. 11. 20., **R-93**; “‘제일모직, 중장기적 지주사 전환 가능성 커 ...목표가 10 만원,’” *뉴스핌*, 2014. 12. 15., **R-98**.

얻었던 것으로 보입니다.¹³¹ 이러한 의견은 제일모직의 기업공개 직후에도 나타나, 제일모직의 주가가 급상승하였습니다.¹³²

70. 아래 표 2는 이 기간 삼성 그룹이 진행한 급격한 구조개편 내용을 정리한 것입니다:

일자	삼성그룹의 단계별 구조개편
2013년 9월	삼성에버랜드가 제일모직 패션사업을 인수하고 삼성 SDS는 삼성 SNS와 합병하기로 결정함. ¹³³
2014년 3월	삼성SDI가 제일모직 및 나머지 전자 소재 및 화학사업부문을 흡수합병할 것이라고 발표함. ¹³⁴
2014년 6-7월	삼성에버랜드가 IPO 계획을 발표하고, 회사 명칭을 제일모직으로 변경함. ¹³⁵
2014년 9월	삼성중공업이 삼성엔지니어링과의 합병을 발표함. ¹³⁶ 해당 합병은 중국적으로는 무산됨. ¹³⁷
2014년 11월	삼성SDS가 IPO를 통해 주식을 KRX에 상장함. ¹³⁸

¹³¹ “삼성그룹주, 지배구조 개편 2 막 열자마자 급등,” *한국경제*, 2014. 10 31., **R-84**.

¹³² “삼성 후계자 제일모직 IPO 에서 6 조 원 (미화 54 억 달러) 챙겨,” *The Korea Times*, 2014. 12. 19, **R-102**.

¹³³ “삼성 사업개편 2 탄: 삼성 SDS 와 삼성 SNS 합병,” *한국경제*, 2013. 9.27., **R-52**.

¹³⁴ DART (전자공시시스템) 삼성 SDI 공시자료, “주요 안건에 대한 보고서”, 2014.3.31., **R-58**, 제 1-2 면; “한국 삼성 SDI 제일모직 소재사업부문 인수”, *Reuters*, 2014.3.31., **R-57**.

¹³⁵ “삼성그룹의 사업 및 지배구조 개편 주요 사건”, *연합뉴스*, 2015.5.27., **R-116**.

¹³⁶ DART (전자공시시스템) 삼성중공업 공시자료, “주요 안건에 대한 수정 보고서”, 2014.9.15., **R-81**, 제 1 면.

¹³⁷ 이 합병은 삼성엔지니어링이 반대주주로부터 그 주식을 매수하기 위해 지불해야 하는 금액이 지나치게 컸기 때문에 무산되었습니다. “삼성중공업-삼성엔지니어링 합병 무산”, *한겨레*, 2014. 11. 19., **R-92**.

¹³⁸ “삼성 SDS 상장... 시총 순위 5 위”, *연합뉴스*, 2014.11.14., **R-89**.

2014년 12월	제일모직이 IPO를 통해 주식을 KRX에 상장하고, 그 주식이 KOSPI에 편입됨. ¹³⁹
-----------	---

표2: 삼성 그룹이 2013년 및 2014년 진행한 구조개편

71. 메이슨은 본건 합병의 “진정한 목적”은 [redacted] 일가 내 승계 계획을 용이하게 함과 동시에 그 과정에서의 상속세 부담을 피하기 위한 것이라고 주장합니다.¹⁴⁰ 한국은 당시 삼성물산과 제일모직 간 본건 합병의 동기 및 목적에 대해 알지 못합니다. 그러나 한국은 한국 법원들이 상당한 증거를 고려한 후 소위 “경영권 승계 계획”이 본건 합병의 “진정한” 동기였는지 여부에 대해 다른 결론을 내렸음을 지적하고자 합니다.¹⁴¹
72. 여하튼, 당시 [redacted] 일가의 속내가 무엇이였는지와는 무관하게, 본건 합병이 삼성 그룹이 당시 진행 중이던 구조개편의 한 단계였음은 부정할 수 없습니다.

3. 2014년 5월부터 메이슨은 삼성 그룹의 “정수”인 삼성전자를 거래하였습니다

73. 증거에 따르면 메이슨은 이르면 2014년 5월부터 삼성 그룹의 구조개편 가능성을 주시하였습니다.¹⁴²

¹³⁹ “제일모직 상장 첫날 흥행대박 ... 시총 순위 13위 마감”, *뉴데일리*, 2014.12.18., **R-100**.

¹⁴⁰ 수정 청구서면, 제 46 항.

¹⁴¹ 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017노 2556 판결, **R-248**, 제 2-3 면 ([redacted] 사건을 맡은 서울고등법원이 승계 계획은 존재하지 않는다고 판단한 부분)과 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노 1087 판결(**CLA-15**에 대한 추가 번역본), **R-258**, 제 5-8 면 ([redacted] 전 대통령 사건을 맡은 서울고등법원이 승계 계획은 존재한다고 판단한 부분)을 비교하여 보시기 바랍니다. 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도 2738 판결 (**CLA-133**에 대한 추가 번역본), **R-277**, 제 1 면 (한국 대법원이 [redacted] 사건에서 승계 계획이 존재한다고 판단한 부분)도 참조.

¹⁴² K. Garschina 가 M. Martino 등에 송부한 이메일, 2014. 5. 12., **C-40**.

74. 2014년 5월 초, █████ 전 회장의 심장마비는 가속화된 구조개편 및 리더쉽의 변화에 대한 예측에 불을 지폈습니다.¹⁴³ 메이슨의 내부 이메일에 따르면 메이슨은 이러한 소문으로부터 “남은 한 두개 한국 재벌의 구조개편이라는 아이디어는 돈벌이가 되므로 이에 따라 발생할 매수 열풍을 마주할” 기회를 감지하였습니다.¹⁴⁴ 며칠 후인 2014년 5월 20일에 메이슨은 삼성전자 주식에 대한 첫 소위 총수익 스왑거래를 실행하여 해당 주식에 대한 경제적 익스포저를 취득하였습니다.¹⁴⁵ 메이슨은 2014년 8월 초에 이들 스왑을 모두 청산하였습니다.¹⁴⁶ 한국은 메이슨이 당시 그 포지션을 현금화한 이유를 알지 못하며, 이에 대한 공개의 필요성은 추후 논의가 이루어져야 할 사안이라 하겠습니다.
75. 메이슨이 그 스왑 포지션을 청산한 후 얼마 되지 않아, 2014년 8월 삼성 그룹이 상호출자구조를 단순화하고 삼성전자의 실적을 개선하기 위해 구조개편작업에 “고삐를 죄”기 시작하였다는 언론 보도가 있었습니다.¹⁴⁷ 거래 기록에 따르면 메이슨은 며칠 후 삼성전자 주식을 (이번에는 직접) 사들이기 시작했으며, 9월 초까지 그 보유량을 늘려 나갔습니다.¹⁴⁸ 메이슨의 삼성전자 지분 보유량은 증감을

¹⁴³ 최경애, “삼성 주식 총수 리스크 돌파,” *Korea Times*, 2014. 5. 12., **R-61**.

¹⁴⁴ K. Garschina가 M. Martino 등에 송부한 이메일, 2014. 5. 12., **C-40**, 제 1면.

¹⁴⁵ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**; Garschina 제 1 차 증인진술서, **CWS-1**, 제 16 항 (“업무집행사원은 2014년 5월경 본인의 지시에 따라 삼성전자에 최초로 투자하였습니다. 이러한 투자는 최초에는 미달러로 표시된 “스왑” 거래방식을 통해 이루어 졌으며...”). 총수익 스왑거래란 기초자산에 기반하여 양 당사자가 체결하는 스왑계약으로서, 기초자산을 보유한 당사자가 상대방 당사자에 일정한 요율에 따른 금액을 지급하고, 상대방 당사자도 일정한 요율에 따른 금액을 지급하는 형태입니다. Investopedia, “총수익스왑,” 2020. 10. 26., **R-312**.

¹⁴⁶ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**, 제 1면. 총수익 스왑거래란 기초자산에 기반하여 양 당사자가 체결하는 스왑계약으로서, 기초자산을 보유한 당사자가 상대방 당사자에 일정한 요율에 따른 금액을 지급하고, 상대방 당사자도 일정한 요율에 따른 금액을 지급하는 형태입니다. Investopedia, “총수익스왑,” 2020. 10. 26., **R-312**.

¹⁴⁷ “삼성그룹 구조조정 고삐 죄다”, *MK 뉴스*, 2014. 8. 8., **R-75**; “삼성그룹 순환출자고리 7 개로 ‘단순화,’” *CEO Score Daily*, 2014. 8. 10., **R-77**.

¹⁴⁸ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**.

반복하다가 2014년 10월 중순경 다시 0으로 떨어졌습니다.¹⁴⁹ 이번에도 한국은 메이슨이 당시 그 지분을 처분한 이유를 알지 못하며, 이 또한 추후 공개의 필요성에 대한 논의가 이루어져야 할 것입니다.

76. 거래 기록에 따르면 메이슨은 2014년 10월 말 다시 삼성전자 주식을 매입하기 시작하였으며, 2015년 4월 2일까지 일련의 추가 매입을 진행하였습니다.¹⁵⁰ 삼성물산-제일모직 합병이 발표되기도 전인 2015년 4월부터 메이슨은 그 삼성전자 포지션을 청산하기 시작하여, 자신이 2014년 10월부터 2015년 3월 사이에 매입한 포지션의 절반을 조금 상회하는 128,579주의 삼성전자 주식을 매각하였습니다.¹⁵¹
77. 메이슨은 2014년 및 2015년에 삼성전자 주식을 거래한 것이 삼성전자에 대한 투자를 최적화하기 위한 시도였다고 주장합니다.¹⁵² 메이슨은 “가격의 최적화를 위해 상시적으로 증권을 사고판다”고 해명하였습니다만,¹⁵³ Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 메이슨의 일반적 최적화 방식은 “일반적인 방법은 아님”입니다.¹⁵⁴ 오히려, 메이슨의 매입-매각 방식은 메이슨이 “단기적 주가 움직임을 예측할 수 있다고 (옳거나 틀리게) 믿”었음을 보여줍니다.¹⁵⁵ 한국은 메이슨이 단기적 거래를 한

¹⁴⁹ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**, 제 1면.

¹⁵⁰ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**.

¹⁵¹ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, **C-31**, 제 1-2면 (2014년 10월 말부터 2014년 4월 초까지 삼성전자 주식 총 247,603주를 매수한 사실과 2015년 4월 및 5월에 삼성전자 주식 총 128,579주를 매각한 사실을 보여주는 부분).

¹⁵² 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 142:4, 11-17 (Garschina 반대신문) (“매도 및 매수는 트레이더들이 담당합니다...그들이 거래를 할 때, 일부를 팔고, 더 낮은 값에 이를 되사기도 합니다. 대량매도자가 나타날 것으로 예상되면 향후 더 낮은 값에 되살 수 있을 것이라는 기대에 모두 팔기도 하고, 대량매수자가 나타나 그들 판단에 가격이 영역의 범주를 벗어난다고 생각되면 팔기도 하고, 이게 다 우리의 투자자를 위해 우리의 집행비용을 최적화하고 절감하는 방법의 일부입니다.”); 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 148:13-15 (Garschina 반대신문). (“우리는 가격을 최적화하기 위해 상시적으로 주식을 사고 팝니다. 우리가 해당 투자를 포기하는 것이 아님은 분명합니다.”).

¹⁵³ 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 148:13-14 (Garschina 반대신문).

¹⁵⁴ Dow 보고서, **RER-4**, 제 82(b)항.

¹⁵⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 제 82(b)항.

이유를 알지 못하며, 이는 추후 공개의 필요성에 대한 논의가 이루어져야 할 사안입니다.

E. 2015년 메이슨은 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 부결될 것이라는 투기적 예측 하에 삼성물산주식을 매입하였습니다

1. 삼성물산과 제일모직은 2015년 본건 합병을 발표하였습니다

78. 2015년 5월 26일, 삼성물산과 제일모직은 각 이사회에서 제일모직이 삼성물산을 흡수합병한 뒤, 새로운 삼성물산 (이를 “합병 후 삼성물산”이라 합니다)을 만들기로 결정하는 안건을 승인하였음을 공식 발표하였습니다.¹⁵⁶ 삼성물산과 제일모직은 본건 합병안에 대한 주주들의 결의를 위해 각각 2015년 7월 17일 임시주총 (이하 “본건 임시주총”)을 개최할 것임을 공식 발표하였습니다.¹⁵⁷
79. 또한, 삼성물산과 제일모직은 합병 후 삼성물산에 대한 주식교환비율이 제일모직 1주당 삼성물산 약 0.35주 (즉, 1:0.35. 이하 “본건 합병비율”)가 될 것이라고 발표하였습니다.¹⁵⁸ 이러한 비율은 한국의 자본시장법에 따라 결정되었습니다. 동 법은 상장기업들 간의 합병을 규율하며, 합병비율을 최근 1개월, 최근 1주일 및 최근일의 (거래량 가중평균) 평균 종가를 이용하여 산출할 것을 요구하고 있습니다.¹⁵⁹ 이에 따라 본건 합병비율은 삼성물산과 제일모직 간 협상의 산물이 아닌, 한국법이 규정한 두 회사의 연혁적 주가와 본건 합병 시점에 따라 산정된 것이었습니다.
80. 두 회사는 동시에 이루어진 공시에서 본건 합병에 관한 각자의 이유를 설명하였습니다. 삼성물산의 보도자료에 따르면 본건 합병의 전략적 배경은

¹⁵⁶ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정,” 2015. 5. 26., **R-121**, 제 1면; DART(전자공시시스템) 제일모직 공시자료 “회사합병 결정”, 2015. 5. 26., **R-122**, 제 1면.

¹⁵⁷ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정”, 2015. 5. 26., **R-121**, 제 4면, 제 5면, 제 7면; DART(전자공시시스템) 제일모직 공시자료 “회사합병 결정” 2015. 5. 26., **R-122**, 제 4면, 제 7면.

¹⁵⁸ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정”, 2015. 5. 26., **R-121**, 제 1면.

¹⁵⁹ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1., **R-181**, 제 165조 제 4항.

“양사가 패션, 식음, 건설, 레저 및 바이오 산업 부문에서 인간의 삶 전반에 걸친 프리미엄 서비스를 제공하는 글로벌 초일류 기업으로 성장하기 위한 것”이었습니다.¹⁶⁰ 삼성물산은 공시를 통해 건설사업 강화와 동시에 패션과 같은 새로운 사업라인을 포함하는 사업 포트폴리오 다각화를 목표로 하고 있다고 밝혔으며, 제일모직은 건설사업의 핵심 역량 확보, 프로젝트 입찰에서 경쟁우위 확보를 위한 다각화, 패션 및 외식사업의 해외판매 인프라 강화를 기대하고 있다고 밝혔습니다.¹⁶¹

2. 증권시장 애널리스트들은 본건 합병비율을 포함한 본건 합병 안건의 조건에 대한 폭넓은 지지를 표했습니다

81. 메이슨은 본건 합병을 삼성 그룹에 대한 █████ 일가의 경영권을 공고히 하고 불리한 합병비율을 통해 삼성물산으로부터 제일모직 주주들에게 부를 이전하기 위한 계약으로 묘사하고 있습니다.¹⁶² 그러나 실제로는 본건 합병에 대한 긍정적인 견해를 가진 최소 21 명의 한국 증권 시장의 애널리스트들을 포함하여, 다수의 시장 논평가들은 삼성물산과 제일모직이 밝힌 본건 합병 전략에 동의하였습니다.¹⁶³ 이들 중 일부 시장 애널리스트들은 본건 합병으로 매출이 10% 증가할 수 있으며, 지주회사가 된 이후 자회사들이 삼성 브랜드를 사용함으로써 합병 후 삼성물산이 0.2%의 로열티 수입도 받을 수 있을 것으로 예측하였습니다.¹⁶⁴ 본건 합병에 대한 시장 반응의 예를 들자면 아래와 같습니다:

¹⁶⁰ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항보고서”, 2015. 5. 26., **R-120**, 2-3 면; 삼성물산 보도자료, “제일모직 및 삼성물산의 합병”, 2015. 5. 26., **R-119**, 제 2 면도 참조.

¹⁶¹ DART (전자공시시스템) 제일모직 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015. 6. 19., **R-157**, 제 1 면.

¹⁶² 수정 청구서면, 제 46 항.

¹⁶³ 윤상호, “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?”, *디지털데일리*, 2015. 7. 8., **R-194**. 김지현, 이진혁, “삼성물산 합병 찬성했던 증권사 상당수 ‘지금 판단해도 찬성’”, *동아일보*, 2016. 11. 25., **R-232** 도 참조.

¹⁶⁴ “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015. 5. 27., **R-125**, 제 4 면; “합병의 영향 및 주가 방향에 대한 고려”, KB, 2015. 5. 27., **R-124**, 제 3-4 면.

- a) 현대경제연구원은 “합병이 성공하면 [...] 긍정적 추가흐름 예상”이라고 관측하였습니다.¹⁶⁵ “삼성물산 투자자 입장에서는 장기적으로 합병회사의 기업가치 증대를 위한 여러 가능성이 열려 있어 투자수익률 측면에서 충분히 만회가 가능할 것으로 기대된다”고도 하였습니다.¹⁶⁶ 현대경제연구원은 나아가 “합병에 성공한다는 전제 조건 하에 [...] 일년간 50% 이상의 기대수익”을 예상하기도 하였습니다.¹⁶⁷
- b) BNK 투자증권은 “삼성물산과 제일모직의 합병이 성공할 경우 예상되는 기대수익율이 30~37%에 이를 뿐만 아니라, 이번 이슈는 단순히 두 회사만의 이슈가 아니라 삼성전자까지 그 영향력이 확대될 것으로 예상되기 때문”에 “합병안에 찬성하는 것이 유리”하다고 권고하였습니다.¹⁶⁸
- c) SK 증권은 “건설부문에 대한 시너지 강화”와 “패션과 상사부문의 경쟁력 강화”에 대한 전망에 기반하여 “매수” 의견을 유지하였습니다.¹⁶⁹
- d) 대신증권은 본건 합병 발표를 감안할 때 투자자들에게 삼성물산 주식을 매수할 것을 권고하면서, 삼성물산의 해외중심 사업과 제일모직의 국내 사업이 합병법인 내에서 서로를 보완하고 삼성물산과 제일모직의 다양한 사업 영역에 걸쳐 시너지 효과를 창출할 수 있다고 분석하였습니다.¹⁷⁰ 대신증권은 합병법인이 음식, 주거, 의복 및 휴식과 같은 생활의 모든 생필품을 제공하는 “토털서비스 제공기업으로 도약”할 것이라고

¹⁶⁵ 현대경제연구원, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리,” 2015. 6. 22., **R-158**, 제 1 면.

¹⁶⁶ 현대경제연구원, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리,” 2015. 6. 22., **R-158**, 제 2 면.

¹⁶⁷ 현대경제연구원, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리,” 2015. 6. 22., **R-158**, 제 3 면.

¹⁶⁸ BNK 투자증권, “삼성물산/제일모직 합병,” 2015. 6. 18., **R-155**, 제 1 면.

¹⁶⁹ SK 증권, “제일모직과의 합병결정: 지배력 강화의 첫 단추,” 2015. 5. 27., **R-128**.

¹⁷⁰ 대신증권, “삼성물산 주가는 이제 합병회사 가치에 따라 좌우,” 2015. 5. 27., **R-126**, 제 1 면.

예상하였습니다.¹⁷¹ 합병 후 삼성물산이 추진하는 그 바이오기술 사업 또한 본건 합병의 결과 강화될 것이라는 점도 언급되었습니다.¹⁷²

- e) 교보증권은 “합병발표 이후 삼성물산 주가는 장중 3년내 최고치를, 제일모직 주가는 상장 후 최고치를 기록했다. 이는 합병 시너지에 대한 투자자들의 기대를 보여주는 것이다”라고 분석하였습니다.¹⁷³
- f) 메이슨이 그 논평을 원용하기도 하는 Institutional Shareholder Services (“ISS”)는 본건 합병의 부결이 삼성물산 주가를 22% 이상 감소시킬 수 있다고 보고하였습니다.¹⁷⁴ 특히 ISS 역시 제일모직 주주들에게 본건 합병에 찬성 투표할 것을 권고하였다는 점은 유의할 만한 사실입니다.¹⁷⁵
- g) KTB 투자증권은 본건 합병이 발표된 직후 삼성물산에 대해 “매수” 평가를 내리면서, 삼성물산이 “지배구조 개편의 중심”이 될 것이라고 지적하고 합병법인의 총매출액이 2020년까지 2014년에 비해 두배 가까이 증가할 것이라고 예측하였습니다.¹⁷⁶
- h) 금융 관련 보도에 특화된 한국 언론사인 더벨은 본건 합병을 한국 지배구조 개선의 사례로 들면서, 본건 합병이 승인될 경우 삼성그룹은 쉽게 그 순환출자 구조를 개선할 수 있을 것이라고 분석하였습니다.¹⁷⁷

82. 본건 합병에 대한 시장의 긍정적 반응을 반영하듯, 본건 합병 공식 발표 직후 한국거래소 시장에서의 양사 주가는 급등하였습니다. 이전 거래일에 비해

¹⁷¹ 대신증권, “삼성물산 주가는 이제 합병회사 가치에 따라 좌우,” 2015. 5. 27., **R-126**, 제 1면.

¹⁷² 대신증권, “삼성물산 주가는 이제 합병회사 가치에 따라 좌우,” 2015. 5. 27., **R-126**, 제 1면.

¹⁷³ 교보증권, “제일모직 삼성물산 합병 – 신중한 판단이 필요,” 2015. 6. 16., **R-151**, 제 1면.

¹⁷⁴ ISS Proxy Advisory Services Report, 2015. 7. 3., **R-188**, 제 2면.

¹⁷⁵ ISS Cheil Industries Inc Alert, 최초 발간일: 2015. 7. 3., 알림일: 2015. 7. 8., **R-192**, 제 1면.

¹⁷⁶ KTB 투자증권, “Issue & Pitch: 삼성물산 (000830)”, 2015. 5. 27., **R-127**, 1, 제 3면.

¹⁷⁷ “롯데, ‘순환출자 해소’ 안하나 못하나,” *더벨*, 2015. 7. 2., **R-182**, 제 1면.

제일모직의 경우 14.98%, 삼성물산의 경우 그 주가가 14.83% 상승하였으며, 이는 1 일 거래일 가격 제한 폭에 대한 법적 한도인 15%의 변동률에 달하는 것이었습니다.¹⁷⁸

83. 물론 상장회사 간 합병에 불만을 품는 자가 없을 수는 없으며, 몇몇 평론가는 제안된 본건 합병비율에 대한 비판을 포함한 본건 합병 안건에 대한 부정적인 견해를 제시하기도 하였습니다. 이러한 비판 중에서는 본건 합병의 주된 목적이 삼성 그룹에 대한 ████████의 지배권을 강화하고 삼성이 세금 부담을 피하기 위한 것이라는 애널리스트들의 우려가 주를 이루었습니다.¹⁷⁹

3. 2015년 5월 말 한국 언론은 국민연금이 본건 합병을 지지할 것이라고 보도하였습니다

84. 본건 합병이 발표되기 단 3일 전인 2015년 5월 말 한국 언론은 국민연금이 본건 합병에 반대하지 않을 것이며 삼성물산과 제일모직의 주가가 본건 합병 관련 표결 당시 (한국법상) 주식매수청구권 행사가격보다 높게 유지될 경우 합병에 찬성 표결할 것이라고 보도하였습니다.¹⁸⁰ 해당 언론은 익명의 국민은행 “핵심 관계자”를 인용하면서, 이 경우 국민연금은 본건 합병에 반대할 “이유가 없”을 것이라고 보도하였습니다.¹⁸¹

¹⁷⁸ “주가 10% 오른 삼성물산 더 요동칠듯”, 매일경제, 2015. 6. 4., R-140, 제 1면; “시너지 기대도 한 몫... 제일모직·삼성물산 나란히 상한가,” 한국일보, 2015. 5. 26., R-345, 제 1면; “거래소, 호가단위 촘촘하게 바꾼다,” 한국경제, 2020. 1. 22., R-263, 제 1면. 한국 증권시장에서 50,000 원 내지 100,000 원 사이에서 거래되는 주식은 호가 100 원 단위로, 100,000 원 내지 500,000 원 사이에서 거래되는 주식의 호가는 500 원 단위로 거래됩니다. 본건 합병 발표 당시 삼성물산은 전자의 범위 내에서 거래되고 있었으며, 제일모직은 후자의 범위 내에서 거래되고 있었습니다. 본건 합병 발표일 (2015. 5. 26.) 제일모직과 삼성물산은 각 주식의 호가단위를 감안할 때 법령상 가능한 한도 (15%) 내 최고가 (각각 188,000 원 및 63,500 원)에 장을 마감하였습니다.

¹⁷⁹ Min-Jeong Lee 및 Jonathan Cheng, “삼성 승계 예정자 이재용 합병 통해 지배력 제고,” *The Wall Street Journal*, 2015. 5. 26., R-123; “[슈퍼리치] 이재용 삼성에 대한 장악력 강화,” *The Korea Herald*, 2015. 6. 2., R-135.

¹⁸⁰ “국민연금 “현 주가 수준이면 합병 반대 안해,”” *매일경제*, 2015. 5. 29., R-129.

¹⁸¹ “국민연금 “현 주가 수준이면 합병 반대 안해,”” *매일경제*, 2015. 5. 29., R-129, 제 1면.

4. 2015년 6월 헤지 펀드인 엘리엇은 본건 합병에 반대하면서 행동주의 캠페인을 개시하고 한국 법원과 언론에서 그 반대 사실을 공표하였습니다

85. 본건 합병이 발표된 후 삼성물산 주식의 약 7.12%를 보유하고 있던 미국의 헤지 펀드 엘리엇은 본건 합병에 강력하게 반발하기 시작하였습니다. 엘리엇은 본건 합병이 “삼성물산을 매우 저평가”하였으며 그 “조건은 공정하지도, 삼성물산 주주들의 이익을 위한 것도 아니었다”고 강조하였습니다.¹⁸² 엘리엇은 본건 합병을 좌절시키기 위해 여러 전략을 동원하였습니다:

- a) 첫째, 엘리엇은 2015년 6월 4일 오전 본건 합병에 대한 반대의사와 삼성 그룹에 대하여 위임장 대결을 펼치겠다는 의도를 공개적으로 발표하였고, 삼성물산의 주가는 해당 발표 이후의 거래 시간 동안 약 10% 올랐습니다.¹⁸³
- b) 둘째, 엘리엇은 5월 말 삼성물산 이사진, 그 주주 (국민연금 포함), 한국의 정부기관, 국민연금 투자위원회의 개별 위원에게 공격적인 서한을 보냈습니다. 이 서한에서 (이 서한의 존재는 한참 후에야 알려졌습니다) 엘리엇은 삼성물산 이사들에 대한 법적 조치를 취할 의사를 표명하며 투자위원회가 본건 합병에 찬성하기로 결정하는 경우 개별 위원에게 “법적 책임”을 지울 수 있다고 위협하기도 하였습니다.¹⁸⁴
- c) 셋째, 엘리엇은 한국 금융감독원에 본건 합병과 관련하여 금융지주회사법 위반 및 반경쟁적 행태를 이유로 삼성물산 및 기타 삼성 그룹 계열사를 조사하여 줄 것을 요청하였습니다.¹⁸⁵ 또한 엘리엇은 한국 공정거래위원회에

¹⁸² 엘리엇 보도자료, “엘리엇 삼성물산 지분 7% 확보,” 2015. 6. 4., R-138, 제 1면.

¹⁸³ “엘리엇 개입 이후 삼성물산 주가 급등,” *The Korea Times*, 2015. 6. 5., R-141; “엘리엇 주식 추가 매입 삼성물산 급등,” *뉴스시스*, 2015. 6. 5., R-142.

¹⁸⁴ “엘리엇, “삼성물산 이사들, 법적 의무 다하지 않았다,”” *뉴스핌*, 2015. 6. 26., R-167.

¹⁸⁵ Elliott Advisors (HK) Limited 가 금융감독원에 송부한 서한, 2015. 5. 29., R-130.

잠재적 금융지주회사법 위반 및 반경쟁적 행태를 이유로 본건 합병과 제일모직을 포함한 관여 회사들을 조사하여 줄 것을 요청하기도 했습니다.¹⁸⁶

d) 넷째, 엘리엇은 삼성물산이 주주총회를 개최하여 본건 합병에 대해 결의하는 것을 막기 위해 한국 법원에 가처분 신청을 제기하였습니다. 2015년 6월 초 엘리엇은 서울중앙지방법원과 서울고등법원에서 본건 합병비율이 불공정하며 본건 합병에 합리적인 목적이 결여되어 있다고 주장하였습니다.¹⁸⁷

86. 두 법원 모두 엘리엇의 주장을 배척하였습니다. 서울중앙지방법원은 본건 임시주총이 열리기 2주 전인 2015년 7월 1일에 본건 합병비율이 불공정하다는 엘리엇의 주장을 뒷받침하는 충분하고 신빙성 있는 증거가 없다고 판단하였습니다.¹⁸⁸ 엘리엇은 항고하였으나, 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 결정을 인용하면서 본건 합병비율은 법에서 정한 산식에 따라 산정된 것이고, 해당 산식 자체가 위헌적이지도 않다고 판시하였습니다.¹⁸⁹ 또한 양 법원은 엘리엇과 삼성물산이 제공한 모든 자료를 면밀히 검토한 후 본건 합병이 경제적으로 합리적이지 않다는 주장을 받아들이지 아니하였습니다. 예를 들어, 서울중앙지방법원은 본건 합병 공식 발표 후 삼성물산 주가의 상승은 시장이 본건 합병을 긍정적으로 평가하였다는 것을 보여준다고 보았습니다.¹⁹⁰ 양 법원은 또한 본건 합병이 삼성물산 및 제일모직의 각 사업영역을 다양화하고 건설업계

¹⁸⁶ Elliott Advisors (HK) Limited 가 공정거래위원회에서 송부한 서한, 2015. 6. 8., **R-143**; “삼성물산, 신규순환출자 조사 쟁점은,” *더벨*, 2015. 9. 16., **R-226**.

¹⁸⁷ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-177**, 제 4 면.

¹⁸⁸ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-177**, 제 11-14 면.

¹⁸⁹ 서울고등법원 2015. 7. 16. 선고 2015 라 20485 판결, **R-214**, 제 1-7 면.

¹⁹⁰ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-177**, 제 14 면.

성장속도의 둔화를 저지할 수 있다는 점에서 본건 합병이 정당한 목적을 가진다고 보았습니다.¹⁹¹

87. 한국이 지적하였고 중재판정부가 주지하고 있듯이, 엘리엇의 방해 전략은 중국적으로 엘리엇이 본 협정에 따라 2018년 7월 12일 한국을 상대로 본건 합병과 관련된 한국의 행동에 의해 입었다고 주장하는 손해의 배상을 구하며 제기한 중재사건으로 이어졌습니다.

5. 엘리엇이 본건 합병에 대한 반대의사를 발표한 당일 메이슨은 삼성물산 주식을 매수하였습니다

88. 엘리엇이 본건 합병에 대한 반대의사를 공개적으로 발표 (이와 동시에 삼성물산 주가는 10% 상승하였습니다)한 2015년 6월 4일 메이슨은 삼성물산 주식을 매수하기 시작하였습니다.¹⁹² 메이슨은 6월 초 내내 거래를 통해 삼성물산에 대한 자신의 포지션을 강화해 나갔습니다.¹⁹³
89. 메이슨은 (1) 본건 합병비율이 “삼성물산 주주들에게 매우 명백하고 분명하게 불리”하였기 때문에,¹⁹⁴ 그리고 (2) 삼성물산의 “가장 매력적인 요인”인 삼성전자의 “간접적인 지분을 많이” 살 기회를 얻을 수 있는 점 때문에 삼성물산 주식을

¹⁹¹ 서울중앙지방법원은 본건 합병 비율 산정을 위한 법령상의 공식은 “주권상장법인의 경우 수많은 투자자들이 관련되어 있어 합병가액을 규제함으로써 투자자를 보호”하기 위해 도입되었으며 “주권상장법인은 공개시장에서 다수 투자자들의 자유로운 거래에 의하여 그 주가가 형성되는 것이어서 공개시장에서 형성된 주가는 해당 상장회사의 일정시점에 있어서의 가치를 비교적 객관적으로 반영한다고 볼 여지가 있다”고 판단하였습니다. 공개시장의 주가를 “비교적 객관적 기준이라 볼 수 있다”고 하면서, 서울중앙지방법원은 “이 사건 합병비율은 관련 법령에 기하여 산정된 것이고, 그 산정기준이 된 주가가 자본시장법상 시세조종행위, 부정거래행위에 의하여 형성된 것이라는 등의 특별한 사정이 있다고 보이지도 않는다”라고 결론 내렸습니다. 법원은 또한 “이 사건 합병이 공시된 직후 채무자 회사의 주가가 상당히 상승하는 등 시장에서 이 사건 합병에 대하여 긍정적으로 평가하는 모습을 보이기도 하였다”고 판단하였습니다. 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, R-177, 제 8-12 면. 서울고등법원도 이 판결을 인용하였습니다. 서울고등법원 2015. 7. 16. 선고 2015 라 20485 판결, R-214, 제 1-2 면.

¹⁹² Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32; 중재신청통지, 제 30 항.

¹⁹³ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32.

¹⁹⁴ Garschina 제 1 차 증인진술서, CWS-1, 제 19 항.

매수하였다고 주장합니다.¹⁹⁵ 메이슨은 이러한 주장을 뒷받침할 어떠한 본건 합병 발표 이후의 내부 기록도 제공한 바 없습니다. 이 또한 추후 공개가 필요한 사안입니다.

90. 엘리엇과 달리 메이슨은 삼성물산 주식을 매수한 후 본건 합병을 저지하기 위한 서한 발신 활동, 위임장 대결이나 가처분 절차를 (적어도 공개적으로는) 진행하지 않았습니다. 당시 언론 보도에 따르면 메이슨은 엘리엇과 같은 편을 들 것이라고 선언하였으며, 엘리엇이 그 행동주의 활동을 진행하도록 두는 것에 만족하였던 것으로 보입니다.¹⁹⁶ 메이슨이 엘리엇처럼 본건 합병 관련 표결에 이르는 과정에서 삼성물산이나 삼성 그룹의 기타 대표자에게 서한을 보내거나 기타의 방법으로 연락을 취하였는지 여부 또한 공개의 필요성에 대한 논의가 필요한 사안입니다.
91. 메이슨은 국민연금 (이미 지적된 바와 같이 발행주식 총수의 11.21%를 보유한 삼성물산 최대주주였으며 발행주식 총수의 5.04%를 보유한 제일모직의 주요 주주였음)이 본건 합병에 반대 표결하여 본건 합병이 부결될 것이라고 믿었기 때문에 투자를 진행하였다고 합니다.¹⁹⁷ 메이슨의 “투자 논거”는 본건 합병에 대한 국민연금의 반대가 삼성과 시장에 “가족 중심의 지배 구조 방식이 더 이상 허용될 수 없다는” 강력한 메시지를 전달하고 삼성전자와 삼성물산의 “내재 가치”를 실현하리라는 것이었습니다.¹⁹⁸
92. 메이슨이 엘리엇을 뒤따라 주식을 취득한 이유는 공개가 필요한 사안일 것입니다. 그러나 메이슨이 그 동기를 진실되게 묘사한 것이라면, 메이슨의 행위는 극도로

¹⁹⁵ Garschina 제 2 차 증인진술서, **CWS-3**, 제 16 항.

¹⁹⁶ “삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주 면면은”, *연합뉴스*, 2015. 7. 13., **R-208**.

¹⁹⁷ 수정 청구서면, 제 36 항; Garschina 제 3 차 증인진술서, **CWS-5**, 제 21 항. 2015년 7월 10일 기준으로 국민연금이 보유한 삼성물산 주식의 가치는 1.32 조원 (미화 12 억 달러)으로 평가되었으며, 제일모직 주식의 가치는 1.14 조원 (미화 10.5 억 달러)으로 평가되었습니다. 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀) 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)” 참조, 2015. 7. 10., **R-200**, 제 1 면.

¹⁹⁸ 수정 청구서면, 제 36 항.

위험한 도박에 해당합니다. 이미 지적인 바와 같이, 이르게는 2015년 5월 29일 한국 언론은 국민연금 관계자가 삼성물산 주가가 표결 당시 주식매수청구가격보다 높게 유지되는 한 “국민연금이 합병을 반대할 이유가 없다”고 밝혔음을 보도하였습니다.¹⁹⁹ 언론 기사 또한 본건 합병 발표로 삼성물산 주가가 상승하는 현상이 주주(국민연금 포함)에게 그 주식매수청구권을 행사하지 않을 유인을 제공할 것이라는 점을 지적하면서 본건 합병이 무산될 가능성은 낮다고 보도하였습니다.²⁰⁰ 국민연금이 제일모직에 많은 투자를 하였고, 따라서 메이슨이 삼성물산 주주들에게 그렇게도 불리하다고 주장했던 본건 합병비율로부터 큰 이익을 취할 입장에 있다는 것 또한 널리 알려진 사실이었습니다.²⁰¹ 메이슨 자신 또한 본건 합병 발표 이전에 제일모직과 삼성물산 간의 합병이 제일모직에게는 경제적으로 이롭다고 내부적으로 인정한 바 있었습니다.²⁰²

93. 그 수정 청구서면에서 메이슨은 삼성물산 주식이 삼성 그룹 내 지배구조의 점진적 개선의 결과 그 회사의 “근본적인 가치”를 반영할 때까지 그 주식을 보유한다는, 평소와는 다른 장기적인 전략을 추진할 계획이었다고 주장합니다.²⁰³ 그러나 당시의 문서는 모호하게 정의된 기업지배구조의 장기적 개선이 아닌, 본건 합병의 부결이

¹⁹⁹ “제일모직·삼성물산 합병 ‘캐스팅보트’ 국민연금,” *MK 뉴스*, 2015. 5. 29., **R-131**, 제 1면.

²⁰⁰ “제일모직·삼성물산 합병에 주식매수청구권이 변수,” *연합뉴스*, 2015. 5. 31., **R-133**, 제 1면; “제일모직-삼성물산 합병, 안심하긴 이르다,” *시사포커스*, 2015. 6. 1., **R-134**, 제 1면.

²⁰¹ “국민연금, 제일모직 지분 9.92% 보유,” *아시아투데이*, 2015. 6. 11., **R-146**; “[뒤뜰지 랭킹] 국민연금 30대 그룹 평균 지분율 7.8%,” *한경비즈니스*, 2014. 3. 28., **R-56**.

²⁰² E. Gomez-Villalva 가 A. Denmark 에 송부한 이메일, 2015. 3. 4., **C-51**, 제 7면 (“제일모직이 삼성물산과 합병합니다. 삼성물산 주식은 이 합병의 위험을 고려할 때 그가 보유한 삼성전자 주식의 가치 수준에서 거래됩니다. 제일모직의 높은 밸류에이션 (순자산가치보다 50~70% 높음)과 삼성물산의 낮은 밸류에이션을 고려할 때, 이 합병은 삼성전자 4%의 지배권을 취득할 수 있다는 점에서 제일모직에게 이익입니다.”).

²⁰³ 수정 청구서면, 제 31 항; 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 136:2-4 (“한국이 변하는데 걸리는 시간이 상당히 길 것이었으므로 [삼성 그룹에 대한] 이 투자는 정해진 정답이 없는 장기적 투자였습니다.”).

회사들의 “가치를 현실화”시킬 것으로 예상되는 사건이었음을 보여줍니다.²⁰⁴
Garschina 또한 본안 전 이의제기의 심리에서 이와 같이 진술하였습니다:

저는 해당 거래[본건 합병]가 부결되면 주주의 권리가 건재함이 확인되었기 때문에 주가가 자체적으로 오르거나, 회사가 더 유리한 조건을 제시해 올 것이라고 확고히 믿었습니다. 어느 경우에서나 저는 가치 창출 또는 파괴의 핵심은 주주들의 표결이라고 생각했습니다.²⁰⁵

94. 추가적인 자료 공개가 없는 한, 현재까지의 증거는 메이슨이 본건 합병 (그리고 엘리엇의 행동주의 활동)의 결과에 대해 단기적이고 투기적인 도박을 걸었다는 점을 보여줍니다.

F. 2015년 7월 본건 합병은 국민연금과 다수의 해외 펀드를 포함한 삼성물산 주주 70%의 찬성으로 승인되었습니다

1. 본건 합병 발표 후 수주간 한국 언론은 다수의 주요 삼성물산 주주들이 본건 합병을 승인할 것이라고 보도하였습니다

95. 본건 합병 발표 후 수주간, 다수의 삼성물산 주주들은 본건 합병에 찬성 표결하겠다는 의사 또는 의향을 공개적으로 내비쳤습니다. 예를 들어, 2015년 6월 11일 한국의 주요 자산운용사인 신영자산운용은 본건 합병을 지지한다고 발표했습니다.²⁰⁶ 신영자산운용의 █████ 부사장은 본건 합병은 신영자산운용과 같이 삼성물산 주식을 5년 이상 장기적으로 보유하고자 하는 투자자에게는 “맞는” 결정이라고 설명하였습니다.²⁰⁷ 2015년 6월 16일 한국 언론은 삼성물산 주식을 보유한 한국 자산운용사 10 곳 중 8 곳이 본건 합병에 찬성한다고 추가 보도를

²⁰⁴ K. Garschina 가 E. Gomez-Villalva 에 송부한 이메일, 2015. 4.13., C-53. 제 2 면 (“제일모직과의 합병은 적어도 상장된 주식의 가치 이하로는 진행될 수 없다는 점에서 제일모직과의 합병이 가치를 현실화할 것이라고 생각합니다.”).

²⁰⁵ 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 173:17-23 (Garschina 반대신문) (강조표시 추가).

²⁰⁶ 강세훈, “신영자산운용 "삼성물산 합병안에 찬성할 것",” 뉴시스, 2015. 6. 11., R-147, 제 1 면.

²⁰⁷ 강세훈, “신영자산운용 "삼성물산 합병안에 찬성할 것”,” 뉴시스, 2015. 6. 11., R-147, 제 1 면.

하였습니다.²⁰⁸ 약 3 주 후인 2015 년 7 월 6 일에는 신한 BNP 파riba 자산운용도 본건 합병 지지를 발표했음이 보도되었습니다.²⁰⁹ 언론은 대부분의 한국 자산운용사들이 이미 본건 합병 지지 의사를 표명하였음을 고려할 때 한국 최대 자산운용사 중 하나인 한국투자신탁운용 (삼성물산 지분 3% 보유) 또한 본건 합병에 찬성 표결할 것이라고 예측하였습니다.²¹⁰

2. 2015 년 7 월 10 일 국민연금 투자위원회 위원 12 명이 소집되어 심리한 결과 다수결에 따라 본건 합병 안건에 찬성 표결하기로 결정하였습니다

96. 2015 년 7 월 17 일로 예정된 본건 임시주총으로부터 1 주일 전인 2015 년 7 월 10 일 이들 주총 안건에 대해 어떻게 표결할지를 결정하기 위해 국민연금 투자위원회가 소집되었습니다.²¹¹ 국민연금이 두 회사의 주주로서 본건 합병과 관련하여 어떻게 의결권을 행사하여야 하는지가 당시 투자위원회 심리의 핵심 쟁점이었습니다.
97. 한국 법원이 이미 인정한 바와 같이, 당시 투자위원회는 “자산운용에 다년간 경력이 있는 [투자] 전문가들” 이고 “투자수익에 대해 책임을 지는 사람들”이었습니다.²¹² 위원들의 경력과 이력은 아래 표 3 에 요약되어 있습니다.

성명 (직위)	학력 및 경력	본건 합병 표결 내역
<div style="background-color: black; width: 50px; height: 15px; margin-bottom: 5px;"></div> (의장, 기금운용본부장)	<ul style="list-style-type: none"> • 국민연금, 기금운용본부장 (2013-2016) • 하나은행, 부회장 (2010-2012) • 한양대학교, 경제학사(1980) 	찬성
<div style="background-color: black; width: 50px; height: 15px; margin-bottom: 5px;"></div> (간사) (당연직 위원, 운용전략실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 트러스톤 자산운용, 선임부사장 (2016-현재) • 국민연금, 운용전략실장 (2013-2016) • 맥쿼리 그룹, 사모운용 (2006-2008) • 고려대학교, 재무관리박사(1995) 	기권
<div style="background-color: black; width: 50px; height: 15px; margin-bottom: 5px;"></div>	<ul style="list-style-type: none"> • 건설근로자공제회, 자산운용부문장 (2016-현재) • 국민연금, 주식운용실장 (2013-2016) 	찬성

²⁰⁸ “국내 자산운용사 10 곳 중 8 곳 "삼성물산-제일모직 합병 찬성”, MK 뉴스, 2015. 6. 16., R-152.

²⁰⁹ 삼성물산 합병, 지분 3% 보유한 한국운용 표심에 관심, 머니투데이, 2015. 7. 6., R-190.

²¹⁰ 삼성물산 합병, 지분 3% 보유한 한국운용 표심에 관심, 머니투데이, 2015. 7. 6., R-190.

²¹¹ 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015. 7. 10., R-200; 기금운용본부 운용전략실, “2015-26 차 투자위원회 회의록”, 2015. 6. 17., R-153.

²¹² 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-242, 38 면.

(당연직 위원, 주식운용실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 대한투자신탁 (1994-1999) • 한국외국어대학교, 행정학사 (1993) 	
■■■■■ (당연직 위원, 채권운용실장)	<ul style="list-style-type: none"> • IBK 연금보험, 자산운용부장 (2018-2020) • 국민연금, 채권운용실장 (2012-2017) • 삼성화재해상보험 (1992-2000) • 연세대학교, 경영학사 	찬성
■■■■■ (당연직 위원, 대체투자실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 미래에셋대우증권, 사모부문 부장 (2019-현재) • 국민연금, 대체투자실장 (2015-2016) • 모건 스탠리, 부동산투자 (2000-2003) • 산업은행, 국제금융, 기업구조조정 (1995-2000) • 서울대학교, 법학석사 (1994) 	찬성
■■■■■ (당연직 위원, 해외증권실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 국민연금, 해외증권실장 (-2017) • 도이치뱅크(홍콩), 리서치부문장(2002-2005) • Pennsylvania University, Wharton School, MBA (2002) • 한국은행 (1990-1994) • 서울대학교, 경제학사 (1990) 	기권
■■■■■ (당연직 위원, 해외대체실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 스틱얼터너티브자산운용, CEO (2019-2020) • 국민연금, 해외대체실장 (2013-2016) • 한국기술투자 (1999-2005) • 서울대학교, 경제학석사 • 서울대학교, 경제학사 	찬성
■■■■■ (당연직 위원, 리스크관리센터장)	<ul style="list-style-type: none"> • 농협생명보험, CIO 및 선임부사장 (2019-현재) • 국민연금, 리스크관리센터장 (2011-2016) • Emory University, MBA (2000) • 서울대학교, 경제학사 (1989) 	기권
■■■■■ (당연직 위원, 운용지원실장)	<ul style="list-style-type: none"> • 국민연금, 안양/과천지사장 (2019-현재) • 국민연금, 운용지원실장 (2014-2016) • 국민연금, 총무, 전략기획, 비서실, 감사실 (1987-2014) • 경희대학교, 행정학 (중퇴) 	찬성
■■■■■ (선임위원, 투자전략팀장)	<ul style="list-style-type: none"> • 농협투자증권, 부사장 (2019-현재) • 국민연금, 투자전략팀장 (2013-2016) • 국민연금, 해외증권실장 (2010-2013) • 서울대학교, 경영학사 	중립
■■■■■ (선임위원, 리스크관리팀장)	<ul style="list-style-type: none"> • 국민연금, 리스크관리팀장 (2015-현재) • Credit Union, 채권운용 (2002-2008) • 한화투자증권, 채권운용 (1991-2002) • 연세대학교, 행정학석사 (1995) 	찬성
■■■■■ (선임위원, 패시브운용팀장)	<ul style="list-style-type: none"> • 하이자산운용, 헤지펀드부문 부장 (2017-2018) • 국민연금, 패시브운용팀장 (2015-현재) • 한국투자증권, 증권운용, 리서치 (1995-2006) • 한양대학교, 경제학사 	찬성

표 3: 투자위원회 위원의 경력 및 이력

98. 책임투자팀에서 작성하여 투자위원회에 제출된 회의 안건은 본건 합병 안건과 관련하여 국민연금이 의결권을 행사할 수 있는 4 가지 방식으로 (a) 찬성표결, (b)

반대표결, (c) 중립표결, (d) 기권을 제시하였습니다. 투자위원회 위원이 표결 자체에서 기권하는 것도 허용되었습니다.²¹³ 따라서, 각 투자위원회 위원은 5가지 선택지 중 하나를 선택할 수 있었습니다.

99. 회의록에서 볼 수 있듯이, 투자위원회는 별다른 토의 없이 몇몇 사전 안전을 승인한 후, 본건 합병 안전에 관하여는 찬성, 반대, 중립, 또는 기권할지 여부를 두고 상세하고 깊이 있는 토의를 진행하였습니다.²¹⁴

100. 투자위원회의 각 위원들은 위원회의 본건 합병 관련 심의를 돕기 위해 책임투자팀이 작성한 48 면 분량의 합병분석보고서를 제공받았습니다.²¹⁵ 한국 주식시장의 전문가인 기금운용본부 주식운용실의 심도 있는 조사의 결과물인 이 상세한 내부 분석보고서는 아래와 같은 사항을 다루었습니다:

- a) 삼성물산과 제일모직이 제시한 본건 합병의 목적 및 조건 (제일모직 신주 발행 및 합병 후 삼성물산을 만들기 위한 제일모직으로의 삼성물산 흡수합병);
- b) 삼성물산 및 제일모직의 주주로서 국민연금이 보유하는 법령상 주식매수청구권 (국민연금이 본건 합병에 반대하며 회사에게 자신의 주식을 매수할 것을 청구하는 경우)의 가치;
- c) 본건 합병이 단일 합병회사인 합병 후 삼성물산으로 전환되는 삼성물산과 제일모직의 출자구조 및 삼성그룹 기업지배구조와 출자구조에 미치는 영향;

²¹³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (CLA-14 추가번역본), R-243, 19 면 (“투자위원회 위원들이 찬성/반대/중립/기권/표결기권 중 하나를 선택하여 기명투표하는 이른바 ‘오픈식 표결 방식’을 고안하였다”).

²¹⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-201, 3-16 면.

²¹⁵ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-202.

- d) EALP가 본건 합병에 반대하여 개시한 소송 및 본건 합병이 공정거래법 또는 금융지주회사법 위반을 초래할 수 있다는 우려;
 - e) 본건 합병이 국민연금이 보유한 삼성물산과 제일모직의 주식 가치 및 한국 주식시장과 경제에 전반적으로 미칠 수 있는 영향;
 - f) 본건 합병에 따른 잠재적 시너지 효과;
 - g) 본건 합병비율의 적절성;
 - h) 본건 합병이 국민연금기금 포트폴리오에 미치는 영향; 및
 - i) 본건 합병에 관한 공식 발표 전후의 삼성물산과 제일모직의 주가변동.²¹⁶
101. 투자위원회 위원들에게는 투자위원회 회의 중 책임투자팀이 준비한 위 세부 분석보고서를 검토할 시간이 주어졌습니다.²¹⁷
102. 이 회의의 회의록에 따르면 투자위원회는 세시간에 걸쳐 국민연금이 본건 합병과 관련하여 어떻게 표결해야 할 지에 대해 심리하였습니다.²¹⁸ 회의록에 따르면 위원들은 또한 본건 합병을 둘러싼 논란(엘리엇의 강력한 반대 포함), 본건 합병으로 인해 예상되는 경제적 이익, 본건 합병 발표 이후 언론, 애널리스트 및 전문가들로부터의 다양한 시장 반응에 대해 적극적으로 토의하였습니다.²¹⁹ 위원들은 본건 합병비율의 합리성에 대해서도 논의하면서 본건 합병비율이 법령에

²¹⁶ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-202**, 제 1-48 면.

²¹⁷ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**, 제 4 면.

²¹⁸ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**.

²¹⁹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**, 제 7-13 면.

따라 산정되었다는 점을 명시적으로 인정하였으며,²²⁰ 리서치팀이 제공한 분석과 계산을 꼼꼼히 살펴보았습니다.

103. 본건 합병 관련 표결에 대한 국민연금의 결정을 승인하기 위해서는 7 표가 필요했습니다. 2015년 7월 10일 개최된 3시간에 걸친 회의 끝에, 12명 중 8명의 국민연금 투자위원회 위원들이 2015년 7월 17일 임시주총에서 국민연금이 본건 합병에 대해 찬성 표결하는 것에 표를 던졌습니다.²²¹ 나머지 네 명의 위원 중 세명은 기권하였으며, 마지막 한명은 국민연금이 중립 표결하는 것에 표를 던졌습니다.²²²
104. 투자위원회가 본건 합병을 승인하기로 결정한 이유에 대해서는 당사자들 간에 다툼이 있으며 본 중재의 핵심 쟁점이기도 합니다. 메이슨은 한국 정부의 불법적인 개입이 없었더라면 투자위원회는 이러한 결론에 도달하지 않았을 것이라고 주장합니다. 한국은, 국민연금 지침에 규정된 기준을 감안하여, 투자위원회가 그 결론에 도달하는 데 있어서는, 장기적 주주가치 및 기금이 폭넓은 투자를 한 삼성 그룹의 전반적 이익창출능력에 대한 적절한 고려를 포함하여 수많은 객관적인 경제적 이유가 있었다고 주장합니다. 한국은 아래 제 III장 제 E절에서 이 쟁점에 대해 보다 자세히 논의하고자 합니다.

3. 2015년 7월 17일 다수의 해외 펀드를 포함하여 본건 임시주총에 참석한 삼성물산 주주의 약 70%가 본건 합병에 찬성 표결하였습니다

105. 한국법에 따르면 본건 합병은 삼성물산 및 제일모직 임시주총에 참석한 주주의 3분의 2 (66.6%) 이상과 발행주식총수의 3분의 1 이상의 찬성으로 승인됩니다.²²³

²²⁰ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**, 제 5 면 (“주가를 기준으로 한 합병비율은 합법적인 결정인데, 주가치를 미래를 기준으로 하여도 기금 이익에 반하지 않고 기금 이익에 부합하는지를 입증할 필요가 있음.”).

²²¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**, 제 2, 15 면.

²²² 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-201**, 제 2, 15 면.

²²³ 상법 (**R-18** 및 **CLA-60**의 추가 번역본), 날짜 미상, **R-332**, 제 522 조, 제 434 조 (“[합병의 승인을 위한 결의]는 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 한다.”).

106. 삼성물산 주주들은 2015년 7월 17일 임시주총에서 본건 합병을 승인하였습니다 (제일모직 주주들도 같은 날 임시주총에서 이를 승인하였음). 당일 삼성물산 발행주식총수의 84.73% 또는 발행주식 156,217,764 주 중 132,355,800 주가 임시주총에 참석하였습니다. 이에 따라, 본건 합병의 승인을 위해서는 88,237,200 주 이상의 찬성이 필요했습니다. 결국, 참석한 주주들의 약 69.53%인 92,023,660 주가 본건 합병에 찬성하였고, 이는 삼성물산 발행주식총수의 58.91%에 해당하였습니다.²²⁴
107. 대부분의 국내 기관투자자들과 외국인 주주들의 약 3분의 1이 본건 합병에 찬성표를 던졌습니다. 이러한 외국인 주주들에는 싱가포르 투자청 (Singapore GIC)(발행주식총수의 1.47% 보유); 사우디아라비아 통화청 (Saudi Arabian Monetary Agency)의 국부펀드인 SAMA Foreign Holdings (1.11% 보유, 이하 “SAMA”); 및 아부다비 투자청 (Abu Dhabi Investment Authority) (1.02% 보유, 이하 “ADIA”) 등의 국부펀드를 비롯한 전문적인 기관 투자자들이 포함되어 있었습니다.²²⁵ 발행주식총수의 24.43%를 차지하는 약 88%의 삼성물산 소액주주들이 본건 합병에 찬성하였습니다.²²⁶
108. 삼성물산 임시주총에서 삼성물산 주주들은 주식배당과 중간배당을 허용하는 것을 내용으로 하는 엘리엇 정관개정 제안을 부결시켰습니다.²²⁷ 국민연금을 포함한 많은 기관투자자들은 해당 제안에 찬성 표결했습니다.²²⁸
109. 본건 합병은 2015년 9월 1일에 그 효력이 발생하였습니다.²²⁹

²²⁴ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 4면.

²²⁵ “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘텃밭’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, *조선비즈*, 2015. 7. 17., **R-216**.

²²⁶ 임도원/허란/김우섭 기자, “소액주주 압도적 ‘찬성’ ... 삼성물산, ISS 반대 뚫고 막판 뒤집기”, *한국경제*, 2015. 7. 17., **R-219**.

²²⁷ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “임시주주총회 결과”, 2015. 7. 17., **R-220**.

²²⁸ “논란 많은 삼성물산 합병, 주주 승인”, *BBC*, 2015. 7. 17., **R-218**.

²²⁹ 금융감독원장에 제출한 제일모직(주)의 유동화증권 발행(합병)에 관한 실적보고, 2015. 9. 2., **R-225**.

4. 본건 합병 후 몇주간 메이슨은 나머지 삼성전자와 삼성물산 보유지분을 매각하였습니다

110. 메이슨은 국민연금의 의결권 행사가 본건 합병의 진행에 결정적이었고, 그로 인해 자신의 투자 논리가 “부정되었으며”, 메이슨으로 하여금 삼성전자와 삼성물산 보유지분을 청산하도록 만들었다고 주장합니다.²³⁰
111. 그러나 메이슨의 거래 기록에 따르면 메이슨은 본건 합병 관련 표결보다도 이전인 2015년 6월부터 이어진 일련의 거래를 통해 삼성전자와 삼성물산 주식을 매각하였음이 드러납니다.²³¹ 삼성전자와 관련해서는, 메이슨은 2015년 6월 8일부터 삼성전자 주식을 매각하기 시작하였으며, 이후 삼성전자 주식을 추가적으로 취득한 바 없습니다.²³² 삼성물산과 관련해서는, 2015년 6월 26일부터 주식 매각을 시작하여 이후에는 삼성전자와 마찬가지로 추가적으로 삼성물산 주식을 취득한 바 없습니다.²³³ 6월 한달 동안, 그리고 2015년 7월 17일 본건 합병 관련 표결 이후 몇주간 메이슨은 삼성전자와 삼성물산 주식을 지속적으로 매각하여 8월 초까지 양사의 주식을 모두 매각하였습니다.²³⁴
112. 한국은 메이슨이 (본건 합병 관련 표결 몇 주 전인) 2015년 6월부터 양사의 주식을 매각한 이유를 알지 못하며, 이는 공개의 필요성에 대한 논의가 이루어져야 할 사안입니다.

²³⁰ 수정 청구서면, 제 61, 243, 255 항.

²³¹ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, C-31; Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32.

²³² Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, C-31.

²³³ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32.

²³⁴ Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, C-31; Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32.

G. 본건 합병 이후 서울중앙지방법원은 본건 합병무효의 소를 기각하여 본건 합병 관련 표결에 대한 국민연금 심의의 적정성을 확인하였습니다

113. 본건 합병 효력 발생으로부터 수개월 후인 2016년 2월 삼성물산 주식의 2.11%를 보유했던 한국의 제약회사 일성신약을 포함한 몇몇 한국 투자자들은 서울중앙지방법원에 합병무효의 소를 제기하였습니다.²³⁵ 원고들의 주요 주장은 다음과 같았습니다:

- a) 본건 합병비율은 삼성물산과 그 주주들에게는 불리하고 제일모직 및 그 주주들에게는 유리한, “현저히 불공정”한 것이었음;²³⁶
- b) 삼성물산은 본건 합병에 개입하고 본건 합병비율 산정에 영향을 미치기 위해 주가를 조작하였음;²³⁷ 및
- c) 국민연금은 국민연금 임원들 (특히 ██████████ 기금운용본부장)과 보건복지부로부터 부당한 지시를 받아 본건 합병에 찬성하는 의결권 행사를 하였으며, 이는 합병 무효사유를 구성하는 국민연금 의결권 행사의 절차상 흠결에 해당함.²³⁸

114. 서울중앙지방법원 민사부는 2017년 10월 19일 (메이슨이 많은 사실 관련 주장을 함에 있어서 원용하는 ██████████ 전 보건복지부장관 (이하 “████████ 전 장관”) 및 ██████████ 본부장에 대한 서울중앙지방법원의 형사재판 판결이 내려진 이후인 점에 주목할 필요가 있습니다), 여러 이유를 들어 원고들의 주장을 부인하고 원고들의 청구를 기각하였습니다. 법원은 아래를 포함하여 그 판결을 내리게 된 몇 가지 이유를 제시했습니다:

²³⁵ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 4 면.

²³⁶ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 5 면.

²³⁷ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 5 면.

²³⁸ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 5 면.

- a) 본건 합병비율은 자본시장법에 따라 결정되었으며, 주가 조작 또는 불공정 거래를 입증할 증거가 없음;²³⁹ 그리고
- b) 국민연금의 의결권 행사를 위법하다고 볼 수 없으며, 국민연금 투자위원회가 내린 결정이 투자 손실 또는 주주 가치에 대한 손해를 발생시키는 의무 위반을 구성하지 않음.²⁴⁰

115. 위 판결은 현재 서울고등법원에서 항소심이 진행 중입니다.²⁴¹

H. 2016 년을 시작으로 삼성 그룹이 비리 스캔들에 휩싸이고 몇몇 정부 및 국민연금 관계자들이 기소되었습니다

116. 2016 년 한국은 [REDACTED] 전 대통령 및 그와의 개인적인 친분을 이용하여 국정에 개입하고 삼성 그룹의 부회장이자 승계예정자인 [REDACTED] 을 포함한 다수의 한국 기업가들로부터 특혜와 뇌물을 받은 것으로 알려진 [REDACTED] 전 대통령의 측근 [REDACTED] (또는 [REDACTED], 이하 “[REDACTED]”)을 둘러싼 정치적 스캔들에 휩싸였습니다.²⁴² 이러한 공모행위가 밝혀지자 특별검사(이하 “특별검사”)의 지휘 하에 수사가 벌어졌고, 그 결과 여러 공무원이 기소되었습니다.

117. 이 형사 절차의 쟁점은 매우 다양합니다만 (또한 몇몇 한국의 기타 기업집단에 관한 혐의를 포함합니다만), 몇몇 혐의는 본건 합병에 관한 국민연금의 의결권 행사에 영향을 미치기 위한 몇몇 한국 정부 및 국민연금 관계자들의 “개입”과 연관되어 있습니다. 특히, 특별검사는 (1) [REDACTED] 이 [REDACTED] 전 대통령이 [REDACTED] 일가의 승계 계획을 지원해주는 대가로 [REDACTED] 딸의 승마 훈련과 한국동계스포츠영재센터 ([REDACTED] 이 관여하고 있던 체육단체, 이하 “영재센터”)에게 지원을 제공하였으며²⁴³,

²³⁹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 17-19 면.

²⁴⁰ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**, 제 37 면.

²⁴¹ 나의 사건검색, 서울고등법원 2017 나 2066757 (합병 무효의 소), 2020. 10. 19., **R-302**.

²⁴² “한국 대통령 스캔들에 휩싸여,” *BBC News*, 2018. 4. 6., **R-253**.

²⁴³ 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017 노 2556 판결, **R-248**, 제 3-4 면.

(2) ■■■ 전 대통령, ■■■, ■■■ 전 장관, ■■■ 본부장 등이 국민연금의 본건 합병 관련 표결에 대한 의사결정과정에서 개입하여 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 했다고 주장하였습니다.²⁴⁴

118. ■■■ 전 대통령, ■■■ 전 보건복지부 장관, ■■■ 전 국민연금 기금운용본부장 및 ■■■을 피고인으로 하는 형사소송들은 현재 절차상 단계의 차이는 있으나 각각 한국 법원의 판단을 기다리고 있는 중입니다.²⁴⁵ 각 형사 절차의 현황은 본 반박서면 별지 A에 간략히 정리되어 있습니다. 이들 절차에 등장하는(또는 기타의 방식으로 연관된) 인물들의 일람은 별지 B에 정리되어 있습니다.

119. 메이슨은 한국 법원의 판단 및 미확정 상태인 형사 기소 단계에서의 주장을 짜깁기하여 ■■■ 전 대통령이 뇌물의 대가로 국민연금으로 하여금 ■■■ 일가의 승계 계획을 지원하기 위해 그 이익을 저버리면서까지 본건 합병에 찬성 표결하도록 지시하였다는 취지의 이야기를 지어내고 있습니다.

120. 메이슨이 그 이야기의 기반으로 삼은 증거는 빈약하기 짝이 없습니다. 메이슨은 형사 기소 단계에서 검사들이 제기한 주장을 마치 증거인 것처럼 원용하고 있습니다만,²⁴⁶ 이들은 증거가 될 수 없습니다. 이들 주장은 본질적으로 사실관계를 일방 당사자의 시각에서 바라본 것이고, 한국의 대립당사자절차 (한국의 형사소추절차의 일반원칙)를 통해 검증되지 않은 것입니다. 메이슨이 국내 법원의 판단을 그대로 원용하는 것에도 같은 문제가 발생합니다. 이들 판단은 대부분 중재판정부의 심리를 받지 못하는 증인진술에 기반한 것일 뿐만 아니라, 아직

²⁴⁴ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노 1087 판결(■■■ 전 대통령) (CLA-15 추가번역본), R-258, 36-40면; 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017노 2556 판결(■■■), R-248, 제 2면; 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노 1886 판결(■■■/■■■) (CLA-14 추가번역본), R-243, 제 74-85면.

²⁴⁵ 나의 사건검색, 대법원 2020도 9836(■■■ 전 대통령), 2020. 10. 22. 조회, R-308; 나의 사건검색, 대법원 2019노 1937(■■■), 2020. 10. 22. 조회, R-305; 나의 사건검색, 대법원 2017도 19635(■■■/■■■), 2020. 10. 22. 조회, R-304.

²⁴⁶ 메이슨의 수정 청구서면은 상당 부분 한국 법원이 아닌 한국 검찰의 기소 내용에 기반하고 있습니다. 예컨대, 수정 청구서면, 제 70-73, 86, 87, 90-100 항 참조.

확정되지 않은 것으로 변경될 여지가 있습니다. 2019년 8월 한국 대법원은 이들 사건 중 일부를 서울고등법원으로 파기환송하였습니다.²⁴⁷ 나머지 사건들도 한국 대법원에서 상고심 판단을 기다리는 상태입니다. 한국 대법원이나 해당 사건들이 파기환송되었거나 그렇게 될 수 있는 하급심법원에서 확정판결을 내리기 전까지, 한국은 제시된 증거의 진실성이나 현재까지 내려진 확정되지 않은 판단의 적절성에 대해 의견을 개진하는 것을 자제할 것이며,²⁴⁸ 다만 한국 법원에서는 국제법적 쟁점이 다뤄지지 않으며 이들 법원의 결정이 협정상 한국의 책임에 어떠한 영향도 미치지 않는다는 점만을 강조하고자 합니다.

121. 메이슨은 또한 국민연금이 현재 한국 법원에서 다뤄지고 있는 쟁점 중 일부에 대해 2018년 진행한 제한적인 범위의 내부감사를 대단히 중요한 것인 양 제시하고 있습니다.²⁴⁹ 하지만 해당 감사 또한 메이슨의 이야기와 마찬가지로 증거가 부족합니다. 국민연금은 그 판단에 대한 요약 보고서 (그것도 단 한 명의 직원의 행동에 집중된)만을 공개하였으며, 감사보고서의 배경이 된 조사와 관련된 어떠한 정보도 공개한 바 없습니다.²⁵⁰ 하지만 한가지 명확한 것은 국민연금 감사실이 이미 퇴직한 국민연금 직원에 대한 인터뷰를 진행하지도 않았고 2018년 당시 입수할 수

²⁴⁷ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도 2738 판결() (CLA-133 추가번역본), R-277; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도 13792 판결(), R-275; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도 14303 판결(전 대통령)(CLA-132 수정 번역본), R-276.

²⁴⁸ 대법원은 사건의 법률적 측면에 대해 심리하는 것이 원칙이지만, 상황에 따라 하급심법원이 인정한 사실관계에 대한 심리를 바탕으로 직접 사실인정 후 사건을 파기환송하기도 합니다. 예를 들어, 대법원은 사건에서 본건 합병이 삼성 그룹 내 승계 계획의 일부였는지 여부에 관한 서울고등법원의 사실판단을 뒤집었습니다. 본 반박서면, 제 71 항의 각주번호 141 참조.

²⁴⁹ 삼성물산-제일모직 합병관련 특정감사 결과, 2018. 7. 3., C-26.

²⁵⁰ 국민연금 감사실은 그 요약보고서 서두에서 당시 형사 절차가 진행 중인 점을 고려하여 형사 책임에 대한 판단은 내부 감사의 범위에서 제외할 것임을 명확히 하고 있습니다. 삼성물산-제일모직 합병관련 특정감사 결과, 2018. 7. 3., C-26, 제 1면. 국민연금의 요약보고서는 그 제한된 조사 내용에 근거하여 기금운용본부 리서치팀의 팀장의 행동을 주로 다룹니다. 그에 따르면 특히 팀장은 그 팀에게 (1) 국민연금이 본건 합병의 “적정 합병비율”을 산정함에 있어서 왜곡된 결과를 낳게 하는 숫자를 사용하고, (2) 본건 합병으로 인해 창출되는 특정 시너지 효과의 예상 가치를 충분한 근거 없이 선택하도록 하고, (3) (2015. 7. 10. 투자위원회 회의 이후) 시너지 효과 예상치와 관련된 특정 중간보고서를 삭제할 것을 지시하였다고 밝히고 있습니다.

있었던 (확정되지 않은) 한국 형사 판결 상의 판단으로 그 감사 범위를 제한하였다는 사실입니다.²⁵¹

122. 그 증거의 빈약함은 차치하고서라도, 메이슨의 이야기를 보다 면밀히 검토하여 보면 많은 결점이 발견됩니다. 아래에서는 메이슨의 이야기가 기반으로 삼고 있는 일련의 명백히 허구적인 전제에 대해 설명하도록 하겠습니다.

* * *

²⁵¹ 삼성물산-제일모직 합병관련 특정감사 결과, 2018. 7. 3., C-26, 제 1 면.

III. 메이슨측이 주장하는 논리는 다수의 잘못된 사실관계에 관한 전제를 바탕으로 한 것입니다

A. [REDACTED] 전 대통령에게 제공되었다고 주장되는 뇌물과 본건 합병 관련 의결권 행사 간에는 상관관계가 없습니다

123. 메이슨은 [REDACTED] 등이 [REDACTED] 전 대통령 및 [REDACTED]에게 제공한 자금과 “국민연금과 제일모직 간의 합병에 찬성 투표하기로 보장하는 것 등 [REDACTED]의 삼성그룹 승계계획을 실행”하기 위해 [REDACTED] 전 대통령과 [REDACTED]이 제공한 지원 간에 “대가” 관계가 있다고 주장하기 위해 서울고등법원의 (확정되지 않은) 판단을 인용하고 있습니다.²⁵²
124. [REDACTED] 전 대통령은 자신이 [REDACTED]의 소위 “승계 계획”을 지원해주는 것에 대한 대가로, (i) 자신의 측근 ([REDACTED])의 딸이 소속된 승마단체와 (ii) [REDACTED]이 설립한 스포츠단체인 영재센터에 재정 지원을 해주는 형태로 삼성 [REDACTED] 부회장으로부터 뇌물을 수수한 혐의로 기소되었습니다. 서울고등법원은 [REDACTED] 전 대통령에게 유죄를 선고하였으나, 한국 대법원은 해당 판결을 검토한 후 본건 중재에 관한 사안들과 직접 관련이 없는 사유로 인해 재심리하도록 파기환송하였습니다.²⁵³ 서울고등법원은 2020년 7월 10일 파기환송심 판결을 선고하였습니다.²⁵⁴
125. (대법원의 파기환송 전후) 서울고등법원 판결 내용 중 두가지가 본건 중재와 관련성을 가집니다.

²⁵² 수정 청구서면, 제69항.

²⁵³ 한국 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도14303 판결, **R-276**. 대법원은 뇌물수수 혐의를 모든 다른 혐의들과 분리하여 [REDACTED] 전 대통령에 대한 선고를 내리도록 이 사건을 고등법원으로 파기환송 하였습니다. 따라서, 서울고등법원은 뇌물수수혐의와 모든 기타 혐의들에 대해 총 20년 형에 해당하는 두 건의 분리 선고를 내렸습니다. 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019노1962·2019노2657 판결, **R-284**, 제2-3면.

²⁵⁴ 서울고등법원 2020.7.10. 선고 2019노1962·2019노2657 판결, **R-284**. 해당 판결에서, 서울고등법원은 [REDACTED] 전 대통령에 내려진 이전의 유죄선고 중 일부를 기각하여 형량을 20년으로 낮추었습니다. 서울고등법원 2020.7.10. 선고 2019노1962·2019노2657 판결, **R-284**, 제2면 참조, “한국 법원, 전 대통령 형량 10년 감형,” *The Korea Herald*, 2020. 7. 10., **R-285**. 검찰측의 항소에 따라, 이 사건은 현재 최종 판결을 위해 다시 대법원에서 계류중입니다. “박 전 대통령 사건 다시 대법원에 계류...검찰, 감형된 20년 형량에 항고” *Herald Economy*, 2020. 7. 16., **R-287**.

126. 첫째, ██████의 딸이 소속된 승마팀에 대한 재정지원 형태로 뇌물을 수령한 혐의와 관련하여, 법원은 ██████ 전 대통령이 본건 합병 또는 심지어는 ██████의 소위 승계계획과 관련하여 특정한 지원을 제공하지 않았다고 (또한 ██████이 이러한 지원을 제안하지 않았다고) 판단하였습니다.²⁵⁵
127. 둘째, 영재센터에 대한 재정지원의 형태로 뇌물을 수령한 혐의와 관련하여, 법원은 뇌물수수가 존재하기는 하였으나 이는 ██████ 전 대통령과 ██████ 간의 2015년 7월 25일자 면담 이후에 발생한 ██████의 승계계획의 요소들과 관련된 것으로, (2015년 7월 17일에 이루어진) 본건 합병 관련 의결권 행사를 위한 구체적인 지원을 염두에 둔 것은 아니라고 보았습니다.²⁵⁶ 구체적으로, 서울고등법원은 첫 번째 판결과 파기환송심 모두에서 본건 합병이 이미 종료된 상태였기 때문에 대가관계가 없다고 판단하였습니다:

이 사건 합병은...2015. 7. 25. 단독 면담 당시 이미 해결되어 종결된 현안들로서 ... (i) [이 사건 합병과 단독 면담 전에 발생한 사건]은 위 단독 면담에서 (ii) 피고인의 요구 및 그에 따른 금품 제공과 대가관계에 있다고 볼 수 없다.²⁵⁷

128. 서울고등법원에 따르면, 승계계획은 시간의 경과에 따라 단계적으로 진행될 예정인 여러 단계로 구성되어 있습니다. 첫 번째 단계는 삼성 SDS 와 제일모직의 상장이었으며, 이는 각각 2014년 11월 및 2014년 12월에 진행되었습니다.²⁵⁸ 마지막 단계는 삼성생명을 금융지주회사로 전환하는 것인데 이는 2016년 초에 진행될 예정이었습니다.²⁵⁹ 법원은 ██████이 제공한 영재센터에 대한 재정지원이 2015년

²⁵⁵ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제31-32면.

²⁵⁶ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제47면, 제55면.

²⁵⁷ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제55면.

²⁵⁸ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087(██████), **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제50면, “Samsung SDS, 치열한 주식시장 진출” 2014.11.14. *The Korea Herald*, **R-90**, “제일모직, 시장 진출에 따른 IPO 가격 두배 인상,” *The Korea Herald*, 2014. 12. 18., **R-99**.

²⁵⁹ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제7면, 제24면, 제25면.

7월 이루어진 본건 합병 관련 표결 이전이 아닌 그 이후에 발생한 사건들과 관련한 지원의 대가로 제공된 것으로 판단하였습니다.²⁶⁰

129. 이처럼, (대법원의 파기환송에 따라) ■■■■■에 대한 범죄혐의를 심리한 서울고등법원은 2020년 2월 판결에서 ■■■■■이 제공받은 뇌물이 2015년 7월 25일자 (즉, 2015년 7월 17일에 이루어진 본건 합병 관련 의결권 행사 이후의) 면담에서 논의된 것으로, 사전에 계획된 것이 아님을 명백히 하였습니다:

피고인(■■■■■)은 2015. 7. 23. 독일에서 귀국하자마자 대통령과 BY(■■■■■)의 2015. 7. 25.자 단독면담 일정을 ... 전달받은 후 ... 대통령에게 Q (영재센터)가 P (삼성)그룹으로부터 후 원금 명목으로 지원을 받을 수 있도록 도와달라고 요청하였다. 대통령은 BY이 자신이 승계작업 등을 위해 대통령과 정부의 도움을 필요로 한다는 점을 이용하여 BY이 희망하는 방향으로 승계작업 등을 도와주는 대가로 Q에 후원금 명목으로 경제적 지원을 해달라고 요구하기로 마음먹고 피고인의 위와 같은 요청을 수락함으로써 피고인과 대통령은 BY에게 요구하여 뇌물을 수수하기로 공모하였다.²⁶¹

130. ■■■■■ 전 대통령 및 ■■■■■에 관한 두 가지 사건에서 한국 법원들이 내린 판결은 ■■■■■ 전 대통령이 뇌물에 대한 대가로 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 영향력을 행사하고자 했다는 메이슨측 논리의 핵심적인 전제를 정면으로 반박하고 있습니다.²⁶² 한편, ■■■■■ 사건의 위 쟁점에 대한 서울고등법원의 판단은 한국 대법원에서 확정된 바 있습니다 (현재까지 확정된 유일한 사건입니다).²⁶³

²⁶⁰ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제54면, 제55면.

²⁶¹ 서울고등법원 2020.2.14. 선고 2019노1938 판결, **R-280**, 제1면.

²⁶² 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018노1087 판결, **CLA-15** 추가 번역문, **R-258**, 제55면.

²⁶³ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2019도13792 판결, **R-275**, 제14면.

B. 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성표결 하도록 지시하였다는 증거는 없습니다

1. 청와대와 관련하여: ■■■ 전 대통령은 청와대 참모진들에게 상황을 “챙겨보라”고 지시하였을 뿐입니다

131. 메이슨의 주장은 ■■■ 전 대통령이 자신의 참모진들에게 국민연금이 본건 합병에 찬성표결하도록 하라고 지시하였다는 전제를 기반으로 합니다.²⁶⁴ 메이슨에 따르면, 이러한 모든 “계획은 ■■ 대통령이 ■■■ 청와대 고용복지수석에게 국민연금의 합병 투표 문제를 잘 챙겨보라고 지시한 2015년 6월 말경에 시작”된 것입니다.²⁶⁵ 그러나, 메이슨은 이러한 주장을 입증함에 있어 아래와 같은 사실들을 제시하는데 그치고 있습니다:

A. ■■■ 전 대통령이 6월말 ■■■ (고용복지수석비서관)에게 “의결권 행사를 잘 챙겨보라”고 지시하였음;

B. 이에, ■■■은 ■■■ (보건복지비서관) 및 ■■■ (보건복지비서관실 선임행정관)에게 “상황을 파악”하도록 지시하였음;

C. 또한, 2015년 6월 26일, ■■■ (보건복지비서관실 행정관)은 ■■■ (보건복지부 국민연금정책과 사무관)에게 “본건 합병을 투자위원회에서 결정할 것인지 확인”해달라고 요청하였음.”²⁶⁶

132. 위의 사실관계들을 종합하여 보건대, 이는 ■■■ 전 대통령이 청와대 참모진들로 하여금 본건 합병이 반드시 승인되도록 지시하였다는 결론을 뒷받침하지 않습니다. 이와 달리, 제시된 증거에 따르면 엘리엇이 본건 합병에 공개적으로 반대한 후 이

²⁶⁴ 수정 청구서면, 제77-81항.

²⁶⁵ 수정 청구서면, 제5항, 제79항.

²⁶⁶ 수정 청구서면, 제79-81항. 제(c)항과 관련하여, 한국은 인용된 ■■■의 요청에 대한 메이슨측의 번역이 부정확한 것으로 오해의 소지가 있다고 판단하고 있습니다. 수정 청구서면, 제81항. 이와 달리, ■■■은 “삼성물산 합병건이 위원회에 올라가면 미리 좀 알려주세요”라고 언급하여, 단지 해당 안건의 투자위원회 상정 일정에 대해 질문하였을 뿐입니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제38-39면 참조.

문제에 세간의 이목이 집중되었기 때문에, [REDACTED] 전 대통령이 본건 합병에 관심을 가지고 자신의 참모진에게 상황을 “챙겨보라”고 지시하게 된 것에 불과합니다.

133. 또한, 메이슨은 [REDACTED] 전 대통령 스스로가 국민연금이 본건 합병에 찬성표결 할 것을 원했음을 인정하였다고 주장하고 있습니다. 메이슨은 [REDACTED] 전 대통령의 2017년 1월 1일자 기자간담회 연설에 대해 언급하고 있는데, 그 과정에서 연설의 일부만을 인용하고 있을 뿐입니다.²⁶⁷ [REDACTED] 전 대통령의 연설문을 전체적으로 살펴보면 어떠한 지시도 내린 바 없음을 명확히 알 수 있습니다:

어디를 도와주라 한 것과는 제가 정말 확실하게 말씀드리는데 그 누구를 봐줄 생각, 이것은 손톱만큼도 없었고 제 머릿속에 아예 없었어요. 엘리엇하고 삼성 합병하는 문제는 그 당시에 국민들, 증권사 할 것 없이 많은 국민들의 관심사였잖아요. (중략) 거기에 어떤 결정을 내리든 간에 그것은 국가에 올바른 정책 판단이다, 그렇게 생각을 합니다. 그렇다고 여기를 도와주라, 이 회사를 도와주라 그렇게 지시한 적은 없어요.²⁶⁸

134. 무엇보다 엘리엇 측이 본건 합병에 반대하며 매우 공개적으로 행동주의 캠페인을 벌이고 있던 점을 감안하였을 때 [REDACTED] 전 대통령이 국내 최대 기업집단의 합병에 관한 정보를 제공받고자 하는 것은 놀라운 일이 아닙니다 (또한, 이는 메이슨의 주장을 증명해주지도 않습니다). 당시의 언론은 엘리엇의 투자에 대한 “치고 빠지기” 접근방식 및 투자대상과 투자대상이 속한 시장을 희생시키면서 가차없이 단기 수익을 추구하는 것으로 알려진 엘리엇의 평판에 관해 보도하고 있었습니다.²⁶⁹

²⁶⁷ 수정 청구서면, 제79항 각주 118.

²⁶⁸ 2017. 1. 1.자 “박근혜 대통령 새해 간담회 전문,” *한겨레*, R-235, 제7-8면 (강조추가).

²⁶⁹ 예컨대, “미 헤지펀드 엘리엇 삼성에 ‘경영참여’ 선언...또 떡튀?” *뉴스1*, 2015. 6. 4., R-1337, “[7.17.자 삼성 주주총회] BlackRock CEO Larry Fink, 행동주의 투자자들이 기업의 장기 이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐” *한국경제*, 2015. 7. 16., R-212 참조.

2. 보건복지부와 관련하여: 보건복지부는 국민연금에 본건 합병에 찬성하도록 지시한 바 없습니다

135. 메이슨은 보건복지부가 국민연금이나 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병을 지지하거나 본건 합병에 찬성표결하도록 지시하였다는 취지로 주장하지 않고 있습니다 (뿐만 아니라 이러한 취지의 주장을 할 수도 없습니다). 이와 달리, 메이슨은 보건복지부가 █████ 장관이나 보건복지부 연금정책국장인 █████의 행위를 통해 세 가지 방법으로 국민연금의 본건 합병 승인 절차에 개입하였다고 주장하고 있는데, 기록된 증거를 살펴 보면 이들 주장은 각각 잘못된 것임을 알 수 있습니다. 이를 이하에서 구체적으로 설명 드리겠습니다.

C. 본건 합병 관련 의결권 행사는 국민연금 지침에 따라 국민연금 투자위원회에 부의되었습니다

136. 메이슨은 보건복지부와 국민연금이 “합병 안건이 최근 선례에 따라 전문위원회 [즉, 보건복지부 산하 전문위원회]에 부의되지 않고 내부 투자위원회에 회부되도록 하기 위해 국민연금의 적절한 내부 의사 결정 절차를 위반”하였다고 주장하고 있습니다.²⁷⁰ 이하에 설명된 바와 같이, 한국 법원들은 해당 사항을 투자위원회에 부의함에 있어 국민연금이 따른 방식 (소위 “오픈식 표결” 절차)이 부적절한 것이거나 보건복지부로부터의 압박에 의한 것이라는 주장을 명시적으로 배척한 바 있습니다.

1. 국민연금 지침은 우선적으로 투자위원회에 회부하도록 규정하고 있습니다

137. 메이슨은 보건복지부가 (전문위원회가 아닌) 투자위원회가 본건 합병 관련 의결권 행사에 대해 심의하도록 하기 위해 국민연금 직원들에게 압력을 행사하였다고 주장하고 있습니다.²⁷¹ 이러한 주장은 국민연금 지침이 일단 투자위원회를 소집하여 안건에 대해 “심의”하도록 하고, 그 후 투자위원회가 과반수 이상의 결정을

²⁷⁰ 수정 청구서면, 제83(a)항.

²⁷¹ 수정 청구서면, 제84항.

도출하지 못하고 해당 안건이 결정하기에 상당히 “곤란하다”고 판단한 경우에 한해서만 해당 안건을 전문위원회로 부의할 수 있다고 규정하고 있다는 사실을 간과하고 있습니다.²⁷²

138. 이러한 맥락에서, 관련 기록은 국민연금이 그 의결권행사지침과 기금운용지침을 성실히 준수하여 본건 합병 관련 의결권 행사에 관한 사항을 전문위원회로 부의하기 전에 우선 투자위원회에서 심의하도록 하는 것이 보건복지부의 의도였다는 사실만을 보여줄 뿐입니다.²⁷³
139. 예컨대, 서울고등법원은 █████ (국민연금 운용전략실장)가 청구인 측이 (있었을 것이라고) 주장하는 보건복지부의 지시를 받았을 당시 “[█████의 입장에서] 그동안 투자위원회에서 전문위원회로 부의하는 과정이나 절차가 지침이나 규정에 충실하지 않았던 것은 아닌가 하는 생각”이 들었고 이에 “[█████가] 지침에 충실하게 찬성 또는 반대가 곤란한 경우를 투자위원회의 의결로 확인하는 것이 옳다고 생각”하였다고 판시하였습니다.²⁷⁴ 또한, 서울고등법원은 국민연금 지침에 따라 해당 사항이 투자위원회에서의 “찬반의 판단이 곤란한” 것인지의 여부를 판단하기 위해 국민연금 투자위원회가 본건 합병 제안을 독립적으로 심의하였다고 판단하였습니다.²⁷⁵
140. 또한, 메이슨은 보건복지부가 전문위원회가 투자위원회 결정을 “번복”하거나 “언론에 잡음을” 일으키는 것을 막기 위해 본건 합병 관련 의결권 행사에 대한

²⁷² 의결권행사지침, 2014. 2. 28., R-55, 제8조 제(1)항 및 제(2)항, 기금운용지침 제5조 제(5)항 및 제(4)항.

²⁷³ 이와 관련하여, 한국은 메이슨이 █████ 본부장이 청와대 관계자에게 한 언급을 인용하여 “한국 공무원들이 외국인 투자자들을 포함하는 삼성물산 주주들에게 손해를 발생시키는 합병에 위법하게 개입할 경우 투자자-국가 간의 분쟁이 발생할 수 위험이 있다는 점을 알고 있었다”고 언급한 사실에 대해 알고 있습니다. 수정 청구서면, 제101항 참조. 이러한 주장은 메이슨측의 입장을 전혀 뒷받침하지 않습니다. █████ 본부장은 국민연금 직원으로 한국 정부에 소속되어 있지 않습니다. 하기 제IV장 제C절 참조. █████ 본부장이 한국 정부 소속이라 할지라도, 분쟁 가능성에 대해 언급하는 당사자가 어떻게든 책임을 인정하는 것이 아닌 것과 마찬가지로, █████이 그러한 언급을 하였음을 이유로 한국이 자신의 행위가 잘못된 것임을 알고 있었다는 점을 증명하지 않습니다.

²⁷⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제44면.

²⁷⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제44-45면.

투자위원회의 심의 이후에 전문위원회에 개입하였다고 주장하고 있습니다.²⁷⁶ 이러한 주장은 투자위원회와 전문위원회의 역할을 잘못 이해한 것에서 비롯된 것으로 보입니다. 전문위원회는 투자위원회가 내린 결정에 대한 항소기구가 아니며, 의결권행사지침 및 기금운용지침에는 전문위원회가 투자위원회에 대한 시정 감독권을 행사하거나 또는 언론의 철저한 감시나 정치적 이해관계가 적용되는 사항들에 대해 기금의 재량권을 행사하기에 더 적합한 입장에 있음을 시사하는 근거는 존재하지 않습니다.

2. 국민연금 지침에 따라, 국민연금의 기존 관행은 재벌 관련 합병에 있어 투자위원회가 우선적으로 심의하도록 하는 것이었습니다.

141. 재벌 관련 합병을 비롯하여 투자위원회가 합병을 심의하도록 하는 것은 국민연금의 오랜 관행입니다. 실제로, 삼성물산-제일모직 합병에 이르기까지 10 여년 동안, 그리고 2006 년 전문위원회가 설치된 이래로, 국민연금이 의결권을 행사한 60 건 중에서, 전문위원회로 결정을 회부한 것은 단 한 건 (SK 합병)에 불과합니다.²⁷⁷ 재벌 관련 합병 (및 특히 삼성 그룹사들 간의 합병)도 예외는 아니었습니다. 2010 년 5 월부터 2015 년 5 월까지 10 건의 재벌 회사들 간의 합병 건들 모두 투자위원회가 결정을 내렸습니다.²⁷⁸ 2014 년 10 월 다른 삼성 그룹사들 (삼성중공업 및 삼성엔지니어링) 간에 제안된 합병 또한 해당 합병들 중 하나였는데, 해당 합병에 대한 (기권) 결정은 투자위원회에서 심의 및 결의하였습니다.²⁷⁹

²⁷⁶ 수정 청구서면, 제100항.

²⁷⁷ “기업 합병 때 찬반 결정은 원래 국민연금 투자위의 고유영역,” *한국경제신문*, 2016.12.28., R-234 (“기금운용본부의 스텝이 꼬인 것은 삼성물산 합병 전인 6월에 SK(주)와 SK C&C 합병안을 전문위에 넘긴 뒤부터였다.”)

²⁷⁸ 해당 사건들은 다음 기업들 간의 합병에 해당합니다: (1) [REDACTED], (2) [REDACTED], (3) [REDACTED], (4) [REDACTED], (5) [REDACTED], (6) [REDACTED], (7) [REDACTED], (8) [REDACTED], (9) [REDACTED] 및 (10) [REDACTED], “2010~2016년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황,” 날짜미상, R-333 참조.

²⁷⁹ 국민연금, “2010~2016년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황,” 날짜미상, R-333.

3. 최근 국민연금의 SK 합병에 관한 결정은 비판의 대상이 되었으며, “절차상의 선례”로 볼 수 없습니다

142. 메이슨은 한국의 또 다른 재벌기업인 SK 그룹의 두 개 계열사들 간의 합병 (“SK 합병”)과 관련된 “선례”를 근거로 국민연금이 본건 합병을 전문위원회로 회부했어야 한다고 주장합니다.²⁸⁰ 한국이 이하에서 설명하는 바와 같이 SK 합병은 선례에 해당하지 않습니다.
143. 2015년 4월 20일, 재벌인 SK 그룹에 속한 두 회사인 SK(주)와 SK C&C는 양사 간의 합병 계획을 발표하였습니다.²⁸¹ 국민연금은 양사의 주주였습니다.²⁸² SK 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 당시, 국민연금은 SK(주) 지분 7.8% (약 68 억원 (미화 6 억 2 천만달러) 상당) 및 SK C&C 지분 7.9% (약 88 억원 (미화 8 억달러) 상당)를 보유하고 있었습니다.²⁸³
144. 법령에 따라 정해진 제안된 합병비율은 약 1:0.73 (SK C&C 주식 1 주당 SK(주) 주식 약 0.73 주)으로 결정되었습니다.²⁸⁴ 양사의 주가가 각자의 주식매수청구권 행사가격을 초과하는 등 시장에서는 국민연금이 합병을 승인할 것이라고 예측하였습니다.²⁸⁵ 합병비율의 공정성 측면에서 SK(주) 주주들이 불리하다는 주장이 있었던 상황에서, 국민연금은 SK C&C 지분을 상대적으로 더 많이 보유하고 있었기 때문에, 상대적으로 합병에 따라 더 큰 이익을 얻게 되었습니다. 두 개의

²⁸⁰ 수정 청구서면, 제56항.

²⁸¹ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**, 제6면, 제9면.

²⁸² 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**, 제1면.

²⁸³ 메이슨은 국민연금이 SK주식회사 지분을 7.2% 보유하고 SK C&C 주식회사 지분은 6.1%만을 보유하고 있었다고 주장하였습니다. 수정 청구서면, 제57항 각주 91 참조. 이는 2015. 6. 17.자 SK 합병에 관한 투자위원회 심의를 위해 작성된 안건에서 국민연금이 기록한 지분율과 불일치합니다. 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**, 제1면 참조. “SK 주총에서 나타난 국민연금의 엇갈린 행보...속셈은?” *머니투데이*, 2015.6.26., **R-168** 참조.

²⁸⁴ “SK 그룹, SK C&C와 SK(주) 합병(2보),” *연합뉴스*, 2015. 4. 20., **R-110**, 제2면.

²⁸⁵ “[마켓인사이트] 눈치보는 국민연금, SK-SK C&C 합병찬반, 민간위에 떠넘겨” *한국경제*, 2015.6.23., **R-159** (주가가 주식매수청구권 가격을 웃돌고 있어 “반대할 명분이 크지 않고” 실제 의결권행사 전문위원회에서 반대의견은 소수인 것”으로 전해지고 있다).

의결권자문기구인 ISS 와 한국기업지배구조원 모두 국민연금이 SK 합병을 승인해야 한다고 권고하였습니다.²⁸⁶

145. 2015년 6월 17일, 책임투자팀이 작성한 SK 합병 안전에 대한 결정을 내리기 위해 국민연금 투자위원회가 소집되었습니다.²⁸⁷ 해당 안전과 관련하여, 책임투자팀은 국민연금 투자위원회가 해당 안전을 전문위원회로 부의할 것을 권고하였습니다.²⁸⁸
146. SK 합병과 관련하여, 국민연금 투자위원회에 회부된 사실상 유일한 안전은 SK 합병에 관한 결정을 전문위원회로 부의하라는 책임투자팀의 권고사항을 수락 (또는 거절)할 지의 여부에 관한 것이었습니다. 국민연금이 SK 합병안에 찬성 또는 반대 표결할지 여부는 국민연금 투자위원회에 부의된 바 없었습니다. 결국 투자위원회는 해당 사항을 전문위원회에 부의하도록 표결하였습니다.²⁸⁹
147. SK 합병에 관한 투자위원회 회의로부터 1주일 후인 2015년 6월 24일, 전문위원회가 소집되어 합병에 반대 표결하기로 결정하였습니다.²⁹⁰ ISS 와 한국기업지배구조원의 의견을 고려하였음에도 불구하고, 전문위원회는 이들의 의견에 반대되는 방향으로 의결권을 행사하기로 결정하였습니다.²⁹¹ SK 합병에

²⁸⁶ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6.17., **R-154**, 제10면. 예컨대, 한국기업지배구조원은 [REDACTED]이라고 언급하였습니다. 동 의결안건, 제10면. ISS는 “[REDACTED]”이라고 입장을 밝혔습니다. 동 의결안건, 제7면.

²⁸⁷ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**, 제1면.

²⁸⁸ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**, 제1-2면.

²⁸⁹ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-26차 투자위원회 회의록,” 2015. 6. 17., **R-153**, 제1면 (“[REDACTED]”: “[REDACTED],” “[REDACTED],” “[REDACTED],” 및 “[REDACTED]”으로 기재됨). 투자위원회 회의록에는 회의가 얼마나 계속되었는지에 대해 기록이 없으며, SK 합병에 관하여 논의된 사항을 반영하고 있지 않으며, 단지 해당 사항을 전문위원회로 부의하도록 하는 책임투자팀의 제안한 권고사항을 수락하기로 하는 투자위원회의 의사결정만을 명시하고 있습니다. 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-26차 투자위원회 회의록,” 2015. 6. 17., **R-153** 참조.

²⁹⁰ 보건복지부, 국민연금, 2015년도 제2차 국민연금기금 의결권행사 전문위원회 부의 안전(No. 15-2), “SK C&C와 SK주의 임시주주총회 안전에 대한 의결권행사 방향(안)” 2015. 6. 24., **R-163**.

²⁹¹ 보건복지부, “2015년도 제2차 의결권행사 전문위원회 결과 보고” 2015. 6. 24., **R-164**.

관한 전문위원회의 결정은 만장일치가 아니었으며, 전문위원회 위원들 중 일부는 SK 합병에 찬성 투표하였습니다.²⁹² 2015년 6월 24일자 전문위원회 회의록에 따르면, 전문위원회는 (1) [REDACTED], (2) [REDACTED] [REDACTED]는 이유로 SK 합병에 반대 투표하였습니다.²⁹³

148. SK 합병에 대한 전문위원회의 표결은 매우 부정적으로 받아들여졌습니다. 애널리스트들은 SK C&C 및 다른 그룹사들에 상당한 지분을 보유하고 있는 국민연금이 정작 국민연금의 이익은 고려하지 않고 SK(주) 소액주주들을 보호하는데 과도하게 초점을 두었다며 전문위원회를 비난하였습니다.²⁹⁴
149. SK 합병 직후이자 메이슨이 한국의 “개입”이라고 주장하는 사건이 있기 전인 2015년 6월 말, 국민연금은 합병 평가시 고려해야 할 요인들에 관한 국민연금 내부 지침을 검토하여, 해당 검토사항을 담은 “의결권행사 안건 검토 강화방안”이라는 제목의 2015년 6월 30일자 국민연금 내부 보고서를 작성하였습니다.²⁹⁵ 해당 보고서는 투자위원회가 “[REDACTED]” 검토를 할 수 있는 방안 ([REDACTED])을 명시하고, 합병을 평가함에 있어 “[REDACTED]”해야 할 필요성을 강조하였습니다.²⁹⁶ 또한, 동 보고서는 [REDACTED]고 명시하고 있습니다.²⁹⁷ 동 보고서의 어떠한 내용도

²⁹² 전문위원회 보도자료, 2015. 6. 24., R-162.

²⁹³ 보건복지부, “2015년도 제2차 의결권행사 전문위원회 결과 보고” 2015. 6. 24., R-164.

²⁹⁴ 예컨대, “ISS도 SK합병 찬성했는데 국민연금만 나홀로 반대해,” *매일경제신문*, 2015. 6. 24., R-160. “재계, ISS도 찬성한 SK합병에 국민연금이 반대하다니,” *머니투데이*, 2015. 6. 24., R-161. “국민연금, SK 합병 반대하는 진짜 이유,” *머니투데이*, 2015. 6. 25., R-166, “투자수익 외면한 채 SK합병 반대한 국민연금,” *더벨* 2015. 6. 26., R-169 참조.

²⁹⁵ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀) “의결권행사 안건 검토 강화방안,” 2015. 6. 30., R-175.

²⁹⁶ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀) “의결권행사 안건 검토 강화방안,” 2015. 6. 30., R-175, 제1-2면.

²⁹⁷ 국민연금기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀) “의결권행사 안건 검토 강화방안,” 2015. 6. 30., R-175, 제1면.

관련 합병에서 국민연금이 SK 합병과는 달리 단 하나의 합병 건도 전문위원회로 부의하지 않았다는 사실은 이러한 점을 더욱 부각시킵니다.³⁰³

4. 국민연금은 국민연금 지침을 더 성실히 준수하기 위해 삼성물산/제일모직 합병에서 “오픈식 표결 방식”을 채택하였습니다

151. 메이슨은 보건복지부 및 국민연금 관련자들이 본건 합병에 대한 결정을 내림에 있어 공동으로 “합병 안건이 최근 선례에 따라 전문위원회에 부의되지 않고 내부 투자위원회에 회부되도록 하기 위해 국민연금의 적절한 내부 의사 결정 절차를 침해하였다”라고 주장하기 위해 법원 판결을 인용하고 있습니다.³⁰⁴ 메이슨의 주장은 오픈식 표결 방식이 국민연금 지침에 부합하지 않는 것이며 국민연금이 해당 방식을 채택한 것이 순전히 보건복지부의 압력으로 인한 것이라는 잘못된 인식에 기초한 것입니다. 기록을 살펴보면 메이슨의 주장은 설득력을 잃습니다.
152. 서울고등법원이 판시한 바와 같이, 국민연금은 국민연금 지침을 상세히 검토하여 오픈식 표결 방식을 채택하였고, “이 사건 합병 안건이 기존의 선례가 없고 중요한 사항이라는 특성을 고려하여” 의결권행사지침의 규정에 보다 충실하기 위하여 그러한 변경이 필요하다고 결정한 것입니다.³⁰⁵
153. 한국이 설명한 바와 같이, 오픈식 표결 방식은 국민연금의 본건 합병에 관한 의결권 행사 방식에 관해 투자위원회 위원들에게 (i) 국민연금이 본건 합병에 찬성하도록 표결하는 방식, (ii) 국민연금이 본건 합병에 반대하도록 표결하는 방식, (iii) 국민연금이 본건 합병에 중립 투표 (shadow voting)하도록 표결하는 방식, (iv) 국민연금이 본건 합병에 기권하도록 표결하는 방식 및 (v) 표결기권이라는 다섯 가지의 선택지를 제공합니다.³⁰⁶ 위 네가지 중 어느 한 가지도 7표 이상 득표하지

³⁰³ 국민연금, “2010~2016년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황,” 업데이트, R333. 한국은 국민연금이 2016년 11월 이래로 SK 합병과 관련하여 따른 절차를 다시 채택하였는지 여부를 판단하기에 충분한 국민연금 기록을 보유하고 있지 않습니다.

³⁰⁴ 수정 청구서면, 제83(a)항.

³⁰⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제45면.

³⁰⁶ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록” 2015. 7. 10., R-201, 제13-14면. 본 반박서면, 제II장 제F절 참조.

못하면, 해당 안건은 지침에 따라 “찬성 또는 반대 판단이 곤란한 것”으로 간주되어 전문위원회로 부의됩니다.³⁰⁷

154. 한국 소송 절차 및 본건 합병의 심리를 위한 투자위원회 회의록에 따르면, SK 합병건에 비추어 국민연금이 취해야 할 의결권 행사 방향의 결정 방법에 관한 국민연금의 이해를 [REDACTED] (당시 국민연금 운용전략실장)가 잘 설명하고 있습니다.

a) 첫째, 2015년 7월 10일 투자위원회 회의에서 [REDACTED] 운용전략실장은 아래와 같이 발언하였습니다:

“과거에는 담당부서에서 찬성, 반대, 전문위원회 부의 등을 1 차적으로 결정하여 투자위원회 부의를 했으나, 금번 건은 안건의 중요성과 책임성을 고려하여 의결권행사지침을 보다 충실히 따라서, 투자위원회에서 의결권행사지침 제 6 조에 따른 행사방법인 찬성, 반대, 중립 또는 기관의 의사결정을 위원들께 묻는 것임. 다만, 그 표결결과가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 경우에는 전문위원회에 부의할 수 있음. 자문기관에 의뢰가 가능하고, 의뢰 결과와 다르게 결정할 수 있으며, 과거 사례도 있음.”³⁰⁸

b) 둘째로, 서울고등법원이 인정한 바와 같이, [REDACTED]는 추후 서울중앙지방법원에서 다음과 같이 증언하였습니다:

투자위원회 간사인 운용전략실장 [REDACTED]는 보건복지부에서 지침에 따라 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하라는 지시를 받고, 그 동안 투자위원회에서 전문위원회로 부의하는 과정이나 절차가 지침이나 규정에 충실하지 않았던 것은 아닌가 하는 생각이 들었다. 그래서 지침에 충실하게 찬성 또는 반대가 곤란한 경우를 투자위원회의 의결로 확인하는 것이 옳다고

³⁰⁷ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록” 2015. 7. 10., R-201, 제14-15면.

³⁰⁸ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록” 2015. 7. 10., R-201, 제3면 (강조추가).

생각하여 준법감시인의 검토를 거쳐 소관부서의 의견을 주문에 기재하지 않고 투자위원회 위원들에게 5가지의 다양한 결론 중 하나를 선택하게 하는 표결 방식을 채택하게 되었다.³⁰⁹

155. 2015년 7월 10일자 투자위원회 회의에서 다른 참가자들이 추가로 언급한 내용은 ██████ 실장이 이해하고 있는 바와 일맥상통합니다. 예컨대, 당시 국민연금기금운용본부 준법감시실에서 변호사로 근무했던 ██████ 전임운용역은 회의에서 “4가지 중 단 한가지도 7표 이상 득표하지 못하면 판단이 곤란한 것으로 전문위원회로 부의되어야 한다”라고 확인한 바 있습니다.³¹⁰ 나아가, 회의록의 기록에 따르면, ██████ 본부장은 “투표 결과 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 사안으로 간주될 경우, 의결권 행사 전문위원회에 부의하도록 하겠다”라고 언급하였습니다.³¹¹
156. 서울고등법원은 해당 절차가 의결권행사지침의 요건을 정확하게 반영하고 있음을 명확히 인정하고 있습니다. 본건 합병 이후 일부 삼성물산 주주들이 제기한 민사소송에서, 서울고등법원은 다음과 같이 판단하였습니다:

국민연금기금의 의결권행사지침에 의하면, 원칙적으로 주식 의결권은 기금운용본부 내 투자위원회에서 심의·의결하도록 되어 있고, 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건에 관하여 재량적으로 전문위원회에 요청할 수 있는바, ‘기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건’인지 여부에 대한 판단을 투자위원회 관련 업무를 담당하는 소관부서(운용전략실) 조직원 일부가 정하는 것이 아니라

³⁰⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제44면 (강조추가).

³¹⁰ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록” 2015. 7. 10., R- 201, 제14면.

³¹¹ 국민연금기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록” 2015. 7. 10., R- 201, 제15면.

투자위원회에서 정하는 것이 위 지침을 보다 명확하게 따르는
것이라고 보이고...³¹²

157. 마지막으로, 메이슨이 인용하고 있는 형사사건들 또한 국민연금 관계자들이 본건 합병에서 채택한 절차가 보건복지부의 압박으로 인한 것이 아니라, “선례 없는 중요사안”에 관한 국민연금의 절차 관련 지침을 보다 면밀히 준수하기 위한 것임을 인정하고 있습니다.³¹³ 예컨대, [] 장관/ [] 본부장 사건에서 서울고등법원은 아래와 같이 판시하였습니다:

[](당시 국민연금투자위원회 운용전략실 실장), [](당시 책임투자팀 팀장)이 피고인 []의 지시를 받은 보건복지부 공무원들의 압력으로 인하여 전문위원회 부의를 막기 위하여 오픈식 표결 방식을 채택하였다기보다는 이 사건 합병 안건이 기존의 선례가 없고 중요한 사항이라는 특성을 고려하여 의결권행사지침의 규정에 보다 충실하기 위하여 오픈식 표결 방식을 고안한 것으로 보이므로, 오픈식 표결 방식의 채택이 [피고인 []]의 직권남용 행위로 인한 것으로 보기 어렵다.³¹⁴

158. 절차적 측면에서도, 법원은 오픈식 표결 방식은 선택지들 중 어느 것도 7표 이상 득표하지 못하는 경우 해당 안건이 전문위원회로 부의되도록 하기 때문에 이러한 오픈식 표결 방식이 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하는 쪽으로 쏠리게 할 우려도 없다고 판시하였습니다:

위 표결지는 찬성, 반대, 중립, 기권 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 표결기권이 과반수로 나오면 안건을 [전문]위원회에

³¹² 서울중앙지방법원 2017.10.19. 선고 2016가합510827판결 (합병무효의 소), R-242, 제38면 (강조추가).

³¹³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R- 243, 제45면.

³¹⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R- 243, 제45면.

부익하는 방식이므로 투자위원회에서 찬성 의결을 이끌어내는데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없다.³¹⁵

D. 투자위원회의 절차가 “침해”되었다는 증거는 없습니다

1. 투자위원회가 고려한 합병비율 분석은 “조작”되지 않았습니다.

159. 메이슨은 투자위원회 위원들이 본건 합병을 승인하도록 유도하기 위하여, [REDACTED] 본부장이 당시 리서치팀 팀장이었던 [REDACTED]를 통하여 적정 합병비율 (두 합병회사들에 대한 공정한 밸류에이션을 반영하는 합병비율)에 대한 국민연금의 계산을 조작하였다고 주장하고 있습니다.³¹⁶ 메이슨은 국민연금이 적정 합병비율을 도출한 것과 관련하여 [REDACTED] 장관 또는 기타 한국 관계자가 [REDACTED] 본부장, [REDACTED] 팀장 등에게 지시를 내렸다는 주장은 하지 않고 있습니다(한국 법원의 판시에 비추어 볼 때, 이를 주장할 수도 없습니다).
160. 기업 밸류에이션이라는 복잡한 이슈를 포함하고 있으므로, 적정 합병비율에 대한 계산은 본질적으로 까다로우며 명확하지 않습니다. 2015년 6월말부터 투자위원회가 2015년 7월 10일 소집된 시점까지 기금운용본부의 리서치팀은 제일모직/삼성물산에 대한 적정 밸류에이션 계산에 대한 보고서를 세차례 작성하였습니다.³¹⁷ 각 보고서에는 기금운용본부 리서치팀에서 자체적으로 계산한 “적정 합병비율”이 포함되어 있었습니다. 3개 보고서의 내용은 실질적으로 동일합니다만, 적정 합병비율에 대한 계산은 다음과 같이 일치하지 않았습니다.
- a) 2015년 6월 30일자 1차 계산에 따른 합병비율의 범위는 1:0.46 내지 1:0.89이었으며, 합병비율 중간값은 1:0.64이었습니다. 이 수치는 각

³¹⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제20면.

³¹⁶ 수정 청구서면, 제91항.

³¹⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제55면. 제일모직 및 삼성물산에 대한 리서치팀의 밸류에이션은 기금운용본부 책임투자팀이 작성한 합병 분석 보고서에 포함되어 있었습니다. 해당 합병 분석 보고서의 최종본에는 본건 합병의 조건, 본건 합병비율 및 시너지 관련 긍정적·부정적 견해, 시장가격의 움직임, 본건 합병이 국민연금 포트폴리오에 미치는 영향 및 엘리엇의 주장이 기재되어 있었으며, 이는 2015. 7. 10.자 투자위원회에 제공되었습니다. 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-202 참조.

회사의 주식 가치(제일모직 1주당 125,422원 및 삼성물산 1주당 80,037원)를 비교하여 계산한 것이며,

- b) 동일한 방법을 사용한 2015년 7월 6일자 2차 계산에 따른 적정 비율은 1:0.39(제일모직 1주당 185,951원 및 삼성물산 1주당 73,416원)이었으며,
- c) 2015년 7월 10일자 3차 계산에 따르면 적정 합병비율은 1:0.46(제일모직 1주당 159,348원 및 삼성물산 1주당 69,677원)이었습니다.³¹⁸

161. 메이슨은 기금운용본부 리서치팀이 수행한 삼성물산 및 제일모직에 대한 밸류에이션 및 그에 따라 도출된 적절한 합병비율이 자의적이었다고 주장하고 있습니다.³¹⁹ 특히, 메이슨은 2차 계산이 삼성물산-제일모직 합병에서 제안된 본건 합병비율을 반영하도록 ██████████ 본부장의 지시에 따라 “조작”된 것이라고 주장하고 있습니다.³²⁰ 하지만, 이는 리서치팀의 계산이 청구인이 주장하는 보건복지부 또는 청와대의 압력이 있었던 “2015년 6월 말”(메이슨측 주장 및 타임라인에 따름) 전에 국민연금이 수집한 데이터와 전반적으로 일치하였다는 사실에 반하는 것입니다.³²¹
162. 청구인이 주장하는 어떠한 한국의 행위가 있기도 전인 2015년 2월 13일 및 2015년 6월 26일에 국민연금은 삼성물산에 관한 포괄적인 내부 보고서들을 작성한 바 있습니다.³²² 해당 문서들에는 특히 외국법인이 소유한 주식 비율, 밸류에이션 및 공정가격, 투자위험, 수익예측, 손익계산서 및 현금흐름에 관한 정보가 포함되어 있었습니다.³²³ 또한, 국민연금은 2015년 3월 30일 및 2015년 6월 29일 제일모직에

³¹⁸ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제21면.

³¹⁹ 수정 청구서면, 제91항.

³²⁰ 수정 청구서면, 제91항.

³²¹ 수정 청구서면, 제79항.

³²² 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 2. 13., R-108, 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 26., R-170. 해당 보고서들의 정확한 목적은 알려져 있지 않지만, 펀드 매니저로서, 국민연금 전문가들이 투자 목적으로 애널리스트 보고서와 유사한 자세한 밸류에이션 보고서를 작성하는 것은 특별한 일은 아닙니다.

³²³ 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 2. 13., R-108, 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 26., R-170, 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 3. 30., R-109, 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 29., R-172.

관해서도 동일한 종류의 보고서를 작성하였습니다.³²⁴ 국민연금의 내부 보고서에 기록된 바와 같이, 2015년 2월 13일 및 2015년 6월 26일 국민연금이 분석한 삼성물산에 대한 [REDACTED]는 동일하였으며, [REDACTED] 주가는 [REDACTED]원이었습니다.³²⁵ 제일모직의 경우에도 2015년 3월 30일자 결과와 2015년 6월 29일자 결과는 동일하였으며, 두 밸류에이션에서 제일모직의 공정 주가는 [REDACTED]원이었습니다.³²⁶ 아래 표 4와 같이, 해당 공정 가격을 토대로 계산한 합병비율은 2015년 7월 6일자 2차 계산 결과와 상당히 근접합니다.

	청구인이 주장하는 보건복지부 또는 청와대의 압력이 있기 전	1차 계산 (2015. 6. 30.)	2차 계산 (2015. 7. 6.)	투자위원회에 제공된 3차 계산 (2015. 7. 10.)
제일모직	[REDACTED]	125,422	185,951	150,348
삼성물산	[REDACTED]	80,037	73,416	69,677
적정 합병비율	1:0.41	1:0.64	1:0.39	1:0.46

표 4. 국민연금 내부 분석에서 산정된 적정 합병비율.

163. 실제로, 표 4에서 보시는 바와 같이, (메이슨이 조작되었다고 주장하는) 기금운용본부 리서치팀의 2015년 7월 6일자 2차 계산은 본건 합병 발표 전 2월과 3월의 국민연금 기존 내부 밸류에이션 모델에 가장 근접하였습니다.

³²⁴ 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 3. 30., R-109, 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 29., R-172.

³²⁵ 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 2. 13., R-108, 삼성물산 (A000830)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 26., R-170.

³²⁶ 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 3. 30., R-109, 제일모직 (A028260)에 관한 국민연금 보고서, 2015. 6. 29., R-172.

164. 한국 법원이 인정한 바와 같이, 기업평가라는 복잡한 사안이 관련됨에 따라, 합병비율 계산이 정확할 수 없음은 경험상 잘 알려져 있습니다.³²⁷ 실무상, 적정 합병비율을 산정함에 있어 애널리스트별로 다른 방법을 적용하며, 여기에는 밸류에이션을 수행하는 자의 주관적인 판단이 반영됩니다. 메이슨이 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 과도하게 불리하였다고 주장하기 위해 그 의견을 인용하고 있는 ISS³²⁸마저도 실제로 2015년 7월 3일 1차 보고서 발표 이후 본건 합병의 적정 비율 계산을 변경한 바 있습니다. ISS가 처음 제시한 적정 합병비율은 제일모직 1주에 삼성물산 0.95주 (결과적으로 합병비율은 1:0.95가 됨)였습니다.³²⁹ 불과 6일 후인 2015년 7월 9일에 ISS는 그 수치를 1:1.21로 변경하였습니다.³³⁰ KPMG도 합병비율 (1:0.41)을 계산하였으며, 이는 본건 합병이 이루어진 본건 합병비율 (1:0.35)에 매우 근접하였습니다만, 국민연금이 계산하여 투자위원회에 제공된 비율 (1:0.46)에 비해 삼성물산 주주들에게 훨씬 불리한 것이었습니다.³³¹
165. 메이슨은 기금운용본부가 적정 합병비율을 (i) 삼성물산 및 그 계열사들에 대한 밸류에이션에 대한 할인율 및 (ii) 제일모직의 자회사 중 하나인 삼성바이오로직스에 대한 밸류에이션 등 두 가지 변수를 자의적으로 적용함으로써 조작하였다고 주장하고 있습니다.³³² 다시금, 기록상의 증거를 살펴 보면 메이슨의 주장은 허위임을 알 수 있습니다.
166. 첫 번째 변수의 경우, 2차 계산에서 삼성물산이 보유한 상장 계열사들의 주식 밸류에이션과 관련하여, 증거에 따르면 기금운용본부는 [REDACTED]

³²⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 64-65면 (적정 합병비율 산정의 주관성 및 낮은 신뢰도를 인정하고, 합병비율 산정에 따라 달라지는 본건 합병의 결과에 따른 국민연금의 손해 주장을 배척함).

³²⁸ 수정 청구서면, 제85항, ISS Special Situations Research, 삼성물산 (KNX:000830): 제일모직과의 합병안 분석, 2015. 7. 3., C-9 참조.

³²⁹ ISS Special Situations Research, 삼성물산 (KNX:000830): 제일모직과의 합병안 분석, 2015. 7. 3., C-9, 제2면.

³³⁰ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., R-202, 제44면, 제48면 (“최초보고서 합병비율 1:0.95를 삼성생명, 삼성바이오 가치수정으로 정정(7.9)”).

³³¹ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., R-202, 제18면.

³³² 수정 청구서면, 제91-92항.

삼성물산을 [redacted]로 취급해야 한다고 판단하였습니다.³³³ 이를 토대로, 기금운용본부는 국내 다른 지주회사들의 경우를 참고하여 41%의 계열사 할인율 (affiliate-company discount rate)을 적용하였으며, 이는 해당 주식의 밸류에이션에 있어서 시장에 의해 적용된 할인율의 범위를 벗어나지 않습니다.³³⁴

167. 두 번째 변수와 관련하여, 메이슨은 국민연금이 삼성바이오로직스에 대해 과장된 밸류에이션을 채택하였으며, 그 결과 투자위원회가 합병비율을 왜곡되게 판단하기에 이르렀다고 합니다.³³⁵ 이는 결코 사실이 아닙니다. 다시 말씀드리지만, 국민연금의 밸류에이션은 당시 애널리스트들의 밸류에이션과 일치하였습니다.³³⁶ 오히려, 국민연금은 삼성바이오로직스를 저평가하였습니다. 기금운용본부는 당초 2차 계산에서 삼성바이오로직스의 가치를 11.6조원으로 평가하였지만, 추후 해당 밸류에이션을 하향 조정하였습니다 (따라서, 적정 합병비율 평가는 제일모직

³³³ 본건 합병 관련 정보가 포함된 “참고용”이라는 제목의 국민연금 서류, 2015. 7. 8., **R-193**, 제9면, 제15면, 제36면, 제49면, 제55면, 기금운용본부 리서치팀 (주식운용실), “삼성물산-제일모직 합병분석 보고,” 2015. 6. 2., **R-136**, 제2-3면.

³³⁴ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., **R-202**, 제30면 (“삼성물산이 보유하고 있는 삼성전자 등 상장주식은 할인율 (41%, 투자자산 비중 높은 기업의 평균할인율)을 적용”). 한국 지주회사들에 적용되는 할인율은 60%까지 가능하며, 투자 공동체는 경험적으로 종종 30~40%를 적용하기도 합니다. WS Jang, 한국 지주회사들은 왜 순자산가치를 급격하게 할인하여 거래하는가?, 4 CASE STUDIES BUSINESS AND MANAGEMENT 77 (2017), **R-42**, 제1면 참조. 실제로, 한화투자증권이 발행한 분석보고서는 다른 지주회사들과 마찬가지로 본건 합병에 따른 신설 법인에 대한 평가에 있어 50% 계열사 할인율을 적용하였습니다. 한화투자증권, “제일모직 및 삼성물산의 합병: 소수주주를 위한 투자전략 제안,” 2015. 6. 15., **R-150**, 제1면 참조.

³³⁵ 수정 청구서면, 제92항.

³³⁶ NH 투자증권 보고서 발췌, 2015. 7. 2., **R-185**, 제1면 (제일모직의 결합된 바이오시밀러 제약 사업 (삼성바이오로직스에 대한 44% 지분 포함)을 14조원 (약 미화 124억 달러)으로 평가하며, “바이오 사업에 대한 낙관적 예상으로 회사 주식은 계속하여 밸류에이션 프리미엄을 보장할 것으로 보임 ([s]upported by the upbeat expectations towards its bio business, we believe that the firm’s shares will continue to warrant a valuation premium)”)이라고 기재함), Citi 보고서 발췌, 2015. 7. 2., **R-186**, 제1-2면 (삼성바이오로직스의 위탁생산조직 및 삼성 바이오에피스 지배지분을 통해 삼성바이오로직스의 가치를 보여줌 (삼성 바이오에피스 지배지분에 대한 지배 프리미엄을 제외하고, 바이오로직스의 가치를 6.894조원 (약 미화 61억 달러) 내지 7.894조원 (약 미화 70억 달러)로 평가함)). 신한 보고서 발췌, 2015. 7. 2., **R-187**, 제4면 (삼성바이오로직스의 장래 수익에 대한 낙관적 예측을 언급함), Dow 보고서, **RER-4**, 제98항, 표 4 (삼성바이오로직스에 대한 다양한 애널리스트 의견을 보여줌) 참조.

주주들에게 불리하고 삼성물산 주주들에게 유리하도록 수정되었으며, 이는 본건 중재에서 메이슨이 주장하는 바와 배치됩니다).³³⁷

168. 결국, 한국 법원들이 인정한 바와 같이, 국민연금이 지속적으로 적정 합병비율 계산을 수정하였다는 사실은 조작행위의 존재를 입증하여 주지 않으며, 오히려 밸류에이션이 변수 조정에 민감하다는 일반적인 사실을 보여줍니다.³³⁸

2. 투자위원회가 판단한 본건 합병의 광범위한 시너지 효과는 조작된 것이 아니며 “완전히 자의적”인 것도 아니었습니다

169. 메이슨은 기금운용본부 리서치팀이 투자위원회에 제공한 본건 합병의 잠재적 시너지 효과가 ██████████ 장관의 지시에 따라 조작되었으며 “완전히 자의적”인 것이었다고 주장하고 있습니다.³³⁹ 우선, 이 주장은 한국 법원의 판시를 곡해한 것입니다. ██████████ 장관 또는 기타 한국 공무원이 국민연금 직원으로 하여금 본건

³³⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제22면. 당시 삼성바이오로직스에 대한 밸류에이션의 차이는 관련 서류에 잘 나타나 있습니다. 12개의 증권회사가 평가한 삼성바이오로직스의 지분가치 범위는 2015년 5월 26일 본건 합병에 대한 공식 발표가 있기 전에는 1.5조원 내지 19.3조원 (약 미화 13억 달러 내지 미화 163억 달러)이었습니다. 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., R-202, 제26면 참조. 본건 합병 발표 후, 투자위원회가 표결 전에 알고 있었던 바와 같이, 해당 밸류에이션 범위는 5.9조원 내지 36조원 (약 미화 50억 달러 내지 미화 304억 달러)으로 낮아졌습니다. 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., R-202, 제26면 참조. 삼정회계법인은 8.564조원 (약 미화 76.4억 달러)으로 계산하였으며, 한화투자증권은 8조원 (약 미화 73.2억 달러)의 수치를 제시하였으며, Citi는 삼성바이오로직스의 가치를 6.894조원 내지 7.894조원 (약 미화 61-70억 달러)로 계산하였으며, ISS는 1.52조원 (약 미화 13억 달러)로 계산하였습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-242, 제43면, 한화투자증권, “제일모직 및 삼성물산의 합병: 소수주주를 위한 투자전략 제안,” 2015. 6. 15., R-150, Citi 보고서 발췌, 2015. 7. 2., R-186, 제2면 참조.

³³⁸ 실제로, (본건 합병 여파로 일부 삼성물산 주주들이 개시한 민사소송에서) 서울중앙지방법원이 인정한 바와 같이, (법정 공식이 적용되지 않은) 합병비율을 확실하게 정할 수 없으므로, 본건 합병에 대한 국민연금의 결정이 단순히 내부 합병비율 계산이 법정으로 정해진 본건 합병비율 또는 의결권자문기관의 자문과 다르다고 하여 배임행위로 해석할 수 없습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-242, 제37-38면 (“산정기관마다 합병비율을 산정하는 데 적용하는 방법이 다르고, 자회사의 지분가치 판단에도 판단자의 주관이 상당히 개입하며 . . . 이 사건 합병만 하더라도 합병비율과 관련하여 산정기관에 따라 최소 1 (제일모직): 0.31 (삼성물산)부터 최대 1 : 0.95까지 그 폭이 매우 넓었다. . . 내부 산정결과가 이 사건 합병비율을 상회하였다거나 의결권자문기관과 달리 판단하였다고 하여 ‘찬성’ 결의가 배임적인 것이라고 단정할 수 없다.”) 참조.

³³⁹ 수정 청구서면, 제94-95항, 제99항.

합병의 잠재적 시너지 효과를 “조작”하도록 지시하였다는 증거는 없습니다.³⁴⁰ 서울중앙지방법원 및 서울고등법원은 예상 시너지 산출은 국민연금 [REDACTED] 본부장이 단독으로 지시한 것으로 판단하였습니다.³⁴¹

170. 메이슨에 따르면 본건 합병에 따른 잠재적 시너지 효과는 국민연금 리서치팀 팀장 [REDACTED]가 작성하여 2015년 7월 10일 투자위원회에 제공한 추정자료에서 찾을 수 있습니다. 메이슨은 해당 추정자료는 국민연금이 본건 합병으로 입을 것으로 예상되는 손실을 구체적으로 참고하여 역계산(reverse-engineered)된 것이었습니다.³⁴²
171. 기금운용본부의 시너지 산정에 대한 메이슨의 설명은 오해의 소지가 있습니다. 리서치팀은 본건 합병으로 초래되는 국민연금의 예상 단기 손실을 추정한 후, “민감도 분석”을 수행하여 다양한 합병 후 삼성물산의 매출증가율을 적용하는 경우 산출되는 시너지 값을 산정하였습니다.³⁴³ 해당 절차에서 명백하게 자의적인 것은 존재하지 않습니다. [REDACTED] 팀장의 팀은 궁극적으로 본건 합병이 10년에 걸쳐 합병 후 삼성물산에 2.1조원(미화 18.9억 달러)의 가치 증대를 초래할 것이며, 국민연금이 합병 후 삼성물산에 대한 국민연금의 지분에 비례하여 그 일부를 누리게 될 것으로 예측하였습니다.³⁴⁴ 현재까지 한국 법원들은 [REDACTED]가 충분한 근거자료 없이, 합병 후 삼성물산의 매출액, 영업이익 및 순이익이 매년 10% 증가할 것이라는 가정에 의존하여 해당 추정치를 계산하였다고 판단하였습니다.³⁴⁵ 또한, 한국 법원들은

³⁴⁰ 메이슨은 [REDACTED] 장관의 “직접적인 지시”에 따라 기금운용본부 리서치팀장 [REDACTED]가 본건 합병의 시너지 효과를 조작하였다는 주장을 하기 위하여 [REDACTED] / [REDACTED] 형사재판에서의 서울고등법원 판결을 인용하고 있습니다. 수정 청구서면, 제94항 각주 152, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제36면 인용 참조.

³⁴¹ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183 판결(병합), 2017. 6. 8., (CLA-13 수정 번역본), R-237, 제2면, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제36면 참조. 두 사건에서 [REDACTED] 본부장은 모두 “피고인 B”에 해당합니다.

³⁴² 수정 청구서면, 제95항.

³⁴³ 예컨대, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA- 14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제54면 참조.

³⁴⁴ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183 (병합) 판결, (CLA-13 수정 번역본), R-237, 제2면.

³⁴⁵ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183 (병합) 판결, (CLA-13 수정 번역본), R-237, 제2면, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제24면. 2015.

■가 그러한 가정을 채택함에 있어 국민연금의 본건 합병 후 삼성물산의 지분으로 야기될 것으로 당초 예상한 국민연금의 1,388 억원 (미화 1.2 억 달러) 손실을 상쇄시키고자 하였다고 판단하였습니다.³⁴⁶ 두 사건은 모두 항소심이 진행 중인 바, 한국은 해당 판단의 정확성에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다.

172. 메이슨은 ■의 추정치에만 중점을 두어 투자위원회에 실제 제공되어 투자위원회가 분석한 시너지 효과를 지나치게 과소평가하고 있습니다. (합병회사의 매출 및 영업이익에만 중점을 둔) 해당 시너지 추정치 외에도, 투자위원회는 본건 합병에 따른 잠재적인 여러 추가 시너지 효과에 대한 자료를 별도로 제공받았습니다. 메이슨은 이러한 시너지 효과가 “조작”되었거나 달리 증거 기반이 부족하다는 주장은 하고 있지 않습니다. 특히,

- a) 삼성그룹의 지주회사 전환이 국민연금이 보유한 광범위한 삼성그룹사 지분 및 국내 경제에 미치는 긍정적인 간접효과,³⁴⁷
- b) 삼성물산의 식품가공 자회사 웰스토리의 시장 접근 확대 또는 중국 패션 시장에서 제일모직의 섬유산업 홍보를 위한 삼성물산의 네트워크 이용

5. 26. 본건 합병 발표 이후부터 기금운용본부 리서치팀은 증권회사, 의결권자문회사 및 삼성의 IR팀의 분석 및 의견을 수령하였습니다. 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., **R-201**, 제7-8면, 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015. 7. 10., **R-202**, 제19-21면, 제26면, 제44-46면, 제48면 참조. 이러한 맥락에서 ■는 10년간 연도별 10%의 매출 및 수익 증대가 가능하다고 예상하였습니다.

³⁴⁶ 서울중앙지방법원. 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183 판결 (병합), 2017. 6. 8., (**CLA-13** 수정 및 추가 번역본), **R-237**, 2면, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제34면. 국민연금은 제일모직과 삼성물산이 1:0.35의 법정 합병비율에 따라 합병할 경우, 합병 후 삼성물산에 대한 6.727% 지분을 보유할 것임을 인식하였습니다. 반면, 기금운용본부 리서치팀이 도출하여 2015년 7월 10일 투자위원회에 제공한 “적정 합병비율”인 1:0.46의 합병비율로 양사가 합병할 경우 합병 후 삼성물산에 대한 국민연금의 지분은 7.172%로 예상되었습니다. 국민연금이 합병 후 삼성물산의 가치를 31.182조원으로 평가한 것을 고려하여, 국민연금은 제일모직과 삼성물산이 1:0.46의 합병비율로 합병할 경우 약 1,388억원 (31.183조 x (7.172 - 6.727) x 0.01 = 1387.59억)의 추가 수익을 얻을 것으로 예상하였습니다. 본건 합병 후 신설 삼성물산에 대한 국민연금의 6.7% 지분을 토대로 예상한 손실이 1,388억원이었으므로, 국민연금은 이러한 추가 수익의 손실을 상쇄하기 위해 국민연금이 회사 차원에서 최소 2.1조 (100% 지분)의 정량화 가능한 시너지 효과가 필요할 것이라는 결론을 내렸습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제23-27면.

³⁴⁷ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., **R-201**, 제11-12면, 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015. 7. 10., **R-202**, 제7면.

등과 같은 전략적 시너지,³⁴⁸

- c) 합병 후 삼성물산이 삼성그룹의 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,³⁴⁹
- d) 빠르게 성장하고 있는 삼성바이오로직스의 최대 주주로 부상하는 합병 후 삼성물산의 이익,³⁵⁰
- e) 본건 합병 발표 후 삼성물산과 제일모직의 급격한 주가 상승(이미 2조의 예상 손실을 극복함)을 가져온 시너지에 대한 시장의 기대.³⁵¹

173. 또한, 메이슨은 국민연금이 투자위원회에 제시한 광범위한 시너지 효과 중 시너지 수치 계량화의 중요성을 과대평가하고 있습니다. 예컨대, 메이슨은 2015년 7월 10일 회의 전 투자위원회가 고려하도록 국민연금이 작성한 상세 분석보고서에 시너지 효과의 잠재적 한계를 다룬 반대주장이 제시되어 있었다는 사실을 간과하고 있습니다. 특히, 해당 보고서는 삼성물산 및 제일모직의 사업 포트폴리오에 구조적 중복이 있을 가능성이 있는지에 대한 의심의 여지가 있음을 보고하였으며, 본건 합병이 이러한 시너지를 달성하는 유일한 방법인지에 대해 의문을 제기하였습니다.³⁵² 또한, 해당 보고서에는 본건 합병 시너지에 대한 의문을 제기한 ISS 및 한국기업지배구조원의 의견도 포함되어 있었습니다. 예컨대, “경영진이 제시하고 있는 합병시너지와 합병이후 매출 및 수익 예상치가 구체적이지 않고 과도하게 낙관적”이라는 ISS 분석의 발췌문도 포함되어 있습니다.³⁵³

³⁴⁸ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., R-201, 제11면.

³⁴⁹ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., R-201, 제12면.

³⁵⁰ 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015. 7. 10., R-202, 제11면.

³⁵¹ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., R-201, 제11면 (“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.”).

³⁵² 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015. 7. 10., R-202, 제12면.

³⁵³ 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015. 7. 10., R-202, 제19면.

174. 결과적으로, 투자위원회가 리서치팀이 제공한 시너지 계산을 비판적인 견지에서 여러 다른 데이터 중의 하나로 간주하였으며, 반드시 이에 의존하지만은 않았다는 점을 여러 증거들이 보여주고 있습니다. 2015년 7월 10일자 회의록에 반영되어 있는 바와 같이, 국민연금투자위원회 위원들은 리서치팀이 제시한 수치를 단순하게 받아들이지 않았으며 오히려 이를 “너무 낙관적”이라고 이의를 제기하였습니다.³⁵⁴ 위원들은 본건 합병의 향후 시너지 예측을 토대로 한 장래의 가치 평가를 “특정하기 어렵거나 검증이 곤란”하다고 지적하였습니다.³⁵⁵ 즉, 회의록은 투자위원회가 리서치팀에서 제공한 시너지 효과에 관한 정보의 약점 및 한계를 완전하게 인지하고 이에 따라 판단하여 표결하였음을 시사하고 있습니다.

3. [REDACTED] 본부장이 3 명의 투자위원회 위원을 선임한 것은 국민연금 절차에 부합한 것이었으며 위원회를 “장악”하려는 시도가 아니었습니다

175. 메이슨은 [REDACTED] 본부장이 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하도록 하기 위한 노력의 일환으로 투자위원회 회의 전 투자위원회 (12 명의 위원들 중) 비상임 위원 3 명을 선제적으로 선임하였다고 주장하고 있습니다.³⁵⁶

176. (메이슨이 원용한다고 주장하는) 서울고등법원의 판단에 따르면 [REDACTED] 본부장이 부적절한 행위를 하였다는 메이슨의 주장은 이유가 없습니다. 서울고등법원이 판단한 바와 같이, 국민연금기금 운용규정 제 7조 제 1 항 및 관련 시행규칙에 따르면, 투자위원회는 8 명의 상임위원(실장) 및 국민연금 본부장이 선임하는 3 명 이내의 비상임 위원(팀장)으로 구성되며, 본부장은 투자위원회의 12 번째이자 마지막 위원이 됩니다.³⁵⁷ 본부장이 지명할 수 있는 팀장급 위원은 운용전략실 내 팀장으로

³⁵⁴ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., R-201, 제12면.

³⁵⁵ 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., R-201, 제11면 (“합병 시너지에 대한 향후 전망을 근거로 미래가치를 현재 시점에서 긍정적이라 평가하는 것은 한계가 있음. 특정하기 어렵거나 검증이 곤란함.”).

³⁵⁶ 수정 청구서면, 제96항.

³⁵⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제20면.

제한되지 않습니다.³⁵⁸ 법원은 3 명의 비상임 위원을 선임함에 있어 [] 본부장이 [] (당시 기금운용본부 운용전략실장)의 건의에 따랐으며, 관련 규정을 보다 엄격하게 준수하기 위하여 그와 같이 하였다고 설명하였습니다.

종전에는 피고인 [] (B)이 투자위원회 개최 직전에 운용전략실로부터 투자위원회 위원 지명안을 받으면 이를 그대로 결재하는 방식으로 투자위원회 위원 지명이 이루어져 왔고, 이에 따라 운용전략실 내 팀장들이 주로 지명되었다. . . . []는 이 사건 합병 안건의 중요성을 감안하여 최대한 규정에 따르도록 한다는 차원에서 피고인 []에게 직접 투자위원회 위원을 지명하는 것이 좋다고 건의하며 위원 지명을 위한 결재를 올렸다.³⁵⁹

177. 메이슨 또는 다른 누구도 투자위원회 구성과 관련하여 []의 부정행위를 주장한 바가 없습니다. 오히려 서울고등법원은 [] 본부장이 선임한 위원들이 “이 사건 합병 안건의 심의에 관한 전문성”을 갖추었다고 판단하였습니다.³⁶⁰
178. 결국, [] 본부장이 “[합병을 승인하는 방향으로] 투표할 것이라 믿을 수 있는 인원들로 투자위원회를 구성하였다”³⁶¹는 메이슨의 주장과 달리, 법원은 [] 본부장이 본부장으로서의 임무를 위배하여 [] (당시 기금운용본부 리스크관리팀장)과 [](당시 기금운용본부 패시브팀장)를 지명하였다고 판단하지 않았습니다.³⁶² 특별검사가 [] 본부장이 투자위원회의 세 번째 비상임

³⁵⁸ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, **CLA-14** 수정 및 추가 번역본, **R-243**, 제20면.

³⁵⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제20면.

³⁶⁰ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제58면.

³⁶¹ 수정 청구서면, 제96항.

³⁶² 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제58-59면. 특별검사는 [] 본부장이 본건 합병의 승인을 촉진하기 위하여 자신과 개인적으로 친분이 있던 2명의 투자위원회 위원을 선임하였다고 주장하였습니다. [] 본부장이 당시 운용전략실 산하 투자전략팀 팀장이었던 []을 세 번째 투자위원으로 선임한 것은 특별검사가 제기한 혐의 대상에 포함되지 않았습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제57면.

위원 [REDACTED] (투자전략팀장)을 선임한 것에 대해서는 부정행위가 있었다는 주장을 하지 않았으므로, 법원은 이에 대해서는 어떠한 의견도 제시하지 않았습니다.

179. 무엇보다도 3 명의 비상임 투자위원의 투표 기록은 [REDACTED] 본부장이 투자위원회를 구성하고자 하였다는 메이슨측 주장이 허위임을 보여줍니다. [REDACTED] 팀장과 [REDACTED] 팀장은 본건 합병에 찬성 표결한 반면, 세 번째 비상임 위원인 [REDACTED] 팀장은 국민연금을 위해 본건 합병에 대해 “중립”(찬성이 아님)으로 표결하였습니다. [REDACTED] 팀장과 [REDACTED] 팀장에 대해서도 서울고등법원은 “[REDACTED]와 [REDACTED]이 피고인 [REDACTED] 본부장]과의 친분으로 인하여 이 사건 합병 안건을 찬성 표결하였다고 볼 만한 증거가 없다”고 판단하였습니다.³⁶³

4. [REDACTED] 본부장은 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 “압력을 행사”하지 않았습니다

180. 메이슨은 [REDACTED] 본부장이 5 명의 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 압력을 행사하였다고 주장하고 있습니다.³⁶⁴ 하지만, 증거를 통해 알 수 있는 것은 [REDACTED] 본부장이 일부 국민연금 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 대해 개인적인 찬성 의견을 표명하였다는 것뿐입니다.³⁶⁵ 따라서, [REDACTED] 본부장은 [REDACTED] 과 [REDACTED] 에게 자신의 견해를 공유하였으며 이들 각각에게 “이 사건 합병에 대해 긍정적으로 검토”해 달라고 요청하였습니다.”³⁶⁶ 한편, 7 월 10 일 투자위원회 회의 정회 중에 [REDACTED] 본부장은 (위원들 중 2 명인) [REDACTED] 과 [REDACTED] 에게 “합병을

³⁶³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제58면.

³⁶⁴ 수정 청구서면, 제97항.

³⁶⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제25-26면.

³⁶⁶ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제25-26면 (“[REDACTED] (AZ)은 수사기관에서, “[REDACTED] (피고인 B)]이 2015. 7. 1.~3.경 자신에게 “이 사건 합병에 대해 찬성을 안 해주면 언론에서 나오듯이 국부 유출 비난을 받을 수 있다. 합병을 긍정적으로 검토할 수 있지 않겠느냐”고 하였다’고 진술하였고, [REDACTED] (BA)은 수사기관에서 “[REDACTED] (피고인 B)]이 2015. 7. 8.경 “이 사건 합병에 대해서 어떻게 생각하느냐. 찬성 쪽으로 가야 하는 거 아니냐. 배임의 소지가 없도록 준법감시인에게 알아볼 테니 긍정적으로 검토해보는 것이 좋겠다”고 하였다”라고 진술하였다.”).

긍정적으로 검토”할 것을 요청하였으며, 나아가 또다른 2 명의 위원들인 [REDACTED] 과 [REDACTED]에게 “잘 결정해 주면” 좋겠다고 말하였습니다.³⁶⁷

181. 즉, 기록에 따르면 5 명의 위원들에게 압력을 행사한 노력이 있었다거나 국민연금 투자위원회의 최종 결정이 이러한 접촉으로 인해 영향을 받았다고 보기는 어렵습니다. [REDACTED] 장관/[REDACTED] 본부장 형사재판에서 서울고등법원은 위 증거가 [REDACTED] 본부장이 표결을 유도하였다고 결정하기에 충분하다고 판단한 반면, 특별검사는 [REDACTED] 본부장이 다른 투자위원회 위원들에게 강요하였거나 표결 방향에 대해 지시하였다고 주장하지 않았습니다.³⁶⁸ 이와 반대로, 서울중앙지방법원이 판단한 바와 같이, 엘리엇이 국민연금 투자위원회 위원들에게 보낸 서한 및 본건 합병에 대한 대중의 상당한 관심을 감안할 때, [REDACTED] 본부장의 견해가 별다른 영향을 미치기는 어려웠을 것입니다.

2015. 7. 10.자 투자위원회 전부터 엘리엇이 국민연금공단으로 이 사건 합병에 찬성할 경우 찬성한 투자위원들에 대해 배임책임을 물겠다는 공문을 여러 차례 발송하고 그 결정에 관한 언론의 관심도 지대하였는 바, 그와 같은 상황에서 투자위원들이 한 개인의 찬성 유도 행위에 따라 그 의사를 결정하기 보다는 수익이나 주주가치를 보다 고려하였을 것으로 보인다.³⁶⁹

³⁶⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제25면 (“[REDACTED] (피고인 B)]은 수사기관에서 ‘2015. 7. 10. 투자위원회 회의 정회 중에 [REDACTED] (AX)]에게 ‘투자위원회에서 합병에 반대하여 합병이 무산되면 연금을 [이완용 (BB)]으로 몰아세울 것 같다. 잘 결정해 주었으면 좋겠다’라고 말하고, [REDACTED] (BC)]에게도 정회 중에 ‘힘들다. 합병이 무산되면 헤지펀드한테 국부를 팔아먹은 [이완용 (BB)]으로 몰아세우지 않겠느냐. 잘 결정해 주었으면 좋겠다’라고 말하였다. [REDACTED] (P)] 및 [REDACTED] (AZ)]도 휴식시간에 사무실로 불러서 이 사건 합병에 대해 긍정적으로 검토해 달라고 이야기하였다”라고 진술하였다).

³⁶⁸ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제53-54면, 제82-83면.

³⁶⁹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-242, 제43면.

182. 게다가, 설령 메이슨측 주장을 인정하여 ██████ 본부장이 해당 5 명의 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병에 찬성 표결을 하도록 압력을 행사하려고 노력하였다고 보더라도, 그러한 시도는 명백히 실패하였습니다. ██████ 본부장이 지시하였다는 5 명의 위원들 중 2 명만이 본건 합병에 찬성 표결하였으며, 나머지 3 명은 기권하였습니다.³⁷⁰

E. 국민연금이 경제적 관점에서 본건 합병에 찬성 투표할 타당한 이유가 다수 있었음이 기록을 통해 입증되고 있습니다

183. 메이슨은 한국의 “침해” 행위가 없었다면 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 승인하기로 표결할 수 없었을 것이라고 주장합니다. 이 주장은 최소한 두 가지 중요한 점에 있어 사실에 부합하지 않습니다.

184. 첫째, (제일모직이 아니라) 오직 삼성물산의 주주로서 메이슨은 본건 합병이 삼성물산 주주들에 미치는 단기의 예상 경제적 영향에만 집중하였으며, 삼성그룹 전반의 기업구조개편이 가져올 경제적 영향에는 주목하지 않았습니다. 그러나, 국민연금의 입장은 이와는 전적으로 달랐으며, 이는 현재에도 다릅니다.

185. 결정적으로, 본건 합병비율에 대하여 메이슨이 제기한 이의의 맥락에서 보자면, 국민연금은 삼성물산 주식뿐만 아니라 제일모직 주식도 상당 수준 (5.04%) 보유하고 있었습니다.³⁷¹ 이러한 사실 하나만으로도 본건 합병으로 인해 삼성물산에서 제일모직으로의 “가치 이전(value extraction)”이 이루어질 것이라는 메이슨의 주장은 설득력이 떨어지게 됩니다. 또한, 국민연금은 17 개에 달하는 삼성그룹사의 지분을 상당 수준 보유하고 있는 장기 투자자이기도 합니다.³⁷² 국민연금

³⁷⁰ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제25-26면, 제28면 (█████ (“AZ”), ██████ (“P”) 및 ██████ (“BA”)은 기권한 것으로 나타남), 기금운용본부 운용전략실, “2015-30차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-201, 제2면 (동일).

³⁷¹ 2014년 12월 제일모직이 기업공개를 발표하였고 시장은 이 기업공개를 합병 가능성을 향한 하나의 단계로 예상하였습니다. 본 반박서면, 제69항 참조. 그와 같은 입장에서 국민연금은 재차 적극적으로 기업공개에 참여하였습니다. “제일모직 공모 ‘글로벌 큰손’ 총집결” 한국경제, 2014. 12. 4., R-97 참조.

³⁷² 국민연금은 삼성물산과 제일모직 이외에도 삼성전자, 삼성생명보험, 삼성SDS, 삼성화재보험, 삼성SDI, 호텔신라, 삼성카드, 삼성중공업, 삼성증권, 삼성전기, 에스원, 제일기획, 삼성정밀화학, 삼성엔지니어링

187. 당시 많은 증권 애널리스트들은 이와 같이 본건 합병안이 통과될 경우 장기적으로 삼성물산의 주가가 상승할 것으로 예상하면서 본건 합병의 장기적인 긍정적 영향에 대하여 이와 같은 견해를 공유하였습니다. 예를 들어, UBS Securities 는 본건 합병이 성공할 경우 단기적으로 “ [REDACTED] ”하다고 예상했지만 장기적으로 “ [REDACTED] ”으로 내다보았습니다.³⁷⁶ KB 증권은 “ [REDACTED] ” 판단하며 그와 같은 견해를 지지하였습니다.³⁷⁷ 대우증권은 “ [REDACTED] ”될 것을 전망하였고, 미래에셋증권은 “ [REDACTED] ”이라고 예상하였습니다.³⁷⁸

188. 이러한 기록에 따르면 국민연금 역시 한국 재벌기업에 대한 심도 있는 연구와 분석을 바탕으로 본건 합병으로 인해 향후 몇 년간 연속적인 구조개편이 이루어질 것으로 예상하였음을 알 수 있습니다. 2014 년 5 월부터 국민연금은 이미 내부 보고서를 통해 주요 그룹 (삼성, 현대차 및 SK)의 구조개편 가능성을 검토하기 시작하였습니다.³⁷⁹ 이는 가상적인 예상에 그친 것이 아니라 국민연금 투자전략의 핵심이었습니다. 2014 년 7 월 21 일 기준으로, 국민연금은 현대자동차, SK, LG, 롯데, CJ, 신세계, 두산, 금호 아시아나, 한화 등 다른 재벌 기업에도 상당한 투자를 하고 있었습니다.³⁸⁰ 과거 기업 구조개편에 대한 연혁적인 분석을 바탕으로 국민연금 기금운용본부 주식운용실은 구조개편이 일단 완료되면 재벌의 기업가치가 대략 [REDACTED]

³⁷⁶ “참조용”이라는 제목으로 본건 합병에 관한 자료가 포함된 국민연금 서류, 2015. 7. 8., R-193, 제81-82면.

³⁷⁷ “참조용”이라는 제목으로 본건 합병에 관한 자료가 포함된 국민연금 서류, 2015. 7. 8., R-193, 제86면.

³⁷⁸ “참조용”이라는 제목으로 본건 합병에 관한 자료가 포함된 국민연금 서류, 2015. 7. 8., R-193, 제88면, 제90면.

³⁷⁹ 국민연금, 투자운용본부 주식운용실, “주요 그룹 기업구조 개편 가능성 점검”, 2014. 5. 15., R-63. 이 보고서는 본건 합병이 있기 약 1년 전인 2014년 5월에 작성되었습니다.

³⁸⁰ 그 당시 국민연금이 보유하고 있는 각 재벌 그룹의 주식 가치는 0.25조원에서 20.63조원에 이릅니다. “국민연금 주식투자도 재벌기업에 쏠림...5대 그룹에 67%” 연합뉴스, 2014. 7. 23., R-72.

합병의 “적정 합병비율” 또는 시너지 효과에 대한 전망과 같은 주관적 분석이 삼성물산 주주들의 단기적 손실 (한국은 이를 인정하지 않습니다)로 나타난다 하더라도, 양사의 투자자이며 다수의 다른 삼성그룹사들에 상당한 규모의 지분을 보유하고 있는 국민연금의 중장기적 이익과 비교할 때 그와 같은 손실은 미미하다 할 수 있습니다.

* * *

IV. 메이슨은 자신들이 주장하는 한국의 행위에 협정이 적용된다는 것을 입증하지 못하였습니다

191. 메이슨의 청구에 협정이 적용된다는 것을 메이슨측에서 입증해야 한다는 점에 있어서는 논란의 여지가 없습니다.³⁸⁶ 메이슨은 이를 입증하기 위해 수정 청구서면에서 23 면을 할애하였습니다.³⁸⁷ 협정 제 11.1 조는 투자에 관한 장을 정의하고 그 범위와 포함 내용을 다음과 같이 제한하고 있습니다:

1. 이 장은 다음에 관하여 당사국이 채택하거나 유지한 조치에 적용된다:

- (a) 다른 쪽 당사국의 투자자;
- (b) 적용대상투자; 및
- (c) 제11.8조 [이행요건] 및 제11.10조 [투자과 환경]에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자.

...

3. 이 장의 목적상, 당사국이 채택하거나 유지하는 조치라 함은 다음을 말한다:

- (a) 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치; 및

³⁸⁶ 예컨대, *ConocoPhillips v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/07/30, 판정, 2019. 3. 8., **RLA-175**, 제272항 (“주장 (allegation or an assertion)을 하는 자는 이러한 주장을 입증하기 위한 증거를 제출해야 한다. 대부분의 경우 요구되는 증거가 제출되지 않음으로 인하여 중재판정부가 그 주장을 인정하지 않는 경우 손해를 입는 자는 해당 당사자이다.”) 참조.

³⁸⁷ 수정 청구서면, 제102 - 62항.

(b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치.³⁸⁸

192. 메이슨은 그 입증 책임을 다하지 못하였습니다.
193. 첫째, 메이슨이 불법행위라고 주장하고 있는 메이슨의 청구의 근간이 되는 어떠한 행위도 협정의 보호 대상이 되는 한국이 “채택하거나 유지한 조치”를 구성하지 않습니다 (제 IV 장 제 A 절 참조). 협정에 따르면, 주권국의 입법 또는 행정적 규칙 제정 또는 집행 장치 (apparatuses)가 관여된 행위만이 “채택되거나 유지”될 수 있는 “조치”를 구성합니다. 위에서 살펴본 사실관계가 명확히 하고 있는 바와 같이, 메이슨이 문제삼는 행위는 어느 한 상장회사 (삼성물산)의 한 소수주주 (국민연금)에 의한 상행위 (합병을 승인하는 의결권 행사)입니다. 이와 같은 행위나 메이슨이 해당 행위로 이어졌다고 주장하는 어떤 행위도 협정 제 11.1 조 제 1 항의 의미 내에서 한국이 “채택하거나 유지한 조치”에 해당하지 않습니다.
194. 둘째, 중재판정부가 메이슨이 문제 삼는 행위가 협정상 “조치”에 해당한다고 결론 내리더라도 메이슨은 해당 조치가 메이슨 또는 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자에 대한 투자에 “관한” 것인지 여부를 입증해야 합니다 (제 IV 장 제 B 절 참조). 왜냐하면, 제 11.1 조의 범위가 투자자 또는 투자자의 투자에 “관한” 조치로 명시적으로 한정되어 있어 한국의 책임 범위는 제한되기 때문입니다. 즉, 한국은 그 행위에 의해 “별다른 관계가 없거나 그저 결과적으로” 영향을 받는 투자자들에 대해서는 국제법상 책임을 지지 않는다는 의미입니다.
195. 셋째, 메이슨 주장의 핵심은 국민연금의 행위 (본건 합병에 대한 찬성 표결) 및 그 직원의 행위에 의존하고 있습니다. 그러한 이상 메이슨의 청구는 협정의 영역에 포함되지 않습니다. 제 11.1 조 제 3 항에 따르면, 협정은 “(a) 중앙, 지역 또는 지방 정부 및 당국과 (b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치”에만 적용됩니다. 연금을

³⁸⁸ 협정, CLA-23, 제11.1조 (강조추가).

운용하는 법인에 불과한 국민연금은 위에서 정의한 어떤 범주에도 해당하지 않습니다 (제 IV 장 제 C 절 참조).

196. 넷째, 본안에 대한 메이슨의 주장은 메이슨이 국가 행위에서 비롯되었다고 주장하는 손실이 그 자체가 순수하게 상업적인 성격의 주주 의결권 행사에 의해 야기된 것이라는 선결적 사유 (threshold reason) 때문에 전혀 성립될 수 없습니다. “한국이 채택하거나 유지한 조치”에서 비롯된 경우에만 한국이 책임져야 한다는 협정의 요건은 차치하더라도, 일반적인 국제법에 따르면 국가는 정부 권한 (“*puissance publique*”)을 행사한 행위에 대해서만 국제법상 책임질 수 있으며, 주주의 의결권 행사는 이에 해당하지 않습니다 (제 IV 장 제 D 절 참조).

A. 문제되는 국민연금과 한국의 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치”에 해당하지 않습니다

197. 협정에 따르면 메이슨은 본 중재상의 청구가 한국이 “채택하거나 유지한 조치”로부터 야기되었음을 입증하여야 합니다.³⁸⁹
198. 메이슨의 주장은 (있었다고 주장하는) 다음 세 가지 종류의 행위, 즉 (1) 국민연금이 “합병에 찬성 투표를 하도록” ████████ 전 대통령과 청와대 공직자들이 취한 행위, (2) 국민연금이 “합병에 찬성 투표를 하도록” ████████ 장관과 보건복지부 공무원들이 취한 행위 및 (3) “합병에 대한 찬성 표결이 이루어지도록 하고 부패한 책략을 완수할 목적으로” 국민연금 기금운용본부장 ████████ 과 다른 국민연금 직원들이 취한 행위가 협정상 “조치”에 해당한다는 것을 전제로 합니다.³⁹⁰ 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이 이들 중 어떤 행위도 협정상 “조치”를 구성하지 않습니다.

1. 협정상 “조치”의 범위는 입법 또는 행정 규칙의 제정 또는 집행으로 제한됩니다

³⁸⁹ 수정 청구서면, 제113-15항; 협정, **CLA-23**, 제11.1조 제(1)항.

³⁹⁰ 수정 청구서면, 제121항.

199. 협정에서 “조치”는 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행을 포함한다”라고 정의되어 있습니다.³⁹¹ 메이슨은 이 문언은 “조치”의 “광범위하되 제한적으로 열거하지 않는” 정의를 제시한다고 주장합니다.³⁹² 이는 국제법상 조약 해석에 대해 이미 정립된 원칙을 무시하는 것입니다. 조약 해석의 원칙은 조약법에 관한 비엔나협약 (이하 “비엔나협약”)에 성문화되어 있으며, 비엔나협약 제 31 조 제 1 항은 다음과 같이 규정하고 있습니다:

조약은 조약의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 한다.”³⁹³

200. 이러한 해석 원칙을 적용하면 메이슨의 입장이 협정의 조건에 부합하지 않는다는 것이 드러납니다. 메이슨은 협정상의 “조치”가 최소한 “정부 행위”여야 한다는 점에는 이의를 제기하지 않습니다.³⁹⁴ 그러나, 정부 행위라는 맥락에서 보면 “조치”라는 용어의 통상적인 의미는 분명히 제한적입니다. 다수의 사전에 명시된 바와 같이, 그러한 맥락에서 “조치”는 예를 들어 “제안된 입법행위 (proposed legislative act),”³⁹⁵ “제안되거나 채택된 입법적 제정 (legislative enactment proposed or adopted),”³⁹⁶ 또는 “법률안 (legislative bill)”³⁹⁷ 등 행정적, 집행적 또는 입법적인 정부

³⁹¹ 협정, **CLA-23**, 제1.4조.

³⁹² 수정 청구서면, 제116항.

³⁹³ 조약법에 관한 비엔나협약, 1969. 5. 23., **CLA-161**, 제31조 제(1)항 (강조추가).

³⁹⁴ 수정 청구서면, 제117항 (“FTA에서 조치가 사용된 여러 맥락에 비추어 볼 때, 위 용어는 입법부, 행정부, 사법부 및 그 밖의 ‘규제행위’ 등 모든 형태의 ‘정부 행위’를 포함합니다.”) (인용생략).

³⁹⁵ 메리엄-웹스터 사전 (Merriam-Webster Dictionary)은 “조치”를 “제안된 입법행위 (proposed legislative act)”라고 정의합니다. 메리엄-웹스터 사전 (온라인), “조치(Measure)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-329** 참조.

³⁹⁶ 옥스포드 영어사전 (Oxford English Dictionary)은 “조치”를 “제안되거나 채택된 입법적 제정 (legislative enactment proposed or adopted)”이라고 정의합니다. 옥스포드 영어사전 (온라인), “조치(Measure)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-329** 참조.

³⁹⁷ 렉시코 (Lexico, 옥스포드 대학교 온라인 사전)은 “조치”를 “법률안 (legislative bill)”으로 정의합니다. 렉시코 (옥스포드 대학) (온라인), “조치(Measure)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-329** 참조.

절차의 공식적인 결과를 의미합니다. 이러한 형식적 요건이 결여되는 그 어떤 행위도 협정에서 요구하는 “채택되거나 유지되는” 조치가 될 수 없습니다.³⁹⁸

201. “조치”가 “채택 또는 유지”될 수 있어야 한다는 요건은 또한 주권적 규칙 제정이나 집행에 걸맞는 최종적 수준의 국가 의사결정의 존재를 암시합니다. 주권적 규칙 제정 또는 집행은 시행 전에 상당한 심의를 거쳐야 하고, 그 기간 동안 정부의 내부 절차가 민주적인 수정 기능을 수행하게 됩니다.³⁹⁹ 이러한 정부 절차에 따라 국내법 또는 국제법의 잠재적 위반을 피하기 위해 특별히 고안된 방식으로 최종 조치가 변경될 수 있습니다.⁴⁰⁰ 그 과정이 완결되어야 조치가 “채택” 또는 “유지”되며, 그제서야 비로소 해당 조치는 협정에 따른 보호를 받을 수 있습니다. 이러한 점은 협정이 (위임된 권한이 없는) 개인이나 비국가 기관이 아니라 국가의 정부 또는 당국만이 조치를 “채택 또는 유지”할 수 있다고 인정한다는 점에서 더욱 뚜렷하게 나타납니다.⁴⁰¹

202. 메이슨은 “조치”라는 용어에 대한 정의에서 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”을 열거하면서 “포함하다 (include)”라는 용어를 사용하기 때문에 이는 열거적 정의에

³⁹⁸ 다수의 사전을 통해 “채택하다(adopts)”라는 용어가 국가의 규칙제정 기능과 관련된 절차상의 형식주의를 본질적으로 수반한다는 것을 알 수 있습니다. 예컨대, 블랙 법학용어 사전 (Black’s Law Dictionary)은 “채택하다(adopt)”라는 동사를 “헌법, 헌법개정, 법령 또는 조례의 경우에 수락하다, 동의하다 및 시행하다”로 정의하고 있습니다” 참조. 블랙 법학용어 사전(온라인), “채택하다란(What is ADOPT)?”, 2020. 10. 29. 조회, **R-318** (강조추가) 참조. 메리엄-웹스터 사전은 “채택하다”를 예를 들어 “헌법 개정을 채택하다”와 같이 “정식으로 수락하고 시행하다”로 정의하고 있습니다.” 메리엄-웹스터 사전 (온라인), “채택하다(adopt)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-324** 참조. 옥스포드 영어사전은 “채택하다”를 “정식으로 (보고, 제안 또는 결의 등을) 승인 또는 수락하다” 또는 “비준하다”로 정의하고 있습니다. 옥스포드 영어사전 (온라인), “채택하다 (Adopt)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-328** 참조. 마지막으로, 렉시코는 “채택하다 (adopt)”를 예컨대 “위원회는 5-1로 표결하여 제안을 채택하였다”와 같이 “정식으로 승인 또는 수락하다”라고 정의하고 있습니다. 렉시코(옥스포드 대학)(온라인), “채택하다(Adopt)”, 2020. 10. 29. 조회, **R-322** 참조.

³⁹⁹ 하기 제204-07항 참조.

⁴⁰⁰ MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, INVESTMENT DISPUTES UNDER NAFTA: AN ANNOTATED GUIDE TO NAFTA CHAPTER 11 (2006), **RLA-101**, 1101-33면.

⁴⁰¹ 협정, **C-23**, 제11.3조 (“이 장의 목적상, 당사국이 채택하거나 유지하는 조치라 함은 (a) 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치 및 (b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치를 말한다.”) (강조추가)

해당하지 않는다고 주장합니다.⁴⁰² 메이슨은 이 정의가 열거적이지 않다는 점은 자명하다고 주장하면서도, 이 점에 대하여 더 이상 타당한 이유는 제시하지 않습니다. 그러나, 이 맥락에서 “포함하다”라는 용어에는 열거적이지 않다는 것을 의미하는 고유의 어떤 의미도 포함되어 있지 않습니다. 실제로, 메이슨은 “포함하거나 통합하다 (contain 또는 incorporate)”⁴⁰³ 또는 “일부로 포함되거나 구성된다”(comprise or contain as part of a whole)⁴⁰⁴ 라는 통상적인 의미의 “포함하다”라는 용어를 특이하게 해석하고 있습니다. 마찬가지로 협정의 공식 한국어판에서 그에 상응하는 “포함하다”라는 용어는 “통합하거나 함께 넣다 (incorporate or put in together)”라는 의미를 갖습니다.⁴⁰⁵ 협정 당사국들이 “조치”에 대한 다수의 개별 범주를 열거한 것은 국제적인 책임을 야기하는 것으로 알려진 조치들을 폐쇄적으로 정하여 확실하게 하고자 하는 객관적인 의도를 입증하는 것입니다.

203. 설령 “포함하다”라는 단어가 지정된 내용 이상의 용어를 포함하는 것으로 해석된다 하더라도 메이슨이 열거된 정의를 무시하고 임의로 해석할 수는 없습니다. 동종제한의 원칙 (*ejusdem generis and noscitur a sociis*)은 협정 해석의 규칙으로 확고하게 정립되어 있습니다.⁴⁰⁶ 이러한 규칙에 부합하여 “조치”라는 용어는 계약

⁴⁰² 수정 청구서면, 제116항.

⁴⁰³ 옥스포드 영어사전(온라인), “포함하다(include)”의 타동사 정의 (a)항, 2020. 10. 29. 조회, **R-326** 참조.

⁴⁰⁴ 렉시코 (온라인), “포함하다 (include)”의 정의, 2020. 10. 29. 조회, **R-321** 참조. 메리엄-웹스터 사전 (온라인), “포함하다 (include)”의 정의, 2020. 10. 29. 조회, **R-326** (“전체 또는 그룹의 일부로 포함되거나 구성된다”) 참조.

⁴⁰⁵ 표준국어대사전은 “포함하다 (include)”를 “어떤 사물이나 현상 가운데 함께 들어가게 하거나 함께 넣다”로 정의하고 있습니다, **R-334**, 표준국어대사전(온라인), “포함하다,” 2020. 10. 22. 조회, **R-310** 참조.

⁴⁰⁶ Sir Anthony Aust, MODERN TREATY LAW AND PRACTICE (Cambridge University Press 3rd ed. 2013), **RLA-144**, 제221면 (“*Ejusdem generis* ... 특별한 단어를 열거하고 그 후에 일반적인 단어가 뒤따를 때, 일반적인 단어는 특별한 단어가 나타내는 속 (genus) (종류 class)에 의해 제한 받는다.”); Freya Baetens, “Chapter 7: *Ejusdem Generis and Noscitur a Sociis*,” in BETWEEN THE LINES OF THE VIENNA CONVENTION? CANONS AND OTHER PRINCIPLES OF INTERPRETATION IN PUBLIC INTERNATIONAL LAW, (Joseph Klingler, Yuri Parkhomenko, et al. (eds) Kluwer Law International 2018), **RLA-173**, 제133-34면 (“일반적인 단어 또는 문구가 구체적인 목록의 뒤를 따를 때, 일반적인 단어 또는 문구는 나열된 항목과 동일한 종류의 항목만 포함하는 것으로 해석될 것이다.... 동종제한의 원칙 (*ejusdem generis*)의 출현에 바탕을 둔 가능한 이유는 ‘특별히 열거된 항목들 중 포함되어야 할 것이 누락되었을 경우에 대비하여 초안자가 일반적인 단어를 삽입하도록 해야 하기 때문이며, 또 다른 이유는 일반적인 단어가 통상적인 의미를 가지도록 의도된 것이라면 구체적인 열거가 무의미하기 때문이다.’”); LORD MCNAIR, THE LAW OF TREATIES (1986),

당사국들이 열거하기로 선택한 “법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”의 예에 비추어 해석되어야 합니다. 이는 “조치”라는 용어가 형식적이고 공식적인 행위를 예정한다는 것을 알 수 있습니다.

204. 협정의 공식 국문본에서 “조치”라는 문구의 통상적 의미를 보면 이러한 분석이 확실하게 입증됩니다. “Measure” 또는 한국어 “조치”는 “면밀한 조사 후 필요한 조치 (steps)를 취하는 것”을 의미합니다.⁴⁰⁷ 이는 정부 행위와 관련하여 확립된 정부 절차의 최종 결과를 의미합니다. 그 의미는 “채택 또는 유지”라는 한국어 문구로도 뒷받침됩니다. 협정에서 “adopt”에 대한 한국어 “채택하다”는 의견이나 제도를 선택하거나 활용한다는 의미를 갖습니다.⁴⁰⁸ “Maintain”에 상응하는 한국어 “유지하다”는 그대로 보존하거나 변함없이 계속하여 지탱한다는 의미입니다.⁴⁰⁹ 국가적인 규칙 제정 행위만이 해당 과정의 결과를 보존하고 집행하는 절차와 결부된 “면밀한 조사”의 필수적인 체계적 과정을 반영할 수 있습니다.
205. 따라서, 제 11.1 조의 직접적인 맥락에서 해석되는 “조치”는 본질적으로 주권이 내재된 입법 또는 행정 규칙 제정 및 관행의 과정을 반영하거나 그 결과를 나타냅니다. “조치”는 정부의 상업적 활동을 포함하지 않으며,⁴¹⁰ 정부를 위해 일하는 개인이 국가의 공식적인 입법 또는 행정 절차의 형태를 띤 면밀한 검토를 받지 않고 표현하는 정책적 바람이나 이니셔티브를 포함하지 않습니다. 용어의

RLA-73, 제393면 (“일반적인 단어가 특별한 단어의 뒤를 따르거나 때로는 선행할 때, 일반적인 단어는 특별한 단어가 나타내는 속 (genus) (있는 경우)으로 한정된다는 취지의 유용한 원칙 또는 가정이 영국, 스코틀랜드 및 미국법에서 이미 인정받고 빈번하게 적용되고 있다. 이는 보통 동종제한의 원칙 (*ejusdem generis*)으로 설명되며.... 법학 및 국제법 문헌에서 어느 정도 인정을 받고 있다....”).

⁴⁰⁷ 표준국어대사전은 “조치 (measure)”를 “벌어지는 사태를 잘 살피서 필요한 대책을 세워 행함 또는 그 대책”으로 정의하며 예문으로 “구속조치 (a restraint measure),” “후속조치가 따르다 (follow-up measures were implemented)” 및 “조치를 내리다 (to implement measures)”를 제시하고 있습니다. 표준국어대사전 (온라인), “조치,” 2020. 10. 12. 조회, **R-334** 참조.

⁴⁰⁸ 표준대국어사전은 “채택하다 (adopt)”를 “작품, 의견, 제도 따위를 골라서 다루거나 뽑아 쓰다”로 정의하고 있습니다. 표준대국어사전 (온라인), “채택하다,” 2020. 10. 12. 조회, **R-335** 참조.

⁴⁰⁹ 표준대국어사전은 “유지하다 (maintain)”를 “어떤 상태나 상황을 그대로 보존하거나 변함없이 계속하여 지탱한다”로 정의하고 있습니다. 표준대국어사전 (온라인), “유지하다,” 2020. 10. 12. 조회, **R-336** 참조.

⁴¹⁰ 예컨대, *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제174항 (“여하한 사인도 계약을 불이행할 수 있으나, 국유화와 수용은 제1110조 제(1)항에서 “조치”라는 용어의 사용이 예상하는 바와 같이 본질적으로 정부가 행하는 행위이다.”) 참조.

통상적인 의미가 보여주고 통설에 의해 인정되는 바와 같이, “조치”는 국가의 “최종적이고 공식적인” 행위여야 합니다.⁴¹¹

206. 당사자들이 협정의 다른 조항에서 “조치”라는 용어를 사용 (제 11.1 조에서 보다 광범위한 문맥으로 해당 용어 사용)한 방식을 살펴보면 그러한 용례는 국가의 입법적 또는 규제적 규칙 제정 권한에서 파생된 행위만을 의미하는 방식으로 사용되고 있으며, 이에 따라 한국의 해석은 더욱 설득력을 가집니다. 대표적인 사례를 몇 가지만 인용하면 다음과 같습니다:

- a) 제1.3조에서는 한국과 미국이 “이 협정의 규정에 효력을 부여하기 위하여 필요한 모든 조치가 취하여지도록” 요구하고 있고, 이는 협정을 비준하기 위한 입법 조치를 명확하게 언급한 것이며,
- b) 제2장 제D절에서는 “상품의 수입에 대하여 어떠한 금지 또는 제한”(제2.8(1)조), 또는 “모든 새로운 또는 변경된 수입허가절차”(제2.9(2)(b)조), 또는 “상품의 수출에 대하여 관세, 조세 또는 그 밖의 부과금”(제2.11조)를 포함하는 “비관세 조치”를 다루고 있는 바, 이는 모두 입법적 또는 규제적 규칙 제정 및 관행을 언급하고 있고,
- c) 제2장 제E절에서는 각 국가의 특산품 주류에 대한 규제 및, 특히 “이러한 제품의 제조를 규율하는 기존 법 및 규정 및 [...] 이러한 법 및 규정의 수정”을 포함하는 “그 밖의 조치”에 대해 논의하고 있으며,
- d) 제3.3조는 “농업 긴급수입제한 조치”를 언급하고 있으며 당사국이 농산물에 대하여 “더 높은 수입관세의 형태로” 조치를 적용할 수 있도록 허용하며, 이는 입법적 또는 규제적 규칙 제정을 재차 언급하는 것이고,

⁴¹¹ 예컨대, MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, INVESTMENT DISPUTES UNDER NAFTA: AN ANNOTATED GUIDE TO NAFTA CHAPTER 11 (2006), **RLA-101** 1101-31 면 (“문면상, [NAFTA] 제 1101 조에서 ‘채택하거나 유지’를 언급한 것은 두 가지 다른 상황을 설명하는 것으로 보인다: 첫째, 당사국이 신규 조치를 채택한 상황이 이의제기의 가능성을 야기하는 경우; 둘째, 당사국이 계속하여 조치를 유지하는 경우. 이 문맥에서 ‘또는(or)’이란 단어의 사용은 둘 중 하나의 가능성이 청구원인을 형성할 수 있음을 암시한다.’ 제 1803 조 및 제 2004 조에서 ‘실제 또는 제안된 조치’를 나란히 언급한 경우, 제 1101 조 제 1 항의 기초가 단순히 제안된 조치는 채택하거나 유지하는 조치에 해당하지 않음을 암시한다: 문면상, ‘채택하거나 유지하는’이라는 문언은 실제 집행된 조치를 시사한다.”) 참조 (강조추가).

e) 제20장은 환경문제와 관련하여, 구속력있는 다자간환경협정에 따른 당사국의 의무를 충족하기 위한 “법, 규정 및 그 밖의 모든 조치”라는 문구를 반복적으로 사용하고 있습니다.⁴¹²

207. 협정의 목적을 감안할 때 “조치”라는 용어에 관한 한국의 해석은 더욱 설득력을 가집니다. 협정 전문에 규정된 바와 같이, 한국과 미국이 협정을 체결한 주요 목적 중 하나는 “양국의 무역 및 투자를 규율하는 명확하고 상호 유익한 규칙의 제정과 양국 영역간 무역 및 투자에 대한 장벽의 축소 또는 철폐를 추구하는 것”이었습니다.⁴¹³ 따라서 협정은 국가 행위의 특징이 결여된 행위가 아닌 미국과 한국 사이의 무역 및 투자에 영향을 미치는 “규칙”을 수립하고 제정하려는 당사국들의 공동의 의도를 보여줍니다.

208. “협정에 따라 채택하거나 유지한 조치”가 공식적인 주권 행사만을 의미함은 명확합니다. 그러나, 중재판정부가 해당 문구가 모호하다고 판단하신다면, 국제법상 국가주권을 덜 침해하는 방식의 해석원칙 (*principle of in dubio mitius*)이 한국의 해석을 지지함을 말씀 드리고 싶습니다.⁴¹⁴ 국제법에 관한 법원 및 중재판정부의 결정에 적용되어 온 이 원칙은 협정 규정에 모호성이 있는 경우 법원 또는 중재판정부는 국가 책임 범위를 제한하는 방식으로 해당 규정을 한정하여 해석해야 한다고 규정하고 있습니다.⁴¹⁵

⁴¹² 협정, **CLA-23**, 제20.2조, 제20.3(1)(a)-(b)조 (강조추가) 참조.

⁴¹³ 협정, **CLA-23**, 전문 (강조추가).

⁴¹⁴ 예컨대 L. Oppenheim, *INTERNATIONAL LAW; A TREATISE, VOLUME I PEACE* (1912), **RLA-187**, 제584면 (“협정 해석 시 국가주권을 덜 침해하는 방식의 원칙이 적용되어야 한다. 따라서, 규정의 의미가 모호한 경우, 의무 당사자에 부담이 덜하거나, 당사자들의 영토 및 개인적 패권에 덜 간섭하거나, 또는 당사자들에 대한 일반적인 제한을 덜 포함하고 있는 의미로 해석하는 것이 우선시된다.”) 참조.

⁴¹⁵ *Case of the Free Zones of Upper Savoy and the District of Gex (France v. Switzerland)*, PCIJ 판결, 1932. 6. 7., **RLA-188**, 제223항 (“모호한 경우 주권에 대한 제한은 제한적으로 해석되어야 한다”), *Case of the S.S. Wimbledon*, PCIJ 판결, 1923. 8. 17., **RLA-x**, 제24-25면 (주권에 대한 규제는 제한적으로 해석되어야 함을 인정한 부분), *SGS Société Générale de Surveillance S.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/01/13, 관할권에 대한 판정, 2003. 8. 6., **RLA-189**, 제170-73항 (“중재판정부가 강조하고 있는 것은 이 사건에서 BIT 제11조를 채택하는 데 있어 [실질적인 의무를 지는 것]이 실제로 스위스와 파키스탄 양국의 의도였다는 명확하고 설득력 있는 증거가 없다는 것”이라고 보며, 국가주권을 덜 침해하는 방식 우선의 원칙을 이유로 국가에

209. 과거 국제 중재판정부의 결정도 “조치”라는 용어의 해석에 대한 한국측 입장을 뒷받침하고 있습니다. 이러한 결정은 투자협정 맥락에서 “조치”라는 용어를 광범위하게 해석한다 해도 그에 대한 제한이 없는 것은 아니라는 것을 보여주고 있습니다.⁴¹⁶ 몇 가지 예를 인용하면 다음과 같습니다:

- a) *Waste Management, Inc. v. Mexico* 사건에서, 중재판정부는 아카폴코 정부가 양허계약 (Concession Agreement)에 따른 의무 이행방식을 일방적이고 부당한 방식으로 변경함으로써 투자자의 권리를 수용한 것이라고 볼 수 있다 하더라도, 그러한 변경이 있을 것이라는 아카폴코 시장의 진술은 그 행위만으로 시장이 “법적 권한을 행사하거나 일방적으로 계약을 변경하려는 의도가 아니었기” 때문에 “수용에 상당하는 조치”가 아니라고 판정하였습니다.⁴¹⁷
- b) *Azinian v. Mexico* 사건에서, 중재판정부는 “NAFTA는 공공당국과의 다수의 통상적인 거래를 잠재적인 국제 분쟁으로 비화시킬 수 있는 제도를 창출하는 것으로 해석될 수 없다”고 주장하면서 NAFTA 제11장의 목적상 계약위반이 그 자체로 “조치”로 성립될 수 없다고 판정하였습니다.⁴¹⁸

“실질적 의무”를 부과하는 것을 기각한 부분). *Teinver S.A., Transportes de Cercanias S.A. and Autobuses Urbanos del Sur S.A. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/09/1, Dr. Kamal Hossain의 별도 의견서, 2012. 12. 21., **RLA-190**, 제25항 (“국가주권을 덜 침해하는 방식 우선의 해석 원칙은 협정 해석에 있어서 용어의 의미가 모호할 경우 의무 당사자에 부담이 덜하거나, 당사자들의 영토·대인 주권을 덜 침해하거나, 또는 당사자들에 대한 일반적인 제한을 덜 포함하는 방향을 우선시하도록 요구하고 있다.”).

⁴¹⁶ 예컨대 *Mesa Power Group, LLC v. Government of Canada*, UNCITRAL, 판정, 2016. 3. 24., **CLA-120**, 제256항 (“모든 정부 행위가 반드시 “조치”에 해당하는 것은 아니다”라고 기재한 부분), MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, INVESTMENT DISPUTES UNDER NAFTA: AN ANNOTATED GUIDE TO NAFTA CHAPTER 11 (2006), **RLA-101**, 제1101-28d면 (계약위반이 NAFTA 제11장에 따른 청구를 유발하는 “조치”에 해당할 수 없다고 기재한 부분) 참조.

⁴¹⁷ *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제161항 (“그러나 비록 배타적 의무의 일방적이고 부당한 변경이 수용에 해당할 수 있다 해도, 실제로 어떠한 입법적 변화가 이루어진 것은 아니다. 청구인은 이 진술이 “실질적으로 법을 폐지하는 효과가 있었다”고 주장했으나 중재판정부는 이에 동의하지 않는다. 시장은 입법권한을 행사하거나 일방적으로 계약을 변경하려는 의도로 행위한 것이 아니었다.”).

⁴¹⁸ *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제87항 (강조추가). MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, INVESTMENT DISPUTES UNDER NAFTA; AN ANNOTATED GUIDETO NAFTA CHAPTER 11 (2006), **RLA-101**, 제1101-28d면 (“제11장의 맥락에서, “조치”의 정의는 광범위하지만 무한하지는 않다”고 실시한 *Azinian v. Mexico* 사건을 인용한 부분).

Railroad Development Corporation v. Guatemala 사건에서, 중재판정부는 정부가 공식적으로 조치를 발표했을 때 비로소 당사자들의 분쟁이 “구체화되었다”고 판시하였습니다.⁴¹⁹ 중재판정부는 “[정부 결의안]이 최종적으로 발표되었을 때 에야 비로소 투자협정에 따라 [정부 결의안]이 “조치”로 간주될 수 있다”고 판정하였습니다.⁴²⁰ 그와 같은 판결에 있어 중재판정부는 공식 결의 전의 모든 국가 행위를 고려대상에서 제외시켰습니다.⁴²¹

210. 메이슨측이 협정에 따라 “조치”라는 용어의 “광범위하고 포괄적인 접근”을 정당화하기 위해 여러 국제적 전거를 인용하였으나, 그 어떤 전거도 메이슨의 주장을 지지하지는 않습니다.⁴²² 메이슨이 인용한 각 사건에서 문제 된 “조치”는 국가가 단독으로 주권 행사의 일환으로 취할 수 있는 공식적인 입법 또는 행정 조치였습니다.⁴²³

⁴¹⁹ *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/07/23, 관할권이의제기에 대한 2차 결정, 2010. 5. 18., **RLA-123**, 제132항 (“이 절차의 목적상, RDC와 과테말라 공화국 간의 분쟁은 CAFTA 발효 후 *Lesivo* 결의안이 발표되었을 때 구체화되었다.”).

⁴²⁰ *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/07/23, 관할권이의제기에 대한 2차 결정, 2010. 5. 18., **RLA-123**, 제136항 (“중재판정부는 *Lesivo* 결의안이 관보에 게재된 날부터 시작된 청구인과 피청구인 간 분쟁이 존재한다고 판단하였다. 이러한 결론에 도달한 이상, 중재판정부는 협정 발효일 이전에 시작되어 그 날짜 이후에 계속된 분쟁에 대해 CAFTA 산하 중재판정부에 관할권이 있는 지 여부를 결정할 필요가 없다. 다만, CAFTA가 “당사자가 채택하거나 유지하는 조치에 대해” 적용하도록 명시되어 있다는 점(제10.1.1조)과, *Lesivo* 결의안이 최종 공표된 후에야 비로소 [해당 행위가] “조치”로 간주될 수 있었다는 점을 지적하고자 한다.”) (강조추가)

⁴²¹ *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/07/23, 관할권이의제기에 대한 2차 결정, 2010. 5. 18., **RLA-123**, 제129-31항 (“이는 (앞서 발생하였을 것인) 분쟁으로 이어진 사실관계와 구별할 필요가 있다. ... 중재판정부의 쟁점은 본건 분쟁과 현지 중재절차에서 진행 중인 [이전의] 분쟁을 구별할 수 있는지 여부다”).

⁴²² 수정 청구서면, 제119-20항.

⁴²³ 본 조에 설명된 사건 이외에도, 메이슨측은 Douglas 교수가 저술한 투자법 논문을 인용하고 있습니다. 수정 청구서면, 제119항. 그러나, 이 논문도 메이슨측에 아무 도움이 되지 않습니다. *Fisheries Jurisdiction Case*에 대한 ICJ의 결정(본 장에 설명)을 인용하는 것을 넘어, “조치”라는 용어가 광범위하다는 Douglas 교수의 결론은 VCLT에 따라 그 용어의 한계를 발견하기 위한 원문대조 분석을 실시하지 않고 오로지 NAFTA에서의 해당 용어에 대한 정의만을 기초로 하고 있습니다. 또한, Douglas 교수는 논쟁의 여지없이 국가의 공식적인 행정 및 입법 기능의 산물인 “조치”를 주제로 하는 두 건의 투자 중재판정부의 결정을 인용하고 있습니다: *Pope and Talbot v. Canada* (미국과 체결한 연목 목재 계약에 대한 캐나다의 공식적 이행 행위) 및 *Loewen v. USA*

- a) *Fisheries Jurisdiction Case* 사건에서, ICJ는 특정 “보존 및 관리 조치”와 관련한 ICJ의 관할권에 대한 캐나다의 유보의 맥락에서 “조치”를 분석하였습니다.⁴²⁴ 이것만으로는 해당 결정이 이 사건과 적절하게 관련된 것으로 볼 수 없습니다. ICJ의 관할권은 특정 협정의 “조치”의 정의에 의해 제한되지 않았으며 (이 사건에서도 그렇듯이), 협정의 목적에 비추어 한미 FTA의 보다 광범위한 맥락에서 “조치”의 구체적인 의미를 고려할 필요도 없었습니다. 어떠한 경우든, 그 사건에서 문제의 “조치”는 캐나다의 입법 개정과 규정의 제정에 관한 것으로, 이는 한국이 협정에 따른 “조치”라고 주장하는 범위 내에 있는 것입니다.⁴²⁵
- b) *Saluka v. Czech Republic* 사건에서, 중재판정부는 “조치”라는 용어가 “체코공화국의 작위 또는 부작위를 포함한다”고 주장한 ICJ의 *Fisheries Jurisdiction* 사건을 인용하였을 뿐, 해당 용어에 대한 분석은 하지 않았습니⁴²⁶ 그러나, 그 사건에서 문제의 “조치”는 체코정부의 공식 결의안 통과로 이뤄진 체코은행의 강제 집행과 관련된 것이었습니다.⁴²⁷
- c) *Saint-Gobain v. Venezuela* 사건에서, *Fisheries Jurisdiction* 사건에 대한 ICJ의 결정을 다시 인용한 중재판정부는 (프랑스-베네수엘라 양자 투자협정에 나타난 바와 같이) “조치”에 대한 정의를 “수용 행위에 상당하는 국가의 모든 작위 또는 부작위”로 규정하였다는 점은 중요합니다.⁴²⁸ 다시 말하지만, *Fisheries Jurisdiction Case* 사건처럼 해당

(주 법원 판결). Zachary Douglas, *THE INTERNATIONAL LAW OF INVESTMENT CLAIMS*, Cambridge Univ. Press, 2009, **CLA-49**, 제241면.

⁴²⁴ *Fisheries Jurisdiction Case (Spain v. Canada)*, I.C.J. 관할권에 대한 판결, 1998.12.4, **CLA-112**, 제14항.

⁴²⁵ *Fisheries Jurisdiction Case (Spain v. Canada)*, I.C.J. 관할권에 대한 판결, 1998. 12. 4., **CLA-112**, 제73항. 또한, ICJ는 “보존 및 관리 조치”라는 용어에 대한 국가의 이해를 조사하는 과정에서, 국가의 “법률 제정 및 행정적 행위”를 언급했습니다. 동 판결 제70항 참조 (“일반적으로, 국가는 법률 제정 및 행정적 행위에서 다음과 같은 기준을 참고하여 그러한 조치를 설명한다: 쿼터를 통한 어획의 제한, 어업이 허용되는 기간 및 지역을 규정함으로써 어획량의 제한, 어획될 수 있는 어류의 크기나 어구의 종류에 대한 제한 설정”).

⁴²⁶ *Saluka v. Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정, 2006.3.17, **CLA-41**, 제459항.

⁴²⁷ *Saluka v. Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정, 2006.3.17, **CLA-41**, 제134항.

⁴²⁸ *Saint-Gobain Performance Plastics Europe v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/12/13, 책임 및 손해산정 원칙에 관한 결정, 2016. 12. 30., **CLA-137**, 제394항 (“중재판정부는 협정 제5(1)조 제1호에 규정된 수용 또는 국유화의 ‘조치’ (‘mesures’/‘medidas’)라는 용어 자체가 수용 또는 국유화의 합법성을

결정은 이 사건에 적절하지 않은 바, 그 사건에서 중재판정부가 고려한 “조치”의 정의는 본건과 구별되기 때문입니다.⁴²⁹ 그러나, 어떠한 경우든, 이 사건 역시 한국의 입장을 뒷받침합니다. 중재판정부는 *Norpro Venezuela*의 국유화를 승인한 (당시) 우고 차베스 베네수엘라 대통령의 텔레비전 성명이 그 자체로 법적 또는 행정적 성격을 결여하고 있기 때문에 “조치”에 해당될 수 없다고 일축했습니다.⁴³⁰

d) *Canfor Corporation v. United States* 사건에서, 중재판정부는 NAFTA에 따른 “조치”의 정의에 대해 구체적으로 명시하지 않고, 오히려 현 쟁점에서 무엇이 “조치”에 해당되지 여부를 판단할 필요가 없다는 결론을 내렸습니다.⁴³¹ 중재판정부는 “조치”라는 용어가 “광범위”하고,⁴³² “법률’보다 더 광범위하다”고 언급하는 것 외에는 “조치”에 대한 논평을 자제하였으나, 그 사건의 경우 “법률”과 “조치”의 구별이 중요하지 않다고 판단하여 그 지점에서 분석을 종료했습니다.⁴³³ 그 사건에서 문제 된 “조치”가 미국이 캐나다산 연목재 수입에 대해 일정한 상계관세와 반덤핑조치 (수출세)를 부과하는 명확한 주권행위와 관련이 있기 때문에 위의 판단은 이해할 수 있습니다.⁴³⁴

e) *Ethyl Corporation v. Canada* 사건에서, 중재판정부는 발의되었(으며 실제로 캐나다 상원에서 통과된)으나 아직 왕실 재가를 받지 못한 캐나다

요구하는 것이 아니며, 오히려 수용적 행위에 해당되는 국가의 모든 작위 또는 부작위를 포함한다고 보고 있다.”) (강조추가)

⁴²⁹ 협정과 달리, 프랑스-베네수엘라 BIT에서는 ‘조치’ (‘mesures’/‘medidas’)를 정의하지 않고 있습니다. 오히려, 프랑스-베네수엘라 BIT에서 해당 용어가 가지는 의미는 예를 들어 수용 조항을 포함한 협정의 실체적 의무와 관련된 해당 용어를 구체적 용례로부터 비롯됩니다.

⁴³⁰ *Saint-Gobain Performance Plastics Europe v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/12/13, 책임 및 손해산정 원칙에 관한 결정, 2016. 12. 30, **CLA-137**, 제453항 (“차베스 대통령은 상기 내용을 고려하여 자신의 발표로 인해 노조가 정부 당국과 관련된 사업을 인수할 수 있도록 하는 권한을 부여하지 않았다.”).

⁴³¹ *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 본안전 항변에 관한 결정, 2006.6.6., **CLA-96**, 제149항.

⁴³² *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 본안전 항변에 관한 결정, 2006.6.6., **CLA-96**, 제149항.

⁴³³ *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 본안전 항변에 관한 결정, 2006.6.6., **CLA-96**, 제258항.

⁴³⁴ 메이슨측은 이 사건에서 청구인이 식별해낸 “조치”에는 “[판단]에 영향을 미치는 정치적 간섭” 및 “[판단]을 내리는 의사결정자의 편견”이 포함되었다고 밝히고 있으나, 그러한 “조치”는 청구인의 주장에 불과하였으며 중재판정부의 판단으로 채택되지 않았습니다. 수정 청구서면, 제120항; 각주 191, *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 본안전 항변에 관한 결정, 2006.6.6., **CLA-96**, 제145항 참조

법률 일부가 NAFTA에 따른 “조치”였는지 여부를 심의하였습니다.⁴³⁵ 그 자체로 정부 절차의 결과를 반영하는 발의된 법률에 관해서도, 중재판정부는 해당 법률이 협정 “조치”에 해당되는지에 관하여 망설이는 입장을 보인 바, 결국 그 문제를 회피하였고, 해당 법률이 “당연히” 왕실 재가를 받았기 때문에 그 법률이 협정 상의 “조치”라고 판단하였습니다.⁴³⁶

211. 따라서, 메이슨측은 한국이 “조치”에 대한 책임이 있음을 입증하기 위해, 자신이 문제 삼는 국가 행위가 본질적으로 국가의 행정, 입법 또는 사법적인 규칙 제정 기구가 내린 결정인 주권적 권한 행사라는 것을 입증해야 합니다. 한국이 아래에서 설명하듯이 메이슨측은 그렇게 하지 못하였습니다.

2. 합병에 찬성한 국민연금의 의결권 행사는 한국이 “채택하거나 유지하는 조치”가 아닙니다

212. 메이슨측은 국민연금 ████████ 본부장과 다른 직원들이 “합병에 찬성표를 던지기 위해” 취한 “행위 및 조치”가 협정 “조치”에 해당된다고 주장하고 있습니다.⁴³⁷ 즉, 그 주장은 메이슨측이 판단하기에 국민연금이 합병 반대표를 던졌어야 했던 시점에 찬성표를 던졌다는 전제 하에 성립됩니다.⁴³⁸

213. 국민연금이 한국의 국가 기관이 아니며 (이 사건에서 문제로 삼고 있는) 그 행위가 달리 한국에 귀속되지 않는다는 사실 (아래 제 IV 장 제 C 절에서 논의합니다)은 차치하더라도, 합병에 찬성하는 주주의 의결권 행사는 정부 권한 행사의 특성이 결여된 순수한 상행위입니다. 해당 의결권 행사는 법률 또는 행정 규칙이 아니며, 그러한 법률 또는 규칙을 통과시키는 과정의 한 단계도 아니며 그러한 규칙의

⁴³⁵ *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 관할권에 대한 판정, 1998. 6. 24., CLA-108, 제65-67항.

⁴³⁶ *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 관할권에 대한 판정, 1998. 6. 24., CLA-108, 제69항.

⁴³⁷ 수정 청구서면, 제121(c)항.

⁴³⁸ 수정 청구서면, 제123항.

집행도 아닙니다. 요컨대, 제 1.4 조의 의미 내에서 “법률, 규정, 절차, 요건 또는 관행”이 아니므로 협정에 따른 “조치”가 아닙니다.

214. 순수한 상행위를 “채택되거나 유지되는 협정 “조치”로 정의하면 상행위자들 사이의 “통상적인 거래”가 부당하게 협정상외 분쟁으로 비화되게 됩니다.⁴³⁹ 실제로 *Azinian v. Mexico* 사건에서 중재판정부가 “조치”에 대한 청구인의 정의에 의하면 “공공기관과의 여러 통상적인 거래가 잠재적 국제분쟁으로 비화되는 결과가 야기될 것이다”고 판시한 해당 거래와 비교할 때, 이러한 주주의 의결권 행사는 투자조약에 의해 보호되는 “조치”와 훨씬 동떨어져 있습니다.⁴⁴⁰ 동 사건에서 중재판정부는 공공기관과 투자자가 직접 체결한 거래를 조치로 인정하지 않았습니다. 본 중재 사건의 경우, 설령 국민연금이 한국이 그 행위에 대해 책임을 지는 정부기관이라고 가정하더라도 (아래 제 IV 장 제 C 절에서 설명하는 바와 같이 국민연금은 이러한 정부기관이 아닙니다), 쟁점이 되는 행위는 국민연금이 일방적으로 행한 주주의 의결권 행사이며, 사회 전체에 적용되는 정부행위가 아닐 뿐만 아니라 메이슨과 체결한 거래도 아닙니다. 따라서, *Azinian* 사건 중재판정부가 지적한 “경사길 논증 오류”의 우려는 그 범위가 계약관계에 의해 제한되지 않는다는 점에서 본건 내 상행위와 관련하여 보다 심각하다 할 것입니다.

3. [REDACTED] 전 대통령, [REDACTED] 전 장관과 청와대 및 보건복지부 관계자들 및 국민연금 직원들이 합병에 대한 찬성표를 “던지도록” 하거나 “던진” 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치[들]”가 아닙니다

215. 메이슨측은 국민연금의 합병 관련 의결권 행사 자체를 넘어, [REDACTED] 전 대통령, [REDACTED] 전 장관, 다양한 청와대 및 보건복지부 관계자들, 그리고 국민연금 직원들의 전조 행위가 협정에 따른 “조치”에 해당된다고 주장하고 있습니다. 이는 무용한 주장입니다.

⁴³⁹ *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제87항 참조

⁴⁴⁰ *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제87항 (강조추가). MN Kinneer, AK Bjorklund & JFG Hannaford, INVESTMENT DISPUTES UNDER NAFTA; AN ANNOTATED GUIDETONAFTA CHAPTER 11 (2006), **RLA-101**, 제1101-28d면.

216. 우선적으로, 중재판정부가 국민연금의 의결권 행사가 협정에 따른 “조치”가 아니었다고 판단하는 경우, 메이슨측의 청구 자체가 성립할 수 없습니다. 이는 ■■■ 전 대통령, ■■■ 전 장관 및 청와대, 보건복지부와 국민연금 관계자들의 행위에 관한 메이슨의 주장이 이번 중재에서 메이슨 청구의 근간이 되는 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에서 전적으로 파생된 (그리고 단순히 예비적인) 것이기 때문입니다. 국민연금의 의결권 행사가 “조치”가 아니라면, 메이슨은 그 의결권 행사의 성격에 영향을 미치기 위해 가한 어떤 압력도 협정상 “조치”의 성격을 결여하고 있음을 부정할 수 없습니다.
217. 합병 전에 취한 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위가 독자적으로 “조치”에 해당한다고 중재판정부가 판단하더라도, 그러한 행위에 관한 메이슨의 청구는 여전히 성립할 수 없습니다. 메이슨의 주장을 받아들이더라도, 합병 찬성표를 “던지도록” 하기 위해 ■■■ 대통령 (및 청와대 관계자)과 ■■■ 전 장관 (및 보건복지부 관계자)이 취한 관련 “행위 및 조치”, 또는 합병 찬성표를 “던지기” 위해 국민연금 ■■■ 본부장 (및 국민연금 직원들)이 취한 관련 “행위 및 조치”는 해당 개인들 각자가 국민연금의 합병 의결권 행사 결과에 영향을 미치기 위해 소위 “하급자들”에게 압력을 행사했다는 주장에 지나지 않습니다.⁴⁴¹ 해당 행위가 한국 법원에 상소 및 파기 환송되어 계속 중이나, 가사 그러한 행위가 한국 법률상 불법이라고 인정된다 하더라도 협정 제 11.1 조에 따른 청구의 대상이 되는 “조치”를 구성하지는 않습니다.
218. 메이슨이 주장하고 있는, 국민연금의 의결권 행사 그 자체에는 해당하지 않는 청와대 및 보건복지부 공무원들과 국민연금 직원들의 문제되는 행위 (한국은

⁴⁴¹ 수정 청구서면, 제121항. 청와대와 보건복지부 관계자들이 국민연금 직원들에게 “지시”했다는 메이슨측 주장은 오해의 소지가 있습니다. 수정 청구서면, 제121(a)-(b)항. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 국민연금은 한국 정부의 구조 밖에 있고 한국 법률에 따라 독자적인 법인격을 가지고 있습니다. 본 반박서면, 제254-71항 참조. 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제33항. 보고체계 상, 메이슨측이 이 사건에서 문제 삼고 있는 직무의 수행에 있어서 ■■■ 본부장 및 여타 국민연금 직원은 (청와대는커녕) 보건복지부 관계자들에게도 보고를 한 바 없습니다.

여기에서 그 사실 여부에 대해서는 입장을 밝히지 않습니다)는 다음과 같이 요약될 수 있습니다.

- a) ■■■ 전 대통령은 국민연금이 본건 합병에 찬성하기를 바라는 마음으로 청와대 ■■■ 고용복지수석비서관에게 “국민연금의 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라”고 지시하였고,⁴⁴²
- b) ■■■ 수석은 청와대 고용복지비서관실 ■■■ 선임행정관과 ■■■ 행정관에게 “■■■ 전 대통령의 지시라면서 합병 관련 사항을 주시하고” “상황을 파악해보라”고 지시하였으며,⁴⁴³
- c) 청와대 고용복지비서관실 ■■■ 행정관은 보건복지부 국민연금정책과 ■■■ 사무관에게 본건 합병을 투자위원회가 결정하는지를 확인을 요청하는 문자 메시지를 보냈고,⁴⁴⁴
- d) ■■■ 전 장관, 보건복지부 ■■■ 연금정책국장 및 보건복지부 ■■■ 국민연금재정과장은 기금운용본부 ■■■ 본부장을 포함하는 국민연금 직원들에게 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사를 전문위원회가 아니라 국민연금 투자위원회에 회부하도록 압력을 가하였으며,⁴⁴⁵
- e) ■■■ 장관 “및 보건복지부”는 ■■■ 본부장을 포함하는 국민연금에 본건 합병에 대한 국민연금 투자위원회의 찬성 의결권 행사를 유도하기 위하여 합병 시너지 효과를 조작하도록 “직접 지시”하였고,⁴⁴⁶
- f) ■■■ 본부장은 운용전략실의 지명을 구하지 않고 투자위원회 위원

⁴⁴² 수정 청구서면, 제79항.

⁴⁴³ 수정 청구서면, 제80항. 메이슨은 ■■■가 해당 기간 보건복지부 비서관이었다고 주장합니다. 이는 사실이 아닙니다. ■■■는 청와대 관계자였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제38면. 이와 마찬가지로, 메이슨은 ■■■이 보건복지부 선임행정관이었다고 주장합니다. 이 또한 사실이 아닙니다. ■■■도 마찬가지로 청와대 관계자였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제38면.

⁴⁴⁴ 수정 청구서면, 제81항.

⁴⁴⁵ 수정 청구서면, 제72항; 제84항; 제88항.

⁴⁴⁶ 수정 청구서면, 제94-95항.

12인 중에서 당연직 위원이 아닌 3인을 “직접 지명”하였으며,⁴⁴⁷

- g) [redacted] 본부장은 기금운용본부 [redacted] 리서치팀장에게 투자위원회가 평가할 “적정 합병 비율”을 조작하도록 지시하였고,⁴⁴⁸
- h) [redacted] 본부장은 “합병에 찬성 의결권 행사하도록 압력을 행사하기 위하여 투자위원회 위원 중 최소 5인에게 개인적으로 불러” 만났으며,⁴⁴⁹
- i) [redacted] 전 장관과 보건복지부 [redacted] 연금정책국장은 보건복지부 [redacted] 과장에게 “전문위원회 회의를 감시하고 위원들이 투자위원회의 합병 찬성 결의를 뒤집는 것을 막도록”⁴⁵⁰ 지시하였습니다.

219. 이러한 행위는 개별적 또는 전체적으로 볼 때 협정상 “조치”의 “채택 또는 “유지”를 구성하지 아니합니다. 청와대 및/또는 보건복지부가 가했다고 주장되는 이러한 제도적 압력의 행사는 기껏해야 전직 대통령을 포함하는 한국 행정부의 특정 개인들에 의한 전반적인 정책적 이니셔티브의 추진이라고 볼 수 있습니다. 메이슨의 주장이 사실이라고 가정하더라도, 이는 고작 정부가 본건 합병의 승인을 원하였고 이러한 목적을 달성하도록 국민연금에게 영향을 미치려 했다는 것을 보여줄 뿐입니다. 한국의 규칙제정 절차 또는 집행당국이 이에 개입한 바는 없었으며, 국가의 “조치”에 대한 최종 승인에 상응하는 결과를 이루기 위한 개입은 더더욱 없었습니다. 이 행위는 협정이 요구하는, 법, 규정에 의하거나 공식적인 행정조치를 통한 규칙제정이라는 주권행위에 미치지 못하는 것이 명백합니다.

220. 한국의 협정 상대국과 비유하자면, 미국 대통령이 종종 상원 다수당 대표에게, 특히 해당 대표가 동일한 정당 소속인 경우, 특정 법률안의 통과를 지지해 달라고 지시하는 것과 같다고 볼 수 있습니다. 대통령은 상원의 해당 법률안 통과 절차를 주시할 것이고, 상원에 이 법안을 지지해 달라고 압박하며, 해당 법안이 채택될 수 있도록 그 과정에 자신의 정치적 영향력을 미치려고 할 것입니다. 그러나, 실제

⁴⁴⁷ 수정 청구서면, 제96항.

⁴⁴⁸ 수정 청구서면, 제91항.

⁴⁴⁹ 수정 청구서면, 제97항.

⁴⁵⁰ 수정 청구서면, 제100항.

법안이 채택될 때까지, 그리고 채택되지 않는 한 미국은 어떠한 조치도 채택하지 않은 것입니다. 그 전까지 대통령은 단지 일반적인 정책 이니셔티브를 추진한 것이고 해당 정책을 지지하도록 다른 사람들을 설득하기 위해 자신의 공적 영향력을 이용한 것입니다. 대통령이 그 법안이 채택되도록 이용하는 방식과는 무관하게⁴⁵¹ 실제 입법 또는 행정적 조치가 승인되기 전까지 “채택 또는 유지되고 있는 조치”는 존재하지 않는 것입니다.

221. 한국 법원이 ████████ 정부의 행위, 또는 보건복지부 또는 국민연금의 행위가 한국법상 불법이라고 최종적으로 판단하는지 여부는 이러한 결론에 영향을 미치지 않습니다. 논점은 메이슨이 청와대 또는 보건복지부 관계자들, 또는 국민연금 직원들의 행위가 문제되는 행위는 대한민국의 “조치”여야 한다는 협정의 선결요건을 충족하는지 여부를 입증할 수 없다는 것입니다.

B. 문제되는 행위가 “조치”라고 하더라도 메이슨과 “관련”이 없습니다

222. 메이슨의 청구의 근거가 되는 행위가 한국이 “채택 또는 유지하는 조치”일 것을 요구하는 외에도, 제 11.1(1)조에서 협정상 투자에 관한 장의 적용범위는 다음과 같이 제한됩니다.

1. 이 장은 다음에 관하여 당사국이 채택하거나 유지한 조치에 적용된다:
 - (a) 다른 쪽 당사국의 투자자;
 - (b) 적용대상투자; 및
 - (c) 제11.8조 [이행요건] 및 제11.10조 [투자과 환경]에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자.⁴⁵²

⁴⁵¹ 방식이 부적절한 경우 이는 국내법상의 이의제기를 야기할 수 있으나 이러한 부적절한 방식으로 인해 투자협정에 따른 보호를 적용할 수 있는 “채택하거나 유지하는 조치”의 의미가 변경되는 것은 아닙니다.

⁴⁵² 협정, **CLA-23**, 제11.1조 제1항 (강조 추가).

223. 메이슨은 수정 청구서면에서 자신은 한국의 해당 조치로 인해 삼성 그룹 내에서 가장 “직접적으로 영향을 받은” “확정적”이고 “한정된 집단”의 주요 구성원이었기 때문에 이 요건이 충족된다고 결론 내렸습니다.⁴⁵³
224. 한국이 아래에 설명하는 바와 같이, 메이슨은 이 요건의 제한 효과를 축소하고 있습니다. 복수의 투자중재 관정부들이 동일한 문언을 고려할 때 판단한 바와 같이, 어떤 행위를 했을 때 그 대상이 추후 행위로 인해 간접적으로 영향을 받는다는 이유로 “관련”이 있다고 볼 수는 없습니다. 본 건에서 국민연금의 본건 합병 찬성의결권 행사는 삼성물산에 대한 메이슨의 투자에 간접적이고 결과적인 영향만을 미쳤고, 해당 의결권 행사를 촉발한 것으로 주장되는 한국의 행위는 더욱 그러합니다. 해당 의결권 행사는 행사 당시 메이슨에게는 무의미했으며, 삼성물산 및 제일모직 측 경영진 및 기타 주주의 해당 시점 및 추후의 행위를 통해서만 의미가 부여되었습니다. 국민연금의 의결권 행사는 삼성전자에 대한 메이슨의 투자에 아무런 영향을 미치지 않았습니다. “직접적으로 영향을” 받았다는 메이슨의 무리한 주장은 이러한 사실을 바꾸지 않습니다.

1. 조치는 “채택 또는 유지”되었을 때 투자자 또는 그 투자에 대해 “법적으로 유의미한 관련성”이 있는 경우에만 이들에게 “관련”이 있는 것으로 볼 수 있습니다

225. 국가의 조치가 투자자 또는 그 투자와 “관련”이 있어야 한다는 요건은 투자조약 (NAFTA 가 가장 대표적인 예)의 ⁴⁵⁴ 경우 흔하며, 투자중재 관정부도 이를 투자자들의 협정상 청구인 적격에 유의미한 제한을 부과하는 것으로 인정해 왔습니다. 이 요건은 정당한 목적에 부합합니다. 본질상 주권적인 국가의 행위인 “조치”는 다양한 행위주체 및 경제적 이해관계에 영향을 미치는 경향이 있습니다. “관련성” 요건은 그러한 요건이 없었더라면 당사국이 국가의 조치로 인해 부수적

⁴⁵³ 수정 청구서면, 제124항.

⁴⁵⁴ NAFTA 제1101(1)조는 제11장이 “(a) 다른 당사국의 투자자들 [또는] (b) 일방 당사국에서 다른 당사국의 투자자들이 행한 투자와 관련된 당사국이 채택하거나 유지하는 조치들에 적용된다”라고 규정하고 있습니다. NAFTA, 1993. 1. 1., **RLA-25**, 제1101(1)조.

또는 결과적으로 투자에 영향을 받은 투자자들에 대해 부담하였을 무한한 책임을 제한함으로써 잠재적인 협정상 청구인의 범위를 좁힙니다.

226. *Methanex Corporation v. United States* 사건 중재판정부는 “관련이 있는”의 의미를 NAFTA의 문맥에서 분석한 후 이 용어가 “투자자나 투자에 대한 조치의 단순한 효과 이상을 의미하며, 이들 간에 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다”고 판단하였습니다.⁴⁵⁵

227. *Methanex* 사건에서 미국은 다음과 같이 주장하였습니다:

NAFTA 당사국들이 특정 조치와 투자자나 투자 간에 유의미한 관련성이 없음에도 불구하고, 자신들에게 중재를 적용하고자 의도하였다고 추론하는 것은 불합리하다. 그렇지 않을 경우, 투자자나 투자에 단순히 부수적인 영향을 미치는 수많은 지역, 주 및 연방 조치들이, 상당히 부당하게, 해당 투자자나 투자와 “관련성이 있는 것”으로 간주될 수 있다.⁴⁵⁶

228. *Methanex* 사건 중재판정부는 “본 사건을 단순히 의미론적으로 결정할 수 있다고 판단하지 않았으며,” “법률 규정의 문언적 의미와 일반적 의미 간에는 차이가 존재한다”고 보았습니다.⁴⁵⁷ 동 중재판정부는 해당 문구를 광범위하게 해석하고자 하는 *Methanex*의 의견을 받아들이지 않으며, “손해를 입었다고 주장하는 불특정 투자자들이 극복할 수 있었을 기준 (threshold)은 전혀 기준이라 할 수 없고”, 그 판단에는 “충분한 정도의 상식을 발휘해야 한다”라고 판시하였습니다.⁴⁵⁸

⁴⁵⁵ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제147항 (강조 추가).

⁴⁵⁶ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제130항 (인용 생략).

⁴⁵⁷ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제136항.

⁴⁵⁸ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제137항.

229. *Resolute Forest Products v. Canada* 사건 중재판정부 또한 “법적으로 유의미한 관련성”이라는 요건을 적용하였습니다.⁴⁵⁹ 이 사건에서 중재판정부는 관련 판례법을 분석한 후, NAFTA의 “관련성” 요건을 충족하기 위해서는 조치와 청구인 및 그 투자 간에 “법적으로 유의미한 관련성”이 반드시 존재하여야 하고, “실질적으로나 단지 결과적으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 조치만으로는 불충분함”을 확인하였습니다.

조치와 청구인, 혹은 청구인의 투자 간에는 “법적으로 유의미한 관련성”이 있어야 한다 [...] [또한] 중재판정부는 이의가 제기된 조치와 청구인 또는 그 투자 간에 명백한 근접성이 있는지의 여부를 따져보아야 한다. 그 과정에서, 중재판정부는 통상적으로 주장된 사실관계들을 임시로(*pro tem*) 인정해야 한다. 해당 조치가 반드시 청구인이나 그 투자를 목적으로 해야 하는 것은 아니다-설령 청구인이나 그 투자를 대상으로 하였다 할지라도 필요한 법적 관계가 성립되어야 한다. 또한, 해당 조치가 반드시 투자자나 그 투자 자체에 법적 처벌이나 금지를 부과해야 하는 것은 아니다. 다만, 이러한 목적상, 실질적으로나 단지 결과적으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 조치만으로는 불충분하다.⁴⁶⁰

230. 따라서, 협정의 범위에 속하기 위해서는, 메이슨이 이의를 제기한 한국의 행위는 메이슨의 투자에 “단순히 결과적으로” 영향을 미치는 것 이상이어야 하며, 메이슨이나 메이슨이 행한 투자에 법적으로 유의미한 관련성이 있어야만 합니다.

⁴⁵⁹ *Resolute Forest Products Inc v. Government of Canada*, PCA Case No. 2016-13, 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-167**, 제242항.

⁴⁶⁰ *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA Case No. 2016-13, 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-167**, 제242항 (강조 추가).

오로지 이러한 경우에 한해서만 협약상의 보호와 중재판정부의 관할권이 적용될 수 있는 것입니다.

2. 국민연금의 의결권 행사도 궁극적으로 이를 초래하였다고 메이슨이 주장하는 행위도 메이슨의 투자와 직접적인 또는 “법적으로 충분한” 관련성이 없습니다

231. 자신의 투자가 기타 모든 (삼성물산뿐만이 아니라) “삼성” 주주들과 함께 “가장 직접적이고 부정적인 영향”을 받았다는 메이슨의 주장은 협정의 “관련성” 요건을 충족하지 않습니다.⁴⁶¹ *Methanex* 중재판정부는 “불특정 투자자 집단”의 청구를 허용하도록 “관련성” 요건을 그렇게 광범위하게 해석하는 경우 그러한 기준이 무의미하게 될 수 있음을 염려하였으나, 해당 중재판정부나 다른 어느 중재판정부도 어느 경우에도 청구인이 “확정적인” 투자자 집단에 속함을 명시할 수 있다는 사실이 그 자체로서 “관련성” 요건을 충족한다고 판단한 적은 없습니다. 메이슨의 주장은 국민연금이 의결권을 행사하는 데에 있어 메이슨과 (삼성물산만이 아닌) 다른 삼성그룹 계열사 주주들에게 일종의 주의의무를 부담함을 내포하는 듯 하나, 국민연금은 그러한 의무가 전혀 없습니다.
232. 각 조치의 메이슨 또는 그 투자에 대한 관련성은 해당 조치가 이루어지는 시점에 평가되어야 한다는 협정상 요건은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사나 그 이전의 어떠한 행위도 메이슨과 “관련”되지 않았음을 강조합니다. 국민연금이 본건 합병에 대해 의결권을 행사했을 때, 의결권 행사는 그 자체로서 메이슨 및 메이슨의 삼성물산에 대한 투자에 대해 영향을 끼치지 않았습니다. 오히려 국민연금의 의결권 행사는 삼성물산 경영진이 기타 모든 삼성물산 주주들의 표와 함께 국민연금의 표를 집계한 후에야 비로소 메이슨에게 의미가 있었으며, 투표결과로 인해 사적 당사자로서 삼성물산은 또다른 사적 당사자인 제일모직과 메이슨이 부당하다고 주장하는 본건 합병비율에 따라 합병할 수 있게 되었습니다. 메이슨이 주장하는 피해의 핵심인 본건 합병은 삼성물산 및 제일모직 간에 2015 년 9 월

⁴⁶¹ 수정 청구서면, 제124항 (“이에 따라 직접적인 영향을 받은 투자자 집단은 합병일 현재 삼성 주주들입니다. 이는 확정적이고 한정된 집단이고 메이슨은 그 중 중요한 구성원이었습니다.”).

1 일해야 이루어졌습니다. 이 점은 본건 합병을 촉발하였다고 메이슨이 주장하는 개별적인 각 “조치”가 모두 국민연금 의결권 행사 전에 이루어졌다는 점과 함께 고려하여 보면 더욱 명확해집니다.

233. 국민연금의 의결권 행사가 각 주주의 본건 합병에 대한 찬성 또는 반대 의결권 행사가 다른 주주들에게 간접적이고 결과적인 영향을 미쳤고 실제로는 모든 주주들이 행사하는 의결권 행사가 그러한 것과 같이, 여타 삼성물산 및 제일모직의 주주들에게 간접적이고 결과적인 영향을 미쳤을 수는 있으나, 국민연금의 의결권 행사는 메이슨의 투자에 대하여 “법적으로 유의미한 관련성”을 갖지 않습니다. 국민연금의 의결권 행사는 메이슨의 투자에 대한 것이 아니었고, 메이슨의 투자를 찬성 또는 반대하기 위한 것이 아니었으며, 나아가 이러한 투자와 관련된 메이슨의 권리를 규율하지도 않았습니다.⁴⁶² 그럼에도 불구하고 국민연금의 의결권 행사가 투자에 미쳤을 수 있는 간접적이고 동떨어진 결과적인 영향력을 근거로 메이슨의 투자와 “관련성이 있다”고 판단하는 경우, 이는 협정에 명시적으로 규정된 중요한 국가 책임의 한계를 무시하는 것입니다.
234. 한국 공무원 및 국민연금 직원들의 문제되는 행위는 각 개별 행위의 “단일한 목적”이 “제일모직과 삼성물산의 합병 승인을 추진”하는 것이었기 때문에 “관련성” 요건을 충족한다는 메이슨의 주장도 그다지 설득력이 있지는 않습니다.⁴⁶³ 이 점이 사실이라고 하더라도, 한국 공무원 또는 국민연금 직원들이 본건 합병의 승인을 원하였다는 사실은 문제 되는 조치가 (*Methanex* 사건처럼) 메이슨을 “명시적으로 겨냥한 것”이 아니라는 사실에 의해 배제되거나,⁴⁶⁴ 같은 삼성물산 주주인 메이슨이

⁴⁶²메이슨이 문제삼는 조치와 삼성물산 및 삼성전자에 대한 메이슨의 투자 간의 “법적으로 충분한 관련성”의 부재는 본 사건에서 해당 투자로 인해 메이슨이 입었다고 주장하는 손실의 성격에 의해 강조됩니다. 메이슨은 삼성물산 및 제일모직의 합병결정으로 인해 본건 합병에 대한 삼성물산 주주들의 반대가 삼성물산 및 삼성전자 주식의 내재적 시장가치에 대한 메이슨의 기대에 부합하도록 그 주가 상승을 촉진할 것이라는 자신의 투자 논거가 “부정”되었다고 주장합니다. 수정 청구서면, 제242-43항. 이에 따라, 메이슨이 주장하는 손해는 본건 합병의 승인에 대한 자신의 반응, 즉, 투자 논거를 포기하고 삼성물산 및 삼성전자 지분을 매도하기로 한 결정으로 인해 초래된 것입니다.

⁴⁶³ 수정 청구서면, 제123항.

⁴⁶⁴ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분 판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제128항.

국민연금의 의결권 행사에 의해 기껏해야 간접적으로 (즉, “단지 결과적으로”) 영향을 받았다는 사실을 바꿀 수 없습니다.⁴⁶⁵ 나머지 삼성물산 주주가 행사한 의결권 행사의 맥락에서만 의미가 있는 국민연금의 의결권 행사는 고작해야 현재 메이슨이 청구하는 손실의 전제인 (삼성물산의 기업구조 측면에서) 본건 합병을 개시할 자유를 삼성물산에 주었을 뿐입니다.

C. 메이슨의 협정상 청구의 근간이 되는 국민연금의 행위는 한국에 귀속될 수 없습니다

235. 중재판정부의 관할권을 확정하기 위해서는, 메이슨은 자신이 문제 삼는 행위가 한국에 귀속됨을 입증할 책임이 있습니다. 행위 귀속에 대한 기준은 협정의 적용 범위를 정의하는 제 11.1.3 조에 명시되어 있습니다. 구체적으로, 협정은 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치들”에만 적용되며 이는 다음과 같이 정의됩니다.

다음 각 호에 의해 채택되거나 유지되는 조치

- a) 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치, 및
- b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치⁴⁶⁶

236. 달리 말하자면, “중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국” 또는 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관”이 아닌 자가 채택하거나 유지하는 조치에는 협정이 적용되지 아니합니다.

237. 메이슨의 청구는 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 달려 있습니다. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 해당 의결권 행사와 관련하여 국민연금 및 그 직원들의 행위의 귀속을 다투는 메이슨의 주장은 근거가 없습니다. 국민연금은

⁴⁶⁵ *Resolute Forest Products Inc v. Government of Canada*, PCA Case No. 2016-13, 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-167**, 제242항.

⁴⁶⁶ 협정 **CLA-23**, 제11.1조 제3항.

(제 11.1.3(a)조의 목적상) 한국 정부의 일부가 아니며, 본건 합병에 대한 분석 및 의결권 행사도 (제 11.1.3(b)조의 목적상) 한국 정부로부터 권한을 위임받아 한 것이 아니었습니다.

238. 국민연금 (및 그 직원들)의 행위의 귀속 없이는, 메이슨이 제기하는 협정상 청구는 ■■■ 전 대통령이 참모진들로 하여금 본건 합병의 진행상황을 “살펴보라”, “문제를 잘 챙겨보라”고 지시하였고, 보건복지부가 국민연금으로 하여금 본건 합병을 찬성하도록 지시하는 데 영향을 미쳤다는 메이슨의 주장에 전적으로 의존하고 있을 뿐입니다. 이러한 주장이 사실로 밝혀지더라도, 어떠한 협정상 청구도 해당 행위와 그로 인해 메이슨이 입었다고 주장하는 손해 (이에 관해서는 아래 제VI장 및 제VII장에서 한국이 상술하고 있습니다) 간의 동떨어진 거리 (및 이에 개입된 무수한 요소)를 고려했을 때 그 행위를 원인으로 할 수 없습니다.

1. 제 11.1.3 조는 귀속 문제를 전적으로 특별법(*lex specialis*)으로 규율합니다

239. 협정 제 11.1.3 조는 협정상 행위의 귀속에 대해 두 개의 기준을 제시합니다:

- a) 첫째, 제11.1.3(a)조는 “중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국”이 채택 또는 유지되고 있는 조치에 적용되고,
- b) 둘째, 제11.1.3(b)조는 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관”이 채택 또는 유지되고 있는 조치에 적용됩니다.⁴⁶⁷

240. (국민연금의 행위를 한국에 귀속시키는 문제와 관련하여) 사전적 문제로서, 메이슨은 협정 제 11.1.3(a)조 및 제 11.1.3(b)조가 협정상 행위의 귀속에 대한 유일한 근거에 해당하지 않는다고 주장합니다.⁴⁶⁸ 메이슨은 국제관습법상 귀속원칙(ILC 규정 제 4 조, 제 5 조 및 제 8 조에 반영된)이 제 11.1.3 조의 조건에 반영되어 있거나 협정의 조건에 의해 달리 배제되지 아니하므로 중재판정부를 구속한다고 주장합니다.⁴⁶⁹

241. 메이슨의 주장은 특별법 원칙을 무시합니다. (국제법상 확립된) 이 원칙은 협정이 그 대상으로 명시하고 있는 영역에만 전적으로 적용된다는 점을 인정합니다. 실제로, ILC 규정 그 자체도 더 구체적인 협정 조약이 우선함을 확인합니다. 따라서 ILC 규정 제 55 조 “특별법”은 ILC 규정이:

⁴⁶⁷ 협정 C-23, 제11.1.3조. 메이슨은 수정 청구서면에서 이 문언은 협상과정에서 미국이 삽입한 것이라고 주장합니다. 수정 청구서면, 제126항. 실제로 이 문언은 미국이 아니라 한국이 그 초안에서 삽입한 것입니다. 한-미 자유무역협정 한국측 1차 초안(교섭기록), 2006. 5, 19., R-32, 제8장: 투자, 제71면 제8.1조를 한-미 자유무역협정 미국측 1차 초안(교섭기록), 2006. 5, 19., R-33, 제223면 제1조와 비교.

⁴⁶⁸ 수정 청구서면, 제125-59항.

⁴⁶⁹ 예컨대, 수정 청구서면, 제125-27항; 제158항 참조.

“국제위법행위의 성립요건과 국가의 국제적 책임의 내용이나 이행이 국제법상의 특별한 규정의 지배를 받는 경우, 그 범위 내에서는 적용되지 아니한다”고⁴⁷⁰ 명시합니다.

242. 협정과 같이 구체적인 귀속에 관한 규칙을 설정한 미합중국-오만 자유무역협정 제 10.1.2 조를⁴⁷¹ 해석함에 있어, *Al Tamimi v. Oman* 사건의 중재판정부는 해당 협정 조항이 국제관습법상 귀속원칙을 배제한다고 판시하였습니다:

중재판정부는 협정의 당사국들이 특별 조항(특별법)에 의해 어느 한 실체의 행위가 당사국에 귀속되는 상황을 제한할 수 있다는 피청구국의 의견을 수용한다. 당사국들이 이러한 방식을 선택하는 경우에, 국제관습법에 따르거나 ILC 규정 규정에 명시된 당사국의 책임에 관한 보다 광의의 원칙은 직접적인 관련성을 가질 수 없다.⁴⁷²

243. 마찬가지로, *UPS v. Canada* 사건에서도 중재판정부는 NAFTA 제 15 장이 “독점 행위 및 국영기업의 행위귀속에 관한 특별규정”을 규정하며 “ILC 규정 제 4 조의 문언에 반영된 국제관습법상 규칙은 이 사건에 적용되지 않는다”고⁴⁷³ 판시하였습니다.
244. 유사하게, *F-W Oil Interests v. Trinidad & Tobago* 사건에서 중재판정부는 미합중국-트리니다드토바고 BIT 를 분석하면서 다음과 같이 판시하였습니다.

⁴⁷⁰ 국제법위원회는 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정 (2001), **CLA-24**, 제55조.

⁴⁷¹ 미합중국 정부와 오만 왕국 정부 간의 자유무역지대를 창설하는 협정, 2009. 1. 1., **RLA-113**, 제10.1.2조(“본 조에 따른 일방 당사국의 의무는 국가기업이나 기타 인(人)이 당해 당사국이 위임한 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 행사하는 경우, 당해 국가기업이나 인(人)에게 적용된다.”)

⁴⁷² *Adel A Hamadi Al Tamimiv. Sultanateof Oman*, ICSID Case No. ARB/11/33, 판정, 2015. 11. 3., **RLA- 156**, 제321항.

⁴⁷³ *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v. Government of Canada*, ICSID Case No. UNCT/02/1, 본안 판정, 2007. 5. 24., **CLA-18**, 제62항.

청구인이 주장하는 실질적인 기준이 일반적인 국제법이 아니라 특정 협정에 명시된 경우, 즉시 행위귀속에 관한 특별한 기준으로서 국가 책임에 관한 일반 규칙의 대안이나 보충하는 특별법으로 적용될 수 있다는 가능성, 즉, ILC 규정 초안 규정 및 해설서(특히 제55조 및 해설서)가 적용될 가능성이 있다.⁴⁷⁴

245. 협정의 “범위 및 대상”을 제한하는 협정 제 11.1.3 조는 구체적인 조항을 두어 협정상 책임 기준을 규정하고 있습니다.⁴⁷⁵ 따라서, *Al Tamimi* 사건 중재판정부가 판시한 바와 같이 ILC 규정 제 4조 및 제 5 조는 제 11.1.3(a)조 및 (b)호를 해석함에 있어 단지 “유용한 지침”⁴⁷⁶, 예컨대 주권행위와 상행위 간의 경계에 관한 지침을 제공하는 것에 불과합니다. 메이슨의 주장과 달리, ILC 규정 제 4조 및 제 5 조는 중재판정부를 구속하지 않습니다.
246. ILC 규정 제 8 조가 협정 제 11.1 조에 의해 배제되지 아니하였고 그러므로 귀속 문제와 관련하여 당사국들을 구속한다는 메이슨의 주장은 더욱 타당하지 않습니다.⁴⁷⁷ ILC 규정 제 8 조는 다음과 같이 규정하고 있습니다:

개인이나 집단이 사실상 국가의 명령에 의거하여 또는 국가의 지시 또는 통제에 따라 행위한 경우, 그러한 개인이나 집단의 행위는 국제법상 국가의 행위로 간주한다.⁴⁷⁸

⁴⁷⁴ *F-W Oil Interests, Inc. v. Republic of Trinidad & Tobago*, ICSID Case No. ARB/01/14, 판정, 2006. 3. 3., **RLA-98**, 제206항 (강조 추가).

⁴⁷⁵ 협정 제11.1조는 그 “범위 및 대상”을 명확하게 정의합니다. 협정 **CLA-23**, 제11.1조 참조. 메이슨은 제11.1조가 2004 U.S. Model BIT와 “여러 면에서 유사”하다고 하면서, Vandeveldt 교수를 인용하여 2004 U.S. Model BIT에 귀속 관련 규칙이 포함되지 않는다고 주장합니다. 수정 청구서면, 제126항. 한편, 미국은 최근의 비분쟁당사국 제출서면에서 제11.1.3조가 귀속을 규율하는 것으로 이해하고 있다고 서술하였습니다. *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, PCA Case No. 2018-51, 한-미 자유무역협정 제11.20.4조에 따른 미합중국의 제출서면; 2020. 2. 7., **CLA-105**, 제2항(“제11.1.3조 (귀속)”).

⁴⁷⁶ *Adel A Hamadi Al Tamimiv. Sultanate of Oman*, ICSID Case No. ARB/11/33, 판정, 2015. 11. 3., **RLA- 156**, 제324항.

⁴⁷⁷ 수정 청구서면, 제158항.

⁴⁷⁸ 국제법위원회의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정 (2001), **CLA-24**, 제8조. 본 반박서면, 제292-303항 참조.

247. ILC 규정 제 8 조는 “국가가 지시 또는 통제하는 행위”라는 행위귀속에 대한 추가적인 근거를 명시하고 있습니다. 그러나 ILC 규정 제 8 조에 상응하는 근거가 협정에는 명시되어 있지 않습니다.
248. 유사한 경우로서, *Al Tamimi* 사건 중재판정부는 특별법 규칙을 인정하면서, 국제관습법상의 광범위한 규칙이 아니라 미합중국-오만 자유무역협정에 성문화된 귀속 규칙을 적용하였습니다.

미합중국-오만 간의 자유무역협정 제10.1.2조의 효력은 OMCO와 같은 국영기업의 행위에 대한 오만의 책임을 (a) 해당 국영기업이 “규제, 행정 또는 정부 권한”을 행사하여 행위해야 하며, (b) 해당 권한은 국가에 의해 위임된 경우로 제한하는 데 있다. 따라서, 석유 및 광물자원부 (Ministry of Oil and Minerals)가 청구인의 주장대로 99%의 지분 또는 그 이사 및 관리자에 대한 영향력을 통하여 OMCO에 “유효하게 지배권”을 행사하였는지를 불문하고, 미합중국-오만 간의 자유무역협정 제10.1.2조에 따른 행위귀속의 심사와는 무관하다는 피청구국의 주장은 옳다고 할 것이다.⁴⁷⁹

249. ILC 규정 제 8 조와 관련된 메이슨의 주장은 협정의 당사국들이 행위귀속의 문제에 주의를 기울였으며 ILC 규정 제 8 조를 반영하는 조항을 협정의 초기 버전에 포함시키는 것을 구체적으로 고려하였으나 포함시키지 않았음을 보여주는 협정의 교섭기록에 의해 더욱 약화됩니다.⁴⁸⁰ 제 11.1.3 조의 최종 문언이 (이전 초안의

⁴⁷⁹ *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID Case No. ARB/11/33, 판정, 2015. 11. 3., **RLA- 156**, 제322항.

⁴⁸⁰ 해당 규정은 2006. 5. 19.자 한국의 최초 초안에는 포함되어 있지 않았습니다. 반면; 2006. 5. 19.자 미국측 최초 초안에는 해당 조항이 포함되어 있었습니다. 그 후, 당사국들은 2006. 6. 14.자 1차 초안에 해당 조항을 포함시켰습니다. 한-미 자유무역협정 한국측 1차 초안 (교섭기록), 2006. 5, 19., **R-32**를 한-미

국가기관으로 규정한다면 “어떠한 어려움도 없을 것”이며 해당 국가는 국제법에 따라 해당 실체의 행위에 대한 책임을 질 것입니다.⁴⁸⁶

252. 다만, 어느 실체가 해당 국가의 국내법상 “기관”으로 분류되지 않는 경우, 이러한 실체는 사실상 국가기관으로 간주될 수 있습니다. 국제사법재판소가 *Bosnian Genocide Case* 사건에서 판시한 바와 같이, 해당 실체는 “예외적인 상황”, 즉 국가가 “특별히 상당한 정도의 국가적 지배권을”⁴⁸⁷ 행사하여, “개인, 집단 또는 실체가 국가에 ‘완전하게 의존’하여 행위함으로써 궁극적으로는 수단에 불과하게 되는 경우”에 한하여 국제법상의 국가기관으로 간주될 수 있습니다.”⁴⁸⁸
253. 한국이 아래 설명하는 바와 같이, 이러한 기준에 따르면, 국민연금(즉, ██████████ 본부장 및 기타 직원들을 포함하는 국민연금 직원들)은 법률상 또는 사실상 한국 중앙정부의 기관이 아닙니다.

(a) 국민연금은 법률상 국가기관이 아닙니다

254. 한국은 본 반박서면과 함께 연세대 법학전문대학원 김성수 교수의 전문가 보고서를 제출합니다. 김성수 교수는 한국에서 행정법 분야의 권위자 중 한 명이며 우수한 법학전문대학원에서 30 년 이상 연구 및 교수 활동에 매진하고 있습니다. 특히,

⁴⁸⁶ ILC 규정 주석서(2001), **CLA-166, 제4조 주석**, 제11항. 메이슨은 국민연금이 국가기관인지 여부를 판단하는 데 있어 한국법의 관련성을 축소하기 위하여 주석을 선택적으로 인용하였습니다. 수정 청구서면, 제136항. 주석은 “책임의 목적상 어느 것이 국가기관을 구성하는지 판단하는 데 있어서 각 국가의 국내법 및 관행이 *가장 중요하다*”고 규정합니다. ILC 규정 주석서(2001), **CLA-166, 제4조 주석**, 제6항. 주석은 국내법상 기관이 아닌 실체가 “공적 기능” 및 “공권력”의 행사로 인해 국가기관으로 간주될 수 있다는 규칙에 대한 예외가 있음을 명확히 하고 있으나, 주석은 이러한 맥락에서 경찰권 등 주권적 기능의 행사를 고려합니다. ILC 규정 주석서(2001), **CLA-166, 제4조 주석**, 제6항; Commentary to Article 4, 제11항. *Ortiz Construcciones y Proyectos S.A. v. People’s Democratic Republic of Algeria*, ICSID Case No. ARB/17/1, 판정, 2020. 4. 19., [불문본], **RLA-182**, 제162항 참조 (ILC Commentary to Article 4, 제11항을 인용하면서, 국내법과 반대로 국가기관으로 간주되는 기관으로 “가장 자주 인용”되는 예는 경찰에 의한 공간의 유지(또는 회복)의 경우와 같이, 명백히 국가의 핵심 기능을 수행하는” 기관임을 지적함).

⁴⁸⁷ *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26., **RLA-105**, 제393항.

⁴⁸⁸ *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26., **RLA-105**, 제392항.

김성수 교수는 한국재정법학회 회장 및 행정법과 법치주의학회 회장을 역임한 바 있습니다.

255. 김성수 교수는 국민연금이 한국법상 한국의 국가기관에 해당하지 않는다는 점을 확인하고 있습니다.⁴⁸⁹ 오히려, 국민연금은 독자적인 법인격을 가지고,⁴⁹⁰ 은행계좌를 소유하며,⁴⁹¹ 법인세 납부 대상이고,⁴⁹² 자기 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 능력이 있으며,⁴⁹³ 자기 명의로 제소 및 피소가 가능한⁴⁹⁴ 법인에 해당합니다.

(i) 국민연금은 한국법상 국가기관으로 설립되지 않았습니

256. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 한국 행정법상 국가기관에 해당하는 지 여부는 헌법 및 헌법에 기초한 법률에 의해 결정됩니다.⁴⁹⁵ 국가기관은 헌법의 명시적 근거를 토대로 또는 명시적인 법률 및 하위 규정에 의해 설립되며 다른 방식으로 설립될 수 없습니다.⁴⁹⁶

257. 이러한 방식으로 설립된 국가기관은 세 가지로 분류될 수 있습니다.

- a) 헌법에 의하여 직접 설치된 헌법기관(국회(제3장), 행정부(제4장), 법원

⁴⁸⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제44항.

⁴⁹⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제33항.

⁴⁹¹ 우리은행 국민연금 예금통장 사본, 2018. 2. 6., **R-249**.

⁴⁹² 공공기관 경영정보 공개시스템, “28-1. 법인세 정보 (2020년 1/4 분기)”, 국민연금공단, 2020. 4. 7., **R-338**.

⁴⁹³ 한국 민법, 2015. 7. 1. **CLA-53**, 제34 조. 민법은 한국의 비영리법인의 설립을 규율하고 있습니다. 국민연금법, 2014. 7. 31., **R-176 (CLA-25** 수정 번역문), 제 48 조 (“공단에 관하여 이 법에서 정한 것 외에는 「민법」 중 재단법인에 관한 규정을 준용한다.”), 국민연금 정관 (제15차 개정), 2015. 5. 26., **R-118**, 제1조.

⁴⁹⁴ 공공기관 경영정보 공개시스템, “14-1. 소송 및 소송대리인 현황 (2020년 2/4 분기), 국민연금공단”, 2020. 7. 6., **SSK-26** 참조. 공공기관 경영정보 공개시스템에 따르면; 2020년 2/4 분기 기준으로 국민연금을 소송 당사국으로 하여 한국 법원에 계류 중인 소송은 총 104 개 (원고 87 건, 피고 17 건)입니다. 공공기관 경영정보 공개시스템, “14-1. 소송 및 소송대리인 현황 (2020년 2/4분기), 국민연금공단,” 2020. 7. 6., **SSK-26**.

⁴⁹⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제12-14항; 제16항.

⁴⁹⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제12-14항, 제16항.

(제5장), 헌법재판소 (제6장), 및 선거관리위원회 (제7장))⁴⁹⁷

- b) 정부조직법 및 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의하여 설치된 국가기관 (예컨대, 대통령 통할 하에 조직된 17개의 부, 국무총리 소속 5개 처 및 역시 국무총리 소속으로 설치된 국무조정실 등의 특정 기관들),⁴⁹⁸ 및
- c) 특정 행정 목적을 위하여 기타 개별법에 의해 “중앙행정기관”으로 설치된 국가기관 (예컨대, 금융위원회, 방송통신위원회 및 공정거래위원회).⁴⁹⁹

258. 국민연금은 위에 열거된 세 분류 중 어느 것에도 속하지 아니하기 때문에 한국의 법률상 기관 (*de jure organ*)이 아닙니다.
259. 첫째, 국민연금은 한국 헌법에 따라 직접 설립되지 않았기 때문에 헌법기관이 아닙니다. 메이슨은 이에 대해 달리 주장하지 않으며 달리 주장할 수도 없습니다.
260. 둘째, 국민연금은 정부조직법 또는 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의거하여 설립된 기관이 아닙니다.⁵⁰⁰ 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 정부조직법은 “중앙행정기관”을 부(대통령 소속 부처), 처(국무총리 소속 부처), 또는 청(부 아래 설치되는 기관) 세가지로 분류하고 있습니다.⁵⁰¹ 부 처는 헌법기관 (대통령 및 국무총리)과 연계되며 국가기관에 해당합니다.⁵⁰² 청은 부의 통제 하에 있고 이에 따라 헌법기관 (대통령)과 연계되며, 한국법상 국가기관으로 간주됩니다.⁵⁰³

⁴⁹⁷ 대한민국 헌법, 1988. 10. 25., CLA-149, 제3장, 제4장, 제6장, 제7장.

⁴⁹⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제11항; 제25항; 대한민국 헌법, 1988. 10. 25., CLA-149, 제96조, (“행정각부의 설치·조직과 직무범위는 법률로 정한다.”).

⁴⁹⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제25항; 제59항.

⁵⁰⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제39-40항. 김성수 교수는 정부조직법 이외에 국회법, 감사원법, 법원조직법, 헌법재판소법, 선거관리위원회법 및 지방자치법이 한국의 헌법에 따라 제정되었으며 동 법들은 모두 헌법기관의 통제를 받는 기관들의 설치를 정하고 있다고 설명합니다.

⁵⁰¹ 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제18항.

⁵⁰² 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제18(a)-(b)항.

⁵⁰³ 김성수 교수 전문가 보고서, RER-3, 제18(c)항.

261. 국민연금은 정부조직법에 따라 설립된 “중앙행정기관” 중 하나가 아닙니다. 보건복지부를 규정하고 있는 제 38 조는 국민연금이 보건복지부 (또는 여타 부) 소속으로 설립되었음을 규정하고 있지 않습니다.⁵⁰⁴ 따라서, 국민연금은 정부조직법에 따라 설치된 국가기관이 아닙니다.⁵⁰⁵
262. 셋째, 국민연금은 특정 행정 목적상 “중앙행정기관”으로 설치된 기관이 아닙니다. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 국민연금법은 금융위원회, 방송통신위원회 및 공정거래위원회와 같은 국가기관 설치에 관한 법령과는 상당한 차이가 있습니다. 국가기관인 이러한 각 위원회를 설립하는 법령은 각 위원회의 헌법적 권한의 근거를 명확하게 확인하며, 명시적으로 각 위원회가 정부조직법에 따라 “중앙행정기관”으로 설립되었음을 언급하고 있습니다.⁵⁰⁶ 국민연금법에는 그러한 조항이 없습니다.⁵⁰⁷
263. 이러한 맥락에서, 메이슨은 국민연금이 한국법상 “공공기관”으로 지정된 것을 두고 국민연금이 “구조적으로 한국의 정식 법적 기관에 해당함”을 의미한다고 주장하고 있는데,⁵⁰⁸ 이는 옳지 않습니다. 한국법상 “공공기관”은 “국가나 지방자치단체를 제외하고” 국가가 소유 또는 관리하는 법인, 단체 또는 기관을 의미합니다.⁵⁰⁹

⁵⁰⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제20항; 정부조직법, 2020. 9. 12., **R-342**, 제38조 (“보건복지부장관은 보건위생·방역·의정(醫政)·약정(藥政)·생활보호·자활지원·사회보장·아동(영·유아) 보육을 포함한다)·노인 및 장애인에 관한 사무를 관장한다”).

⁵⁰⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제39항.

⁵⁰⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제40항. 일례로, 금융위원회의 설치 등에 관한 법률 제3조 제1항은 “금융정책, 외국환업무 취급기관의 건전성 감독 및 금융감독에 관한 업무를 수행하게 하기 위하여 “국무총리 소속으로” 금융위원회를 둔다”라고 규정하고 있으며, 제3조 제2항은 “금융위원회는 정부조직법 제2조에 따라 설치된 중앙행정기관으로서 그 권한에 속하는 사무를 독립적으로 수행한다”라고 규정하고 있습니다. 금융위원회의 설치 등에 관한 법률, 2018. 4. 17., **R-344**, 제3조 참조. 방송통신위원회의 설치 및 운영에 관한 법률, 2015. 2. 3., **R-343**, 제3조 제2항(“위원회는 정부조직법 제2조에 따른 중앙행정기관으로 보되 [...]”).

⁵⁰⁷ 대신 국민연금법은 다음과 같이 규정하고 있습니다. “제24조 (국민연금공단의 설립) 보건복지부장관의 위탁을 받아 제1조의 목적을 달성하기 위한 사업을 효율적으로 수행하기 위하여 국민연금공단 (이하 “공단”이라 한다)을 설립한다”, 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제24조.

⁵⁰⁸ 수정 청구서면, 제137항.

⁵⁰⁹ 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014. 5. 28. **CLA-20**, 제4조 제1항; 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제22항. 2020년 현재, 기획재정부장관은 339개 법인을 공공기관으로 지정하고 있습니다. 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제24항.

김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 국민연금이 한국 국가재정법에 따라 기금관리를 담당하고 있기 때문에 “기금관리형 준정부기관”으로 지정되어 있는 것입니다.⁵¹⁰ 김성수 교수의 설명에 따르면, 이러한 지정은 단지 해당 법인들의 업무수행에 있어 보다 높은 수준의 투명성이 요구되는 법인들을 분류하기 위한 것으로, 한국법상 기관의 지위에 아무런 영향도 미치지 않습니다.⁵¹¹

(ii) 국민연금은 국가와 별개의 법인격을 갖고 있습니다

264. 국민연금이 한국 “중앙정부”와 별개로 존재하는 법인으로서 갖는 지위는 국민연금이 별개의 법인격을 갖는다는 사실에서도 확인할 수 있습니다. 투자중재사건의 중재판정부들은 국가기관들이 해당 기관이 속한 국가와 별개의 법인격을 갖지 않는 것을 주요 특징으로 한다는 사실을 강조해오고 있습니다. 일례로, *Bayindir v. Pakistan* 사건에서, 중재판정부는 파키스탄 국도청 (National Highway Authority)이 “자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 능력을 포함하여 영구적인 승계권과 통상적인 인감을 보유하고 있으며, 자신의 명의로 소송 당사자가 될 수 있는 법인”으로서 국가와 별개의 법인격을 갖고 있다는 이유로 국도청이 국가기관에 해당한다는 취지의 청구를 기각하였습니다.⁵¹² *Bayindir* 사건 중재판정부는 아래와 같이 판시하였습니다:

국도청과 파키스탄 정부의 일부 부서 간에 관련성이 있을 수 있다는 사실이 양자가 구별되지 않음을 의미하는 것은 아니다. 국가적 실체 및 기관들은 구조적이거나 규제적으로 단절된 상태에서 운영되지는 아니한다. 이들은 통상적으로 다른 당국이나 정부와 관련성을 가진다.

⁵¹⁰ 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014. 5. 28. **CLA-20**, 제5조 제3항 제2호 가목. 2019년, 준정부기관으로 지정된 기관은 93개가 있습니다. 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제24항 각주 26.

⁵¹¹ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제68-70항.

⁵¹² *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제119항.

그 별개의 법적 지위로 인하여, 중재판정부는 국도청을 ILC 규정 제4조에 따른 국가기관으로 취급하지 아니한다.⁵¹³

265. 또 다른 예로, *Hamester v. Ghana* 사건에서, 중재판정부는 가나코코아위원회 (Ghanaian Cocoa Board)가 “‘자기 법인명으로 소송의 피고인이 될 수 있는’ ‘법인’으로 설립되었고” “‘자산을 보유하고 은행계좌를 개설할 수 있다’”는 이유로 동 위원회를 국가기관으로 간주할 수 없다고 판시하였습니다.⁵¹⁴ 마찬가지로, *EDF v. Romania* 사건에서, 중재판정부는 Bucharest 공항과 루마니아 국립항공사 (National Airline Company)가 “양자 모두 루마니아법상 국가와 별개의 독자적인 법인격을 갖고 있으므로” 국가기관으로 간주될 수 없다고 판시하였습니다.⁵¹⁵
266. 이 사건에서, 국민연금은: (a) 별개의 법인격을 가진 법인으로 설립되었고,⁵¹⁶ (b) 자기 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 능력을 가지고 있으며,⁵¹⁷ (c) 자기 명의로 제소 및 피소가 가능하고,⁵¹⁸ (d) 민법 규정에 따라 규율되는 사법상의 법인에

⁵¹³ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제119항.

⁵¹⁴ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24, 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제184-85항. *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 판정, 2016. 6. 27., **RLA-161**, 제209항 참조 (중재판정부는 폴란드 농림청(Polish Agricultural Property Agency)이 “별개의 법인격을 가지며 운영상 자율성이 있으므로” 국가기관에 해당하지 않는다고 판시하였습니다”).

⁵¹⁵ *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, 판정, 2009. 10. 8., **CLA-103**, 제190항. *EDF v. Romania* 사건에서 중재판정부는 두 개의 법인이 ILC 규정 제5조의 “역할” 기준에 따라 국가기관에 해당하는지를 판단하였는데, 해당 기업들의 행위 (청구인들이 투자한 회사들에 대해 주주로서 권리를 행사하는 것 등)가 정부권한의 행사에 해당하지 않기 때문에 국가기관이 아니라고 판단하였습니다. 다만, 중재판정부는 두 법인가 두 회사의 주주로서 행한 행위가 ILC 규정 제8조의 “통제” 기준에 의거 국가의 지시 및 통제에 따른 것으로 루마니아에 귀속된다고 판시하였습니다. *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, 판정, 2009. 10. 8., **CLA-103**, 제194항; 제209항.

⁵¹⁶ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제26조.

⁵¹⁷ 민법, 2015. 7. 1., **CLA-53**, 제34조, 국민연금 정관(제15차), 2015. 5. 26., **R-118**, 제1조.

⁵¹⁸ 공공기관 경영정보 공개시스템, “14-1. 소송 및 소송대리인 현황 (2020년 2/4분기), 국민연금공단,” 2020. 7. 6., (**SSK-26**).

해당합니다.⁵¹⁹ 이러한 각각의 특징에 비추어 볼 때, 국민연금은 법률상 국가기관에 해당하지 않음을 알 수 있습니다.

267. 메이슨은 국민연금이 별개의 법인격을 갖는다는 사실은 인정하면서도, 이러한 지위가 “주로 실무상의 이유”에 따른 것으로 한국법상 “일반적인 민간 영리 단체 또는 비영리 단체”의 형태를 가지지 않는다고 주장하고 있습니다.⁵²⁰ 메이슨은 별개의 법인격이 실무상의 목적에 따른 것일 경우 그러한 별개의 법인격을 가진 실체를 국가기관으로 간주해야 한다는 주장에 대해 국제법상의 근거를 제시하지 못하고 있습니다. 실제로, 이와 유사한 주장이 기각된 바 있습니다. *Amto v. Ukraine* 사건에서, 청구인은 별개의 법인격을 가진 국유 핵발전기업인 Energoatom 의 독립성이 순전히 형식적인 것이고 해당 기업의 사업 활동 일체를 국가에서 통제하고 있다는 이유로 Energoatom 을 국가기관으로 간주해야 한다고 주장하였습니다.⁵²¹ 중재판정부는 우크라이나와 Energoatom 간의 “밀접한 관계”를 인정하고, Energoatom 을 (“일반적인 민간기업”이 아닌) “국유기업으로 알려진 특정 법인”으로 명시하였으나, Energoatom 이 별도의 법적 책임을 부담하는 별개의 법인이라는 점에서 국가기관에 해당하지 않는다고 판단하였습니다.⁵²² *Bayindir* 사건 중재판정부가 지적한 바와 같이, 어느 기관이 정부와 특정한 연관성을 갖는다고 하여 그 자체로써 해당 기관의 독립적인 법인격이 의미를 상실하지는 않습니다.⁵²³
268. 메이슨이 인용하고 있는 ILC 규정 제 II 장 주석은 국민연금을 법률상 국가기관으로 간주해야 한다는 입장을 뒷받침하지 않습니다.⁵²⁴ 주석은 별개의 법인격이 있다고

⁵¹⁹ 국민연금법, 2014. 7. 31., **CLA-157**, 제48조(민법 준용)(“공단에 관하여 이 법에서 정한 것 외에는 민법 중 재단법인에 관한 규정을 준용한다”). 민법은 한국에서 비영리기관의 설립을 규율하는 법입니다.

⁵²⁰ 수정 청구서면, 제138항.

⁵²¹ *Limited Liability Company Amto v. Ukraine*, SCC Arbitration No. 080/2005, 최종 판정, 2008. 3. 26., **RLA-109**, 제101항.

⁵²² *Limited Liability Company Amto v. Ukraine*, SCC Arbitration No. 080/2005, 최종 판정, 2008. 3. 26., **RLA-109**, 제101항.

⁵²³ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제119항.

⁵²⁴ 수정 청구서면, 제139항; ILC 규정 주석서, **CLA-166**, 제2장 주석, 제7항을 인용하는 부분.

하여 기관이 국가에 “완전히 의존하여” 행위하는 사실상 국가기관으로 판단되는 경우를 배제할 수 없다고 명시하고 있으나, (이하 제 IV 장 제 C 절 제 2 관 (b) 목에 기재된 바와 같이) 메이슨은 이러한 점을 입증하고 있지 않습니다.⁵²⁵ 어느 기관이 ILC 규정 제 4 조에 따른 법률상 국가기관에 해당하는지와 관련하여, 한국이 설명한 바와 같이 중재판정부들은 별개의 법인격은 결정적 요소가 될 수 있다고 거듭 판시한 바 있습니다.⁵²⁶

269. 메이슨은 *Paushok v. Mongolia* 사건 및 *Eureko v. Poland* 사건을 인용하고 있으나, 해당 판단은 메이슨측의 입장을 뒷받침하지 않습니다. 해당 중재판정부들은 대상 기관이 국가기관에 해당하는지의 여부를 판단하지 않았으며, 별개의 법인격의 존부가 결론에 영향을 미치는지 관한 논의는 부수적인 것이었습니다.⁵²⁷ 예컨대, *Hamester v. Ghana* 사건 중재판정부는 같은 이유로 인해 *Eureko v. Poland* 사건이 어느 기관이 국가기관에 해당하는지의 여부를 결정함에 있어 유의한 가치가 없다고 판시하였습니다.⁵²⁸
270. 또한, 메이슨은 미국 법원이 두 개의 다른 한국 법인들 (즉, 한국자산관리공사 및 예금보험공사)이 미국법에 따른 외국주권면제의 목적상 한국의 국가기관에 해당한다고 판단한 사실에 주목해야 한다고 주장하고 있습니다.⁵²⁹ 두 가지 이유로 이러한 주장은 부당합니다. 첫째, 한국자산관리공사와 예금보험공사는 당연히 제도 국민연금이 아닙니다. 메이슨이 파악한 해당 기관들 간의 유일한 공통점은 이들이

⁵²⁵ 본 반박서면 제IV장 제C절 제2관 b목.

⁵²⁶ 본 반박서면 제264-65항 참조.

⁵²⁷ *Eureko B.V. v. Republic of Poland*, 임시중재, 부분 판정, 2005. 8. 19., **CLA-109**, 제134항 (재무국 (State Treasury)이 국가기관에 해당하는지의 여부에 관계 없이, 재무국이 국가의 지침에 따라 또는 국가의 지시나 통제 하에 행위한 경우, 재무국의 행위가 폴란드로 귀속될 수 있다고 판시함), *Sergei Paushok, CJSC Golden East Company and CJSC Vostokneftegaz Company v. Government of Mongolia*, UNCITRAL, 관할권 및 책임에 대한 판정, 2011. 4. 28., **CLA-141**, 제586항 (중재판정부는 MongolBank의 행위가 주권작용 (*jure imperii*)이었기 때문에 해당 행위는 몽고에 귀속되는 것이므로, MongolBank가 국가기관에 해당하는지 여부를 결정할 필요가 없다고 판시함).

⁵²⁸ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24, 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제186항.

⁵²⁹ 수정 청구서면, 제142항.

한국 공공기관의 운영에 관한 법률상 “기금관리형 준정부기관”으로 분류된다는 점입니다. 다만, 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 이러한 지정은 각 실체가 한국법상 국가기관에 해당하는지의 여부와는 무관합니다.⁵³⁰ 둘째, 국민연금이 다른 법적 명령에 따른 (즉, 미국 외국주권면제법 (Foreign Sovereign Immunities Act)에 따른) 주권면제를 정당하게 주장할 수 있는지의 여부는 한국법 및 협정의 맥락에서 국민연금이 그 특성상 법률에 따른 국가기관에 해당하는지와는 완전히 무관합니다. 메이슨이 인용하고 있는 법률적 근거들은 부적절하거나 메이슨측의 주장을 뒷받침하지 않습니다.⁵³¹

271. 위와 마찬가지로, 메이슨은 한국자산관리공사를 국민연금과 비교하며 *Dayyani v. Korea* 사건에서 투자중재사건의 중재판정부가 내린 판단을 인용하고 있는데, 이는 적절하지 않습니다.⁵³² 메이슨이 인용한 한 언론보도에서 알 수 있듯이, *Dayyani* 사건 중재판정부는 (국민연금과는 완전히 별개의 기관인) 한국자산관리공사가

⁵³⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제67-70항.

⁵³¹ 수정 청구서면, 제143-45항 참조. 예컨대, *Jurisdictional Immunities of the State* 사건은 독일이 이탈리아 법원에서 면책특권을 갖는지를 다루고 있습니다. 국제사법재판소는 주권면제에 관한 통상적인 국제법을 판단함에 있어 외국 법원에서의 주권면제주장에 관한 국가의 관행이 중요하다고 지적하였으나, 국가 귀속에 관한 문제를 결정함에 있어 이러한 관행과의 관련성에 대해서는 논의하지 않았습니다. *Jurisdictional Immunities of the State (Germany v. Italy)*, 국제사법재판소 판결, 2012. 2. 3., **CLA-116**, 제54-55항. Dr. de Stefano의 논문은 *Zafiro* 사건을 인용하여 주권면제와 귀속간의 구분에 관한 문제가 “초기 중재 관행에서 이미 인정된 것”임을 명확히 하였습니다. Carlos de Stefano, *ATTRIBUTION IN INTERNATIONAL LAW AND ARBITRATION*, Oxford Univ. Press 2020, **CLA-163**, 제19면. *Zafiro* 사건에서, British-American Mixed Claims Commission은 *Zafiro* 선박에 탑승한 선원들의 행위가 미국에 귀속되는지의 여부에 대해 판단하였습니다. British-American Mixed Claims Commission은 이러한 목적상 면제에 관한 사건들은 의미를 가지지 않는다고 판시하였습니다. Carlos de Stefano, *ATTRIBUTION IN INTERNATIONAL LAW AND ARBITRATION*, Oxford Univ. Press 2020, **CLA-163**, 제19면; *D. Earnshaw and Others (Great Britain) v. United States (Zafiro case)*, 6 R.I.A.A. 160, 1925. 11. 30. **RLA-62**, 제162면 (“쟁점 [문제]는 (중략) *Zafiro*가 홍콩에서 어떠한 면제를 주장할 수 있는지가 아니라, [선박]의 행위에 관해 어떠한 책임이 미국에 귀속되는지에 관한 것이다”) 인용. 이처럼, “국가가 두 가지 방법 모두를 취할 수 없다”는 Christenson 교수의 의견과 이와 동일한 취지로 Alfaro 판사가 개진한 의견은 국민연금이 국가기관에 해당하는지의 문제에 적용될 수 없습니다. Carlos de Stefano, *ATTRIBUTION IN INTERNATIONAL LAW AND ARBITRATION*, Oxford Univ. Press 2020, **CLA-163**, 제25면 참조, Gordan A. Christenson, *The Doctrine of Attribution in State Responsibility*, INTERNATIONAL LAW OF STATE RESPONSIBILITY FOR INJURIES TO ALIENS, Richard B. Lillich ed. 1983, 제330면 인용, *Temple of Preah Vihear (Cambodia v. Thailand 사건)*, ICJ 판결, Vice President Alfaro의 별도 의견, 1962. 6. 15., **CLA-130**, 제40면.

⁵³² 수정 청구서면, 제141항 각주 238.

한국법상 국가기관에 해당하는지의 여부에 대해 다루었습니다.⁵³³ 동 중재판정부는 한국자산관리공사가 사실상 국가기관에 해당하는지를 독립적으로 심리하지는 않았으나, 한국자산관리공사측 대리인이 미국 법원에서 한국자산관리공사가 미국법상 국가기관에 해당한다고 언급한 진술을 인용한 것으로 알려져 있습니다 (한국의 견해에 따르면 이러한 인용은 부당합니다).⁵³⁴ 이러한 판단은 국민연금에 말할 필요도 없이 한국자산관리공사가 협정 제 11.1 조 제 3 항 제(가)호(또는 기타 규정)에 따른 국가기관에 해당한다는 결론에 도달하지 않습니다.

(b) 국민연금은 사실상 국가기관이 아닙니다

272. 국민연금이 한국법상 국가“기관”이 아니라는 점을 감안할 때, 제 11.1 조 제 3 항 제(가)호에 따른 메이슨측의 주장이 의미 있기 위해서는 메이슨은 사실상 한국이 “국민연금에 구체적으로 상당한 정도의 국가 통제권”을 행사하여 국민연금이 국가에 “완전히 의존”하는 “예외적인 경우”임을 입증해야 합니다.⁵³⁵ 이러한 높은 기준은 국제사법재판소에서 인정받은 바 있습니다.⁵³⁶ 메이슨은 이를 입증하지 못하였으며, 입증할 수도 없습니다.

273. 이와 관련하여, 메이슨은 특히 아래와 같이 주장하고 있습니다.

- a) “국민연금의 목적, 기능 및 권한은 국민연금법 (중략) 및 국민연금법에 따른 보건복지부장관의 위탁에 따라 독점적으로 부여되었음.”⁵³⁷
- b) 국민연금이 수행하는 기능은 “공공 목적을 달성하기 위하여 (중략)

⁵³³ Jerrod Hepburn, “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다” *IAReporter*, 2019. 1. 22., **C-108**, 제3면.

⁵³⁴ Jerrod Hepburn, “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다,” *IAReporter*, 2019. 1. 22., **C-108**, 제3면.

⁵³⁵ 본 반박서면, 제252항.

⁵³⁶ *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, ICJ 판결, 2007. 2. 26. **RLA-105**, 제392-93항.

⁵³⁷ 수정 청구서면, 제137(a)항.

기본적으로 국가의 기능”이며, ⁵³⁸ 국민연금은 “독립된 상업적 목적”이나 기능을 가지지 않고, “독립되거나 상업적인 수입원”을 가지지 아니함.⁵³⁹

- c) 또한, 국민연금 지배구조 관련 기능 중 특정 부분은 이사장과 보건복지부의 승인을 받아야 하고, ⁵⁴⁰ 한국 행정법이 적용되며, ⁵⁴¹ 국민연금 직원들은 국가의 부정청탁 및 금품 등 수수의 금지에 관한 법률의 적용도 받음.⁵⁴²

274. 김성수 교수가 자신의 보고서에서 설명한 바와 같이, 이러한 주장은 한국법에 따른 국민연금의 기능 및 지위에 대해 불완전하고 그릇된 이해에서 비롯된 것으로 보입니다. 한국법상의 중요 규정 및 설명을 고려하였을 때, 메이슨은 국민연금이 한국에 “완전히 의존적이다”라는 점을 입증하지 못하고 있습니다. 특히, 한국법의 측면에서:

- a) (이 사건의 경우 상업적 성격만을 가지는) 국민연금의 권한이 정부 법령으로부터 발생한다는 사실로 인해 한국 헌법 체계상 국민연금이 설립된 방식이 변하는 것은 아니므로, 국민연금을 국가기관이라고 볼 수는 없습니다.⁵⁴³
- b) 국민연금이 특정 공공서비스를 제공한다는 사실로 인해 한국 헌법의 목적상 국민연금의 지위가 “중앙행정기관”으로 변하는 것이 아닐뿐더러, 국민연금이 기금을 운용 및 운영함에 있어 행위하는 것과 같이 사경제주체로서 행위 할 수 있다는 사실에는 변함이 없습니다.⁵⁴⁴

⁵³⁸ 수정 청구서면, 제137(h)항.

⁵³⁹ 수정 청구서면, 제137(i)항.

⁵⁴⁰ 수정 청구서면, 제137(c)항; 제(d)항; 제(f)항 및 제(g)항.

⁵⁴¹ 수정 청구서면, 제137(k)항.

⁵⁴² 수정 청구서면, 제137(e)항.

⁵⁴³ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제66-70항.

⁵⁴⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제56-61항.

- c) 기금 운영에 대한 경영진의 감독은 상당히 제한적이고 간접적입니다.⁵⁴⁵
- d) 또한, 뇌물수수는 명백한 민간조직에 속한 직원들을 비롯하여 “공공성”을 특징으로 하는 업무를 수행하는 사람들에게 적용되는 범죄로서, 그 자체로 그들이 속한 조직의 법적 지위에 영향을 미치지 않습니다.⁵⁴⁶

275. 특정 단체들이 국가 공공부문의 일부를 구성하고 국가의 감독을 받는다는 이유만으로 해당 단체들이 사실상 “국가기관”이 되지 않는다는 것은 정립된 사실입니다.⁵⁴⁷ *Union Fenosa v. Egypt* 사건 중재판정부는 다음과 같이 설명하였습니다:

그 공적 성격을 고려하면, 국가가 소유하는 비국가기관이 국가기관인 조직에 적용되는 것과 동일한 방식으로 국가가 실시하는 재무감사의 대상이 된다는 점은 당연하다. 특히 어느 조직의 다른 결정이 행정공법에 따른 감독을 받지 않을 경우, 청구인이 주장하는 바와 같이 해당 조직의 특정한 결정이 행정공법에 따른 감독의 대상이 된다는 점 역시 결정적인 사항이 아니다.⁵⁴⁸

⁵⁴⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제49-53항.

⁵⁴⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제62-64항.

⁵⁴⁷ 이 주장을 뒷받침하면서 청구인은 *Ampal-American Israel Corp v. Egypt* ICSID Case No. ARB/12/11, Decision on Liability and Heads of Loss, 2017. 2. 21. **CLA-89**, 제137-39항을 인용하고 있습니다. 다만, *Union Fenosa Gas v. Egypt* 사건 중재판정부는 *Ampal*사건의 판단을 지지하며 다음과 같이 판시하였습니다: “*Ampal v. Egypt* (2017 사건의 ICSID 중재판정부는 ILC 규정 제 4 조의 의미 내에서 이집트 국가기관으로서의 EGPC의 지위에 관하여 다른 결론을 내렸다. 중재판정부는 EGPC가 ‘석유부장관 (Minister of Petroleum)의 감독’을 받으며, ‘국가가 배분한 자금’으로 구성된 자본을 가지고, [이사회] 결의를 변경 또는 취소할 수 있는 권한을 위임받은’ 석유부장관과 더불어 공무원들이 선임하고 공무원들이 일부를 구성하는 의장 및 이사회를 둔 ‘정부기관’으로 지정되었음을 그 이유로 들었다. 다만, 동 판결은 자율적인 존재를 부정하기 위하여, 이러한 요소들이 EGPC가 국가 구조의 일부임을 보여주는 이유는 설명하지 않는다. 사실상, 앞서 언급한 바와 같이, 이러한 모든 요소들은 주주들에게 법인의 의무에 대한 책임을 지우지 않는 민간기업들과 유사하다.” *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/14/4, 판정, 2018. 8. 31. **CLA-145**, 제9.109항.

⁵⁴⁸ *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/14/4, 판정, 2018. 8. 31. **CLA-145**, 제9.99항.

276. 또 다른 예로, *Almås v. Poland* 사건에서 중재판정부는 다음 각 호에도 불구하고 (중재판정부가 법률상 국가기관이 아니라고 판단한) 폴란드 농림청 (Polish Agricultural Property Agency)이 사실상 국가기관에 해당하지 않는다고 판단하였습니다:

- a) 농림청은 농촌개발부장관 (Minister for Rural Development)의 감독 대상이었고,
- b) 폴란드는 회장 및 부회장의 임면에 대한 통제권한이 있었고,
- c) 폴란드는 규정을 통해 농림청에 지시를 내릴 수 있었고,
- d) 농업분야에서 전략적으로 중요한 회사들에 대해 농림청이 보유한 지분의 매각 시 각료회의 (Council of Ministers)에서 승인해야 하는 요건이 있었으며,
- e) 또한, 농림청은 농업 자산을 관리, 매매 및 임대할 권한이 있었음.⁵⁴⁹

277. 마찬가지로, *Ulysseas v. Ecuador* 사건에서 중재판정부는 수입, 비용 및 투자뿐만 아니라 공공 자산의 이용 및 보관을 규율하는 감사관 사무국이 행사하는 헌법상의 “통제 시스템”의 대상인 (각각 별개의 법인격을 가진 것으로 판단되는) 몇몇 에콰도르 법인들이 사실상 국가기관에 해당하지 않는다고 판시하였습니다. 에콰도르 헌법이 이러한 관련 법인들이 “공법의 적용을 받는 기업으로 운영되어야 하며, [...] 전략부문의 관리 및 공공 서비스 제공을 위해 국가가 항상 과반수의 주식을 보유해야 한다”고 규정함으로써 이들의 “공적인 성격을 강화”하였음에도 불구하고, 중재판정부는 이와 같은 결론을 내렸습니다.⁵⁵⁰ *Ulysseas* 사건 중재판정부는 공적 업무를 제공하는 특정 법인들의 비국가기관 지위를 뒷받침하는 근거를 다음과 같이 설시하였습니다:

따라서, 에콰도르 정부는 자신의 자산과 자원을 소유하고 제소 및 피소가 가능하며 국가를 대신하여 전력 부문을 규율 할 수

⁵⁴⁹ *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 판정, 2016. 6. 27. **RLA-161**, 제212-13항.

⁵⁵⁰ *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, UNCITRAL, 최종 판정, 2012. 6. 12. **RLA-134**, 제134항 (내부 인용 생략) (강조 삭제).

있는 기능과 권한을 위탁 받은 별개의 법인격을 가진 특별법인을 설립한 것이다. 해당 부문에서 제3자와 계약을 체결할 권한을 지닌 특정한 국가의 활동을 규율할 공적 단체를 설립하는 행위의 효과는, 해당 부문의 활동에 대한 국가의 직접적인 책임을 방지하는 것이다. 국가를 제3자와 그 공적 단체가 체결한 계약의 당사자로 하여 계약 수행에 대한 당사자들의 직접적인 책임을 부담하도록 하는 것은 위 목적에 반한다.⁵⁵¹

278. 따라서, (메이슨이 강조하는 바와 같이) 국민연금이 공적 업무를 수행하고 제한적으로 정부의 감독을 받는다는 사실은 국민연금이 국제법상 사실상의 국가기관에 해당하기 위해 요구되는 “예외적인 경우”에 해당하지 않습니다. 국민연금은 (국민연금으로 하여금 계약을 체결하고, 국민연금의 명의로 자산을 소유하며, 자기 명의의 은행계좌를 사용할 수 있게 하는) 별개의 법인격을 갖고 있고, 그러한 법인격을 근거로 이 사건에서처럼 주주로서의 의결권을 행사하는 경우와 같이 국민연금기금의 운영 및 운용에 있어 “민간경제주체”로서 “상업적 활동”을 수행합니다.⁵⁵² 이처럼, 국민연금이 공공 업무를 수행할지라도 한국 정부에 “완전히 의존하는” 것으로 보아서는 안 되며, 한국이 국민연금의 활동에 “특별히 상당한 수준의” 통제권을 갖는다고도 볼 수 없습니다.

3. 협정 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에 따라 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다

279. 메이슨은 국민연금이 협약 제 11.1 조 제 3 항 제(가)호의 목적상 한국의 “중앙정부”에 해당하지 않는다 할지라도 중재판정부가 협정 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호의

⁵⁵¹ *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, UNCITRAL, 예비 판정, 2010. 9. 28. **RLA-127**, 제154항 (강조 추가).

⁵⁵² 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제33항.

작용으로써 국민연금 및 그 직원에 관한 메이슨의 청구에 대한 결정을 내릴 수 있는 관할권을 갖는다고 주장하고 있습니다.⁵⁵³ 해당 조항에 따르면, 한국은 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국이 위임한 권한을 행사함에 있어 비정부기관”이 채택 또는 유지하는 조치에 대해 책임을 지게 될 수도 있습니다.⁵⁵⁴

(a) 제11.1조 제3항 제(나)호를 적용하기 위해서는 문제 되는 행위가 반드시 “정부 권한”의 행사에 따른 것이어야 합니다

280. 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에서 “권한”이라 함은 특정한 의미를 가진 것으로 정부기관의 권한 행사와 관련된 것입니다. 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에서 말하는 [redacted] 이 [redacted] 을 지칭한다는 점에 대한 한국과 미국의 공통된 이해는 교섭기록에 설명되어 있습니다.”⁵⁵⁵ 미국은 최근 비분쟁당사국 제출서면을 통해 이러한 해석을 확인하였는데, 해당 제출서면에 따르면 제 11.1 조의 목적상 “위임받은 권한”이라 함은 국가가 “국가의 자격”으로 비정부기관에게 위임한 “정부 권한”만을 의미합니다.⁵⁵⁶ 따라서, 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호를

⁵⁵³ 수정 청구서면, 제147-56항.

⁵⁵⁴ 협정, **CLA-23**, 제11.3조 제3항 제(나)호.

⁵⁵⁵ 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정 제8차 초안 (교섭기록), 2007. 3. 23., **R-39**, 현행 협정 제11.1조 제3항 제(나)호에 대한 참조 2, 135 면 ([redacted]).

⁵⁵⁶ 교섭기록은 협정 해석의 적절한 수단으로 인정됩니다. 비엔나협약, 1969. 5. 23., **CLA-161**, 제32조. *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, PCA Case No. 2018-51, 한미자유무역협정 제11.20조 제4항에 따른 미국측 제출서면 **CLA-105**, 제4-5항 (“[협정] 제16.9조는 경쟁 관련 사안에 관한 규정의 목적상 ‘위임’을 특히 ‘독점 또는 공기업에 정부권한을 이전하거나 독점 또는 공기업에 의한 정부권한의 행사를 승인하는 입법적 부여 및 정부 명령 지시 또는 그 밖의 행위를 포함’하는 것으로 정의한다. 비정부기관의 행위가 관련된 권한의 위임에 해당하지 않을 경우, 해당 행위는 제11.1조 제A항에 따른 ‘당사국이 채택 또는 유지한 조치’에 해당하지 아니한다. 국가기업 등 비정부기관은 면허부여, 상업적 거래의 승인이나 쿼터·수수료 또는 그 밖의 부과금을 부과할 수 있는 권한 등 당사국이 자신에게 위임한 규제적, 행정적 또는 그 밖의 정부권한을 행사할 수 있다. 이러한 예시들은 국가기업 등 비정부기관이 당사국이 국가의 자격으로 위임한 정부권한을 행사하는 경우를 보여준다”).

적용하기 위해서는, 해당 행위가 한국 정부가 국가의 자격으로 적법하게 위임한 권한의 행사를 반드시 포함하여야 합니다.

281. 한국이 언급한 바와 같이, 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에 대한 중재판정부의 해석을 구속하지는 못할지언정 적어도 지침을 제공할 수 있는 ILC 규정 제 5 조는 협정의 규정과 동일하지는 않으나 유사한 문구를 포함하고 있습니다. 동 조항은 다음과 같이 규정하고 있습니다:

제4조에 따른 국가 기관에 해당하지 않으나 정부 권한의 요소를 행사하기 위해 해당 국가의 법률에 의해 권한이 부여된 개인이나 법인의 행위는 국제법상 해당 국가의 행위로 간주된다(다만, 해당 개인이나 법인이 특정 경우에 있어 해당 권한으로 행하는 경우는 예외로 함).⁵⁵⁷

282. ILC 규정 제 5 조를 해석한 투자사건 중재판정부들은 문제가 된 행위가 단순 상업 활동이 아닌 위임 받은 “정부 권한”이어야 한다는 해당 조항상의 요건에 대해 설명한 바 있습니다. 예컨대, *Al Tamimi v. Oman* 사건 중재판정부는 “순수한 상행위(*acta jure gestionis*)는 제 5 조에 따라 국가에 귀속될 수 없다”고 판시하였습니다:

미합중국-오만 간의 자유무역협정은 “규제, 행정 또는 정부 권한”의 의미를 정의하고 있지 않다. 다만, 이와 관련하여, 피청구국은 “자유무역협정의 귀속 요건은 ILC 규정 제5조의 요건과 거의 유사하다”고 주장하였다. ILC 규정 제5조에 따르면, 국가기관이 아닌 개인이나 실체는 해당 국가 법률에 의해 “정부 권한의 요소를 행사”할 수 있는 권한을 위임받아야 하며, “그 특정한 경우에 이러한 자격으로” 행위하여야 한다. 이 사건에서 문제되는 행위는 “정부적인”

⁵⁵⁷ 국제법위원회의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정(2001), **CLA-24**, 제5조.

또는 주권작용(*acta jura imperii*)이 되어야 한다. 제5조에 따르면, 국고작용(*acta jure gestionis*)은 국가에 귀속될 수 없다.⁵⁵⁸

283. “쟁점 행위”가 “정부적인” 행위가 되어야 한다는 점은 *Bayindir v Pakistan* 사건에서도 보다 구체적으로 설명되는데, 동 사건에서 중재판정부는 국유기업인 국도청 (National Highway Authority)의 행위가 파키스탄에 귀속되는지 여부를 판단하였습니다. 국도청이 “해당 상황에서 국가의 자격으로 행위하였다”라는 점이 입증되지 않았다는 점에서, 중재판정부는 국도청의 행위가 파키스탄에 귀속되지 않는다는 결론을 내렸습니다:

국도청이 정부 권한의 요소를 행사할 수 있는 권한을 일반적으로 위임받은 것에는 논란의 여지가 없다. 국도청법 제10조는 “동 법의 목적 수행을 위해 필요하거나 편리하다고 간주하는 조치를 취하고 이러한 권한을 행사할 수 있는 광범위한 권한”(국도, 전략 도로 및 국도청에 위탁된 기타 도로 및 도로상의 다리의 통행료를 부과 또는 징수하거나 부과 또는 징수되도록 하는 것 포함)을 국도청에 부여하고 있다. 국도청법의 기타 관련 조항들은 ‘승인되지 않은 점거자들을 내쫓을 권한’에 관한 제12조와 검사를 위하여 토지 및 부지 등에 ‘출입할 수 있는 권한’에 관한 제29조이다.

다만, 이러한 일반적인 권한의 존재는 그 자체로 제5조를 적용하는 데 충분하지 않다. 동 조항에 따른 귀속은 추가로 해당 기관이 해당 상황에서 국가의 자격으로 행위 할 것을 요구한다[.]⁵⁵⁹

⁵⁵⁸ *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID Case No. ARB/11/33, 판정, 3 2015. 11. 3. **RLA-156**, 제323항.

⁵⁵⁹ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27. **RLA-119**, 제121-23항. *InterTrade Holding GmbH v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 판정, 2012. 5. 29. **RLA-132**, 제191항 참조 (“국제법상은 국가의 특정 활동과 관련하여 국가가 책임을 질 수 있으나 반드시 모든 활동과 관련하여 그러한 것은 아니다”).

284. 이와 마찬가지로, *Jan de Nul v. Egypt* 사건 중재판정부는 수에즈운하국(Suez Canal Authority)이 (“운하에서의 운항에 관련된 명령을 발령할 수 있는 권한” 등) 정부 권한의 요소를 집행할 수 있는 권한을 위임 받은 것을 인정하며, “정부 행위는 국가로 귀속되어야 하는 반면, 상행위는 국가로 귀속될 수 없다”고 설명하였습니다:

구체적인 작위나 부작위가 그 성격상 정부적이라기 보다 본질적으로 상업적인지 혹은 반대로 그러한 작위나 부작위의 성격이 상업적이라기 보다 본질적으로 정부적인지를 판단해야 한다. 정부 행위는 국가로 귀속되어야 하는 반면, 상행위는 국가로 귀속될 수 없다.⁵⁶⁰

285. 중재판정부는 해당 사건의 해당 행위와 관련하여, “수에즈운하국은 국가기관으로서 행위하지 않았으며” “수에즈운하국이 필요로 한 서비스의 최선의 가격을 얻고자 노력한 계약자와 같이” 행위한 것에 불과하다고 판시하였습니다.⁵⁶¹

(b) 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 등 메이슨이 문제 삼는 국민연금의 행위는 위임 받은 정부 권한의 행사에 해당하지 않습니다

286. 메이슨은 ■■■■■ 본부장과 국민연금의 기타 직원들이 국민연금의 통상적인 절차를 침해하여 국민연금 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 압력을 가했고, 이에 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하게 된 것이라고 주장하고 있습니다. 메이슨측에 따르면, 국민연금이 공익을 위해 국민연금 기금을 운용 및

⁵⁶⁰ *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. **RLA-112**, 제166항; 제168항 (원문 강조 삭제), *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID Case No. ARB/97/7, 판정, 2000. 11. 13. **RLA-85**, 제52항 인용.

⁵⁶¹ *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. **RLA-112**, 제169항.

관리하는 역할을 수행한다는 점을 고려할 때, 국민연금이 투자 결정을 함에 있어 정부의 권한을 행사하게 된다는 것입니다.⁵⁶²

287. 메이슨측의 주장은 지나친 추정으로서 협정 (및 해당 교섭기록)의 내용과 과거 투자사건 중재판정부의 결정에 부합하지 않습니다. 요컨대, 이는 메이슨이 한국법에 따라 기금을 운용 및 관리하도록 부여된 권한의 근원에 부적절하게 초점을 맞추어, 국민연금의 심의 및 주주 의결권 행사가 (메이슨의 주장에 따르면 투자자들에게 충실하지 않은 방식이라 할지라도)그 자체로써 (또는 그 “성격”상) “국가의 자격”이나 “정부 권한”을 반영하는 행위인지의 여부에 관한 문제는 간과하고 있기 때문입니다.
288. 한국은 기금이 보건복지부에서 설정한 것이라거나, 국민연금법상 보건복지부장관이 기금을 “운용 및 관리하고” 한국법상 그러한 권한의 행사를 국민연금 및 국민연금 기금운용본부장(Chief Investment Officer)에게 위탁한다는 사실에 대해서는 이견이 없습니다.⁵⁶³ 뿐만 아니라, 한국은 기금을 운용 및 관리함에 있어 국민연금이 기금의 수익자인 한국 연금수급자들의 재정 복지를 최대화한다는 공익적 목적을 추구하는 것을 목표로 한다는 점에 대해서도 이견이 없습니다.⁵⁶⁴
289. 그럼에도 불구하고, 협정에 따르면 제 11.1 조 제 3 항 제(나)호에 따른 메이슨측의 주장은 메이슨이 문제 삼는 국민연금의 구체적 행위의 성격에 초점을 두어야 합니다. 미국은 최근의 비분쟁당사국 제출서면에서 위임 받은 권한의 예시에 “수용, 면허부여, 상업적 거래의 승인이나 쿼터·수수료 또는 그 밖의 부과금의 부과를 위한 권한”이 포함된다고 명시하였습니다.⁵⁶⁵ 국민연금이 기금을 운용하고 부수적인 행정 업무를 수행하는 것은 이러한 위임 받은 권한의 예시와 무관한 것으로, 정확하게 순수한 상행위의 영역에 속하는 것입니다. 주주로서 본건 합병에 대한

⁵⁶² 수정 청구서면, 제153-56항.

⁵⁶³ 국민연금법, **CLA-157**, 제102조 제2항; 국민연금법 시행령, 2015. 4. 16. **CLA-150**, 제76조, 국민연금 설립규정, 2015. 5. 19. **C-159**, 제6조, 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제28-34항.

⁵⁶⁴ 국민연금법, **CLA-157**, 제102조.

⁵⁶⁵ *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, PCA Case No. 2018-51, UNCITRAL, PCA Case No. 2018-51, 한미자유무역협정 제11.20조 제4항에 따른 미국측 제출서면; **CLA-105**, 제5항.

의결권을 행사할 권리를 행사함에 있어, 국민연금(및 의결권 행사에 이르기까지 주도적으로 이 사건에서 본건 합병에 대한 의결권 행사 여부를 분석한 국민연금의 투자운용역할)은 메이슨과 같은 전문적인 외국인 투자자들을 비롯한 모든 다른 전문 상업 투자자들과 동일한 방식으로 행위하였습니다. 메이슨측의 주장과 달리, 국민연금이 자체 준법감시 기능 등 본건 합병 의결권 행사의 심의에 관한 체계를 제공하는 “구조적인 제한”이 있었다는 사실로 인해 이러한 결론이 달라지는 것은 아닙니다.⁵⁶⁶ (근본적으로 민간 또는 정부 투자자인지에 관계없이) 대규모 기관 투자자들의 경우 투자 결정을 적절하게 평가하기 위해 내부적으로 검토를 수행하고 균형을 유지하는 것은 일반적인 관행입니다. 이는 국민연금의 경우에도 마찬가지입니다.

290. 또한, 메이슨은 한국 상장기업들의 거대 투자자로서 국민연금이 갖는 지위와 이에 따른 주장되는 “시장 조성” 효과가 국민연금이 “단순히 주주 중 하나가 아님”을 입증한다고 주장하고 있습니다.⁵⁶⁷ 이러한 주장 역시 본건 합병 관련 의결권 행사에 관한 국민연금의 분석과 본건 합병 관련 의결권 행사가 갖는 본질적으로 상업적인 특성을 해하지 않습니다. 가사 국민연금의 투자 규모와 영향력의 정도에 관한 메이슨의 주장을 인정한다 하더라도, 메이슨측의 주장에 따르면 예컨대 영향력 있는 한국 기업에 상당한 지분을 보유하고 있는 사모헤지펀드는 그 상업적 결정으로 인한 영향력이 한국 경제에 광범위하게 파급된다는 이유만으로 (그 영향력이 역동적이고 그 측정이 불가능할지라도) 정부 권한을 행사한다는 결론에 이르게 됩니다. 이는 명백히 협정의 범위를 벗어나는 것입니다.

291. 마지막으로, 제 11.3 조 제 3 항 제(나)호에 따른 메이슨의 주장은 한국법에 의해서도 지지 받지 못합니다. 김성수 교수가 설명한 바와 같이, 국민연금의 몇몇 행위에는 (“행정기관”의 몇몇 공적 업무를 규율하는) 행정소송법과 행정심판법이 적용되나,

⁵⁶⁶ 수정 청구서면, 제155-56항.

⁵⁶⁷ 수정 청구서면, 제156항.

주주 의결권의 행사에는 해당 법률이 적용되지 않습니다.⁵⁶⁸ 국민연금의 주주 의결권 행사와 관련하여 한국 법원에서 국민연금을 상대로 소송이 제기되는 경우, 민간 주주 분쟁에서의 다른 민간 주주들의 경우와 마찬가지로 소송은 한국의 행정법원이 아닌 민사법원에서 제기될 것입니다.⁵⁶⁹ 이는 메이슨의 입장과 반대되는, 국민연금의 행위의 (정부 권한적이 아닌) 상업적 성격을 여실히 보여줍니다.

4. 제 11.1.3 조에 따른 두 가지 명시적인 근거 없이도 협정을 적용할 수 있다 할지라도, 한국은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사를 지시 또는 통제할 바가 없으므로, 메이슨의 ILC 규정 제 8 조 원용은 부적절합니다

292. 협정 제 11 조에 따른 주장에 대한 예비적 주장으로서, 메이슨은 국민연금 및 그 직원들의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 반영된 통상적인 국제법 원칙에 따라 한국에 귀속된다고 주장하고 있습니다.⁵⁷⁰ 한국이 언급한 바와 같이, 협정 제 11.1.3 조는 특별법이며, ILC 규정 제 8 조를 배제하고 있으므로, 위 주장은 처음부터 성립되지 않습니다.⁵⁷¹ 어떠한 경우에도, ILC 규정 제 8 조를 적용하더라도, 한국은 본건에서 문제가 되는 국민연금 행위를 “지시[]하거나 통제[]”하지 않았으므로, 메이슨이 이를 원용하는 것은 부적절하다 할 것입니다.

293. 국제법에 따르면, 행위귀속의 목적상 “지시 또는 통제”에 대한 입증 기준은 매우 높습니다. 예컨대, *Nicaragua* 사건에서 ICJ 는 “문제 되는 위반행위 발생 과정에서 국가가 [사인의 행위]에 실효적 통제”를 행사하였다”는 증거가 요구된다고 판단하였습니다.⁵⁷² 보다 최근에 있었던 *Bosnian Genocide* 사건에서, ICJ 는 이러한

⁵⁶⁸ 행정소송은 행정법에 따른 공적 권한의 행사에 해당하는 “처분” 행위를 대상으로 합니다. 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제80조 제(a)항. 국민연금에 관한 이전의 행정 사건에서 볼 수 있듯이, 이러한 “처분”은 연금보험료의 부과 또는 급여의 결정과 지급 등 행정 권한의 행사를 포함합니다. 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제80조 제(b)항 참조. 한국에서 국민연금의 주주 의결권 행사를 근거로 국민연금에 책임이 부과된 바는 없습니다.

⁵⁶⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, **RER-3**, 제80조 제(c)항.

⁵⁷⁰ 수정 청구서면, 제157-59항.

⁵⁷¹ 본 반박서면 제239-49항 참고.

⁵⁷² *Case Concerning Military and Paramilitary Activities in and against Nicaragua (Nicaragua v. United States of America)*, I.C.J. 판결, 1986. 6. 27. **RLA-72**, 제115항 (강조 추가).

시험은 까다로우며, “일반적으로” 사인의 “전반적인 행위가 아니라 문제 되는 위반행위가 발생한 각 작용과 관련하여” 국가의 “실효적 통제”에 따라 사인이 행위한 것을 증명하여야 함을 확인하였습니다.⁵⁷³ 또한, ICJ는 사인의 행위에 미치는 “영향력” 및 “지시 또는 통제”를 구체적으로 구별하였으며, 전자의 경우는 사적 행위를 국가에 귀속시키는 데 불충분하다고 판단하였습니다.⁵⁷⁴ 투자사건 중재판정부들도 ICJ의 접근을 채택한 바 있으며, 이들은 “실효적 통제”를 증명하기 위한 “매우 까다로운 기준”을 명시하고,⁵⁷⁵ “운영 또는 정책 사항에 대한 국가의 ‘협의’”는 실효적 통제의 판단에 있어서 의미를 가지지 못한다고 지적합니다.⁵⁷⁶

294. 메이슨은 국민연금에 대한 한국의 “지시 또는 통제”에 따라 의결권을 행사하였다고 주장하고 있는 않습니다(이를 주장할 수도 없습니다).⁵⁷⁷ 한국이 국민연금에 구속력 있는 지시를 내렸거나 국민연금 행위에 실효적 통제를 행사하였다고 주장할 만한 증거가 존재하지 않기 때문입니다.⁵⁷⁸ 한국이 국민연금 투자위원회 12인의 위원들(또는 이들의 과반수)의 각 개별 투표를 지시 또는 통제하였음을 시사하는 증거는 전혀 없으며, 각 위원은 본건 합병 관련 이슈에 대해 3시간의 오랜 심의에 걸쳐 본건

⁵⁷³ *Case Concerning the Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26. **RLA-105**, 제400항 (강조 추가).

⁵⁷⁴ *Case Concerning the Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26. **RLA-105**, 제412항.

⁵⁷⁵ *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. **RLA-112**, 제173항 (ICJ의 “실효적 통제” 기준을 채택하며, “개인 또는 법인의 행위를 국가에 귀속시키기 위해서는 개인 또는 법인에 대한 국가의 일반적인 통제 및 행위귀속이 문제 되는 행위에 대한 국가의 구체적인 통제를 모두 요구하므로 이는 국제법상 매우 까다로운 요건 하에 인정된다”고 판시함), *Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v. Republic of Croatia*, ICSID Case No. ARB/12/39, 판정, 2018. 7. 26., **CLA-31**, 제828항.

⁵⁷⁶ *White Industries Australia Limited v. Republic of India*, UNCITRAL, 최종 판정, 2011. 11. 30., **CLA-146**, 제8.1.8-8.1.21항 (국가가 “프로젝트의 체결, 실행 또는 완료에 있어 어떠한 역할도 하지 않은 경우” 사기업이 국가의 실효적 통제 하에 있다는 주장을 기각함).

⁵⁷⁷ 오히려, 메이슨은 “■ 장관은 [본건 합병 찬성 표결을] ‘달성하기 위하여’ ■ 본부장과 국민연금 공무원들에 대한 자신의 법적 권한 및 영향력을 남용하였다”고만 말합니다. 수정 청구서면, 제159항.

⁵⁷⁸ Csaba Kovács, *Attribution in International Investment Law*(2018), **RLA-171**, 제226면 (“관련 기준은 ILC 규정 제8조에 포함되어 있으며, 이는 비국가 행위 주체들에 대한 국가의 구속력 있는 명시적 지시 및 비국가 행위 주체들의 행위에 대한 실효적 통제 행사 등 두 가지 국가에 의한 간접 방식에 적용된다. 두 경우, 문제가 된 행위 및 국가의 간접 간의 필수적 상관관계가 있어야 한다.”).

합병이 국민연금의 최선의 이익에 부합하는지에 대해 독자적인 결론을 내렸을 뿐입니다.⁵⁷⁹

295. 설령 ■■■■■ 장관이 (직접 또는 보건복지부의 다른 관계자를 통해) ■■■■■ 본부장 (및 국민연금 투자위원회의 다른 위원들)로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 구체적으로 “지시하였다”고 가정하더라도, 메이슨은 (국민연금 절차상 본건 합병에 관한 국민연금의 의결권 행사에 대한 심의 및 결정에 요구되는) 국민연금 투자위원회 12인의 위원들 중 과반수가 해당 지시에 따라 행위하였음을 입증할 수 있는 어떠한 사실도 제시한 바가 없습니다. 메이슨은 (국민연금 투자위원회 12인의 위원들 중 1인이었던) ■■■■■ 본부장 외에, 국민연금 투자위원회의 다른 5인의 위원들도 본건 합병에 찬성 의결권 행사하도록 압력을 받았다고 주장하고 있습니다.⁵⁸⁰ 메이슨이 위와 같은 압력이 국민연금 투자위원회에서 의결권을 가진 12인의 위원들 중 오로지 6인(요구되는 과반수 미만인)에게만 영향을 미쳤다는 주장을 하고 있을 뿐이라는 사실(그에 대한 입증이 없음은 물론이고)을 차치하더라도, 메이슨은 결국 본건 합병에 찬성 표결한 8인의 투자위원회 위원들의 결정이 어떤 식으로든 ■■■■■ 장관의 지시에 구속된 결과로 이루어진 것임을 입증한 바가 없습니다.

296. 따라서, 국민연금 의결권 행사에 대한 메이슨의 주장은 암시와 가정만을 토대로 하고 있으며, 국제법상의 “실효적 통제”를 입증할 까다로운 요건을 충족하지 못합니다. 현재까지 ■■■■■ 장관 및 ■■■■■ 본부장에 대한 형사재판에서 서울고등법원은 이들이 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병 이슈에 대한 의결권 행사를 하도록 한 기본적인 의도가 합병 승인을 달성하는 데 있었다고 판단하면서도, 보건복지부가 개별 국민연금 투자위원회 위원들 중 어느 누구

⁵⁷⁹ 본 반박서면, 제458-70항.

⁵⁸⁰ 수정 청구서면, 제97항.

(■■■■ 본부장 제외)에게도 본건 합병에 찬성 표결 하도록 지시하였다고 판시한 바는 없습니다.⁵⁸¹ 해당 사건들은 상고심 진행 중입니다.

297. 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 외에 국민연금 직원들의 행위에 대한 메이슨의 주장도 마찬가지로 부적절합니다. 메이슨은 국민연금의 “■■■■ 본부장과 그 하급자들”이 “국민연금의 적정한 절차를 침해하기 위한 ■■■■ 장관의 지시에 따라 행위하였으며, 이로 인해 국민연금이 합병에 찬성하였다”고 주장하고 있습니다.⁵⁸² 메이슨에 따르면, 이러한 침해는 (1) 전문위원회가 아닌 투자위원회로 하여금 본건 합병 안건을 심의하도록 하였으며,⁵⁸³ (2) 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 영향을 미치기 위해 본건 합병의 “시너지 효과”를 조작한 것을 의미합니다.⁵⁸⁴ 한국이 설명한 바와 같이, 해당 주장은 증거를 왜곡하고 있습니다.⁵⁸⁵ 무엇보다도 메이슨은 국민연금 직원들이 자신의 행위에 대한 보건복지부의 구속력 있는 “지시 또는 통제”에 따라 업무를 수행하였음을 증명하지 못하고 있습니다. 이는 국민연금의 보고 체계만 보더라도 명백합니다. 즉, 일단 선임되면 어느 국민연금 직원도 보건복지부에 매일 보고하지 않았습니다.⁵⁸⁶ 제시된 증거들을 최대한 인정한다 하더라도 국민연금 직원들이 보건복지부 직원들로부터 영향을 받았다는 점 정도만 인정이 되고, 통제(control)을 받았다는 점은 절대로 인정되지

⁵⁸¹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제31-32면.

⁵⁸² 수정 청구서면, 제159항.

⁵⁸³ 수정 청구서면, 제88-90항.

⁵⁸⁴ 수정 청구서면, 제100항. 또한, 메이슨은 ■■■■ 본부장이 (1) 의결권 행사할 것이라 믿을 수 있는 “인원들”로 투자위원회를 “구성”하였고, (2) 5인의 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성 표결하도록 압력을 행사하였으며, (3) 전문위원회가 본건 합병에 관한 우려를 제기하는 것을 막았고, 또한 국민연금 직원들(국민연금 리서치팀)이 (4) 투자위원회 위원들이 분석할 비교용 합병 비율을 조작하였으며, (5) 제일모직의 주요 자회사인 삼성바이오로직스의 가치를 증가시켜서 제일모직의 가치를 부풀렸다고 주장합니다. 수정 청구서면, 제91-97항; 제100항. 하지만, 메이슨은 이러한 행위가 청와대 또는 보건복지부의 “지시” 또는 “명령”에 따라 수행된 것이라고 주장하지는 않습니다.

⁵⁸⁵ 본 반박서면, 제III장 제C-D절.

⁵⁸⁶ 본 반박서면, 제II장 제A절 제2관, 그림 3 (국민연금 조직도).

않습니다. 한국이 지적인 바와 같이, ICJ 는 구체적으로 그러한 영향력이 행위귀속을 인정하기에는 불충분하다는 결론을 내린 바 있습니다.⁵⁸⁷

D. 메이슨은 성질상 주권행위에 해당하지 않는 순수 상행위에 대해 한국에 국제법상 책임을 물을 수 없습니다

1. 국제법에 따르면, (상행위 주체로서의 국가 행위가 아닌) 정부 권한을 행사한 경우에만 국가에 책임을 물을 수 있습니다

298. 마지막으로, 메이슨이 문제 삼고 있는 핵심 행위 (본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 의결권 행사)는 삼성물산 지분을 보유한 여느 상업적 당사자도 취할 수 있었던 행위였으며, 협정에 따른 국제법상의 책임을 야기하지 않는다는 별개의 독립적인 근거에 비추어 볼 때, 메이슨의 주장은 성립될 수 없습니다.

299. 이러한 분석은 메이슨이 문제삼는 행위가 협정에 따른 “조치”에 해당하는지에 관하여 중재판정부가 결정해야 하는 관할권 문제와 관련된 고려사항과 (일부) 개념상 중복되지만, 국제법상 책임이 정부 권한 행사 (순수 상행위와 구별됨)를 통해서만 발생한다는 국제법상 요건은 엄밀히 본안에 대한 것으로, 메이슨의 청구에 대한 완전한 선결적 답변으로써 요구되는 것입니다.⁵⁸⁸ *Hamester v. Ghana* 사건에서 중재판정부는 다음과 같이 판단하였습니다.

⁵⁸⁷ 본 반박서면, 제293항; *Case Concerning the Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26., **RLA-105**, 제412항.

⁵⁸⁸ 예컨대, *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24, 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제315항; 제317항; 제325-37항 (가나법에 의해 설립되어 “Cocobod”로 알려져 있는-가나 코코아 이사회)의 행위가 설사 가나에 귀속된다 할지라도, 그 행위의 성격 자체가 상업적인 것이기 때문에 이는 자의적이거나 차별적인 대우 및 불공정하고 불공평한 대우에 관한 사항을 포함하는 독일과 가나 간의 BIT 위반을 구성하지 않는다고 판시함), *Azurix Corp v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, 판정, 2006. 7. 14., **CLA-92**, 제315항 (청구인이 제기한 수용 청구의 본안을 심의함에 있어, 판정부는 해당 청구를 입증하기 위해 제출된 각각의 근거가 주권자의 특정한 기능의 행사를 반영하는지 여부를 평가할 것이라고 판시함), *Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v. Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/04/19, 판정, 2008. 8. 18., **RLA-111**, 제342-45항 (포괄적 보호조항(umbrella clause)이 아닌 투자협정규정의 위반을 입증하려면; “청구인은 계약위반과는 성격상 다른 위반, 즉 국가가 그 주권적 권한을 행사하여 행위하였는지를 입증하여야 한다”고 판시함), *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119** 참조.

청구인에 의한 합작투자계약 위반이 있었을 수 있고, Cocobod가 요청받은 수량만큼의 코코아 빈의 인도를 불이행하거나 거부함으로써 합작투자계약을 위반한 것일 수도 있다. 그러나, 이는 계약 관련 사안이지 협정 관련 사안은 아니다. 따라서, **Cocobod의 상행위가 피청구국에게 귀속된다 하더라도 여전히 ROG의 국제적 책임과 관련된 BIT 위반을 구성하지 아니한다.** 이 것이 BIT 제2조 제1항, 제4조 제2항 및 제4조 제3항(FET 및 수용)에 관한 청구인의 주장에 대한 결론이다.⁵⁸⁹

300. 국제투자협정상 의무 위반을 주장하는 청구에 있어 정부 권한 (또는 공권력)의 행사가 필수 요소라는 것은 이미 정립된 원칙입니다.⁵⁹⁰ 오직 주권자로서 행위하는 국가(또는 그 대리인)만이 국제적 의무 위반의 주체가 될 수 있습니다.⁵⁹¹ NAFTA가 “공공기관과의[...] 통상적인 거래가 잠재적 국제분쟁으로 발전”시키는 체제를 만들어 내는 것으로 해석되어서는 안된다고 지적한 *Azinian* 사건의 중재판정부⁵⁹²는 다음과 같이 설명합니다.

원칙적으로 NAFTA 상의 보호를 받을 자격이 있는 외국인 투자자는 정부 당국과 계약 관계를 맺을 수 있고, 해당 당국에 의한 계약 위반을

⁵⁸⁹ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24, 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제331항 (강조 추가).

⁵⁹⁰ 예컨대, *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/02/17, Decision on Jurisdiction, 2005. 4. 22., **CLA-69**, 제260항; *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-116**, 제125항; *Azurix Corp v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, 판정, 2006. 7. 14., **CLA-92**, 제315항; *Siemens AG v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/8, 판정, 2007. 2. 6., **RLA-104**, 제253항; *Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v. Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/04/19, 판정, 2008. 8. 18., **RLA-111**, 제345항; *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제180항; 제377항; *Parkerings-Compagniet AS v. Republic of Lithuania*, ICSID Case No. ARB/05/8, 판정, 2007. 9. 11., **RLA-108**, 제443-44항; *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, 판정, 2008. 7. 24., **CLA-95**, 제457-58항.

⁵⁹¹ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24, 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제328항.

⁵⁹² *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제87항.

겪게 될 수도 있으나, 그렇다고 하더라도 여전히 NAFTA에 따라 청구를 제기할 자격은 인정되지 않는다. 개인들이 정부 당국과의 거래에서 그 거래의 목적이 좌절되고 또 국내 법원에서 그들이 제기한 소송이 기각됨으로써 또 다시 실망하게 되는 것은 어디에서나 벌어지는 불가피한 현실이다. [...] NAFTA는 외국인 투자자들에게 전면적인 보호를 제공하고자 하는 것이 아니며, 그 협정의 조건들 중 어떤 내용도 전면적인 보호를 제공하지 아니한다.⁵⁹³

301. 이러한 원칙은 국제관습법상 확립되어 있습니다: ILC 규정 제 4 조에 관한 주석서는 국제관습법상 국가에 의한 상행위 (계약위반 등)는 “추가적인 요인” 이 입증되지 않는 한 국제법 위반에 해당하지 않는다고 설명하고 있습니다.

국가에 의한 계약 위반은 국제법 위반으로 간주되지 아니한다. 국제법과 관련되려면 상대방 계약당사자가 제기한 소송에서 해당 국가 법원의 사법정의 부인 등 추가적인 요인이 요구된다.⁵⁹⁴

302. 해당 원칙의 기초가 되는 이 논리에는 다툼의 여지가 없습니다. 투자 협정에 따른 국제법상 의무는 국가가 주권적 권한을 행사하지 않고 상행위의 주체로 행위하는 경우 국가의 행위를 제한하지 않습니다. 일반적인 상행위 주체가 할 수 있는 행위를 국가가 행하였을 때, 그러한 상행위 이상의 요소가 없다면 해당 행위는 국제법 위반 수준에까지 이르지 않는 것입니다.⁵⁹⁵ 이를 달리 판단할 경우 국가 및 상행위를 한

⁵⁹³ *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제83항.

⁵⁹⁴ ILC 규정 주석서(2001), **CLA-166**, 제5조 제6항에 대한 해설.

⁵⁹⁵ *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/02/17, 관할권에 관한 결정, 2005. 4. 22., **CLA-69**, 제258-60항 (“투자계약 위반이 모두 BIT 위반으로 간주될 수는 없다. [...] 주장되는 계약 위반이 BIT 위반을 구성할 수 있으려면 통상적인 계약당사자가 취할 수 있는 것 이상의 행위에 따른 결과가 있어야 한다.”); *Bureau Veritas, Inspection, Valuation, Assessment and Control, BIVAC B.V. v. The Republic of Paraguay*, ICSID Case No. ARB/07/9, 관할권 이의제기에 대한 추가 결정, 2012. 10. 9., **RLA-136**, 제239-80항 (파라과이가 공인 및 사인 모두에 허용되는 조치만을 채택하였고, 일반 당사자의 권리에 개입하는

당사자들에게 불공정한 이중의 기준을 부과하는 것이 됩니다. *Impregilo v. Pakistan* 사건에서 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다.

국가 또는 국가기관은, 사실상 또는 법률상, 투자자와 다른 접근방식을 가진 통상적인 계약당사자로서 행위할 수 있다. 주장되는 계약 위반이 BIT 위반을 구성하려면 통상적인 계약당사자가 채택하는 바를 벗어나는 그 이상의 행위의 결과가 있어야만 한다. 국가는 계약당사자가 아니라 정부 권한 (“공권력”)을 행사하는 경우에만, BIT에 따라 부담한 의무를 위반할 수 있다. 다시 말해서, 투자자가 그가 주장하는 손해가 투자유치국이 협정에 따라 부담하는 의무를 위반하는 행위의 결과임을 입증할 때에만 투자자는 투자보호협정에 따른 구제수단을 활용할 수 있다.⁵⁹⁶

303. 이 원칙을 자세히 설명하는 사건들은 주로 계약 위반에 관한 것입니다.⁵⁹⁷ 그러나 이 원칙이 적용되는 상행위는 국가에 의한 계약 위반에 국한되지 않고, 국가가 그 명의로 직접 또는 국영기관을 통해 소유하는 주식에 귀속된 의결권을 행사하는

경우에 통상적으로 주권자가 사용할 수 있는 종류의 권한을 행사하지 않았기 때문에, 공정하고 공평한 대우 의무 위반 청구를 기각함); *Siemens AG v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/8, 판정, 2007. 2. 6., **RLA-104**, 제246-60항 (계약당사자 또는 계약당사자로서 행위하는 주권자의 행위로 간주될 수 있는 조치와 관련된 주장을 심리하는 것을 거부함); *Vannessa Ventures Ltd v. The Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)04/6, 판정, 2013. 1. 16., **RLA-139**, 제209항 (“확립된 법리에 따르면; 국제법상의 수용에 이르기 위해서는 국가의 행위가 통상적인 계약당사자가 취하는 행위를 초과하는 수준이어야 한다.”).

⁵⁹⁶ *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/02/17, 관할권에 대한 결정, 2005. 4. 22., **CLA-69**, 제260항.

⁵⁹⁷ 예컨대, *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/02/17, 관할권에 대한 결정, 2015. 4. 22., **CLA-69**, 제258-85항; *Azurix Corp v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/12, 판정, 2006. 7. 14., **CLA-92**, 제315항; *Siemens AG v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/02/8, 판정, 2007. 2. 6., **RLA-104**, 제248항; *Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v. Republic of Ecuador*, ICSID Case No. ARB/04/19, 판정, 2008. 8. 18., **RLA-111**, 제342-43항; *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제377항; *Gustav F W Hamster GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID Case No. ARB/07/24 판정, 2010. 6. 18., **RLA-125**, 제329항 참조.

경우에도 동일하게 적용됩니다. 협정 문언에는 협정 당사국이 이러한 국제법상 확립된 원칙을 지키지 않기로 하였음을 시사하는 내용은 없습니다.⁵⁹⁸

2. 이 사건에서 메이슨이 문제삼고 있는 주요 행위 (본건 합병에 대한 국민연금의 심의 및 의결권 행사)는 상행위에 해당합니다

304. 주주의 의결권은 주주와 회사 간의 계약으로부터 발생하는 것으로서 엄격하게 계약적 성격을 가지며, 주주는 그 타당성에 관계없이, 이유 유무를 불문하고 자신이 원하는 대로 의결권을 행사할 수 있습니다. 국가가 주주로서 향유하는 의결권을 행사하는 것은 기타 모든 주주와 정확히 동일한 입장이라고 할 수 있습니다. 이와 같은 행사는 정부 권한과 관련이 없으며, 따라서 국제법상의 의무를 발생시키지도 않습니다.
305. 국민연금은 삼성물산 주식을 보유한 상업적 당사자의 지위에서 본건 합병에 대하여 의결권을 행사하였습니다. 국민연금은 삼성물산 주식을 소유한 어느 다른 펀드 운용사와 마찬가지로 의결권 행사 안건을 분석하였습니다. 설령 국민연금의 행위가 한국에 귀속될 수 있다 하더라도 (결코 귀속될 수 없으나), 주식 소유 행위는 정부 권한과 무관하므로 메이슨은 국민연금이 정부 권한의 측면에서 삼성물산 주식을 소유하였음을 입증한 바도 없으며 이를 입증할 수도 없습니다. 동일한 이유로, 메이슨은 해당 주식에 관한 의결권 행사 시 국민연금이 정부 권한을 사용하였음을 입증할 수 없습니다. 오히려, 국민연금은 다른 주주들과 정확히 동일한 방식으로 의결권을 행사하였고, 여기에는 어떠한 정부 권한도 동원되지 않았습니다.
306. 요컨대, 메이슨은 단순히 자신과 같은 삼성물산의 소수주주가 기업 경영상의 안전에 대해 메이슨이 원하고 예상한 바와 다르게 의결권을 행사한 것에 불만이 있다는 이유만으로 한국을 상대로 협정상의 청구를 제기할 수 없는 것입니다. 국민연금은 삼성물산의 다른 모든 주주와 마찬가지로 의결권 행사 결과에 대해 다른 주주의

⁵⁹⁸ 예컨대, *Elettronica Sicula SpA (ELSI) (United States v. Italy)*, I.C.J. 판결, 1989. 7. 20., **CLA-104**, 제42면 (“국제법상의 중요한 원칙은 이를 배제한다는 취지의 명백한 문언이 존재하지 않을 경우 조약에 의해 묵시적으로 배제되었다고 인정되어서는 아니된다.”).

기대를 충족시킬 의무 없이 자신이 원하는 바에 따라 자유롭게 본건 합병에 대한
의결권 행사할 수 있었습니다.

* * *

V. 한국은 협정 및 국제법에 따른 모든 의무를 준수하였습니다

307. 메이슨은 2014 년 및 2015 년 한국의 두 민간기업인 삼성물산과 삼성전자에 대한 주식시장에서의 투자에서 자신이 창출할 것으로 예상한 수익에 대해 배상하여 줄 것을 한국에 요구하고 있습니다. 메이슨은 예상된 (그러나 특정되지는 아니한) 삼성그룹 내 지배구조 변동 및 구조개편, 한국의 잠재적 재벌 관련 법률 개정의 영향 및 한국 정권의 교체 전망 등 여러 요소에 따라 삼성 그룹사들의 주가가 장래에 상승할 것으로 예상하였다고 합니다.⁵⁹⁹ 메이슨에 따르면 국민연금이 삼성물산-제일모직 합병에 찬성 표결을 하여 본건 합병이 승인되었을 당시 이러한 예상이 “부정”되었습니다.⁶⁰⁰ 이에 대응하여 메이슨은 삼성물산과 삼성전자 주식 전부를 매각하기로 결정하였는데, 이에 관해 한국으로부터 어떠한 압력도 받은 바 없었습니다.⁶⁰¹
308. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 책임에 대한 메이슨의 주장에는 다수의 오류가 있습니다. 이는 국민연금 및 국민연금을 통해 정부 관계자들이 본건 합병에 관해 의결권을 행사함에 있어 (국민연금과 같이 삼성물산 소수주주인) 메이슨의 이해를 고려할 의무가 있었다는 잘못된 전제에서 비롯된 것입니다. 이는 단기 수익 창출에 중점을 둔 메이슨이 이 사건 중심에 있는 본건 합병에 관한 표결이 본질적으로 불확실한 결과를 수반한다는 사실을 알고도 수많은 투자 위험을 감수하였다는 점을 간과하고 있습니다. 이는 삼성물산과 제일모직을 비롯하여 기타 15 개 삼성 그룹사에 대한 주식을 보유한 주주인 국민연금이 본건 합병을 지지할 합법적인 경제적 인센티브가 있었음이 기록상 입증된다는 점을 간과하고 있습니다. 또한, 이는 국민연금의 최선의 이익을 위하여 이루어진 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사가 한국, 미국 및 기타 수많은 국가들의 투자자들에게도 동일하게 영향을 미쳤다는 점을 간과하고 있습니다. 이러한 점을 고려할 때 메이슨의 청구가 협정상 적법한 청구가 될 수 없음은 놀라운 일이 아닙니다.

⁵⁹⁹ 수정 청구서면, 제33항.

⁶⁰⁰ 수정 청구서면, 제243항.

⁶⁰¹ 수정 청구서면, 제199항.

A. 메이슨은 자신이 자발적으로 감수한 손실의 위험이 실현되었음을 이유로 협정상의 청구를 제기할 수 없습니다

1. 협정은 실패로 판명난 투기적 성격의 도박에 대한 보험이 아닙니다

309. 투자협정은 투자자들의 잘못된 투자결정 및 기타 사업 위험으로부터 투자자를 보호하기 위한 것이 아닙니다. *Maffezini v. Spain* 사건 중재판정부가 판단한 바와 같이, “양자간 투자협정은 잘못된 경영상 판단에 대한 보험이 아닙니다.”⁶⁰²

310. 다수의 중재판정부가 이러한 원칙을 승인 및 적용한 바 있습니다.⁶⁰³ 예컨대, *Oxus v. Uzbekistan* 사건 중재판정부는 영국-우즈베키스탄 BIT 가 “잘못된 사업 판단은 물론이고 수익성 없는 사업에 대한 보험도 아니다”라고 판단하였습니다.⁶⁰⁴ 해당 사건은 우즈베키스탄 정부와의 광업양허계약에 대한 실패한 협상에 관한

⁶⁰² *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID Case No. ARB/97/7, 판정, 2000. 11. 13., **RLA-85**, 제64항. 동 사건에서 청구인은 스페인 국유법인인 SODIGA가 잘못된 자문을 제공하고, 화학제품 생산 프로젝트(SODIGA도 주주임)에 대한 청구인의 투자에 손해를 입힌 기타 조치들을 취한 것에 대한 혐의를 제기하였습니다. 중재판정부는 스페인이 대출에 관한 스페인의 조치를 바탕으로 책임이 있다고 판단하였으나, SODIGA의 순수 상업적 기능에 의존하는 청구인의 기타 협정 위반상의 청구는 어떠한 투자자라도 노출되었을 위험과 관련된다는 이유로 해당 청구를 기각하였습니다. 중재판정부는 “SODIGA 및 그 자회사들이 관련 기간에 스페인에서 추진한 방침 및 관행에 결점이 있었음이 사실일 가능성이 있을지라도, 이는 투자자들을 투자에 내재된 사업 위험으로부터 면제하는 것으로 간주될 수 없다”고 하였습니다. *Maffezini v. Spain* 사건 중재판정부의 결정은 다수의 NAFTA 중재판정부에 의해 인용되었습니다. 예컨대, *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제114항; *Grand River Enterprises Six Nations, Ltd., et al. v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 이의제기에 대한 결정, 2006. 7. 20., **RLA-99**, 제67항 참조.

⁶⁰³ 예컨대, *MTD v. Chile* 사건 중재판정부는 “BIT는 사업상의 위험에 대한 보험이 아니며” “청구인들은 경험이 많은 사업가로서 자신의 행위에 대한 결과를 감수하여야 한다”고 판시하였습니다. *MTD Equity Sdn. Bhd. and MTD Chile S.A. v. Republic of Chile*, ICSID Case No. ARB/01/7, 판정, 2004. 5. 25., **RLA-95**, 제178항. 예컨대, *Levy de Levi v. Peru* 중재판정부는 청구인의 주장을 기각하며, “특히 투자자가 잘못된 사업결정을 한 경우, 어느 투자협정도 투자성공에 대한 보험이나 보장이 되지 아니한다”고 판단하였습니다. *Renée Rose Levy de Levi v. Republic of Peru*, ICSID Case No. ARB/10/17, 판정, 2014. 2. 26., **RLA-145**, 제478항. *IGB v. Spain* 사건에서 단독 중재인은 “투자자의 주장을 인정하는 경우, [베네수엘라-스페인] BIT가 본진 프로젝트가 성공하지 않을 경우 투자 금액의 회수를 보장하는 보험을 투자자에게 제공한 것을 인정하는 것을 의미할 것”이라고 판단하였습니다. *Inversión y Gestión de Bienes, IGB, S.L. and IGB18 Las Rozas, S.L. v. Kingdom of Spain*, ICSID Case No. ARB/12/17, 판정, 2015. 8. 14., **RLA-154**, 제186항(스페인어 원문에 대한 비공식 번역본). 중재인은 BIT를 보험과 같이 취급해서는 안된다고 판시하였습니다. 동 법률증거(“유사한 상황에서 판시한 여러 중재판정부들은 반복적으로 양자간 투자협정이 투자자가 수행한 프로젝트가 성공할 것이라는 투자자의 보험에 해당하지 않는다고 판단하였다.”)(스페인어 원문에 대한 비공식 번역본).

⁶⁰⁴ *Oxus Gold plc v. Republic of Uzbekistan*, UNCITRAL, 최종 판정, 2015. 12. 17. (“*Oxus Gold v. Uzbekistan*”), **RLA-157**, 제325항.

것이었습니다.⁶⁰⁵ 중재판정부는 청구인이 양허 계약이 “우즈베키스탄 법체계의 변경을 필요로 할 것”임을 알고 있었으며, 따라서 청구인은 “해당 계약의 장점과 타당성에 대해 우즈베키스탄 정부를 설득시키거나 필요한 법적 변경을 도입하도록 설득하지 못할” 위험을 감수한 것으로 판단하였습니다.⁶⁰⁶

311. (메이슨이 인용하고 있는) *Waste Management v. Mexico II* 사건에서 중재판정부는 멕시코가 NAFTA 상의 대우의 최소기준 및 수용의무 (제 1105 조 및 제 1110 조에 각각 규정됨)를 위반하였다는 청구인의 주장을 기각하였습니다.⁶⁰⁷ 중재판정부는 이러한 투자 보호가 투자자가 투자 시 감수한 상업적 위험에 대해 멕시코에 배상을 청구할 수 있는 어떠한 근거도 제공하지 않는다고 판단하였습니다. 중재판정부는 수용 관련 청구에 관한 것이나 대우의 최소기준 청구에 대하여도 동일하게 적용될 수 있는 원칙을 서술하면서, 다음과 같은 입장을 밝혔습니다:

제1110조에 반영된 수용에 관한 국제법은, 해외 투자자의 통상적인 상업적 위험을 제거해 주거나, 지나치게 협소한 고객 기반과 소비자층 확대 및 계약이행에 관한 지속불가능한 주장에 의존한 사업계획 실패에 대해 멕시코에게 배상 부담을 지우는 것으로 해석되지 아니한다.⁶⁰⁸

312. 한가지 사례를 추가로 인용하자면, *Invesmart v. Czech Republic* 사건에서 투자자는 경영난을 겪고 있던 한 체코 은행이 체코공화국으로부터 국가 보조금을 수령할 것이라는 기대를 갖고 해당 은행을 인수하였습니다. 체코 국립은행이 해당 인수를 승인한 후, 체코 재무부는 체코 공화국의 유럽연합 가입이 임박함에 따라 새로운 의무가 발생하였다는 이유 등을 들어 국가 보조금 제공을 거절하였습니다. 중재판정부는 “틀림없이 *Investmart* 는 국가 보조금이 제공될 것이라는 희망을 갖고

⁶⁰⁵ *Oxus Gold v. Uzbekistan*, **RLA-157**, 제330항.

⁶⁰⁶ *Oxus Gold v. Uzbekistan*, **RLA-157**, 제332항.

⁶⁰⁷ *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제115-17항; 제140항; 제177-78항.

⁶⁰⁸ *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제177항.

해당 약정을 체결하였다. 하지만 이는 상업적 판단이었으며 그 위험은 Invesmart 가 부담하여야 한다”고 판단하며, 체코공화국을 상대로 제기한 투자자의 모든 청구를 기각하였고, 투자자가 국가 보조금이 제공될 것이라고 합법적인 기대를 할 수 없었으며, 체코공화국은 투자자가 감수한 상업적 위험에 대해 책임을 질 수 없다고 판시하였습니다.⁶⁰⁹

313. 즉, 협정에 따르면 미국 투자자들이 한국 회사들에 투자 시 감수한 위험이 실현된 경우, 한국은 이에 대해 미국 투자자들에게 배상할 의무가 없습니다. 메이슨이 삼성그룹의 구조개편을 통해 창출할 것으로 예상한 수익을 실현하지 못한 것이 협정상의 청구를 제기할 수 있는 이유가 될 수는 없는 것입니다.

2. 메이슨은 자신의 투자이론이 실패할 수 있으며 자신이 현재 주장하고 있는 수익을 창출하지 못할 가능성이 있다는 위험을 감수한 것입니다

314. 메이슨은 삼성전자와 삼성물산 투자 당시 다수의 알려진 위험을 감수한 것이므로, 중재판정부는 메이슨의 대우의 최소기준 청구를 기각하여야 합니다. 삼성전자의 경우, 메이슨은 삼성그룹 내 예상되는 기업지배구조의 변동의 불명확한 성격(및 일정)을 감수하였으며, 자신의 (주관적) 투자 이론을 실현시킬 한국 규제 환경의 광범위한 변동을 예상하며 해당 변동이 발생하지 않을 수 있다는 위험을 감수하였습니다. 삼성물산의 경우, 메이슨은 삼성물산과 제일모직 주주들의 과반수에 의해 본건 합병이 부결될 것이라고 장담하며, 본건 합병이 승인될 경우의 상당한 위험을 감수하였습니다.
315. 현재까지 한국은 삼성전자와 삼성물산에 대한 메이슨이 주장한 장기 투자 이론을 검증하기 위해 메이슨이 선택적으로 제시한 내부 기록만에 의존할 수밖에 없었습니다. 이는 여전히 공개의 필요성에 대한 논의가 필요한 사항입니다. 하지만 해당 기록 없이 양사에 대한 메이슨의 투자의 연혁만 보더라도 메이슨의 도박의 정도를 알 수 있습니다.

⁶⁰⁹ *Invesmart, B. V. v., Czech Republic*, UNCITRAL, 판정, 2009. 6. 26. [편집본], **RLA-118**, 제347-51항; 제426-27항.

(a) 메이슨은 기업지배구조 변동에 따른 가치 증가 가능성이라는 자신의 투자이론이 실현될 수 없을 가능성을 인지하고도 삼성전자 주식을 매수하였습니다

316. 한국이 앞서 설명 드린 바와 같이, 2013 년 말부터 삼성그룹은 사업구조를 단순화하고, 글로벌 경쟁력을 제고하며, 순환출자구조를 제한하고 지주회사구조를 장려하는 새로운 규제에 적응하기 위하여 지주회사로서의 사업 개편 계획을 진행하였습니다.⁶¹⁰ 이러한 구조를 추구함에 있어, 삼성그룹은 다수의 계열사 합병에 착수하였습니다. 2013 년 9 월 삼성 SDS 및 삼성 SNS 의 합병으로 시작된 이러한 과정은 2014 년 3 월 삼성 SDI 와 제일모직 간의 합병 (당시 애널리스트들은 이를 삼성그룹의 사실상의 지주회사로 보았습니다)으로 이어졌으며,⁶¹¹ 다시금 2013 년 11 월 삼성 엔지니어링과 삼성중공업 간의 합병 안건 (다만 이는 결국 무산되었습니다)으로 이어졌습니다. 2015 년 7 월 삼성물산-제일모직 합병은 당시 삼성그룹이 지주회사구조로 전환하기 위한 노력 중 가장 최근의 조치에 해당하였습니다.⁶¹²

317. 메이슨의 기록을 살펴보면, 메이슨이 삼성전자 또는 삼성물산에 투자하기 전인 2014 년 5 월초 무렵 이미 삼성그룹의 광범위한 구조개편 계획에 대해 잘 알고 있었음을 알 수 있습니다.⁶¹³ 또한, 메이슨은 (메이슨이 삼성전자에 대한 스왑 (불과 수개월 후에 청산하였습니다)을 최초 인수한 지 불과 수일 후) 삼성의 IR 팀과의 업무연락을 통해 해당 “개편이 지주회사/사업회사 형태로 이루어질 가능성이 높았음”을 알고 있었습니다.⁶¹⁴ 또한, 메이슨의 기록에 따르면, 메이슨은 한국

⁶¹⁰ 본 반박서면, 제64-71항.

⁶¹¹ 예컨대, “삼성 SDI, 제일모직과의 합병 완료,” *연합뉴스*, 2014. 6. 30., **R-71**.

⁶¹² 예컨대, “삼성의 제일모직, 계열사 삼성물산과 합병하다,” *Reuters*, 2015. 5. 25., **R-114**, (<https://www.reuters.com/article/cheil-industries-samsung-ct-ma-idUSL3N0YG3UB20150525> (본건 합병 제안 시점에 제일모직은 삼성그룹의 사실상의 지주회사였음을 인정하고 있음)).

⁶¹³ K. Garschina가 M. Martino 등에 보낸 2014. 5. 12.자 이메일, **C-40** (“세계적인 수준”으로 도약하기 위해 “가속화되는 지배구조개편”을 수행할 삼성그룹의 계획을 보도한 2014. 5. 12.자 뉴스 기사를 공유함.).

⁶¹⁴ Garschina 제 2차 증인진술서, **CWS-3**, 제9항.

언론보도를 통해 “2015년까지” 지주회사 지배구조가 갖추어 질 가능성이 상당히 높다 (가능성이 50%를 초과)는 것을 인식하고 있었습니다.⁶¹⁵

318. 메이슨은 결국 본건 합병을 포함한 삼성그룹의 개편 시도를 모두 알고 있는 상태에서 삼성전자에 투자한 것입니다. 사실상, 메이슨의 거래는 잠재적 구조개편 (그 성격은 메이슨 및 시장에 확실히 알려지지 않았으나⁶¹⁶)에 대한 언론보도가 삼성전자 투자에 대한 동기가 되었음을 시사합니다. 2014년 5월 20일 메이슨이 삼성전자 주식을 최초 매수한 것은 제일모직과 기타 삼성 계열사가 포함된 합병 가능성에 대한 언론 보도와 동시에 이루어졌습니다.⁶¹⁷ 메이슨이 삼성전자 주식을 매수한 것은 2014년 8월 구조개편 노력의 “고삐를 죄기” 시작하였다는 삼성그룹에 대한 뉴스가 보도된 직후였습니다.⁶¹⁸ 제일모직이 고대하던 상장 (논평가들은 이를 삼성그룹의 “지배구조 개편 2막”을 시사하는 것으로 예고하였습니다)을 발표하자, 메이슨은 10월 말부터 다시금 삼성전자 매수를 확대하였습니다.⁶¹⁹

(b) 메이슨은 본건 합병이 발표된 후에 삼성물산 주식을 매입하였으므로 본건 합병이 승인될 수 있다는 위험을 감수한 것입니다

319. 삼성물산에 대해서도 마찬가지입니다. 메이슨은 2015년 4월 삼성물산 주식을 최초로 매수한 후 며칠 뒤 이를 전량 매도하였고, 이후 본건 합병이 발표된 직후인 2015년 6월 4일에 다시 삼성물산 주식을 매수하기 시작하였습니다.⁶²⁰ 메이슨은 삼성물산의 주식을 취득하기 전에 본건 합병에 대해 알고 있었고, 본건 합병이

⁶¹⁵ 예컨대, S. Kim (메이슨)이 M. Martino 등에 보낸 2014. 5. 28.자 이메일 C-44 (“대한민국 언론은 금일 2015년까지 지주회사 지배구조가 구성될 가능성이 50%를 초과한다고 보도하였습니다.”).

⁶¹⁶ 예컨대, E. Gomez-Villalva이 K. Garschina 등에 보낸 2015. 2. 10.자 이메일 C-50, 제1면 (“핵심은 저는 아직까지 이행 시기에 대해서는 확실한 전망이 없지만, 기업지배구조개편 과정이 진행 중에 있다고 생각한다는 것입니다. Jong은 이전 한국에 출장을 갔을 때 만났던 사람들을 통해 좀 더 상세히 상황을 살피기 위해 연락을 하고 있습니다.”) 참조.

⁶¹⁷ 김병수, “포스트 이견회 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭) ‘헤쳐모여’”, *MK 뉴스*, 2014. 5. 19., R-64, 제4-5면; 본 반박서면 제67항; 메이슨의 삼성전자 거래 기록, C-31

⁶¹⁸ “삼성그룹 구조조정 고삐 죄다”, *MK 뉴스*, 2014. 8. 8., R-75; “삼성그룹 순환출자고리 ‘단순화’”, *CEO 스코어데일리*, 2014. 8. 10., R-77.

⁶¹⁹ “삼성그룹株, 지배구조 개편 2막 열자마자 급등”, *한국경제*, 2014. 10. 31., R-84; 본 반박서면, 제69항.

⁶²⁰ 메이슨의 삼성물산 주식거래 기록, C-32.

지주회사 체제 (이는 삼성그룹에 추가적인 가치를 창출하여 주는 것으로 메이슨을 포함하여 시장에서 광범위하게 인정받았던 것입니다) 수립을 목적으로 삼성 그룹이 취한 가장 최근의 조치였음을 알고 있었으며,⁶²¹ 그로 인해 손해가 야기되었다고 주장하는 본건 합병비율에 대해서도 이미 알고 있었습니다. 메이슨에 따르면, 이는 "법률 및 기타 분야의 전문가와 기타 주주들"과 협의하여 "본건 합병 관련 표결의 예상 결과"가 부결될 것이라고 평가하였기 때문이라는 것입니다.⁶²² 메이슨은 이에 개의치 않고 투자함으로써 국민연금과 다수의 다른 전문적인 투자자들이 그랬던 것처럼 삼성물산과 제일모직 주주들이 본건 합병을 지지하고 삼성그룹이 지주회사 체제로 전환하려는 지속적인 노력을 지지할 수 있다는 중요한 위험을 감수하였던 것입니다. 한국이 설명한 바와 같이 (제 V 장 제 A 절 제 1 관 참조), 협정은 메이슨 자신의 판단 착오로 인해 야기된 손실에 대해서 어떤 보장도 제공하지 않습니다. 기록을 살펴보면 메이슨이 승인되지 않을 것이라고 판단한 본건 합병에 대한 표결의 위험이 메이슨이 삼성물산과 관련 투자를 위해 수립한 투자 논거에 내재되어 있었음을 확인할 수 있습니다.

320. 본건 합병 결과에 관한 불확실성 이외에도, 자신의 투자 논거에 대한 메이슨의 설명은 메이슨이 이익을 추구하기 위해 여러 추가 위험을 감수하였다는 점을 기꺼이 인정하고 있습니다. 특히, 메이슨은 삼성 그룹에 대한 투자에 있어 아직 실현되지는 않았으나 새롭게 시행된 상호출자 관련 규제의 영향,⁶²³ 삼성그룹 대표들이 메이슨에 임박한 것으로 시사한 것처럼 삼성이 주주 배당을 늘리면서 "주주 친화적" 지배구조를 취할 것이라는 판단,⁶²⁴ (재차 언급하지만, 구체화되지 않은) 재벌 개혁으로 이어질 수 있는

⁶²¹ 예컨대, 메이슨 내부 삼성전자 거래모델 **C-77** (삼성전자가 "매력적인" 투자처인 이유 중 하나로 "진행 중인 구조개편"을 뽑는 부분. "증거: 최근 몇 건의 기업지배구조 관련 조치, 재벌 해체에 대한 정부 및 대중의 압박, 지주회사/사업회사에 대한 삼성전자의 언급, 2017년 선거, 따라서 구조개편은 올해도 계속 유지될 것임, 단지 순환출자만을 제거하는 것인가? 그 이상이 될 것인가").

⁶²² Garschina 제3차 증인진술서, **CWS-5**, 제20 항.

⁶²³ 수정 청구서면, 제33항; Garschina 제2차 증인진술서, **CWS-3** 제9-11항; 제14항; 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 제123면 제16항-제124면 제12항.

⁶²⁴ 수정 청구서면, 제34항; Garschina 제2차 증인진술서, **CWS-3** 제19항; J. Lee가 David MacKnight 등에게 발송한 2014. 5. 22.자 이메일 **C-42** ("[삼성과의 회의에서] 가장 흥미로웠던 것은 잉여현금에 대한 주주

차기 선거를 통한 정권의 잠재적 변화를 추가 전제로 삼았음을 인정하고 있습니다.⁶²⁵ 메이슨은 삼성전자와 삼성물산 주식을 취득할 때 이러한 각 사건들이 발생하지 않을 위험을 부담하였습니다. 메이슨은 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사가 어떻게 이러한 미래의 조건부 상황에 대한 자신의 기대를 “무력화” 시켰는 지에 대하여 어떠한 설명도 하지 않고 있습니다.⁶²⁶

321. 메이슨 투자 논거의 정확성이나 타당성과 관계없이, 메이슨은 수반되는 각각의 내재된 위험을 기꺼이 감수한 것입니다. 메이슨이 자신의 투자 논거를 뒷받침하고 그 이익을 보장하기 위해 협정을 활용하는 것을 허용해서는 안 됩니다.

B. 한국은 협정에서 규정하고 있는 국제관습법상 외국인에 대한 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다

322. 협정에 따라 외국인 투자자에 제공되는 보호는 그 범위가 협소하고 문언도 제한적입니다. 협정 제 11.5 조는 해당 의무의 범위가 국제관습법에 따른 기준에 의해 제한된다는 점을 명시적으로 언급하면서 외국인에 대한 대우의 최소기준을 제시하고 있습니다:

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자자에 부여한다.
2. 보다 명확히 하기 위하여, 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준을 적용대상투자자에 부여하여야 할 대우의 최소기준으로 규정한다. “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다.⁶²⁷

323. 메이슨은 삼성전자와 삼성물산에 대한 투자에 있어 한국이 공정하고 공평한 대우 (“공정하고 공평한 대우”)와 충분한 보호 및 안전 (“충분한 보호 및 안전”)을 제공하지

환원이었습니다. ... 삼성은 향후 2~3년 내에 다른 글로벌 동종업계(20~30% FCF)와 보조를 맞추고자 합니다.”).

⁶²⁵ 수정 청구서면, 제33항; Garschina 제1차 증인진술서, CWS-1, 제15항.

⁶²⁶ 수정 청구서면, 제243항.

⁶²⁷ 협정, CLA-23, 제11.5조 제1항; 제2항.

않음으로써 협정 제 11.5 조에 규정된 대우의 최소기준을 위반하였다고 주장 (“대우의 최소기준 주장”)합니다.

324. 당사국들이 명시적으로 밝히고 있는 바와 같이 이러한 주장은 외국인에 대한 대우에 관한 국제관습법을 참고하여 평가되어야 합니다. 이는 자율적인 보호 기준을 규정하는 것으로 해석되는 다른 많은 투자협정들과는 대조적입니다.⁶²⁸
325. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이 (제 V 장 제 B 절 제 1 관 참조), 메이슨이 주장하는 대우의 최소기준 주장은 국민연금이나 한국이 본건 합병 관련 의결권 행사에 대하여 메이슨에게 어떤 의무나 책임도 지지 않기 때문에 성립되지 않습니다. 이 선결 문제 외에도, 아래에서 설명하는 바와 같이 메이슨의 주장에 대하여 수많은 다른 문제가 제기되며, 메이슨은 국제관습법상 외국인에 대한 대우의 최소기준에 따른 주장을 개시하는 데 요구되는 매우 높은 기준을 충족하지 못합니다.

1. 한국이나 국민연금에게는 본건 합병에 대한 의결권 행사에 있어 메이슨의 이익을 고려할 의무가 없습니다

326. 메이슨의 대우의 최소기준 주장은, 메이슨이 문제 삼는 행위에 관하여 한국이나 국민연금이 메이슨에게 어떠한 주의의무도 부담하지 않는다는 선결 사유로 인해 성립될 수 없습니다. 그러한 의무가 없기 때문에 메이슨은 한국이나 국민연금의 행위에 관하여 무엇인가를 기대할 근거가 전혀 없으며 대우의 최소기준 위반은 차치하고 한국의 행위가 “불공정”하거나 “불공평”하다고 주장할 수도 없습니다. 사실상, 메이슨은 한국이 제 11.5 조에 따라 요구되는 “대우”를 자신에게 “부여하여야[부여하였어야]” 한다고 주장할 근거가 없는 것입니다.⁶²⁹
327. 메이슨은 한국 또는 국민연금의 행위에 대해 합리적 기대를 주장하지 않습니다. 왜냐하면, 이 사건의 정황상 가능하지 않기 때문입니다. 메이슨이 일부 관정부가

⁶²⁸ 예컨대, 이집트-이탈리아 BIT (1989), **RLA-75** 제2조 제2항 (국제관습법을 언급하지 않고 해당 의무 범위를 제한하지 않은 문구로 공정하고 공평한 대우를 규정한 조항), 파키스탄-스위스 BIT (1995), **RLA-79**, 제4조 제2항 (동일), 중국-짐바브웨 BIT (1996), **RLA-80**, 제3조 제1항 (동일).

⁶²⁹ 협정 **CLA-23**, 제11.5조 제1항.

공정하고 공평한 대우 기준의 “지배적” 또는 “주요” 요소를 구성한다고 판정한⁶³⁰ 합리적 기대를 주장할 수 없다는 것은 공정하고 공평한 대우에 대한 메이슨의 주장이 취약한 것임을 입증합니다.

328. 한국이나 국민연금 모두 메이슨이 한국의 두 민간기업인 삼성전자와 삼성물산에 투자하는 데 관여한 바 없으며 그럴 이유도 없었습니다. 메이슨 주장의 핵심인 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 관하여, 메이슨은 기업지배구조에 관한 의결권 행사를 할 때 민간 기업의 한 소수주주가 다른 소수주주들의 경제적 이익이나 복리에 대하여 일반적인 고려를 하도록 요구하는 국제법 또는 한국법상의 근거를 제시하지 못하고 있습니다. 이러한 점은 메이슨과 아무런 관련이 없는 ■■■ 전 대통령, ■■■ 장관, 청와대 및 보건복지부 관계자들에 관한 메이슨의 주장에 있어 더욱 두드러집니다. 메이슨이 ■■■ 전 대통령, ■■■ 장관 및 다른 관계자들을 피고인으로 한 한국법원의 형사소송에서 한국 법원이 내린 위법행위에 대한 판결을 거의 전적으로 자신의 주장의 근거로 삼고 있는 반면, 이러한 판결 (최종 판결은 아닙니다)은 기껏해야 메이슨이나 다른 외국 투자자가 아닌 국민연금, 그 수혜자 또는 보다 넓은 범위로 한국 국민에 대해 이들 개인이 져야하는 의무의 위반임이 분명합니다. 다시 말하자면, 한국이나 국민연금은 메이슨에 대하여 주의의무를 부담하고 있지 않습니다.⁶³¹

⁶³⁰ 예컨대, *Saluka Investments BV v. The Czech Republic*, UNCITRAL-PCA, 부분 판정, 2006. 3. 17., **CLA-41**, 제302항 (“따라서 ‘공정하고 공평한 대우’ 기준은 해당 기준의 지배적인 요소가 되는 합리적 기대의 개념과 밀접하게 연관되어 있다.”), *EDF (Services) Limited v., Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, 중재판정, 2009. 10. 8., **CLA-103** 제216항 (“중재판정부는 공정하고 공평한 대우의 주요 구성요소 중 하나가 당사자들이 이행한 투자에 관한 합리적인 기대라는 다른 판정부들의 견해에 찬성한다.”). *Waste Management II* (메이슨이 “당시 대우의 최소기준에 대한 설명”으로 인용하는 사건임)의 판정부는 다음과 같이 판시하였습니다: “[대우의 최소기준]을 적용함에 있어, 해당 대우는 청구인이 합리적으로 의존하는 투자유치국의 기대 부여에 대한 위반과 관련이 있다.” *Waste Management v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2014. 4. 30., **CLA-19** 제98항.

⁶³¹ 특히, 국민연금에 관하여, 국민연금 의결권 행사지침은 “국민연금 가입자, 가입자이었던 자 및 수급권자”에게 이익이 되게 의결권을 행사하도록 규정하고 있습니다. 국민연금기금 의결권 행사지침 **C-75**, 제3조.

329. 한국이나 국민연금이 메이슨에 대하여 주의의무를 지고 있지 않으므로, 메이슨은 “합법적”이거나 “합리적”인 것은 말할 것도 없거니와 도리어 한국의 행위에 대해 어떤 기대도 해서는 안되었을 것입니다.⁶³² *Al-Warraq v. Indonesia*⁶³³ 사건은 이를 단적으로 보여줍니다. 이 사건에서 청구인은 인도네시아 은행인 Century Bank 의 주주로 자금관리 실수 및 횡령에 연루되어 주주들에게 손해를 입혔다는 혐의를 받고 있었습니다. 메이슨과 같은 포트폴리오 투자자인 청구인은 인도네시아 중앙은행이 동 은행의 경영진을 상대로 조치를 취함으로써 Century Bank 의 주주들을 합리적으로 보호할 것을 기대하였다고 주장하였습니다.⁶³⁴ 이 청구를 기각하면서, *Al-Warraq* 판정부는 “중앙은행의 주된 주의의무는 해당 은행의 주식을 매입한 포트폴리오 투자자가 아니라 은행의 예금자를 대상으로 하며”, 따라서 “청구인은 이와 같은 상황에서 중앙은행이 자신에게 의무를 지고 있다고 합리적으로 기대할 수 없었을 것”이라고 판시하였습니다.⁶³⁵ 다른 재판부들도 동일한 결론을 내린 바 있습니다.⁶³⁶

⁶³² 국민연금기금운용지침은 다음 5가지 원칙, 즉 수익성, 안정성, 공공성, 유동성 및 운용 독립성에 따라 기금을 운용한다고 밝히고 있습니다. 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9., .**R-144**, 제4조. 예상한대로, 이들 원칙이나 국민연금기금운용지침 또는 국민연금기금 의결권 행사지침의 어느 조항도 국민연금기금에 대한 투자에 있어 개별 이해관계자의 이익을 고려할 의무의 근거를 규정하지 않습니다.

⁶³³ *Hesham T.M. Al-Warraq v. Indonesia*, 임시 중재판정부 UNCITRAL, IIC 718, 최종 판정, 2014. 12. 15., (“*Al-Warraq v. Indonesia*”), **RLA-150**.

⁶³⁴ *Al-Warraq v. Indonesia*, **RLA-150**, 제619 항 (강조 추가).

⁶³⁵ *Al-Warraq v. Indonesia*, **RLA-150**, 제 619항 (강조 추가).

⁶³⁶ *Franck Charles Arif v. Republic of Moldova*, ICSID Case No. ARB/11/23, 판정, 2013. 4. 8., **RLA-140**, 제533-35항 (“합리적인 기대 [와 관련된 청구]는 매우 쉽게 순환논리에 빠지기 쉽다. 투자자들은 통상 크고 작은 광범위한 우발적 상황과 관련하여 기대를 가지고 있으며 청구인들은 종종 해당 사건에서 문제 삼고 있는 바로 그 행위를 비난하기 마련이다.”), *Frontier Petroleum Services Ltd. v., Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 판정, 2010. 11. 12., **CLA-113**, 제431-34항 (체코 경찰이 청구인에 대하여 주장되는 기업 불법행위에 관한 각종 조사 조치를 취할 의무가 없다는 이유로 청구인의 공정하고 공평한 대우 관련 주장을 기각함), *Glamis Gold, Ltd. v. United States of America*, UNCITRAL, 판정, 2009. 6. 8., **RLA-117**, 제627항; 제766-67항 (NAFAT에 따른 합리적 기대는 국가가 투자자의 기대를 무너뜨릴 수 없다는 의무를 지지 않으면서 “선결적 요건으로서 최소한 국가와 투자자 간의 준계약적 관계”를 요구한다고 판시함), *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-87**, 제314항 (“투자협정에 의해 체코 측에 법률 관계 성격에 관한 두 기업 간의 분쟁에 개입할 주의의무가 발생하지 아니한다. 협정에 따른 피신청인의 유일한 의무는 청구인 및 청구인이 지배하는 실체들이 청구를 제기할 수 있도록 사법 시스템을 유지하는 것이다”라고 일반적으로 판시함).

330. 한국이나 국민연금이 메이슨에 대하여 어떤 주의의무도 부담하지 않는다는 사실은 충분한 보호 및 안전에 대한 메이슨의 주장에 치명적입니다. 국제관습법상 충분한 보호 및 안전 (협정에서도 이를 명시적으로 적용하고 있습니다)⁶³⁷은 투자자가 제 3자로 인해 위해나 손해를 입지 않도록 보장하는 것이 아닙니다. 오히려, 이는 국가가 상황에 따라 기대되는 합리적인 방식으로 행동하도록 요구하는 성실한 주의의무의 기준입니다.⁶³⁸ McLachlan, Shore 및 Weiniger 은 충분한 보호 및 안전에 관하여 다음과 같이 지적하고 있습니다:

이 기준에 따라 투자유치국에 부과되는 의무가 엄격책임이 아니라는 일관되게 확립된 선례들 (*jurisprudence constante*)이 있다. 오히려, 국가는 청구인의 투자를 보호하기 위해 성실한 주의의무를 이행할 의무가 있으며, 이는 해당 손해가 발생한 특정 상황에 따라 평가되어야 하는 기준이다.⁶³⁹

331. 국민연금의 본건 의결권 행사 또는 메이슨에 따르면 본건 의결권 행사를 촉발시켰다는 한국 관계자들 및 국민연금 직원들의 행위에 관하여 국민연금은 메이슨에 대하여 어떤 의무도 부담하지 않으므로 메이슨은 법적으로 한국 또는 국민연금이 주의의무를 다하지 않았음을 입증할 수 없으며, 하물며 국제법에서 요구하는 수준에 부합하는 정도로는 더더욱 입증할 수 없을 것입니다.

⁶³⁷ 협정 **CLA-23**, 제11.5조 제1항; 제2항; 본 반박서면, 제333항.

⁶³⁸ 메이슨은 *AMT v. Zaire* 사건을 인용하며 국가가 “투자 보호를 위한 모든 주의 조치를 취하였다”는 것을 입증할 주의의무가 있다고 주장합니다. 수정 청구서면, 제208항. 그러나, 이 사건 중재판정부는 자이르가 자이르 군대의 물리적 파괴 행위로부터 청구인의 재산을 보호하기 위해 “어떤 조치도 취하지 않았다”고 판시하면서 이러한 주의 조치는 “국제법에서 인정하는 최소기준과 일치하는” 것이어야 함을 명확히 밝혔으며 해당 의무의 범위를 구체적으로 심리하지 않았습니다. *American Manufacturing & Trading, Inc. v. Republic of Zaire*, ICSID Case No. ARB/93/1, 판정, 1997. 2. 21., **CLA-88**, 제6.05항.

⁶³⁹ Campbell McLachlan et al., INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION (2017년 2판), **RLA-195**, 제7.246항. *Oxus Gold v. Uzbekistan* **RLA-157**, 제353항. *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-87**, 제308항 (“중재 판정부의 견해는 협정 당사국들은 외국 투자의 보호에 대한 주의의무를 상황에 따라 합리적으로 행사할 의무를 갖는다는 것이다.”), *Asian Agricultural Products Ltd (AAPL) v. Sri Lanka*, ICSID Case No ARB/87/3, 판정, 1990. 6. 27., **CLA-91**, 제77항 (주의의무 요건은 “동종의 상황에서 행정적으로 잘 정비된 정부가 행사할 것으로 예상되는 합리적인 예방 조치 이상도 이하도 아니다”라고 언급함”) (내부인용 생략), *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No ARB/05/22, 판정, 2008. 7. 24., **CLA-95**, 제725항 (“ICSID 판정부는 국제법상 보호의무는 ‘주의의무’를 내재하는 것임을 인정하였다.” 참조(강조 생략)).

332. 요약하자면, 메이슨은 다른 삼성물산 주주가 본건 합병에 자신에게 만족스럽지 않은 방향으로 표를 던졌다고 하여 이를 협정상 청구의 전제로 삼을 수 없습니다. 한국과 국민연금의 메이슨이 현재 문제삼고 있는 행위에 관하여 메이슨의 이익에 대해 고려할 의무가 없었습니다. 설령, 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사가 국민연금 지침이나 이전 관행을 위반하여 이루어졌다는 메이슨의 주장을 받아들인다 하더라도, 본건 의결권 행사를 문제 삼을 수 있는 유일한 청구인은 모두 한국법에 따라 적절한 구제수단을 행사할 수 있는 한국의 연금 수령자들 또는 국민연금의 다른 투자자들입니다.

2. 메이슨은 자신이 문제 삼는 한국의 행위가 국제관습법상 대우의 최소기준을 위반하였다는 점을 입증하지 못하고 있습니다

333. 메이슨은 협정 제 11.5 조가 “국제관습법상 외국인에 대한 대우의 최소기준”에 따른 대우만을 요구한다는 점에는 이의를 제기하지 않습니다 (이의를 제기할 수도 없습니다).⁶⁴⁰ 협정에 따른 대우의 최소기준 주장에 대하여 메이슨은 두 가지 단계에서 입증을 해야만 합니다. 첫째, 메이슨은 우선 (i) 계속적인 국가 관행의 증거 및 (ii) 해당 국가 관행이 법적 확신 (즉, *opinio juris*)에 근거하였다는 증거를 바탕으로 국제관습법상 대우의 최소기준에 대한 구체적인 내용을 입증해야 합니다.⁶⁴¹ 둘째, 메이슨이 이 기준을 입증하고 나면, 한국이 이를 위반하였다는 엄격한 입증 책임을 져야 합니다. 메이슨은 두 가지 모두 입증하지 못하였습니다.

334. 메이슨은 국제관습법상 소위 “당시의 대우의 최소기준”이라는 것을 근거로 제 11.5 조에 따른 주장을 펼치고 있습니다. 주로 *Waste Management v. Mexico (II)*

⁶⁴⁰ 협정 **CLA-23**, 제11.5조 (강조추가).

⁶⁴¹ 협정 **CLA-23** 부속서 11-A 참조. 미국에 따르면; 협정 부속서 11-A는 “당사국들이 일반적으로 또한 구체적으로 제11.5조에 언급된 ‘국제관습법’이 ... 법적 확신에서 따르는 국가의 일반적이고 일관된 관행에서 비롯된다”라는 이해를 공유하고 있음을 나타낸다.” *Elliott v. Korea, UNCITRAL*, 한미 자유무역협정 제11.20조 제4항에 따른 미국의 제출서면 **CLA-105**, 제14항 (“부속서 11-A에서 당사국들은 ‘문헌상 광범위하게 지지’되고 ‘국가 관행 및 국제사법재판소를 포함한 국제 법원 및 중재 관정부의 결정에서 일반적으로 채택되는’ 국가 관행 및 법적 확신(*opinio juris*)이라는 이러한 두가지 요소의 접근법을 이해하고 이를 적용함을 확인한다.”) (인용 생략). *United Parcel Service of America v., Canada, UNCITRAL*, 관할권에 대한 판정, 2002. 11. 22., **RLA-37** 84.

(협정 제 11.15 조의 문구와 실질적으로 똑같은 NAFTA 제 1105 조에 따른 청구를 심리한) 사건의 결정에 근거하여,⁶⁴² 메이슨은 제 11.5 조가 한국에 (1) 투자자 또는 투자에 관하여 자의적이거나 과도하게 불공평한 행위, (2) 차별적인 행위의 관여, (3) 투명성을 결여된 방식의 투자자 또는 투자에 대한 대우 또는 (4) 투자자 또는 투자에 대한 대우에 있어서 신의성실에 반하는 행위 등을 하지 않아야 하는 네 가지 확실한 의무를 부여한다고 주장합니다.”⁶⁴³

335. 그러나, 메이슨은 이 네 가지 요소가 국제관습법상 대우의 최소기준을 구성한다는 주장을 입증하지 못하고 있습니다. 게다가, *Waste Management II* 사건의 판정부가 설명한 기준을 잘못 기술하고 있습니다. 메이슨의 주장대로 국제관습법이 요구하는 기준을 적용한다 하더라도 한국의 행위는 대우의 최소기준 위반을 성립하는 데 필요한 엄격한 입증 요건을 충족하기에는 턱없이 부족합니다.

(a) 메이슨은 국제관습법상 대우의 최소기준 내용을 입증하지 못하고 있습니다

336. 메이슨이 주장하는 대우의 최소기준을 입증하려면 우선 한국이 메이슨을 상대로 국가 관행 및 법적 확신 모두에서 비롯된 국제관습법상의 의무를 지고 있음을 입증해야 합니다. ICJ 는 *Rights of Nationals of the United States of America in Morocco* 사건에서 “관습에 의존하는 당사자는 ... 해당 관습이 상대방에게 구속력을 갖게 될 정도로 확립되었다는 점을 입증하여야 한다.”고 밝혔습니다.⁶⁴⁴ 또한 *Cargill v.*

⁶⁴² 수정 청구서면, 제175-77항. 협정 제11.15조와 마찬가지로, NAFTA 제1105조에서도 당사국들이 다른 당사국의 투자자가 행한 투자에 대하여 국제관습법상의 대우 기준을 부여하도록 규정하고 있으며, 또한 “공정하고 공평한 대우” 및 “충분한 보호 및 안전”이라는 용어에 상기 기준의 내용보다 더 추가되는 것은 없다고 규정하고 있습니다.

⁶⁴³ 수정 청구서면, 제177항.

⁶⁴⁴ *Rights of Nationals of the United States of America in Morocco (France v. United States)*, I.C.J. 판결, 1952. 8. 27., **RLA-193**, 제200면(“이러한 종류의 관습을 원용하고자 하는 당사자는 해당 관습이 상대방 당사자에 구속력을 갖게 될 정도로 확립되었다는 점을 입증하여야 한다.”)(인용 및 내부인용부호 생략), *Case of the S.S. “Lotus”(France v. Turkey)*, P.C.I.J. 판결, 1927. 9. 7., **RLA-192**, 제25-26면 (청구인이 국제관습법 존재를 “확실하게 입증”하지 못하였다고 판시함).

Mexico 사건의 재판부는 (NAFTA 제 1105 조에서 국제관습법상 기준을 포함하는 대우의 최소기준 의무에 관하여) 다음과 같이 판시하였습니다:

관습의 변화는 쉽게 입증될 수 있는 사안이 아니다. 그러나 그 입증책임은 명백히 청구인에게 있다. 청구인이 판정부에 해당 변화의 증거를 제시하지 못할 경우 판 정부가 그러한 입증 책임을 부담하는 것은 아니다. 오히려 이 경우 판 정부는 청구인이 주장되는 특정 기준을 입증하지 못하였다고 판단하여야 한다.⁶⁴⁵

337. 이러한 입증 책임을 충족하기 위한 시도로 메이슨은 *Waste Management II* 사건의 중재판정부 결정과 *Waste Management II* 중재판정부의 “당시의 대우의 최소기준”에 대한 설명을 지지하는 다른 중재판정부 결정들에 의존하고 있습니다.⁶⁴⁶ 그렇다고 하여 메이슨의 입증 책임이 해소되지는 않습니다. 이들 판정부의 결정은 국가 관행에 대한 어떤 증거도 제시하지 않으며, 법적 확신의 증거도 제시하지 않습니다. 요컨대, 이들 결정이 국제관습법상 대우의 최소기준을 입증할 수 있는 직접적인 법적 근거를 제공하지는 않습니다. 한국의 협정 상대국인 미국도 이러한 견해를 공유하며 최근 비분쟁 당사국 제출서면에서 다음과 같이 밝혔습니다:

“공정하고 공평한 대우”를 국제관습법상 개념으로 해석하는 국제법원 및 중재판정부의 결정은 그 자체로 국제관습법을 입증하기 위한 “국가 관행”의 사례가 아니다. 물론, 해당 결정은 관행에 대한 심리를 포함하는 경우 국가 관행의 준부를 판단하는 데 유의미할 수 있다. 국가 관행 및 법적 확신에 대한 심리가 결여된 중재판정문을 전적인 근거로 국제관습법을 설명하고자 하는 경우에는 제 11.5 조 제 1 항에 의해 편입된 국제관습법 규칙을 입증할 수 없다.⁶⁴⁷

338. 메이슨은 다른 NAFTA 사건인 *Mondev v. United States* 사건에도 의존하고 있는데, 이는 대우의 최소기준 주장에 대한 기준을 제공하는 것이 아니라 “2,000 개 이상의 투자 협약을 통해 발전한 관행”이 국제관습법의 내용을 다양화할 수 있다는

⁶⁴⁵ *Cargill* 판정 제273항 (강조 추가), *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, 한미 자유무역협정 제11.20조 제4항에 따른 미국의 제출서면; CLA-105, 제16항; 각주 28.

⁶⁴⁶ 수정 청구서면, 제175-76항.

⁶⁴⁷ *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, 한미 자유무역협정 제11.20조 제4항에 따른 미국의 제출서면; CLA-105, 제20항.

상대적인 주장일 뿐입니다.⁶⁴⁸ 이는 근거가 없으며, *Waste Management II*의 중요성에 대한 메이슨의 주장을 대우의 최소기준 청구에 대한 주장으로 전환시키지 못합니다. ICJ가 최근 확인한 바와 같이 (비록 합리적인 기대 원칙을 감안한다 하더라도), 투자 협약에 보편적으로 사용되는 자율적인 공정하고 공평한 대우 기준은 이러한 기준이 독립적인 국제관습법 기준을 입증하는 수단이 될 뿐 대체하지는 못한다는 것을 의미하는 것입니다.⁶⁴⁹

(b) 메이슨은 최혜국대우 조항을 원용하더라도 협정의 국제관습법 기준을 피할 수 없습니다

339. 메이슨은 비록 자신이 국제관습법에 따른 대우의 최소 기준의 내용을 증명하지 못했더라도, 메이슨이 식별해낸 요소들은, 한국이 당사자로 있고 메이슨이 협정 제 11.4 조의 최혜국대우 조항으로 인해 원용할 수 있는 다른 협정상 존재하는 독자적인 공정하고 공평한 대우 기준에 따라서도 발생하기 때문에, 여전히 이 사건에 적용된다고 주장하고 있습니다.⁶⁵⁰ 이 주장은 협정 규정으로 뒷받침되지 않으며, 실질적인 기준의 내용에 관한 한국과 미국 사이의 구체적인 합의를 몰각하는 결과를 초래합니다.⁶⁵¹

⁶⁴⁸ 수정 청구서면, 제173항.

⁶⁴⁹ *Obligation to Negotiate Access to the Pacific Ocean (Bolivia v., Chile)*, I.C.J. 판결, 2018. 10. 1., **RLA-196**, 제162항 (“본 법원은 공정하고 공평한 대우를 규정한 협정 조항을 적용하는 해외 투자자와 투자유치국간의 분쟁에 관한 중재 판정문에서 합리적인 기대가 언급되었다는 점은 인정한다. 다만 합리적인 기대라고 간주될 수 있는 것에 근거하여 법적 의무가 발생할 수 있다는 국제법상의 일반 원칙이 존재한다는 사실이 이로부터 도출될 수 있는 것은 아니다.”).

⁶⁵⁰ 수정 청구서면, 제177항; 각주 284.

⁶⁵¹ 예컨대, Dolzer & Schreuer, *PRINCIPLES OF INTERNATIONAL INVESTMENT LAW* (2012년 2판), **RLA-11**, 제207면 (“규정된 최혜국대우 조항이 기계적인 방식으로 적용되는 경우, 그 효과는 협력의 요소를 더하기 보다는 협정의 협의된 실체를 대체하는 것이 될 수 있다.... 최혜국대우 조항의 문자 그대로 적용은 당사자들이 구체적으로 협상하였고 협정의 실체와 다른 방식으로 협정에서 규제한 분야에서 실제로 어떠한 제도를 협정으로 변모시키는 효과를 가져올 수 있다.”), *Tecmed v. Mexico*, **CLA-143**, 제154항 (다른 협정 조항이 “당사국들이 구체적으로 협상한 것으로 간주되는 문제의 핵심”으로 되어 “외국인 투자자에 적용되는 실질적인 보호제도의 확인과 직접 연결”되기 때문에 최혜국대우 조항을 통해 다른 협정 조항을 가져오는 것을 거부함).

340. 협정의 최혜국대우 조항은 한국의 투자협정으로부터 메이슨이 원하는 가장 유리한 실제적 조항을 선택할 전권을 메이슨에 부여하지 않습니다. 오히려, 협정 제 11.4 조는 제 11.3 조에 따른 내국민대우 조항과 함께 차별금지 조항으로서, 당사국들이 (i) 외국인 투자자들 또는 외국인 투자와 (ii) 자국 투자자들 또는 자국 영역내 투자 (제 11.3 조) 또는 비당사국 투자자들 또는 투자 (제 11.4 조) 간에 불리한 대우를 하지 못하도록 금지하고 있습니다.⁶⁵² 이 두 협정 조항들은 “자국 영역내에서 투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 관하여 ... 동종의 상황에서... 대우”에 관한 의무를 한국 및 미국에 부과하고 있습니다.⁶⁵³ 해당 문언은 그 적용 범위를 제한하면서 “동종의 상황에서” 비당사국 투자자에 부여된 실제 특혜를 메이슨측이 입증할 것을 요구하고 있습니다.⁶⁵⁴ *İçkale v. Turkmenistan* 사건에서, 중재판정부는 “동종의 상황에서” 부여된 “대우”를 언급한 최혜국대우 조항에서는 동일한 문언에 의해 제한된 내국민대우 의무가 요구하는 것과 같은 수준의 사실 분석을 요구한 것으로 판단하면서, 결과적으로 해당 조항은 “신의성실의 원칙에 따라 해석했을 때 어느 국가 당사자와 제 3 국 간의 다른 투자협정에 포함된 투자 보호 기준을 준용한 것이라고 볼 수 없다”고 판시하였습니다.⁶⁵⁵ *İçkale* 중재판정부는 청구인이 최혜국 조항에 근거하여 다른

⁶⁵² 협정, **CLA-23**, 제11.3조, 제11.4조. International Law Commission, Final Report of the Study Group on the Most-Favored-Nation Clause, UN DOC. A/70/10, ANNEX(2015), **RLA-152**, 제37항 (“최혜국 대우는 본질적으로 한 국가와 다른 국가 간의 비차별을 규정하는 수단”이라고 판단함), UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements II, Most-Favoured-Nation Treatment(2010), **RLA-129**, 제29면 (최혜국대우 조항이 “국적이 다른 외국인 투자자들 사이의 경쟁 조건의 평등을 보장하고 투자자들 간의 경쟁이 국적에 따른 차별로 왜곡되지 않도록 하기 위한” 법적 장치임을 설명함).

⁶⁵³ 협정, **CLA-23**, 제11.3조, 제11.4조.

⁶⁵⁴ 동일한 사실관계에 기반한 분석이 제11.3조와 제11.4조에 적용된다는 사실은 협정 제11장 각주 1에 의해서도 뒷받침되고 있으며, 동 각주에서는 “대우가 제11.3조 또는 제11.4조에 따라 ‘동종의 상황’에서 부여된 것인지의 여부는 전체적인 상황에 좌우된다”고 규정하고 있습니다. 협정, **CLA-23**, 제11장, 각주 1 (강조추가). 메이슨측도 제11.4조의 내국민대우조항에 대한 사실관계에 기반한 분석의 적용가능성을 인정하고 있습니다. 수정 청구서면, 제218항. 본 반박서면, 제V장 제C절 제2관.

⁶⁵⁵ *İçkale İnşaat Limited Şirketi v. Turkmenistan*, ICSID Case No. ARB/10/24, 판정, 2016. 3. 8., **RLA-159**, 제329항 (“각 당사자는 자국 영토 내에 이루어진 투자에 대해 동종의 상황에서 자국 투자자들의 투자 또는 비당사국 투자자들의 투자에 대해 제공되는 것과 동일한, 그 중에서도 가장 유리한 대우를 허용한다”고 규정한 터키-투르크메니스탄 BIT의 제II(2)조를 해석함).

협정들에서 공정하고 공평한 대우 및 충분한 보호 및 안전 조항을 가져오려는 시도를 기각하였습니다.⁶⁵⁶

341. 메이슨은 이러한 사실 분석을 수행하기 위한 어떠한 노력도 하지 않고, 대신 한국-알바니아 BIT 상의 자율적인 공정하고 공평한 대우 기준의 혜택을 받을 자격이 있다고 주장하고 있습니다. 협정 당사자인 미국을 포함한 NAFTA 의 세 당사국들이 모두 일관되게 유지해왔듯이, 협정과 실질적으로 동일한 문언으로 이루어진 NAFTA 의 최혜국대우 조항은 동종의 상황에서 다른 투자자에게 부여된 실제 대우를 참조해야 하며, 다른 협정의 보호 기준을 참고하여 협정의 실질적인 보호기준을 변경하는 데 사용되어서는 안됩니다.⁶⁵⁷ 미국은 NAFTA 및 협정의 문언과 실질적으로 동일한 문언으로 이루어진 다른 최혜국 조항에 관하여 이 같은 입장을 견지해 왔습니다.⁶⁵⁸

⁶⁵⁶ *İçkale İnşaat Limited Şirketi v. Turkmenistan*, ICSID Case No. ARB/10/24, 판정, 2016. 3. 8., **RLA-159**, 제329항.

⁶⁵⁷ 예컨대, *Methanex v. United States*, Response of Respondent United States of America to Methanex’s Submission Concerning the NAFTA Free Trade Commission’s July 31, 2001 Interpretation, 2001. 10. 26., **RLA-88**, 제9면; 제11면을 첨부한 *Pope & Talbot v., Canada*, UNCITRAL, Eighth Submission of the United States, 2001. 12. 3., **RLA-89** (“NAFTA 제1103조는 투자자-국가간 분쟁에 적용되는 법률이 아니라, 다른 외국인 소유 투자에 제공된 대우와 비교하여 다른 당사자의 투자에 관하여 제공된 실제 ‘대우’에 대해 설명하고 있다. 제1103조는 준거법 조항이 아니다. 대신, 동 조항에서는 각 NAFTA 당사자가 투자자들 및 다른 NAFTA 당사자들의 투자자들에 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 관하여” ‘동종의 상황에서’ 투자자들 또는 다른 NAFTA 당사자 또는 비NAFTA 당사자의 투자에 부여한 것과 동일한 대우’를 제공해야 한다고 규정하고 있다.”), *Chemtura Corporation v. Government of Canada*, UNCITRAL, UNCITRAL, 판정, 2010. 8. 2., **CLA-99** (“피청구국 캐나다와 미국 및 멕시코는 제1128조에서...캐나다가 체결한 BIT로부터 공정하고 공평한 대우 조항을 가져오는 것에 대해 단호하게 반대한다.”).

⁶⁵⁸ 예컨대 *Gramercy Funds Management LLC, and Gramercy Peru Holdings LLC. v. Republic of Peru*, ICSID Case No. UNCT/18/2, Submission of the United States, 2019. 6. 21., **RLA-178**, 제57항 (“‘동종의 상황’의 요건을 무시하면 [미국-페루 무역촉진협정]에서 핵심 단어들을 삭제하는 것과 같은 부당한 결과를 가져온다. 최혜국대우 조항은 제10.5조에 따른 공정하고 공평한 대우 의무의 실질적인 내용을 변경하는데 사용될 수 없다...”), *Engineering LLC and Mr. Oscar Rivera v. Republic of Panama*, ICSID Case No. ARB/16/42, Submission of the United States, 2020. 2. 2., **RLA-180**, 제10항 (최혜국대우에 관한 청구를 제기하는 청구인은 “동종 상황의” 대조군을 식별해야 하며 미국-파나마 무역촉진협정의 최혜국대우 조항은 “제10.5조에 따른 공정하고 공평한 대우 또는 충분한 보호 및 안전 의무의 실질적인 내용을 변경”하는데 사용될 수 없다고 판단함).

(c) 메이슨은 국제관습법상 최소기준대우의 위반을 입증해야 할 엄격한 부담을 과소평가하고 있습니다

342. 설사 *Waste Management II* 사건 중재판정부의 판단이 국제관습법에 따른 대우의 최소기준 내용에 해당한다는 메이슨 주장을 받아들인다 해도, 메이슨은 대우의 최소기준 주장을 입증하기 위해 충족해야 할 입증책임을 과소평가하고 있습니다.
343. 메이슨은 *Neer v. Mexico* 사건에 대한 미국-멕시코 배상위원회 (General Claims Commission)의 결정이 외국인 대우가 대우의 최소기준을 침해하는 지의 여부에 대한 전통적인 국제관습법의 기준 척도를 반영하고 있음을 인정하고 있습니다.⁶⁵⁹ *Neer* 사건에서, 배상위원회는 국제적 범죄가 성립되기 위해서는 외국인 대우가 “폭행, 불신, 고의적인 직무 태만, 또는 합리적이고 공평한 모든 사람들이 그 불충분함을 인식할 수 있는 국제 기준에 미달하는 불충분한 정부 행위에 해당해야 한다”고 강조했습니다.⁶⁶⁰
344. 그러나, 메이슨은 최소기준이 *Neer* 사건 이후로 진화해 왔다고 주장하고 있습니다.⁶⁶¹ 그것이 사실이라 해도 메이슨은 여전히 관습적인 최소기준의 위반을 입증해야 할 매우 엄격한 부담에 직면해 있으나, 그러한 부담을 인정하지 않고 있습니다. 실제로, *Waste Management II* 사건의 중재판정부 자체도 공정하고 공평한 대우 기준의 위반을 판단하는 기준이 “매우 불공정한” 또는 “자연적 정의의 명백한 실패”를 반영하는 행위를 요구하는 높은 기준이라고 강조하였습니다:

국가에 귀속되는 행위로서 청구인을 해하는 행위가 자의적이고, 매우 불공정하며, 부당하거나, 특이하고, 차별적이며, 분야별 또는 인종적 편견에 청구인을 노출시키거나, 정당한 절차의 부족으로 사법적 타당성을 해치는 결과를 초래(사법절차에서 자연적 정의의 명백한 실패 또는 행정절차에서 투명성 및 진실성에 대한 완전한 결여가 있는

⁶⁵⁹ 수정 청구서면, 제171-77항.

⁶⁶⁰ *L. F. H. Neer and Pauline Neer (U.S.A.) v. United Mexican States*, R.I.A.A. Vol. IV, 제60-66면; 1926. 10. 15., (“*Neer*”), CLA-10, 제61면.

⁶⁶¹ 수정 청구서면, 제171-77항.

사건일 수 있음)하는 경우, 그러한 행위는 공정하고 공평한 대우의 최소기준을 침해한다.⁶⁶²

345. *Waste Management II* 사건의 중재판정부의 이러한 판단은 결코 독자적인 견해가 아닙니다. 예컨대, *Glamis Gold* 중재판정부는 “국제관습법상 대우의 최소기준은 말 그대로 최소한의 기준[으로서] ... 그 이하의 행위는 국제 사회에서 받아들여지지 않는 하한선, 절대적 하한선의 역할을 하는 것”이라고 판시하였습니다.⁶⁶³ *S.D. Myers* 사건의 중재판정부가 설명한 바와 같이, 국가 행위에 대한 높은 기준은 “자국 영역 내의 사항을 규제할 국내 당국의 권한에 대한 국제법의 일반적인 높은 수준의 존중에 비추어 보았을 때” 정당화됩니다.⁶⁶⁴ 국가의 행동이나 결정이 잘못되거나, 오판 또는 여러 요인에 대한 부정확한 형량을 포함하거나, 또는 심지어 국내법을 위반하였다고 판단된다고 하여 국제법상 책임이 발생하는 것은 아닌 것입니다.⁶⁶⁵
346. 이후의 중재판정부들은 대우의 최소기준 위반 주장에는 까다로운 기준이 적용된다는 점에 대해 *Waste Management II* 중재판정부와 의견이 일치합니다. NAFTA 제 1105 조의 해석에 있어, *Apotex* 사건의 중재판정부는 “투자 유치국이 제 1105 조에 따른 공정하고 공평한 대우 기준에 포함된 요소들을 위반했다는 결론을 내리기 위해서는 “높은 엄격성과 중대성 기준이 요구된다”고 강조했습니다.”⁶⁶⁶ 또 다른 예를 들자면, *Thunderbird v. Mexico* 사건의 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

⁶⁶² *Waste Management v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2014. 4. 30., **CLA-19**, 제98항 (강조추가).

⁶⁶³ *Glamis Gold, Ltd. v. United States of America*, UNCITRAL, 판정, 2009. 6. 8., **RLA-117**, 제614-15항 (*International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 판정, 2006. 1. 26., **RLA-97**, 제194항을 인용).

⁶⁶⁴ *S.D. Myers, Inc. v. Canada*, UNCITRAL, 부분 판정, 2000. 11. 13., **CLA-66**, 제263항.

⁶⁶⁵ *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제292항 (*S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분 판정, 2000. 11. 13., **CLA-66**, 제261항에 동의하는 내용).

⁶⁶⁶ *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/12/1, 판정, 2014. 8. 25., **RLA-147**, 제9.47항.

1926년 *Neer* 청구사건의 결정 이후 관습법의 진화에도 불구하고, 최근의 선례에서 알 수 있듯이 대우의 최소기준 위반 판정의 기준은 여전히 높은 편이다...[*Genin* 사건 및 *Waste Management II* 사건 인용]... 이 사건의 목적 상, 중재판정부는 주어진 사실관계에 비추어 볼 때 정의를 중대하게 부인하거나 용인된 국제기준에 미달하는 명백한 자의성을 보이는 행위가 NAFTA 및 국제관습법이 정한 대우의 최소기준 위반에 해당하는 행위라고 보고 있다.⁶⁶⁷

347. 다시 말하면, 국제관습법 기준의 내용이 *Neer* 사건 이후로 진화했는지에 관계없이,⁶⁶⁸ 그러한 청구 사건의 청구인에 대한 엄격한 부담은 여전히 있습니다. 실제로, 메이슨이 “진화된” 대우의 최소기준을 지지한다고 인용한 중재판정부들 중 어느 누구도 피청구국의 행위가 그러한 기준을 위반한 것이라고 판단하지 않았습니다.⁶⁶⁹

⁶⁶⁷ *International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 판정, 2006. 1. 26., **RLA-97**, 제194항 (강조추가). 예컨대, *Biwater Gauff v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, 판정, 2008. 7. 24., **CLA-95**, 제597항 (중재판정부가 “[공정하고 공평한 대우의 위반이 인정되기 위한] 기준이 높다”고 판시한 부분) 참조.

⁶⁶⁸ *Neer*, **CLA-10**, 제61-62면 (대우의 최소기준을 위반하려면 “어처구니가 없을 정도의 수준의 행위, 불성실, 고의적인 직무 태만, 또는 합리적이고 공정한 모든 사람들이 그 불충분함을 인식할 수 있을 정도로 극심한 국제 기준에 미달하는 불충분한 정부 행위에 해당하는” 대우가 요구된다고 판시함).

⁶⁶⁹ *Mondev v. United States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/2, 판정, 2002. 10. 11., **RLA-31**, 제123-25항; 제127항; 제157항 (NAFTA의 “1105(1)조의 합리적인 연혁적 해석”을 적용하고 사법정의의 부인에 근거한 *Mondev*의 제1105조 청구를 기각함), *ADF v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/1, 판정, 2003. 1. 9., **CLA-87**, 제186항; 제190항; 제192항 (특히 어느 국가의 국내법에 따라 단순한 위법행위나 또는 권한 흠결에 해당하는 것이 공정·공평대우 원칙 위반에 해당되기에는 충분치 않다고 언급하면서, 국제관습법상 최소기준대우원칙의 기준이 발달해 왔음을 받아들이고, 자의적이고 일관되지 않으며 신의에 반하는 행위로 인하여 미국이 제1105조를 위반하였다는 투자자의 주장을 기각함), *Chemtura Corporation v., Canada*, UNCITRAL, 판정, 2010. 8. 2., **CLA-99**, 제122항; 제225항 (NAFTA 제1105조를 해석할 때 국제관습법의 발달을 고려한 *Mondev* 중재판정부의 접근법을 채택하고, 청구인의 제품에 대한 캐나다의 검토품 규제가 부실하고 편파적이었기 때문에 제1105조의 위반에 해당된다는 청구인의 주장을 기각함), *Merrill & Ring Forestry L.P. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 판정, 2020. 3. 31., **CLA-119**, 제266항 (“발달된” 공정·공평대우 원칙의 서로 다른 두 판단기준을 고려하고, 캐나다의 일부 행위가 앞의 두 기준 중 투자자가 선호하는 것에 의하면 NAFTA 제1105조의 위반에 해당할 수 있지만, 이와 관계 없이 투자자가 손해를 입증하지 못하였으므로 투자자의 청구는 기각되어야 한다고 판시함), *Waste Management Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2014. 4. 30., **CLA-19**, 제103-04항; 제115항; 제131-32항; 제139항 (NAFTA에 따른 청구인의 제1105조 청구를 전부 기각하고, 멕시코 개발은행인 *Banobras*가 청구인의 손해에 대한 책임이 있다거나, 또는 멕시코가 (i) “전적으로 자의적으로 또는 중대하게 불공정한 방식으로 행동했다”거나 (ii) 사법정의를 거부하였다거나, 또는 (iii) 양허행위를 방해하기 위하여 공모하였다는 사실을 입증할 만한 증거가 부족했다고 판시함).

348. 요컨대, 국제관습법에 따르면, 그리고 메이슨이 원용하는 투자 관련 판정에 따르면, 국가의 중대하고 명백한 (“높은 엄격성 및 중대성 기준”, “중대한 불공정”, “중대한 정의 부인” 또는 “명백한 자의성”) 위법행위의 경우에만 국가에 국제법상 대우의 최소기준 위반에 대한 책임을 물을 수 있는 것입니다.

(d) 한국의 행위는 자의적이지 않았습니다

349. 메이슨은 국민연금의 합병 찬성 표결을 포함한 한국의 행위가 무엇보다도 “적법, 적정절차를 의도적으로 무시한 채” 취해진 것으로, “자의적”이기 때문에 관습법상 최소기준대우원칙이 요구하는 정도에 못 미친다고 주장하고 있습니다.⁶⁷⁰

350. 국제 중재판정부들은 대체로 자의성을 입증하는 것이 극히 어렵다는 사실을 인식하고 있습니다. *ELSI* 사건에서 ICJ가 규정한 기준이 적용된다는 점에 대해서는 논란의 여지가 없으며, 이 사건에서 ICJ는 “자의성은 단순히 특정 법규에 반하는 것이라기 보다는 법치주의 자체에 반하는 것이다 [...] 이는 정당한 법적 절차를 고의적으로 무시하는 것으로, 사법적 타당성이라는 의식에 충격을 주거나 적어도 이를 놀라게 하는 행위”라고 실시하였습니다.⁶⁷¹ *Unglaube v. Costa Rica* 사건의 중재판정부가 판시하였듯이, 자의성은 “논리적이거나 기본적인 공정성을 완전히 역행하는” 행위를 입증할 것을 요합니다.⁶⁷²

351. 메이슨은 또한 *Teco v. Guatemala* 사건의 결정을 인용하여 “행정소송절차의 맥락에서 적법절차의 결여”는 *ELSI* 사건에서 ICJ가 정한 높은 기준을 충족하기에 충분하다고 주장하고 있습니다.⁶⁷³ 그러나, *Teco* 사건 중재판정부의 논평은, 정당한 과정의 위반이 최소기준대우의 목적상 “자의적인” 행위를 인정하기에 충분하다고

⁶⁷⁰ 수정 청구서면, 제179-92항.

⁶⁷¹ *Elettronica Sicula S.p.A. (ELSI) (U.S. v. Italy)*, I.C.J. 판결, 1989. 7. 20., (“*ELSI*”), **CLA-104**, 제128항. 수정 청구서면, 제180항 참조. 메이슨측은 또한 *Teco v. Guatemala* 사건의 결정을 인용하여 “행정소송절차의 맥락에서 적법절차의 결여는 *ELSI* 사건에서 ICJ가 정한 높은 기준을 충족하기에 충분하다고 주장하고 있습니다. *Teco v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/10/17, 판정, 2013. 12. 19., **CLA-144**, 제458항.

⁶⁷² *Marion Unglaube and Reinhard Hans Unglaube v. Republic of Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/09/20, 판정, 2012. 5. 16., **RLA-131**, 제258항.

⁶⁷³ *Teco v. Republic of Guatemala*, ICSID Case No. ARB/10/17, 판정, 2013. 12. 19., **CLA-144**, 제457-58항 (“*Teco v. Guatemala*”)를 인용한 수정 청구서면, 제181항.

설시한 것으로 해석될 수는 없습니다. *Teco* 사건의 결정은 자의성이 정도(degree)의 문제이며, 투자자가 정당한 과정을 요구할 권리가 있어야만 적용할 수 있으며, 그 경우에도 그 적법절차의 위반이 특히 심각한 경우에만 충족된다는 점을 분명히 하고 있습니다:

중재판정부는 규제 프레임워크의 기초가 되는 기본 원칙을 고의로 무시하는 행위, 투자자와의 거래에서 규제당국의 정직함 또는 선의가 결여된 행위뿐 아니라 전면적인 논리 부족이 최소기준의 위반에 해당된다고 간주한다.⁶⁷⁴

352. *ELSI* 사건 및 *Teco v. Guatemala* 사건을 인용한 후, 메이슨은 동 사건의 중재판정부 및 다른 국제법원과 투자사건의 중재판정부들이 일반적으로 채택한 것보다 부당하게 낮은 자의성 기준을 제시 및 적용하고 있습니다. 메이슨에 따르면, 자의성은 (1) 어떠한 명백하게 적법한 목적에도 기여하지 않은 채 투자자에게 손해를 입히는 [...] 조치, (2) 법적 기준이 아닌 재량, 선입견 또는 개인적 선호에 근거한 조치, (3) 의사결정자가 제시한 이유와 다른 이유로 취하여진 조치, 또는 (4) 적법, 적정절차를 의도적으로 무시한 조치로부터 발생합니다.”⁶⁷⁵ 메이슨의 분석은 *EDF v. Romania* 사건에서 Schreuer 교수가 제출한 전문가 보고서 (메이슨에 따르면 동 사건에서 “중재판정부가 채택한” 것)에 (요인별 분석을 제공하여) 매우 의존하고 있습니다.⁶⁷⁶ 그 사건에서 그가 당사자가 선임한 전문가로서 청구인의 입장을 지지하는 의견을 제시하였다는 사실은 차치하고, 메이슨이 그의 의견을 원용하는 것은 다음의 두 가지 이유로 적절하지 않습니다:

- a) 첫째, *EDF v. Romania* 사건 중재판정부는 관습적인 최소기준에 따른 청구 또는 심지어 자율적인 공정하고 공평한 대우 기준에 따른 청구가 아니라, 협정과의 유사성을 찾을 수 없는 (비합리적이거나 차별적인 조치를 통한

⁶⁷⁴ *Teco v. Guatemala*, CLA-144, 제458항.

⁶⁷⁵ 수정 청구서면, 제182항 참조.

⁶⁷⁶ 수정 청구서면, 제182-92항 참조.

투자의 방해 금지에 관한) 별도의 협정 조항에 따른 청구를 판정하는데 있어 Schreuer 교수의 의견을 고려하였습니다.⁶⁷⁷

- b) 둘째, 메이슨 주장과는 달리, *EDF v. Romania* 사건 중재판정부는 Schreuer 교수의 의견을 “채택”하거나 또는 달리 그 내용을 승인하였음을 시사하지 않습니다. 오히려, 해당 중재판정부는 심지어 그 보고서에 제시된 (Schreuer 교수가 묘사한) 기준에 따르더라도, 청구인이 “비합리적이거나 차별적인” 조치를 규제한 협정 조항에 따른 청구를 제기하지 못하였다고 판단하였습니다.⁶⁷⁸

353. 관습적인 최소기준에 따른 “자의성”의 입증 기준은 메이슨이 제시하는 것보다 훨씬 높은 “엄격성 및 중대성” 기준을 요구합니다. 국가가 일관되지 않은 방식으로, 또는 국내법을 위반하여 행동했다는 것을 입증하는 것만으로는 충분치 않습니다.⁶⁷⁹ *Cargill v. Mexico* 사건 중재판정부는 다음과 같이 설명하였습니다:

자의성은 [NAFTA] 제1105조에 따른 국가의 의무 위반을 초래할 수 있으나, 이는 국가의 행위가 행정적 또는 법적 정책 또는 절차를 단순히 일관되지 않거나 수상하게 적용하는 차원을 넘어 해당 행위가 정책의 목적 및 목표의 예기치 못한 충격적인 부정에 해당하거나 또는 [국가의 행위가] 달리 표면상 드러나지 않는 동기로 국내법 또는 정책을 중대하게 위반하는 경우에 한한다.⁶⁸⁰

354. 메이슨이 제시한 더 낮은 기준에 따르더라도, 이 사건에 관한 사실관계는 한국이나 국민연금의 조치가 자의적인 것이라는 점을 뒷받침하지 않습니다. 이 사건에서 메이슨이 문제삼고 있는 모든 행위들 중 가장 중요한 것은 국민연금이 본건 합병을 승인하기 위한 의결권을 행사하였다는 점입니다. 기록에 따르면, 이는 국민연금의

⁶⁷⁷ *EDF v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, 판정, 2009. 10. 8., **CLA-103**, 제302-06항.

⁶⁷⁸ *EDF v. Romania*, ICSID Case No. ARB/05/13, 판정, 2009. 10. 8., **CLA-103**, 제303항.

⁶⁷⁹ 본 반박서면, 제V장 제B절 제2관 참조.

⁶⁸⁰ *Cargill v. Mexico*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제293항 (강조추가).

방침 및 절차에 따라 합법적인 경제적 목적을 위해 수행된 것임을 알 수 있습니다.⁶⁸¹ 한국이 설명한 바와 같이, 국민연금 투자위원회는 기금운용지침 및 의결권행사지침에 따라 적법하게 의결권 행사에 관해 심의하였습니다.⁶⁸² 관련 절차에 따라, 국민연금 투자위원회는 (과반수의 결의에 따라) 안건을 전문위원회에 부의하지 않기로 하고, 국민연금이 제일모직 지분의 상당 부분을 소유하고 17 개가 넘는 삼성그룹 계열사들에 상당한 소수지분을 소유함으로써 발생하는 예상 효과 등 본건 합병에 찬성할 다양한 객관적인 경제적 사유가 있다고 결정하였습니다.⁶⁸³ 정확한 법적 기준을 적용하였을 때, 이러한 결정 및 국민연금 투자위원회가 해당 결정을 내림에 있어 준수한 절차는 “예상치 못한 충격적인 것이거나” 또는 한국 법률이나 국민연금의 규정에 대한 “중대한 위반”에 상응하는 것으로 볼 수 없습니다.

355. (본건 합병에 이어 진행될 것으로 널리 여겨졌던) 삼성그룹의 지주회사 체제 전환이 삼성그룹 전반적으로 주주들에게 장기적 가치를 창출한다는 점에는 다툼의 여지가 없습니다.⁶⁸⁴ 메이슨이 이러한 (삼성물산 및 제일모직 투자자들 과반수 이상이 공감한) 논거를 실현하는 구조개편의 성격에 동의하지 않는다고 하여 본건 합병 표결에 대한 국민연금의 결정이나 이를 촉발하였다고 주장되는 행위가 자의적인 행위가 되는 것은 아닙니다.

356. 메이슨이 제시한 더 낮은 수준의 기준에 따르더라도, 메이슨은 [REDACTED] 전 대통령, [REDACTED] 장관, 그리고 기타 청와대 및 보건복지부 공무원들의 문제 되는 행위가 자의적이라는 점을 입증하지 못했습니다. 메이슨은 이러한 행위가 [REDACTED] 이 [REDACTED] 전 대통령에게 제공한 뇌물로 인해 비롯된 것이라는 점에서 합법적인 목적없이 숨은

⁶⁸¹ 본 반박서면, 제II장 제A절 제2항 제(b)목, 제II장 제F절 제3관, 제III장 제C절. 메이슨은 국민연금의 합병비율과 시너지 모델이 “부적절한 목적”을 가진 것이라고 주장하고 있으나, “자의적”의 적절한 의미에 대해 설명함에 있어 그러한 효과들이 “합법적인 목적”을 결여하고 있었다는 주장을 하지 않고 있습니다(또한, 이를 주장할 수도 없습니다). 수정 청구서면, 제184항. 한국이 설명한 바와 같이, 이러한 모델에 관한 메이슨측의 청구는 현재 검토 가능한 증거의 성질을 왜곡합니다. 본 반박서면, 제III항 제D절 제1-2항.

⁶⁸² 본 반박서면, 제96-104항.

⁶⁸³ 본 반박서면, 제III장 제E절.

⁶⁸⁴ 본 반박서면, 제II장 제D절.

의도가 있는 부패 및 편파주의에 따른 것이라고 주장하고 있습니다.⁶⁸⁵ 하지만 한국이 설명한 바와 같이, 메이슨이 자신이 주장하는 모든 사실관계의 근거로 삼고 있는 한국 법원의 판결문은 ■■■■■이 제공한 뇌물과 문제 되는 ■■■■■ 전 대통령의 본건 합병 지원 간에 어떠한 관계도 없음을 인정한 바 있습니다.⁶⁸⁶

357. ■■■■■ 전 대통령, ■■■■■ 장관, 그리고 기타 청와대 및 보건복지부 공무원들이 어느 위원회가 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사에 대하여 결정해야 하는지에 관하여 국민연금의 절차를 고의적으로 위반하였다는 메이슨의 주장과 관련하여, 기록에 따르면 메이슨의 그 주장이 근거 없는 것임을 다시 한번 알 수 있습니다. 해당 공무원들 중 어느 누구도 국민연금의 규정을 침해할 수 있는 권한을 갖고 있지 않습니다 (국민연금의 경우만 보더라도, 합병 관련 의결권 행사에 관한 국민연금의 절차는 어느 한국 정부 공무원도 아닌 국민연금만이 관장합니다). 어떠한 경우든, 전문위원회가 기금운용지침이나 의결권행사지침에 따라 국민연금의 본건 합병 표결에 대해 결정했어야 한다는 메이슨의 입장을 뒷받침하는 문서로 된 입증자료가 없을 뿐만 아니라, SK 합병이 “선례”에 해당한다는 증거 또한 존재하지 않습니다.⁶⁸⁷ 한국이 설명한 바와 같이, 본건 합병 관련 의결권 행사에 이르기까지 수년간 국민연금이 참여했던 모든 재벌 관련 합병 관련 의결권 행사 사례 중, SK 합병은 전문위원회가 국민연금의 관련 의결권 행사 방향을 결정한 유일한 (또한 더 많은 비난을 받았던) 사례입니다.⁶⁸⁸

⁶⁸⁵ 수정 청구서면, 제184-85항, 제187항, 제189항.

⁶⁸⁶ 본 반박서면, 제III장 제A절. 청와대나 보건복지부가 ■■■■■ 전 대통령의 지시에 따라 국민연금에 영향력을 행사했고, 이러한 조치들이 뇌물수수나 아닌 일상적인 (그리고 통상적인) 정치적 방편으로 진행되었다는 메이슨측의 주장을 사실이라고 가정하더라도, 해당 행위는 단독적으로 어떠한 국내 법률이나 방침을 “부정하거나” 또는 “중대하게 왜곡하지” 않습니다. 기록에 따라 입증되는 바와 같이, 본건 합병 표결에 대한 국민연금의 조사는 국민연금이 내린 결정이 연금수급자들의 최선의 이익이라는 점을 보장하는데 있어 형식상으로는나 실질적으로나 충분히 합리적입니다.

⁶⁸⁷ 본 반박서면, 제III장 제C절.

⁶⁸⁸ 본 반박서면, 제III장 제C절 제3관.

(e) 한국은 메이슨이나 메이슨의 투자를 차별하지 않았습니다

358. 메이슨은 국민연금의 표결이 진정으로 정당한 사유에 기반한 것이 아니라 “삼성물산 주주들에게 손해를 입히고 ██████ 일가에게 이익을 주는 것”이므로 차별적이고 부당한 것이라고 주장하고 있습니다.⁶⁸⁹ 메이슨은 자신이 차별이라고 주장하는 이러한 행위가 한국의 제 11.5 조 위반 여부 판단에 있어 별도의 독립적인 근거에 해당한다고 주장하고 있습니다.⁶⁹⁰
359. 우선, 국제관습법에 따른 최소대우기준원칙은 당사국이 외국인 투자자들과 자국 투자자들을 차별하는 것을 금지하지 않습니다. *Grand River v. U.S.A.* 사건 중재판정부는 “당사국들은 수시로 다양한 방법으로 외국인 투자를 차별대우하며, 통상적인 보호에 관한 관습적 최소대우기준 위반에 대한 책임을 추궁받지 아니한다”고 판시하였습니다.⁶⁹¹ 미국은 최근 비분쟁당사국 제출서면에서 일반적인 명제로서 “당사국은 외국인과 자국민을 다르게 취급하고, 또한 다양한 당사국 출신의 외국인들을 다르게 취급할 수 있다”는 이유로, 협정 제 11.5 조가 “외국인에 대한 경제적 차별의 금지나 일반적인 차별금지의무를 포함하지 아니한다”라고 밝힌 바 있습니다.⁶⁹²
360. 나아가, “차별적” 행위와 관련하여 메이슨측이 제시한 법적 판단 기준은 선택적이고 불완전합니다. 메이슨은 “당사국이 정당한 이유 없이 어느 투자자의 투자를 다르게 취급할 때 위법한 차별이 발생한다”라고 애매모호하게 주장하며 *Lemire v. Ukraine* 사건을 인용하고 있습니다.⁶⁹³ 그러나, 메이슨은 정작 당사국의 행위가 구체적으로 외국인 투자자를 대상으로 해야 한다는 *Lemire* 사건 중재판정부 판결의 핵심 요소를 간과하고 있습니다. *Lemire v. Ukraine* 판정의 관련 인용문은 아래와 같습니다:

⁶⁸⁹ 수정 청구서면, 제195항.

⁶⁹⁰ 수정 청구서면, 제177항.

⁶⁹¹ *Grand River Enterprises Six Nations v. U.S.A.*, UNCITRAL, 판정, 2011. 1. 12., **RLA-99**, 제176항, 제208항.

⁶⁹² *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, 한미 FTA 제11.20조 제4항에 따른 미국의 제출서면, **CLA-105**, 제19항.

⁶⁹³ 수정 청구서면, 제195항(*Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/06/18, 관할권 및 책임에 대한 결정, 2010. 1. 14., **CLA-8**, 제261항 인용).

관련 선례의 문언에 따르면, 차별은 상이한 대우 이상의 것을 요구한다. 차별에 해당하기 위해서는, 사건이 정당한 사유 없이 유사한 사건들과 다르게 취급되어야 하고, 조치가 “차별적인 것으로 청구인이 집단이나 인종에 따른 편견에 노출되게 하는 것”이거나, 또는 조치가 “청구인의 투자를 구체적으로 외국인 투자로서 적용대상으로 하는 것이어야 한다.”⁶⁹⁴

361. *Lemire* 사건 중재판정부가 설명한 차별적 행위에 관한 각 예시는 해당 행위가 청구인, 청구인의 “사건” 또는 청구인의 “투자”를 구체적으로 겨냥할 것을 요구합니다. 이러한 해석은 NAFTA 를 해석한 다른 투자사건 중재판정부의 해석⁶⁹⁵ 및 기타 국제법상의 법률 문헌들⁶⁹⁶과도 일맥상통합니다.
362. 이 사건에서, 메이슨은 문제되는 한국측의 행위가 구체적으로 자신이나 자신이 행한 투자를 대상으로 하였다는 점을 입증한 바 없고 입증할 수도 없습니다. 이는 전혀 놀라운 일이 아닙니다. 설령 메이슨의 주장을 사실로 인정한다 할지라도, 메이슨이 문제 삼는 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사에 도달하기까지 이루어진 한국의 행위는 국민연금의 자체적인 경제적 이익을 제외한 다른 투자자나 투자가 연루되었음을 시사하지 않습니다.
363. 적용되는 법적 판단기준을 잘못 해석한 채로, 메이슨은 한국이 협정의 별도 규정 (제 11.3 조에 명시된 내국민 대우 규정)을 위반하였다는 자신의 주장이 제 11.5 조에 따른 자신의 차별적 행위에 관한 청구에 대한 입증책임 (메이슨은 달리 이를 입증하고자 노력하고 있지 않습니다)에도 동등하게 적용된다고 주장하고

⁶⁹⁴ *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/06/18, 관할권 및 책임에 대한 결정, 2010. 1. 14., **CLA-8**, 제261항(강조 추가).

⁶⁹⁵ *Glamis Gold, Ltd. v. United States of America*, UNCITRAL, 판정, 2009. 6. 8., **RLA-117**, 제24항, 제791-97항, 제828항(문제되는 캘리포니아법은 그 적용범위가 일반적이고 청구인의 금광을 구체적인 대상으로 하고 있지 않기 때문에 공정하고 공평한 대우 기준을 위반하지 않았다고 일부 판시함).

⁶⁹⁶ UNCTAD, *Series on Issues in International Investment Agreements II, Fair and Equitable Treatment*(2012), **RLA-138**, 제82면 참조(“공정·공평대우 원칙 기준의 일부인 차별금지 요건은 성별, 인종 또는 종교적 신념이나 ‘투자를 파괴 또는 방해하기 위한 [...] 의도적인 공모’에 상당하는 유형의 행위 등 명백하게 부당한 사유를 근거로 외국인 투자자를 구체적 대상으로 하는 차별을 금지하는 것으로 보인다”).

있습니다.⁶⁹⁷ 메이슨에 따르면, 한국이 제 11.3 조에 따른 책임을 부담할 경우 한국은 제 11.5 조에 따른 책임 또한 부담하여야 합니다.

364. 이 문제에 관한 메이슨의 주장은 배척되어야 합니다. 이와 달리 판단할 경우 (다툼의 여지가 없는) 제 11.5 조에 따른 차별 금지는 전체적으로 불필요하고 중복적인 것이 되며, 협정 해석에 있어 확립된 원칙인 실효적 해석(*effet utile*)의 원칙에 위배됩니다.⁶⁹⁸ 어떠한 경우든, 메이슨이 제 11.5 조에 따른 주장을 함에 있어 자신의 제 11.3 조에 따른 내국민 대우 청구의 근거를 활용하려 한다면, 메이슨은 또 다시 자신이 주장한 사실을 입증하지 못할 것입니다. 메이슨의 내국민 대우 청구에 대한 한국측 답변에 관해서는 아래 제 V 장 제 C 절을 참조하시기 바랍니다.

(f) 문제 되는 한국측의 행위에는 부당하게 투명성이 결여되어 있지 않습니다

365. 메이슨은 국제관습법에 따른 최소대우기준에 “투명성이 결여된 방식으로 투자자나 투자를 대우”하지 않아야 할 일반적 의무가 포함되며, 이러한 별개의 이유로 인해 한국이 제 11.5 조를 위반하였다고 주장하고 있습니다.⁶⁹⁹

⁶⁹⁷ 수정 청구서면, 제195항.

⁶⁹⁸ 널리 확립된 실효적 해석(*effet utile*)의 원칙은 각 협정 조항이 “해당 조항의 의미를 배제하는 것이 아니라 그 조항에 의미를 부여하는 것으로 해석되도록” 규정합니다. *Asian Agricultural Products Ltd (AAPL) v. Republic of Sri Lanka*, ICSID Case No. ARB/87/3, 최종판정, 1990. 6. 27., **CLA-91**, 제40항(“제반 법률 체계의 해석 규범으로 [이 원칙보다] 더 잘 정립된 것은 없다”고 언급함). *Mercer v. Canada* 사건 중재판정부는 피청구국의 행위가 차별적이기 때문에 NAFTA 제1105조를 위반하였다는 청구인의 청구를 기각하고, 이러한 해석이 실효적 해석의 원칙에 부합하지 않는다고 판시하였습니다. *Mercer International Inc. v. Government of Canada*, ICSID Case No. ARB(AF)/12/3, 판정, 2018. 3. 6., **RLA-168**, 제7.58항, 제7.61항 (“NAFTA 제1105조 제(1)항에 반하는 청구인의 ‘차별적 대우’에 관한 청구와 관련하여, 중재판정부는[...]이러한 보호조치가 NAFTA 제1105조 제(1)항보다는 제1102조 및 제1103조에서 규정된 것이라는 점에 동의한다...중재판정부는 청구인이 차별을 주장하는 해당 청구를 단순히 NAFTA 제1105조 제(1)항에 따른 최소대우기준 위반으로 주장함으로써...NAFTA 제1108조 제(7)항에 따른 ‘조달(*procurement*)’에 관한 예외사항의 적용을 회피하는 것은 실효적 해석 원칙에 위반된다”고 실시하였습니다.)

⁶⁹⁹ 수정 청구서면, 제177항, 제196-200항.

366. 이러한 주장은 법적 측면에서 타당하지 않습니다. 국제관습법상 최소대우기준에 투명성에 관한 일반적 의무가 내포되어 있지 않습니다.⁷⁰⁰ 투명성에 관한 메이슨측의 급진적인 견해를 뒷받침하기 위해 메이슨이 인용하고 있는 근거들은 부적절하거나 신빙성이 없습니다:

- a) 메이슨은 *Tecmed v. Mexico* 사건의 구절을 인용하고 있는데 이는 부적절한 것으로 많은 비판을 받고 있습니다.⁷⁰¹ 해당 문구는 국제관습법을 고려하지 아니하고 협정에 기반한 자율적 기준을 해석하는 관정으로부터의 인용에 불과하지 않는다는 점에서 부적절합니다.⁷⁰² *Tecmed* 사건 중재판정부가 명시한 기준 또한 보편적으로 채택되고 있습니다. 예컨대, Douglas 교수는 이러한 기준이 “전혀 기준에 해당한다고 볼 수 없고...오히려 모든 국가들이 염원하나 (설령 가능하다 하더라도) 소수의 국가들만이 설정할 수 있는 완벽한 세계에 존재하는 완벽한 공공규제에 관한 묘사에 불과하다”라며 이를 비판하였습니다.⁷⁰³ 투자사건 중재판정부는 해당 문구는 “적용 범위가 상당히 광범위할 가능성이 있고”⁷⁰⁴ “전세계 어느 국가라도 항상 보장할 수는 없는 우수한 지배구조 계획”을 요구하는 비현실적인 기준을 제시한다고 지적하였습니다.⁷⁰⁵ 또한, 무역 및 개발에 관한 유엔 컨퍼런스 (United Nations

⁷⁰⁰ UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements II, Fair and Equitable Treatment(2012), **RLA-138**, 제63면 (“투명성이나 일관성 등 여러 가지 가능한 요소들이 우려와 비판을 초래하고 있다. 현재까지, 해당 요소들이 충분한 정도의 입증에 근거하여 공정·공평대우 원칙의 요소로 구체화되었다고 할 수 없다.”).

⁷⁰¹ *Tecnicas Medioambientales Tecmed S.A. v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/2, 판정, 2003. 5. 29. (“*Tecmed v. Mexico*”), **CLA-143**.

⁷⁰² *Cargill* 사건 중재판정부는 이를 이유로 (NAFTA가 아닌) 멕시코-스페인 간의 양자간투자협정에 따라 내려진 *Tecmed* 사건의 기준을 받아들이지 아니하였습니다. *Cargill v. Mexico*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제294항 (“중재판정부는 청구인이 일반적인 투명성의 의무가 국제관습법상의 최소대우기준에 포함된다는 점을 입증하지 못하였으며...청구인이 인용한 주요 법적 근거 (*Tecmed* 사건)는 협정에 근거를 둔 공정하고 공평한 대우에 대한 자율적 기준에 관한 해석에 관한 것이다...고 판시하였습니다.”). 또한, Zachary Douglas 교수는 메이슨이 인용하고 있는 규정은 “중재판정부가 [*Tecmed*]의 사실관계를 멕시코의 행위에 실제로 적용하였음을 입증하지 못했으며” “아마도 이러한 이유로 인해 중재판정부가 부수적 의견을 뒷받침함에 있어 어떠한 법적 근거도 인용하지 않았을 것”이라고 하였습니다. Zachary Douglas, *Nothing if not critical for investment treaty arbitration: Occidental, Eureko and Methanex*, 22(1) ARBITRATION INT’L 27 (2006), **RLA-102**, 제27-28면(원문 강조표시).

⁷⁰³ Zachary Douglas *Nothing if not critical for investment treaty arbitration: Occidental, Eureko and Methanex*, 22(1) ARBITRATION INT’L 27 (2006), **RLA-103**, 제27-28면.

⁷⁰⁴ *White Industries Australia Limited v. Republic of India*, UNCITRAL, 최종판정, 2011. 11. 30., **CLA-146**, 제10.3.5-10.3.6항(적법한 기대에 관한 *Tecmed* 중재판정부의 부수적 의견에는 “[중재판정부]가 유효한 비판이라고 보는 비판을 받아들였다”고 지적).

⁷⁰⁵ *El Paso Energy International Company v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/03/15, 판정, 2011. 10. 31., **RLA-130**, 제341항. *MTD Equity Sdn. Bhd. and MTD Chile S.A. v. Republic of Chile*, ICSID Case No. ARB/01/7, 취소결정, 2007. 3. 21., **RLA-106**, 제66-67항(“피청구국에 따르면, ‘우수한 지배구조(good governance)에 관한 *Tecmed* 계획’은 극단적이며 국제법을 반영하고 있지 않다...위원회는 해당 비판들 중 일부 측면을

Conference on Trade and Development)에서 수행한 연구에 따르면, *Tecmed* 사건 판정은 “거의 달성이 불가능한” 기준을 제시하고 있습니다.”⁷⁰⁶

- b) *Waste Management II* 사건에서, 중재판정부는 최소대우기준이 “행정절차상 투명성과 진실성이 완전히 결여”되어 있는 경우에 한하여 당사국이 최소대우기준을 위반할 수 있다고만 언급하여, 보편적 투명성 의무에 대해 논의하지 않았습니다.⁷⁰⁷ 이 사건에서 메이슨은 자신이 한국에서의 외국인 투자자 및 국민연금의 일개 소수주주로서 공개를 기대할 수 있는 어떠한 구체적인 “행정절차”도 특정하지 못했습니다.
- c) *Metalclad v. Mexico* 사건 중재판정부는 NAFTA가 제102조 제1항에서 투명성을 목적으로 한다고 판단하여, 투명성이 NAFTA 제102조 제1항의 구성요소이며, 제1105조를 위반한 멕시코의 행위가 상당 부분 투명성의 결여로 인한 것이라고 판단하였습니다. 그럼에도 불구하고, 메이슨은 바로 그러한 이유로 인해 *Metalclad* 사건의 결정이 승인 및 집행되지 않았다는 점은 인정하지 않고 있습니다. 브리티시 컬럼비아 대법원(Supreme Court of British Columbia)은 “[NAFTA] 제11장에는 투명성에 관한 의무가 포함되어있지 않다”고 판시하여 멕시코의 행위가 북미자유협정 제1105조를 위반한 것이라는 *Metalclad* 판정 일부의 승인 및 집행을 거부하였습니다.⁷⁰⁸

367. 실제로, 과거 투자사건 중재판정부의 결정은 이와는 반대로 문제되는 투명성 의무가 국제관습법상의 최소대우기준에 포함되지 않는다는 널리 인정된 사실을 입증하고 있습니다. 예컨대, *Merrill & Ring* 사건 중재판정부는 공정하고 공평한 기준 및 그 발전에 대해 종합적으로 검토함에 있어 과거의 중재판정부들이 공정하고 공평한 대우 기준을 투명성과 “연관지어려 했으나 실패”하였으며, “현재 관습법상 기준의 일부에 해당된다고 입증된 바 없다”고 판시하였습니다.”⁷⁰⁹ 마찬가지로, *Cargill v. Mexico* 사건에서, 중재판정부는 국제관습법상 최소대우기준에 “투명성에 관한 일반적 의무”가 포함되지 않는다고 판단하고, 협정에 근거한 독자적 기준에 따른

인정할 수 있다. 예컨대, *TECMED* 사건 중재판정부는 투자유치국이 부담하는 의무의 근거로 외국인 투자자의 기대를 명시적으로 인용하고 있는데...이는 의문의 여지가 있다”).

⁷⁰⁶ UNCTAD, *Series on Issues in International Investment Agreements II, Fair and Equitable Treatment*(2012), **RLA-138**, 제65항.

⁷⁰⁷ *Waste Management Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2004. 4. 30., **CLA-19**, 제98항.

⁷⁰⁸ *United Mexican States v. Metalclad*, 2001 B.C.S.C. 664, 2001. 5. 2., **RLA-90**, 제71-72항.

⁷⁰⁹ *Merrill & Ring Forestry L. P. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 판정, 2010. 3. 31., **CLA-119**, 제208항, 제231항.

해석을 개진하면서 *Tecmed v. Mexico* 사건 청구인의 청구를 배척하였습니다.⁷¹⁰ 이러한 견해는 *Mercer v. Canada* 사건 중재판정부에 의해 최근(2018 년도) 재확인되었는데, 동 중재판정부는 *Merrill & Ring* 사건 및 *Cargill v. Mexico* 사건의 논리를 채택하여, “[NAFTA 제 1105 조]에 따른 명시된 국제관습법상의 기준은 아직까지 투명성에 관한 청구를 포함하는 것으로 보여지지 않는다”고 판시하였습니다.⁷¹¹

368. 본 중재판정부가 국제관습법상의 최소대우기준이 독립적이고 일반적인 “투명성 의무”로 구성되어 있다고 판단한다 할지라도, 메이슨은 여전히 청구를 입증하지 못할 것입니다. (1) ████████ 본부장이 “누가 자신과 국민연금에 압력을 행사하였는지” 공개하지 말라는 지시를 받았고, (2) 국민연금 직원들은 검찰이 국민연금 사무실에서 압수수색을 실시하기 직전에 합병비율 및 시너지 계산에 관한 문서들을 파쇄하도록 지시받았다는 주장을 원용하며, 메이슨은 국민연금의 의결권 행사에 관한 의사결정이 “의도적으로 은폐된 것”이라고 주장하고 있습니다.⁷¹² 두 가지 주장 모두 한국이 협정에 따라 메이슨에게 부담해야 하는 의무를 위반하였는지의

⁷¹⁰ *Cargill Incorporated v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제294항. 수정 청구서면, 제196항 각주 301. 메이슨은 한국이 한국을 당사국으로 하는 다른 투자 협정에 포함된 독자적인 공정-공평대우 원칙에 명시된 요건에 따라 메이슨의 투자를 대우해야 한다고 주장할 수 없습니다. 이는 명백히 잘못된 주장입니다. “최소대우기준” 및 “공정하고 공평한 대우”에 관한 의무의 세부사항은 해당 협정의 문언에 따라 상이하며, 협정 체결 시 당사국들이 당시 고려한 사항에 대한 협상 결과를 반영하는 것입니다. *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/06/18, 관할권 및 책임에 대한 결정, 2010. 1. 14., **CLA-8**, 제250-53항 (“국제법”이 제시하는 보다 높은 수준의 보호를 보장하는 미국-우크라이나 간의 양자간투자협정을 해석함에 있어 NAFTA 국제관습법상의 기준을 적용해야 한다는 주장을 배척함), *Cargill Incorporated v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제294항(NAFTA 제1105조를 해석함에 있어 멕시코-스페인 간의 양자간투자협정에 따른 독자적 최소대우기준에 관한 *Tecmed v. Mexico* 재판부의 판단을 채택하는 것을 거부함). 한국의 협정상 책임은 메이슨의 투자를 규율하지 않는 다른 협정이 아닌 반드시 본 협정의 맥락에 따라 결정되어야 합니다.

⁷¹¹ *Mercer International Inc. v. Government of Canada*, ICSID Case No. ARB(AF)/12/3, 판정, 2018. 3. 6., **RLA-168**, 제7.77항.

⁷¹² 수정 청구서면, 제197항. 또한, 메이슨은 청와대가 합병을 “감시”하기 위하여 “은밀한” 의사소통을 진행하였으며, “그와 동시에 한국 국가정보원과 삼성 미래전략실 역시 은밀한 의사소통을 진행하였다”고 주장하고 있습니다. 수정 청구서면, 제81항 참조. 다만, 한국이 설명한 바와 같이, 국민연금의 본건 합병 표결 방향에 대한 지시에 따라 본건 합병을 “감시”하였다는 어떠한 증거도 존재하지 않습니다. 본 반박서면, 제III항 제B절. 더욱이, 메이슨은 한국 국가정보원이 행한 위법행위에 대해서는 어떠한 주장도 하지 않고 있습니다.

문제와는 무관한 것입니다. 메이슨은 한국이나 국민연금이 자신(메이슨)에 대한 투명성 의무를 부담하는 구체적인 절차나 경우를 특정하지 못하고 있습니다.⁷¹³ 메이슨이 아무런 근거도 제시하지 못하는 것은 국민연금이 투자한 기업(삼성물산)의 소수주주에 지나지 않는 메이슨에 국민연금이 기금 운용사로서의 업무를 수행함에 있어 어떠한 방식으로 의결권을 행사할 지에 관한 국민연금의 심의를 감독할 수 있는 권리를 부여하는 한국법이나 국민연금 규정상의 근거가 없기 때문입니다. 이러한 결과는 메이슨에게 전혀 놀라운 것일 수 없습니다. 기업의 소수주주는 기업지배구조에 관해 논쟁의 여지가 있는 결정에 대해 다른 소수주주가 행사할 표결에 대해 사전에 알 수 있는 권리를 갖지 않습니다.

(g) 문제되는 한국의 행위는 신의성실 위반에 해당하지 않습니다

369. 마지막으로, 메이슨은 주장된 한국측의 조치가 신의성실을 위반하여 취해진 것이며, 이러한 사실만으로도 충분히 최소대우기준의 위반에 해당할 수 있다고 주장하고 있습니다.⁷¹⁴
370. 한국은 이에 동의하지 않습니다. 신의성실의 원칙은 국제법상 독립적인 법적 의무의 법원(法源)에 해당하지 않고, 의무 수행이 이루어져야 할 방식에 관한 설명에 불과합니다.⁷¹⁵ *Border and Transborder Armed Actions* 사건에서 ICJ는 “신의성실의 원칙은 ... ‘법적 의무의 창설 및 이행에 관한 사항을 규율하는 기본 원칙들 중 하나’이나, 다른 법적 의무가 없을 경우 그 자체로서 의무의 법원에 해당하지 아니한다”고 판시하였습니다.⁷¹⁶ 즉, 신의성실하게 이행되어야 하는 의무가 없을

⁷¹³ 메이슨이 인용하고 있는 주장은 다음과 같습니다: (1) [redacted] 본부장은 “누가 자신과 국민연금에 압력을 행사하였는지”에 대해서 언급하지 말라는 명령을 받았고, (2) 국민연금 직원들은 검찰이 국민연금 사무실에서 압수수색을 실시하기 직전에 합병비율 및 시너지 계산에 관한 문서들을 파쇄하도록 지시를 받았습니다.

⁷¹⁴ 수정 청구서면, 제201항.

⁷¹⁵ *Case concerning the Land and Maritime Boundary between Cameroon and Nigeria (Cameroon v. Nigeria)*, 본안전 이의제기에 대한 ICJ 판결, 1998. 6. 11., **RLA-82**, 제59항.

⁷¹⁶ *Case concerning the Land and Maritime Boundary between Cameroon and Nigeria (Cameroon v. Nigeria)*, 신청에 관한 관할권 및 청구적격에 관한 ICJ 판결, 1988. 12. 20., **RLA-74**, 제94항(강조 추가).

경우 신의성실 원칙에 대한 위반은 있을 수 없습니다.⁷¹⁷ 그런데, 메이슨은 한국이 메이슨에 대해 제 11.5 조의 요건인 “대우”를 (신의성실하였든 그러지 아니하였든) “부여”하였음을 입증할 수 없습니다.

371. 투자사건 중재판정부들의 실무는 일관된 입장을 보이고 있습니다. 예컨대, *Vigotop v. Hungary* 사건의 경우, 청구인이 카지노에 적합한 부지를 확보하지 못하자 헝가리가 카지노 영업권을 해지하여 분쟁이 발생하였습니다.⁷¹⁸ 청구인은 헝가리가 부지 물색 기한의 연장을 거절한 것이 “[헝가리가] 신의성실하지 못하였음을 보여주는 명백한 예”라고 주장하였습니다.⁷¹⁹ *Vigotop* 사건 중재판정부는 *Border and Transborder Armed Actions* 사건에 대한 ICJ 의 판결을 지지하여, 신의성실의 원칙이 “의무수행방식을 제시하나, 그 자체로서 독립적인 법적 의무의 범위에 해당하는 것은 아니라는 점”을 재확인하였습니다.⁷²⁰ 다른 사건들 역시 이와 동일한 취지입니다.⁷²¹ 메이슨이 신의성실에 관한 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 인용하는 사건들은 이를 달리 입증하지 못하고 있습니다.⁷²²

⁷¹⁷ *Case concerning the Land and Maritime Boundary between Cameroon and Nigeria (Cameroon v. Nigeria)*, 본안건 이의제기에 대한 ICJ 판결, 1998. 6. 11., **RLA-82**, 제59항(“나이지리아가 신의성실의 원칙 및 계약충실의 원칙(pacta sunt servanda)을 인용하는 것은 부당하며, 두 가지 원칙 모두 기존 의무의 이행에만 관련된다.”)(강조 추가).

⁷¹⁸ *Vigotop Limited v. Hungary*, ICSID Case No. ARB/11/22, 판정, 2014. 10. 1. (“*Vigotop v. Hungary*”), **RLA-149**.

⁷¹⁹ *Vigotop v. Hungary*, **RLA-149**, 제554항.

⁷²⁰ *Vigotop v. Hungary*, **RLA-149**, 제585항.

⁷²¹ *Mobil Investments Canada Inc. v. Canada*, ICSID Case No. ARB/15/6, 관할권 및 책임에 대한 결정, 2018. 7. 13., **RLA-170**, 제168-69항(*Border and Transborder Armed Actions* 사건, **RLA-82** 및 *Land and Maritime Boundary between Cameroon and Nigeria* 사건, **RLA-103**에 대한 ICJ 판결을 지지하고 인용하여, “신의성실이란 [협정]상의 의무 수행 방식에 관련된 것으로, 독립적인 의무로 제시되지 않는다”고 판시함, *ADF Group Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/1, 판정, 2003. 1. 9., **CLA-87**, 제191항 (“관습법상의 신의성실 의무 위반을 주장하는 것은 공정·공평대우의 기준을 결정하거나 고려함에 있어 사소한 도움만을 줄 뿐이다”라고 설명함).

⁷²² Mason은 *Tecmed v. Mexico* 사건 (중재판정부는 신의성실 위반이 아닌 적법한 기대의 방해를 근거로 공정하고 공평한 대우 기준의 위반에 대해 판단함) 및 *Siag and Vecchi v. Egypt* 사건과 *Bayindir v. Pakistan* 사건을 인용하고 있는데, 세 가지 사건 모두 국제관습법에 대해 언급함이 없이 공정하고 공평한 대우에 관한 자율적 기준에 대해 다루고 있습니다. *Waguih Elie George Siag and Clorinda Vecchi v. The Arab Republic of Egypt*, ICSID Case No. ARB/05/15, 판정, 2009. 6. 1., **RLA-8**, *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Samayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제176항 (파키스탄-스위스 간 양자간투자협정의 자율적인 공정·공평대우의 기준을 파키스탄-터키간 양자간투자협정에 적용함). 어떠한 경우든, *Siag and Vecchi v. Egypt* 중재판정부는 공정·공평대우 기준의

372. 메이슨이 신의성실 위반 주장만으로 한국이 최소대우기준을 위반하였음을 증명할 수 없다는 사실에는 다툼의 여지가 없습니다. “신의성실에 반하는” 또는 심지어 “신의성실”이라 함은 당사국의 투자자에 대한 의무나 책임을 이행함에 있어서의 진정성을 설명하는 형용사입니다. 당사국(이 사건의 경우 한국)에 여하한 행위를 할 의무나 책임이 없다면, 당사국이 신의성실에 반하여 행위한다는 것은 불가능합니다.
373. 중재판정부가 협정 위반 수준에 도달할 만한 다른 유책행위 없이 “신의성실”의 결여 여부만을 심의한다 할지라도, 메이슨은 국민연금의 의결권 행사가 메이슨에 불리하게 신의성실에 반하여 이행된 것임을 인정하는데 필요한 매우 높은 수준의 입증 기준을 충족하지 못하고 있습니다.
374. 당사국 측의 신의성실 위반을 주장하는 청구인은 상당한 입증책임을 부담하며 이러한 입증책임을 충족되는 경우가 매우 드물다는 사실은 잘 알려져 있습니다.⁷²³ 예컨대, *Waste Management II* 사건 중재판정부는 신의성실 위반은 투자에 손해를 입히기 위한 정부의 의도적 모의 등 매우 심대한 상황에서만 인정될 수 있다고 언급하였습니다.⁷²⁴ 이와 마찬가지로, 메이슨이 인용하고 있는 *Bayindir v. Pakistan* 사건에서, 중재판정부는 “신의성실 위반 요소를 포함하는 모의를 입증하기 위한

위반에 관한 중재판정부의 판단을 신의성실 위반 자체가 아닌 사법정의의 부인 (denial of justice)을 전제로 하였습니다. *Siag and Vecchi v. Egypt*, **RLA-8**, 제454-55항. *Frontier Petroleum v. Czech Republic* 사건은 “국제법”을 언급하는 공정·공평한 대우에 관한 규정에 관한 사건이었으며, 따라서 해당 사건의 중재판정부는 공정·공평한 대우에 관한 독자적 규정을 비롯하여 공정·공평한 대우의 기준을 해석했던 중재판정례들을 분석하였습니다. *Frontier Petroleum v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종판정, 2010. 11. 12., **CLA-113**, 제297항, 제301항 (*Bayindir v. Pakistan* 사건 및 *Tecmed v. Mexico* 사건 인용). *Bayindir v. Pakistan* 및 *Frontier Petroleum v. Czech Republic* 사건 모두에서 각 중재판정부는 신의성실을 공정·공평대우 기준의 별도의 요소로 판단하지 않고, 정황증거에 비추어 신의성실 위반을 인정하지 않고 결국 각 청구인이 제기한 청구를 기각하였습니다. *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Samayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009.8. 27., **RLA-119**, 제178항, 제377항, *Frontier Petroleum v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종판정, 2010. 11. 12., **CLA-113**, 제435항, 제529항.

⁷²³ *ConocoPhillips Petrozuata B.V., ConocoPhillips Hamaca B.V. and ConocoPhillips Gulf of Paria B.V. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB/07/30, 관할권 및 본안에 대한 결정, 2013. 9. 3., **RLA-142**, 제275항 (“법원 및 중재판정부가 신의성실이나 기타 관련 기준이 위반된 것으로 판시하는 경우는 극히 드물다. 이러한 기준은 매우 높은 것이다.”, *Chemtura Corp. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 판정, 2010. 8. 2., **CLA-99**, 제137항 (“신의성실 위반이나 부정행위에 관한 주장의 입증기준은 엄격하다”).

⁷²⁴ *Waste Management Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/3, 판정, 2014. 4. 30., **CLA-19**, 제138-39항 (이 사건에서 청구인이 신의성실 위반을 입증하지 못하였다고 판시함).

기준은 엄격하며,”⁷²⁵ 이는 “[특히] 정황증거를 근거로 신의성실 위반을 입증해야 할 경우에 더욱 그러하다”고 판시한 바 있습니다.⁷²⁶

375. 메이슨이 한국이나 국민연금의 행위가 자의적인 것임을 입증할 수 없는 것과 동일한 이유로 메이슨은 이러한 엄격한 사실입증책임을 충족할 수 없습니다. ■■■ 전 대통령, ■■■ 장관 및 기타 청와대 및 보건복지부 관계자들과 관련하여, 한국 법원은 문제가 된 이들의 행위가 “부패의 결과”이기 때문에 신의성실에 반하는 것이라는 메이슨측의 주장을 배척(즉, ■■■ 전 대통령이 받은 뇌물과 본건 합병 관련 의결권 행사 간에는 관계가 없다고)한 바 있습니다.⁷²⁷ 국민연금과 관련하여, 메이슨이 지적한 모든 행위들의 정점(즉, 본건 합병 찬성 표결에 대한 국민연금의 심의)은 한국법과 국민연금 절차에 따라 수행된 것으로 객관적인 경제적 이유가 이를 뒷받침합니다.⁷²⁸ 또한, 한국이 설명한 바와 같이, 이러한 경제적 이유들은 몇몇 외국 국부펀드 등 전문적 투자자인 삼성물산 주주들과 반수 이상이 인정하고 있었던 것입니다.⁷²⁹

3. 나아가, 한국은 국제관습법상 메이슨에게 충분한 보호 및 안전을 제공해야 할 의무를 위반하지 않았습니다

376. 충분한 보호 및 안전 기준을 근거로, 메이슨은 한국이 본건 합병에 찬성 표결함으로써 제 3 자들(즉, 삼성물산 및 제일모직을 통해 행위하는 ■■■ 일가)이 메이슨의 투자에 손해를 입히는 것을 방지하지 못하였다고 주장합니다.⁷³⁰

⁷²⁵ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Samayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제223항.

⁷²⁶ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Samayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID Case No. ARB/03/29, 판정, 2009. 8. 27., **RLA-119**, 제143항.

⁷²⁷ 본 반박서면, 제III장 제A절.

⁷²⁸ 본 반박서면, 제354-57항.

⁷²⁹ 본 반박서면, 제II장 제F절 제3관.

⁷³⁰ 수정 청구서면, 제213항. 메이슨은 한국이 메이슨의 삼성전자 및 삼성물산 투자에 대해 충분한 보호 및 안전을 제공하지 못했다는 별개의 근거에 따라 한국이 제11.5조를 위반하였다고 주장하고 있습니다. 수정 청구서면, 제206-14항. 충분한 보호 및 안전에 관한 메이슨측의 주장은 메이슨이 주장한 최소대우기준에 관한 청구에 포함됩니다: 협정에서 인정한 바와 같이, “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 실질적인 권리를 창설하지 않고 최소대우기준 이상의 대우를 요구하지 않습니다. 협정, **CLA-23**, 제11.5조 제2항.

377. 몇 가지 이유를 살펴보면, 충분한 보호 및 안전 기준에 관한 메이슨의 주장은 부당합니다. 아래 설명하는 바와 같이, 국제관습법상의 충분한 보호 및 안전이 물리적 자산의 보호에만 적용된다는 사실이 가장 중요한 이유입니다. 충분한 보호 및 안전에 관한 협정의 명시적인 정의(각 당사국은 [] 국제관습법상 요구되는 수준의 경찰보호를 제공해야 함)를 살펴보면, 협정이 (단순한 경제적 이해관계가 아닌) 물리적 보호로 제한된다는 사실에는 다툼의 여지가 없습니다.⁷³¹ 이러한 하나의 근거만 보더라도 자신이 보유한 지분율 (즉, 단순히 법적 안전)에만 기한 메이슨측의 주장은 부당한 것입니다.

378. (사실과 달리) “경찰보호”의 범위가 메이슨의 지분을 포함하는 것으로 더 광의로 해석된다 할지라도, 메이슨이 한국이나 국민연금의 문제가 된 행위가 제 3 자들로 인해 청구인에게 발생한 손해를 방지하지 못하였음을 이유로 당사국에게 국제법적 책임을 부과하기 위한 요건인 매우 심각한 주의의무 결여에 해당함을 입증하지 못하였기 때문에, 메이슨의 주장은 근거 없습니다. 한국과 국민연금 모두 메이슨에 대해 *어떠한* 주의의무를 다할 책임을 부담하지 않는 상황에서, 메이슨은 이를 입증할 수 없을 것입니다.

(a) 국제관습법에 따른 충분한 보호 및 안전 기준 및 협정 당사국들이 명시적으로 규정한 충분한 보호 및 안전 기준 모두 투자의 물리적 보호에만 적용됩니다

379. 충분한 보호 및 안전에 관한 메이슨측의 주장은 충분한 보호 및 안전에 관한 기준이 경제적 투자에 대한 “법적 안전” 제공에도 적용됨을 전제로 하고 있습니다.

380. 이는 충분한 보호 및 안전 기준이 당사국들로 하여금 투자를 물리적 손해로부터 보호하도록 요구한다는 전통적인 통상적인 접근방식(또한 실제로 국제관습법에 부합하는 접근방식)을 왜곡한 것입니다. *Saluka* 사건 중재판정부가 언급한 바와 같이, “과거 중재판정부의 관행상 ‘충분한 보호 및 안전’ 조항은 투자자의 투자에

⁷³¹ 협정, CLA-23, 제11.5조 제2항 제(나)호(강조 추가).

대한 모든 종류의 손해를 포함하도록 의도된 것이 아니라, 보다 구체적으로 압력의 행사에 따른 방해로 인한 물리적 완전성을 보호하도록 의도된 것”입니다.⁷³² *Crystallex v. Venezuela* 사건 중재판정부는 완전한 보호 및 안전 기준이 물리적인 보호와 안전을 제공해야 하는 투자유치국의 의무에만 적용된다는 취지로 유사한 판결을 내렸습니다.⁷³³ 여러 기타 중재판정부들도 이와 유사한 판결을 내렸는데,⁷³⁴ 해당 판정들이 국제관습법을 반영하고 있다고 할 것입니다.⁷³⁵

381. 협정의 규정에 따라 충분한 보호 및 안전을 물리적 자산에 대한 보호로 한정해야 한다는 대다수의 견해가 이 사건에 적용된다는 점에는 의문의 여지가 없습니다. 이는 두 가지 이유를 근거로 합니다.

⁷³² *Saluka v. Czech Republic*, **CLA-41**, 제484항.

⁷³³ *Crystallex International Corp. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/11/2, 판정, 2016. 4. 4. (“*Crystallex v. Venezuela*”), **RLA-160**, 제632항(“중재판정부는 [충분한 보호 및 안전]에 관한 대우 기준이 투자유치국의 물리적 보호 및 안전 제공 의무에만 적용된다”고 판단하였다.”).

⁷³⁴ *PSEG Global, Inc., The North American Coal Corporation, and Konya Ingin Elektrik Üretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey*, ICSID Case No. ARB/02/5, 판정, 2007. 1. 19., **RLA-7**, 제258-59항 참조(“중재판정부가 이 사건에서 물리적 보호 및 안전의 문제를 발견할 수 없었고 이러한 문제가 주장된 바 없기 때문에” 충분한 보호 및 안전에 관한 청구를 기각함), *Enron Corp. and Ponderosa Assets, L.P. v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, 판정, 2007. 5. 22. (“*Enron v. Argentina*”), **CLA-107**, 제286-87항(“임직원이나 시설물에 대한 충분한 [물리적] 보호 및 안전을 제공하지 않았다고 주장된 바 없기 때문에” 충분한 보호 및 안전에 관한 청구를 기각함), *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomunikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID Case No. ARB/05/16, 판정, 2008. 7.29. (“*Rumeli v. Kazakhstan*”), **RLA-110**, 제668항(“충분한 보호 및 안전 기준은... 당사국으로 하여금 외국인 투자에게 물리적 손해에 대한 특정 수준의 보호를 제공해야 할 의무를 부과하며... 이러한 의무는 ‘신의성실’의 의무이며 그 이상의 것이 아니다”라고 판시함), *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/09/1, 판정, 2014. 9. 22., **RLA-148**, 제622항 (“[충분한 보호 및 안전 제공 의무]에 관한 보다 전통적이고 보편적으로 인정되는 견해는... 이러한 대우 기준이 사람이나 재산에 발생하는 물리적 손해의 보호를 의미한다는 것이다”), *Eastern Sugar B.V. (Netherlands) v. The Czech Republic*, SCC Case No. 088/2004, 일부판정, 2007. 3. 27., **RLA-107**, 제203항 (“[충분한 보호 및 안전]은 당사국들이 인용한 사건들의 경우 조직적 폭력, 내란, 의뢰받은 폭력단체 및 달리 투자자를 상대로 국가의 물리적 행사의 독점을 위반하여 물리적 폭력에 가담하고 있는 제3자들로부터 투자자를 보호해야 하는 투자유치국의 의무에 관한 것이다.”)(강조 추가).

⁷³⁵ *Enron Creditors Recovery Corporation (구 Enron Corporation) and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/01/3, 판정, 2007. 5. 22., **CLA-107**, 제286항 (“이전부터 이러한 특정 기준이 기업의 임직원이나 시설에 대한 물리적 보호 및 안전의 측면에서만 적용되어 왔다는 사실에는 의심의 여지가 없다”) 참조, *PSEG Global, Inc., The North American Coal Corporation, and Konya Ingin Elektrik Üretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey*, ICSID Case No. ARB/02/5, 판정, 2007. 1. 19., **RLA-7**, 제258항 (“중재판정부는 [충분한 보호 및 안전]에 관한 기준이 사람과 시설물의 물리적 안전의 측면에서 적용되어 온 것으로, 오직 예외적으로만 CME에 명시된 보다 넓은 범위에 관련될 수 있다고 판단한다”).

382. *첫째*, 협정에서 충분한 보호 및 안전 의무의 범위를 물리적 보호로 제한하고 있음은 “경찰보호”라는 명시적 언급에서 분명히 알 수 있습니다. “경찰(police)”이라는 용어의 보통의 일반적인 의미는 사람 및 물리적 재산에 대한 범죄를 수사 및 경감시키기 위해 설치된 국가의 공무원 조직입니다.⁷³⁶ 마찬가지로, 공식 한국어 버전의 협정에 사용된 “경찰(gyungchal)”이라는 용어의 정의는 “범죄의 예방과 수사” 및 “국민의 생명·신체·재산 보호”를 위해 설치된 조직을 의미합니다.⁷³⁷ 단순한 법적 이익에 대한 보호는 일반적으로 국가 경찰의 업무 영역에 속하지 않으며, 사안별 법률상 임무를 수사 및 집행할 수 있는 권한을 가진 전문 규제기관의 영역에 속합니다. 공개시장의 주식에 대한 이익과 관련된 경우, 국가 경찰과 전문 규제기관 간의 이러한 분업은 협정 당사국들에 대해서도 적용됩니다. 한국에서는 (한국 경찰이 아닌) 금융위원회 및 금융감독원이 자본시장을 감독하고 위반행위를 고발하는 업무를 담당합니다. 마찬가지로, 미국에서는 증권거래위원회(Securities and Exchange Commission)가 이와 유사한 역할을 수행합니다.
383. *둘째*, 협정은 해당 충분한 보호 및 안전 기준이 국제관습법에 따른 기준에 지나지 않음을 명시적으로 규정하고 있습니다.⁷³⁸ 한국이 언급한 바와 같이, 또한 다수의 투자사건 중재판정부가 인정하는 바와 같이, 국제관습법은 충분한 보호 및 안전을 물리적 안전으로 제한하고 있습니다. 메이슨은 구시대의 법률문헌을 인용하여 “중재판정부들은 [충분한 보호 및 안전] 보호가 투자의 물리적 안전을 넘어서 법적

⁷³⁶ Merriam-Webster Dictionary (온라인), “경찰(Police)”의 정의, 2020. 10. 7. 조회, **R-299**, (“주로 공공질서, 안전 및 건강 유지와 법집행 및 행정, 사법 및 입법 권한 처리와 관련된 정부 부서”) 참조, Oxford English Dictionary, “경찰”의 정의, 2020. 10. 29. 조회, **R-330**, (“범죄 예방 및 수사와 공공질서 유지 및 법집행(범죄 예방 및 수사 포함)을 담당하는 국가 또는 지방 정부의 공무원 조직”), Cambridge Dictionary, “경찰”의 정의, 2020. 10. 7. 조회, **R-300**, (“국민과 재산 보호, 국민의 법률 준수, 범죄 수사 및 해결, 범죄자 체포를 담당하는 공무 조직”) 참조.

⁷³⁷ 예컨대, 표준국어대사전(온라인), 경찰의 정의, 2020. 10. 22. 조회, **R-309**, (“국민의 생명·신체·재산을 보호하고 범죄의 예방과 수사, 피의자의 체포, 공안의 유지 따위를 담당한다.”).

⁷³⁸ 협정, **CLA-23**, 제 11.5 조 제 1 항 (“각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자에게 제공한다.”), 제 11.5 조 제 2 항 (“보다 명확히 하기 위하여 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 ... 규정한다. ... “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가로 실질적 권리를 창설하지 아니한다.”).

안전까지 포함한다고도 판시하였습니다”라고 주장합니다.⁷³⁹ 하지만, 보다 최근에 *Gold Reserve* 사건 중재판정부가 판단한 바와 같이, “보다 전통적이며 통상적으로 인정되는 견해는 ... [충분한 보호 및 안전]가 사람 및 재산의 물리적 손해에 대한 보호를 의미한다는 것”입니다.⁷⁴⁰ 이러한 입장은 2019년 *Indian Metals v. Indonesia* 사건 중재판정부에 의해 확인된 바 있으며, 동 중재판정부는 “관련 협정 조항에 달리 명시된 경우를 제외하고, 충분한 보호 및 안전 기준은 물리적 안전 이상으로 확대되지 않으며 법적 안전의 제공으로 확대되지 않는다”라고 하였습니다.⁷⁴¹ 논평가들이 판단한 바와 같이, 위 판시는 협약 해석에 대한 *실효적 해석* 원칙에 부합합니다. 즉, 충분한 보호 및 안전이 법적 안전까지 확대되는 경우, 공정하고 공평한 대우 기준과 완전하게 중복되므로, 그 존재의의가 몰각된다는 것입니다.⁷⁴²

384. 또한, 메이슨은 *Azurix v. Argentina* 및 *Biwater v. Tanzania* 사건을 인용하여 “충분한 보호 및 안전”이라는 표현에서 “충분한”이라는 수식어가 충분한 보호 및 안전 의무가 물리적 안전을 넘어서는 법적 안전까지 확대되는 것을 의미한다고

⁷³⁹ 수정 청구서면, 제 209 항 (*CME Czech Republic BV (The Netherlands) v. The Czech Republic*, UNCITRAL, Partial 판정, 2001. 9. 13., **CLA-100**, 제 613 항; *Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. Slovakia*, ICSID Case No. ARB/97/4, 판정, 2004. 12. 29., **RLA-26**, 제 170 항 인용; *Compañía de Aguas del Aconquija SA and Vivendi Universal SA v. The Argentine Republic*, ICSID Case No. ARB/97/3, 판정, 2007. 8. 20., **CLA-5**, 제 7.4.15 항, 제 7.4.16 항; 수정 청구서면, 제 211 항, *National Grid plc v. Argentina Republic*, UNCITRAL, 판정, 2008. 11. 3., **CLA-125**, 제 187 항 인용하는 부분.

⁷⁴⁰ *Gold Reserve v. Venezuela*, **RLA-148**, 제 622-23 항. 충분한 보호 및 안전의 범위에 법적 안전을 포함시키는 경우, 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전 간의 경계가 없어질 것입니다. 예컨대, *OAO Tatneft v. Ukraine*, UNCITRAL, PCA Case No. 2008-8, 본안에 대한 판정, 2014. 7. 29. (“*OAO Tatneft v. Ukraine*”), **RLA-146**, 제 427 항 (“법적 보호를 제공할 의무가...공정하고 공평한 대우의 개념에 포함되어 있음”을 확인하는 일련의 사건을 언급함); *Electrabel S.A. v. Republic of Hungary*, ICSID Case No. ARB/07/19, 관할권, 관련 법률 및 책임에 관한 결정, 2012. 11. 30., **RLA-136**, 제 7.83 항 (“중재판정부의 견해로는 ECT에 따른 두 가지 별개의 기준이 있음에 비추어 볼 때, 이들은 ‘실효적 해석의 원칙’이라는 법률원칙을 적용함으로써 상이한 범위와 역할을 가진다.”).

⁷⁴¹ *Indian Metals & Ferro Alloys Ltd v. Republic of Indonesia*, PCA Case No. 2015-40, 판정, 2019. 3. 29., **RLA-176**, 제 267 항.

⁷⁴² 예컨대, Campbell McLachlan et al., *INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION* (2017년 2판), **RLA-195**, 제 7.261 항 (“이 두 가지 기준[공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전]이 투자 협정에 포함된 것은 각각에 별개의 의미를 부여하는 실효적 해석 원칙에 따른 해석을 요구한다. 두 개념이 동의어라면 두 가지를 모두 포함시킬 필요가 없었을 것이다.”).

주장합니다.⁷⁴³ 이는 협정의 “경찰보호”라는 명시적 언급에도 부합하지 않으며, 어떠한 경우에도 최근 *Indian Metals* 사건을 포함하여 상기 인용된 여러 법률문헌과도 양립할 수 없는 독단적인 주장인 것입니다.⁷⁴⁴ 또한, *Biwater* 사건 중재판정부의 법적 안전에 관한 판단은 동 중재판정부가 탄자니아가 투자자의 부지를 물리적으로 점유하고, 투자자의 경영진을 구속하고, 경영권을 탈취한 시점에 탄자니아가 충분한 보호 및 안전 기준을 위반하였다고 판시하였다는 점에서 방론에 불과합니다.⁷⁴⁵

385. 또한, 메이슨은 *National Grid v. Argentina* 사건을 인용하여, 협정에서 “투자”라는 용어가 무형자산까지 포함하므로, 충분한 보호 및 안전 보호 범위를 물리적 자산에 대한 것으로 제한할 이유가 없다고 주장합니다.⁷⁴⁶ 이러한 판시내용은 세 가지 이유로 메이슨의 주장을 뒷받침하지 않습니다.

386. 첫째, *National Grid* 사건 중재판정부가 고려한 아르헨티나-영국 BIT 와 달리, 이 사건의 경우 협정은 충분한 보호 및 안전 기준이 “각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다”고 명시적으로 규정하고

⁷⁴³ 수정 청구서면, 제 210 항 (*Azurix Corp v. Argentine Republic*, ICSID Case No ARB/01/12, 판정, 2006. 7. 14., **CLA-92**, 제 408 항, *Biwater Gauff v. Tanzania*, **CLA-95**, 제 729-30 항 인용).

⁷⁴⁴ 본 반박서면, 제 383 항 참조. KENNETH J. VANDEVELDE, *BILATERAL INVESTMENT TREATIES: HISTORY, POLICY, AND INTERPRETATION* (Oxford Univ. Press 2010), **RLA-128**, 제 244 면 (“기준에 대한 문언은 BIT 마다 다르다. 다른 표현으로는 ‘매우 지속적인 보호 및 안전,’ ‘충분한 보호 및 안전,’ ‘충분한 보호,’ ‘충분하고 지속적인 보호 및 안전,’ ‘보호 및 안전,’ 및 ‘적절한 보호 및 안전’을 포함하되 이에 한정되지 아니한다. 다만, 이러한 다른 표현은 일반적으로 투자유치국의 요구되는 주의 기준에 있어 실질적인 차이를 발생시키는 것으로 취급되지 않는다.”).

⁷⁴⁵ *Biwater Gauff v. Tanzania*, **CLA-95**, 제 223-24 항, 제 503 항. 동 법률증거, 제 731 항 (“경영진을 해임하거나 *City Water* 의 부지를 압수하는 데 어떠한 공권력이 사용되지 않았더라도, [피청구국의] 조치는 불필요한 권리남용적인 것이었으며, 투자자들에 대한 충분한 보호와 안전을 보장할 의무에 대한 공화국의 위반에 해당한다.”) 참조. 다른 중재판정부들은 이러한 근거로 *Biwater* 사건을 구별하였습니다. *Marion Unglaube and Reinhard Hans Unglaube v. Republic of Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/09/20, 판정, 2012. 5. 16., **RLA-131**, 제 283 항 (“청구인들은 정확히 *Biwater* 사건의 문언을 토대로, 청구인의 사업 또는 자산에 대한 주장된 손해 또는 파괴가 시설의 물리적 파괴를 요건으로 할 필요가 없다고 주장한다. 하지만, 중재판정부는 *Biwater* 사건의 사실관계가 이 사건에 제시된 사실과 유사성이 없다고 판단한다. *Biwater* 사건의 경우, 정부는 투자자의 시설을 물리적으로 점유하였고, 시설 운영을 인수하는 경영진의 역할을 탈취하였으며, 경찰을 사용하여 경영진을 구속시킨 것으로 드러났다.”).

⁷⁴⁶ 수정 청구서면, 제 211 항 (*National Grid plc v. Argentina Republic*, UNCITRAL, 판정, 2008. 11. 3., **CLA-125**, 제 187 항 인용).

있습니다.⁷⁴⁷ 설명한 바와 같이, “경찰보호” 언급 자체가 통상적인 의미에서 물리적 안전이라는 의미를 내포합니다. 이는 메이슨이 인용하는 논문의 저자인 George Foster 교수도 인정하는 바입니다.⁷⁴⁸

387. 둘째, 협정 문언의 어느 내용도 협정상의 모든 보호가 모든 종류의 투자에 직접적으로 적용될 것을 요구하지 않습니다. 무형자산을 포함한 “투자”에 대한 정의는 일반적인 것이며, 이러한 정의에도 불구하고 그간 중재판정부들은 충분한 보호 및 안전 기준이 물리적 보호로 제한된다는 결론을 내려왔습니다. 상기 인용된 충분한 보호 및 안전이 물리적 보호로 제한됨을 확인하는 모든 판정은 “투자”를 무형자산을 포함하는 것으로 정의한 협정에 따라 내려진 것입니다.⁷⁴⁹
388. 셋째, 또한 무형자산에 있어서도 물리적 안전을 보호하는 것은 가능한 일이며 종종 필요한 것입니다. *Tatneft v. Ukraine* 사건을 예로 들 수 있습니다. 동 사건에서 러시아-우크라이나 합작투자회사는 우크라이나에 정유공장을 소유하고

⁷⁴⁷ 협정, **CLA-23**, 제 11.5 조 제 2 항 제(나)호.

⁷⁴⁸ George K. Foster, *Recovering Protection and Security: The Treaty Standard's Obscure Origins, Forgotten Meaning, and Key Current Significance*, 45 VANDERBILT J. TRANSNAT'L L. 1095, 1144 (2012), **CLA-165**, (“2004 년에야 비로소 미국은 급선회하여 모델 BIT 를 변경하여 해당 기준을 경찰보호의 의무로 제한된 것으로 정의하였다.”).

⁷⁴⁹ *Saluka v. Czech Republic*, **CLA-41**, 제 198 항 (네덜란드-체코공화국 BIT 는 “투자”를 예컨대 “재산권,” “경제적 가치를 가진 이행,” “지식재산 분야의 권리,” “영업권 및 노하우” 및 “법률에 의하거나 계약에 따라 부여된 양허권”을 포함한 것으로 정의하였음); *Crystallex v. Venezuela*, **RLA-160**, 제 661 항 (캐나다-베네수엘라 BIT 는 “투자”를 예컨대 “금융가치를 가진 계약상의 이행 청구권,” “영업권,” “지식재산권,” 및 “경제적·상업적 활동 수행을 위해 법률에 의하거나 계약에 따라 부여된 권리”를 포함한 것으로 정의하였음); *PSEG v. Turkey*, **RLA-7**, 제 66 항 (미국-터키 BIT 는 “투자”를 예컨대 “유형 및 무형 자산”을 포함한 것으로 정의하였음); *Enron v. Argentina*, **CLA-107**, 미국-아르헨티나 BIT 는 “투자”를 예컨대 “유형 및 무형 자산”을 포함한 것으로 정의하였음, 미국-아르헨티나 BIT, **RLA-78**, 제 1 조 제 1 항 제(a)호 (i) 참조); *Rumeli v. Kazakhstan*, **RLA-110**, (영국-카자흐스탄 BIT 및 터키-카자흐스탄 BIT 는 “투자”를 예컨대 “금전에 대한 청구권,” “지식재산권,” “영업권,” 및 “법률 또는 ... 계약에 의해 부여된 사업 양허권”을 포함한 것으로 정의하였음); *Gold Reserve v. Venezuela*, **RLA-148**, (캐나다-베네수엘라 BIT 는 “투자”를 예컨대 “금전에 대한 청구권,” “영업권,” “지식재산권” 및 “법률에 의하거나 계약에 따라 부여된 경제적·상업적 활동을 수행할 권리”를 포함한 것으로 정의하였음; 캐나다-베네수엘라 BIT, **RLA-81**, 제 1 조 제 f 항, *Eastern Sugar B.V. (Netherlands) v. The Czech Republic*, SCC Case No. 088/2004, 부분 판정, 2007. 3. 27., **RLA-107** (네덜란드-체코공화국 BIT 는 “투자”를 예컨대 “경제적 가치를 가진 이행,” “지식재산 분야의 권리,” “영업권 및 노하우” 및 “법률에 의하거나 계약에 따라 부여된 양허권”을 포함한 것으로 정의하였음, 네덜란드-체코공화국 BIT, **RLA-76**, 제 1 조 제 a 항) 참조.

있었습니다.⁷⁵⁰ 러시아 투자자는 정유공장의 회장을 교체하였는데, 그러자 회장은 법원의 명령을 받아 정유공장의 “강제 인수” 및 “물리적 점유”를 실행하였습니다.⁷⁵¹ 중재판정부는 해당 물리적 조치가 투자자의 무형자산에 손해를 입혔다고 판단하였습니다.⁷⁵² 첫째, 러시아의 지원을 받은 정유공장 회장은, 회사 “경영진”의 일부였음에도 불구하고, 정유공장 출입이 금지된 시점에 “자신의 기업법상 권리가 박탈”된 상태였습니다.⁷⁵³ 둘째, 정유공장의 물리적 인수로 “신규 경영진이 월별 재무보고서를 ...[청구인에] 제공하는 것을 ... 중단”할 수 있게 되었으므로, 이는 청구인의 “법인으로서의 본질적인 권리를 상당하게 침해”한 것입니다.⁷⁵⁴

(b) 메이슨은 최혜국 조항을 적용하여 협정에 명시된 충분한 보호 및 안전 기준을 회피할 수 없습니다

389. 메이슨은 협정이 한국의 충분한 보호 및 안전 의무를 물리적 안전으로 제한할지라도(제한하고 있음), 메이슨이 “한국의 제 3 국 사이의 조약(예컨대 한국-알바니아 BIT 포함)에 포함된 보다 광범위한 보호”의 혜택을 받아야 한다고 주장합니다.⁷⁵⁵ 메이슨은 이러한 주장의 근거를 협정 제 11.4 조의 최혜국 조항에서 찾고 있습니다.⁷⁵⁶ 이러한 주장은 메이슨이 한국-알바니아 BIT의 독자적인 충분한 보호 및 안전 기준을 원용할 수 있다고 주장하는 것과 유사합니다. 다시금 말씀드리면, 한국이 앞서 설명 드린 이유로, 해당 주장은 협정 문언에 의해 뒷받침되지 않으며, 실체적 기준의 내용에 관한 한국과 미국의 구체적 합의사항을 몰각시키는 결과를 초래합니다.⁷⁵⁷

⁷⁵⁰ *OAO Tatneft v. Ukraine*, **RLA-146**, 제 57-62 항.

⁷⁵¹ *OAO Tatneft v. Ukraine*, **RLA-146**, 제 63-67 항, 제 94 항, 제 147 항.

⁷⁵² 특히, 관련 협정이 구체적으로 법적 보호를 명시함에 따라 중재판정부에게 해당 근거로 협정 위반을 판단할 근거를 제공하였음에도 불구하고, 중재판정부는 해당 주장이 “...물리적 안전 영역에서 [충분한 보호 및 안전] 위반...을 가리킨다”는 결론을 내렸습니다. *OAO Tatneft v. Ukraine*, **RLA-146**, 제 425-28 항.

⁷⁵³ *OAO Tatneft v. Ukraine*, **RLA-146**, 제 169 항.

⁷⁵⁴ *OAO Tatneft v. Ukraine*, **RLA-146**, 제 171 항. 동 법률증거, 제 133 항.

⁷⁵⁵ 수정 청구서면, 제 207 항 각주 311, 한국-알바니아 BIT, **CLA-148** 인용.

⁷⁵⁶ 수정 청구서면, 제 207 항 각주 311.

⁷⁵⁷ 본 반박서면, 제 339-41 항.

390. 설령 중재판정부가 협정의 최혜국대우 조항이 메이슨이 다른 협정보로부터 보다 유리한 실제적인 기준을 차용할 수 있도록 한다고 해석하더라도, 메이슨은 한국-알바니아 BIT가 협정보다 급진적인 충분한 보호 및 안전 기준을 제공한다는 그 대담한 주장에 대해 어떠한 근거도 제공하지 않습니다.⁷⁵⁸ 한국-알바니아 BIT에는 보다 광범위한 기준을 시사하는 어떠한 문언도 존재하지 않습니다.⁷⁵⁹ 해당 협정에서 발견되는 충분한 보호 및 안전 기준의 동일한 기본 공식 또한 다른 중재판정부들에 의해 물리적 안전에 대해서만 적용되어 왔습니다.⁷⁶⁰

(c) 국제관습법에 따른 충분한 보호 및 안전 청구는 중대하고 명백한 신의성실 원칙의 위반을 그 요건으로 하는 바, 메이슨은 이를 입증하지 못하였습니다

391. 메이슨이 주장하는 대로 충분한 보호 및 안전 기준이 법적 안전에 적용된다 하더라도, (협정에 명시적으로 포함되는) 국제관습법에 따른 증명 기준⁷⁶¹은 매우 높습니다.

⁷⁵⁸ *Oxus Gold v. Uzbekistan*, **RLA-157**, 제 863 항 (“이와 관련하여, 청구인은 어떠한 경우에도 ‘상당한 수의 BIT’에 따라 부여된 기준이 BIT 제 2 조 제 2 항에 따라 부여된 기준 보다 어느 정도로 더 엄격한지를 입증하지 못하였다.”); *ADF Group Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/1, 판정, 2003. 1. 9., **CLA-87**, 제 193-96 항 (청구인이 해당 협정의 공정·공평대우 기준이 보다 유리한 대우를 제공하도록 규정하고 있음을 입증하지 못하였으므로, 중재판정부는 다른 양자간투자협정상 의 공정·공평대우 기준을 적용하여야 한다는 청구인의 주장을 배척함), *AAPL v. Sri Lanka*, **CLA-91**, 제 54 항 (충분한 보호 및 안전 기준이 엄격한 책임을 부과하지 않으며 이에 따라 보다 유리한 보호 기준을 제공하지 않는다고 판단하며, 다른 협정의 충분한 보호 및 안전 기준이 국가에 엄격한 책임을 부과하므로 중재판정부가 해당 기준을 적용하여야 한다는 청구인의 주장을 배척함).

⁷⁵⁹ 한국-알바니아 BIT는 “각 당사국 투자자들의 투자는 언제라도 공정하고 공평한 대우를 부여받아야 하며, 다른 쪽 당사국의 영토에서 충분한 보호 및 안전을 향유하여야 한다”고 규정하고 있습니다. 한국-알바니아 BIT, **CLA-148**, 제 2 조 제 2 항. 이는 “충분한 보호 및 안전”에 대한 어떠한 정의도 제공하고 있지 않습니다.

⁷⁶⁰ *Indian Metals & Ferro Alloys Ltd v. Republic of Indonesia*, PCA Case No. 2015-40, 판정, 2019. 3. 29., **RLA-176**, 제 266-67 항 (중재판정부가 한국-알바니아 BIT의 동일 조항과 실질적으로 유사한 문언을 가진 인도네시아-독일 BIT의 충분한 보호 및 안전 의무를 포함시킨다 할지라도, “관련 협정 조항이 명시적으로 달리 규정한 경우를 제외하고” 해당 보호는 물리적 보호로 제한된다고 언급함), *BG Group Plc. v. Republic of Argentina*, UNCITRAL, 최종 판정, 2007. 12. 24., **CLA-94**, 제 326-27 항 (“다른 쪽 당사국의 영역에서의 “보호 및 지속적 안전”을 명시한 아르헨티나-영국 협정의 충분한 보호 및 안전 기준에 대한 해석에 있어 ‘보호 및 지속적 안전’에 대해 당초 이해된 기준[물리적 안전]을 벗어나는 것이 부적절하다고 판시함) 참조.

⁷⁶¹ 협정, **CLA-23**, 제 11.5 조 제 1 항, 제 11.5 조 제 2 항.

392. 한국이 설명한 바와 같이, 국제관습법에 따른 충분한 보호 및 안전 기준은 투자자에게 어떠한 손해도 발생하지 않을 것이라는 보장이 아니라, 국가의 행위에 대한 신의성실의 기준에 불과합니다.⁷⁶² 동 기준의 위반에 따른 법적 책임은 극히 엄격한 입증 하에서 인정되며, 이를 충족하는 경우는 거의 없었습니다. 1927년 *Venable* 사건에서는, 멕시코 당국이 파산 시 압수하였던 기차 부품의 도난을 막지 못하였다는 주장이 제기되었습니다.⁷⁶³ 미국-멕시코 배상위원회는 그러한 상황에서는 “모든 합리적이고 공정한 사람이 불충분성을 쉽게 인식할 정도로 정부 조치가 국제적 기준에 미치지 못”하는 경우에만 국제적 책임이 뒤따른다고 판단하였습니다.⁷⁶⁴ 마찬가지로, 투자협정 사건에서 자주 논의되는 *Neer* 사건에서도 위원회는 당시 보다 효율적인 대응이 가능한 상황이었음에도, 기록에 따르면 국제법상 위법행위를 구성할 정도의 신의성실의 결여가 인정되지 않는다고 판단하였습니다.⁷⁶⁵ 이와 관련하여, 위원회는 다시금 *Venable* 사건에 명시된 기준을 채택하였으나, 국제법상 위법행위에 해당하기 위해서는 외국인의 대우가 “모욕, 불성실 [또는] 고의적 의무 태만에 상당하여야 한다”고 강조하였습니다.⁷⁶⁶

⁷⁶² 본 반박서면, 제 330 항 참조.

⁷⁶³ *H. G. Venable (U.S.A.) v. United Mexican States*, R.I.A.A. Vol. IV, pp. 219-261, 1927. 7. 8. (“*Venable v. Mexico*”), **RLA-64**, 제 1 항. Eric De Brabandere, *Host States’ Due Diligence Obligations in International Investment Law*, 42(2) SYRACUSE J. OF INT’L L. AND COMMERCE 319 (2015), **RLA-158**, 제 338 면 (*Venable* 기준은 이후 몇몇 투자자-국가 중재판정부에 의해 채택되었다고 판시함), *Tecmed v. Mexico*, **CLA-143**, 제 177 항 (“멕시코 시, 주 또는 연방 당국이 매립지에 반대하는 자들에 의한 직접 행동 운동에 민주주의 국가로서의 범위 내 합리적인 반응을 하지 않았다는 점”이 입증되지 않았다고 판시함) 참조.

⁷⁶⁴ *Venable v. Mexico*, **RLA-64**, 제 23 항. *The Home Insurance Company (U.S.A.) v. United Mexican States*, 4 R.I.A.A. 48, 1926. 3. 31., **RLA-63**, 제 48-53 면 (국가가 “해당 목적 달성에 합리적으로 필요한 수단으로 관할권 내에서 개인 및 재산을 보호할 의무를 부담하였다”고 판시하며, 멕시코가 망명한 군장교에 의한 커피 압수를 예방하지 못하였으나 5 개월 내에 압수된 커피에 대한 점유를 되찾은 경우, 해당 의무의 위반에 해당하지 않는다고 판단함) 참조. *David Richards* 사건에서 위원회는 멕시코 당국이 지역 범죄자들의 공사 감독관 살인을 예방하지 못한 것에 대한 손해배상청구를 기각하였습니다. *George David Richards (U.S.A.) v. United Mexican States*, R.I.A.A. Vol. IV, 제 275-278 면, 1927. 7. 23., **RLA-65**, 제 275 면. 위원회는 국가가 해당 감독관에 대한 경비 및 해당 지역의 정기 순찰대를 배정하기 위해 주의를 기울였다고 판단하며 “개인의 생명 및 재산에 대한 공격은 가장 효과적인 예방조치를 사용하더라도 많은 경우 막을 수 없다...”고 판시하였습니다. 동 법률증거, 제 276 항.

⁷⁶⁵ *Neer*, **CLA-10**, 제 61 면.

⁷⁶⁶ *Neer*, **CLA-10**, 제 61-62 면.

393. 외국인에 입힌 손해에 대한 국가의 책임이라는 주제에 대해 1956-1960 년 특별보고관(Special Rapporteur) F.V. García Amador 가 국제법위원회를 위해 작성한 심층적인 연구(및 조약 초안)의 취지도 이와 동일합니다. García Amador 는 그의 2 차 보고서에서 “이전의 성문규칙, 국제 중재판정부 판정 및 법률문헌에서의 확연히 드러나는 기본 원칙은 국가책임을 인정하지 않는 추정이 존재한다는 것이다. 즉, 불법행위를 예방 또는 처벌하기 위해 특정 상황에서 통상적으로 취하는 조치를 취함에 있어 국가의 조직이나 공무원의 행위에서 명백한 과실이 보이지 않는 한, 국가는 책임을 지지 않는다”는 결론을 내렸습니다.⁷⁶⁷
394. 요컨대, 국제관습법에 따르면, 국가가 자국 영역내 외국인에 대한 손해에 국제법적으로 책임을 질 수 있는 것은 심각하고 악의적인 의무불이행의 경우만 해당됩니다.
395. 메이슨은 메이슨이 본건 합병(본건 합병비율 포함)에 책임이 있다고 주장하는 █████ 일가의 “개입”으로부터 한국이 메이슨의 투자를 보호하였어야 한다고 주장합니다.⁷⁶⁸ 다시금, 메이슨의 충분한 보호 및 안전 주장의 전제는 메이슨이 물리적 손해로부터의 보호를 받지 못하였다는 것이 아니라, 한국이 메이슨의 투자에 대한 순수한 경제적인 손해만을 예방하기 위한 “합리적인 예방 조치”를 취하지 않았다는 것입니다.⁷⁶⁹
396. 메이슨은 한국이 그러한 조치를 취하지 않음에 있어 중대하거나 명백하게 주의를 기울이지 않았으며 그로 인해 메이슨이 한국에서 제 3 자(█████ 일가 및 삼성물산과 제일모직의 경영진)에 의해 손해를 입게 되었음(메이슨의 주장에 따르면)을 입증하지 못하고 있습니다. 한국이 설명한 바와 같이, 한국 또는 국민연금은 메이슨이 이 사건에서 문제 삼고 있는 행위에 있어서 메이슨을 고려하거나 메이슨에

⁷⁶⁷ F. V. García Amador, *International Responsibility: Second Report*, YEARBOOK OF THE INTERNATIONAL LAW COMMISSION, Vol. II (1957), RLA-67, 제 122 면, 제 9 항 (강조추가).

⁷⁶⁸ 수정 청구서면, 제 213 항.

⁷⁶⁹ 수정 청구서면, 제 213 항.

대해 책임을 질 의무가 없었습니다.⁷⁷⁰ 한국과 국민연금이 국민연금의 성실한 표결에 관한 각자의 역할을 이행할 것을 기대할 수 있었던 유일한 투자자는 국민연금이 그들의 기금을 신탁관리한다는 사실에 근거한 의무를 부담하는 국민연금기금의 수익자(한국의 연금수급자)뿐입니다.

397. 설령 메이슨이 삼성물산의 한 소수주주(국민연금)가 삼성물산의 또다른 소수주주(메이슨)에 대한 주의의무를 부담하였다는 근거를 입증할 수 있을지라도, 이 사건 사실관계에 비추어 볼 때 메이슨은 본건 합병에 대한 찬성 또는 반대 간 국민연금의 양자택일이 한국에 국제법적 책임을 지울 정도의 명백히 불성실했다는 것을 보여준다는 점을 입증할 수 없습니다. 기록에 따르면 국민연금이 본건 합병에 찬성표결할 중대한 상업적 인센티브가 있었음이 입증되며, 국민연금의 결정이 얼마나 합리적인 것이었는지를 분명히 알 수 있습니다.⁷⁷¹ 국민연금은 17개 삼성 그룹사들(삼성물산 포함)에 대한 투자자로서, 장기적으로 삼성그룹의 지주회사 체제로의 전환 지원은 국민연금에 유리하였으며, 그러한 전환에 있어 본건 합병은 중요한 중간단계에 해당하였습니다.⁷⁷²

C. 한국은 협정에 따른 내국민대우 의무를 위반하지 않았습니다

398. 메이슨은 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병을 승인하도록 하여, 메이슨의 투자를 “ 일가” 보다 불리하게 대우함으로써 외국인 투자자인 메이슨을 고의로 차별하였다고 주장합니다.⁷⁷³ 그 결과, 메이슨은 한국이 “...동종의 상황에서 자국 투자자에게 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우”를 부여할 협정

⁷⁷⁰ 본 반박서면, 제 V 장 제 B 절 제 1 관 참조.

⁷⁷¹ 본 반박서면, 제 184-91 항 참조.

⁷⁷² 본 반박서면, 제 191 항; 또한 메리츠증권, “삼성그룹 지배구조 이슈,” 2014. 5. 21., **R-67**, 제 15-16 면, “‘이재용 주식’ 제일모직, 삼성 지배구조 개편의 수혜 논란 가열,” *비즈니스포스트*, 2015. 4. 20., **R-111**, (제일모직 및 삼성물산 간의 합병 가능성 인용), “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?” *머니S*, 2014. 9. 16., **R-82**, “삼성重-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까,” *조선비즈*, 2014. 10. 22., **R-83**, 참조.

⁷⁷³ 수정 청구서면, 제 226-27 항.

제 11.3 조에 따른 의무를 위반하였다고 주장합니다.⁷⁷⁴ 메이슨의 내국민대우 청구는 본 중재판정부의 관할권 범위를 벗어나며, 어떠한 근거도 없습니다.

1. 메이슨의 내국민대우 청구는 중재판정부의 관할권을 벗어납니다

(a) 메이슨의 내국민대우 청구는 한국의 협정 유보내용에 의해 배제됩니다

399. 선결 문제로서, 메이슨의 내국민대우 청구는 협정에 따라 한국이 명백히 유보한 사항들의 범위에 정확하게 포함되므로 본 중재판정부의 관할권 범위를 벗어납니다. 협정 제 11.12 조 제 2 항은 제 11.3 조에 명시된 내국민대우 의무가 “[협정] 부속서 II 의 자국 유보목록에 규정된 분야·하위분야 또는 행위에 대하여 [협정] 당사국이 채택하거나 유지하는 어떠한 조치에도 적용되지 아니한다”고 규정하고 있습니다.⁷⁷⁵

400. 한국은 협정 부속서 II 자국의 유보목록에서 두 가지 관련 항목을 유보하였습니다:

- a) *첫째*, 한국은 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할” 권리를 유보합니다.⁷⁷⁶
- b) *둘째*, 한국은 “다음의 서비스가 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지되는 사회 서비스인 한도에서 그 서비스”에 대하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보합니다:”소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회복지, 공공훈련, 보건, 그리고 교육.”⁷⁷⁷

401. 메이슨의 내국민대우 청구는 두 유보사항의 범위에 속하는 관할권을 벗어난 청구로서 성립할 수 없습니다.

402. *첫째*, 국민연금의 본건 합병 표결이 “조치”에 해당하더라도(한국은 이에 동의하지 않습니다⁷⁷⁸), 이는 첫 번째 유보사항의 범위에 포함되는 “지분의 이전 또는 처분과

⁷⁷⁴ 협정, **CLA-23**, 제 11.3 조.

⁷⁷⁵ 협정, **CLA-23**, 제 11.12 조 제 2 항.

⁷⁷⁶ 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서 II, 2012. 3. 15., **R-46**, 제 3 면.

⁷⁷⁷ 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서 II, 2012. 3. 15., **R-46**, 제 9 면.

⁷⁷⁸ 본 반박서면, 제 IV 장 제 A-B 절 참조.

관련된 조치”입니다. 본건 합병의 진행방식과 원리에 대해서는 다툼의 여지가 없습니다. 본건 합병 관련 표결이 삼성물산과 제일모직 각 주주들의 3분의 2 이상 찬성표로 가결되었다면, 양사의 주주들은 신설 합병회사에 대한 지분에 대한 대가로 자신의 기존 지분을 교환하였을 것입니다 (해당 신규 지분의 가치는 한국법에 따라 도출되며 삼성물산 및 제일모직에 대한 본건 합병 표결 전 공시에 명시된 본건 합병비율에 따라 결정됨).⁷⁷⁹

403. 국민연금은 삼성물산 주식을 보유하고 있었습니다. 해당 지분으로 국민연금은 본건 합병에 대한 의결권 행사를 할 수 있었습니다. 국민연금은 자신의 최선의 이익을 위해 의결권을 행사함에 있어, 합병회사 주식과 삼성물산 주식 교환을 승인하였습니다. 어떠한 관점에서든, 해당 교환은 협정에 따른 해당 용어의 통상적인 의미로 “양도” 또는 “지분 처분”에 해당하는 것이었습니다.
404. 본건 합병 관련 표결 결과는 나머지 삼성물산 주주들과 제일모직 주주들의 표결을 포함하여 국민연금의 통제범위를 벗어난 수많은 다른 가정적 상황에 영향을 받으므로, 국민연금의 표결 자체가 해당 “이전” 또는 “처분”을 최종 결정한 것이 아니라는 사실로 인해 해당 결론이 퇴색되지는 않습니다. 그 이유는 한국의 유보사항이 광범위하게 지분이나 자산의 이전 또는 처분과 “관련한 ... 조치”를 제외하기 때문입니다. 메이슨으로서는, 그들의 주장에 따르면 본건 합병에 “결정적”이었던 국민연금의 의결권 행사(한국은 이에 동의하지 않습니다)가 삼성물산 지분에 대한 국민연금의 양도 또는 처분에 있어서 그와 “관련된” 행위(메이슨 주장에 따르면 “조치”)⁷⁸⁰가 아니라고 주장하지는 못할 것입니다.

⁷⁷⁹ 본 반박서면, 제 78-80 항 참조; DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정,” 2015. 5. 26., R-121, 제 4 면, 제 5 면, 제 7 면; DART (전자공시시스템) 제일모직 공시자료 “회사합병 결정,” 2015. 5. 26., R-122, 제 4 면, 제 7 면 참조.

⁷⁸⁰ 수정 청구서면, 제 61 항.

405. 둘째, 메이슨의 내국민대우 청구는 협정상 책임으로부터 자유로운 상태에서 사회 서비스에 “대한” 조치를 채택 및 유지할 권리에 관하여, 한국의 협정 유보사항이 제한하는 사항에 속합니다.

406. 중재판정부가 (한국은 이와 반대되는 취지의 입장입니다만) 국민연금의 행위가 어느 정도는 한국에 귀속될 수 있다고 인정할지라도, 한국의 “사회 서비스” 유보사항은 “사회 보장” 목적으로 수행된 국민연금의 조치를 내국민대우 보호에서 배제하고 있습니다. 메이슨은 국민연금 임무의 공적 목적을 인정하며 다음과 같이 기재하고 있습니다.

국민연금이 수행하는 기능은 한국 헌법과 정부조직법에서 확인되는 바와 같이 기본적으로 국가의 기능(노령, 장애 또는 사망에 대하여 복지 지원 제공)입니다. 이러한 기능은 공적 목적(국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지)을 달성하기 위하여 수행됩니다.⁷⁸¹

407. 메이슨이 (엄밀하게는 사회 복지 기능이라기 보다는 투자활동인) 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사를 문제삼고 있다는 사실은 이 유보내용에 따른 분석에 영향을 미치지 않습니다. 메이슨은 국민연금이 “독립된 상업적 목적이나 기능”을 갖지 않으며, “독립되거나 상업적인 수입원”을 갖지 않는다고 주장합니다.⁷⁸² 따라서, 메이슨의 주장은 국민연금의 투자활동 (본건 합병 관련 의결권 행사 포함)이 국민연금의 사회 복지 기능에 부합하도록 수행되는 것임을 인정하는 것입니다. 국민연금은 투자자본을 성실하게 운용함으로써 한국 국민에 연금 서비스를 계속 제공하는 데 요구되는 예산을 확보할 수 있습니다.

408. 또한, 이 사건 협정 유보내용에 따른 한국측 주장은 협정 서문에 의해서도 뒷받침됩니다. 해당 문언은 사회 복지 등 사회 서비스와 “관련된” “조치”에 관하여 의도적으로 광범위하게 작성되었습니다. (메이슨의 주장대로) 국민연금의 복지

⁷⁸¹ 수정 청구서면, 제 137(h)항.

⁷⁸² 수정 청구서면, 제 137(i)항, (j)항.

제공 능력을 유지하기 위한 목적에 한하여 수행된 국민연금의 투자활동이 이 유보내용의 문언적 범위에 속한다는 점에는 의심의 여지가 없습니다.

(b) 메이슨의 내국민대우 청구는 메이슨의 투자에 대한 “대우”와 무관합니다

409. 중재판정부가 국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사가 협정의 한국측 유보내용의 범위에 속하지 않는다는 결론을 내릴지라도, 메이슨은 메이슨 또는 그 투자가 협정 조건에 따라 한국으로부터 “대우”를 부여받았음을 입증하지 못하였으므로, 메이슨의 내국민대우 청구는 중재판정부의 관할권의 범위를 벗어난 주장으로서 성립할 수 없습니다.
410. 메이슨은 그들이 주장하는 정부의 행위가 “메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 투자에 대한 행동 및 그에 영향을 미치는 행동”이었으므로 한국이 메이슨에 “대우”를 부여하였음에 “의문이 없다”는 결론을 내리며 해당 선결 문제를 간단히 처리하고 넘어가고 있습니다.⁷⁸³
411. 메이슨은 협정상의 “대우”가 무엇인지 정확히 정의하지 않으면서, 협정이 내국민대우 의무를 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분과 관련된...대우”로 제한하고 있음을 간과하고 있습니다.⁷⁸⁴ 이와 관련하여, 메이슨은 그가 문제삼는 한국 정부의 행위가 위 배타적 항목 중 (국민연금의

⁷⁸³ 수정 청구서면, 제 220 항.

⁷⁸⁴ 메이슨은 “대우”가 “투자자나 그 투자에 영향을 미치는 어떠한 조치”를 포함하여 “어떠한 단체 또는 개인에 대한 행동”을 의미한다는 주장을 뒷받침하기 위해 *Siemens AG v. Argentina and Corn Products International v. Mexico* 사건을 인용하고 있습니다. 수정 청구서면, 제 220 항 참조. 이는 모두 부적절합니다. *Siemens AG v. Argentina* 사건에서 중재판정부는 한미 FTA 와 같이 “대우”의 범위를 제한하는 문언이 없는 아르헨티나-칠레 BIT 제 3 조 제 1 항의 내국민대우 의무를 분석하였습니다. 실제로 동 사건의 중재판정부는 그 관점에서 명시적으로 아르헨티나가 주장한대로 “대우”의 의미가 “투자의 이용 및 경영과 관련된 상업 및 경제적 성격의 거래”에 제한된 것이라면, 당사국들은 BIT 에서 “대우”의 의미를 제한할 수 있었을 것임을 지적하였습니다. *Siemens A.G. v. Argentina*, ICSID No. ARB/02/8, 관할권에 관한 결정, 2004. 8. 3., CLA-17, 제 85 항 참조. *Corn Products International v. Mexico* 사건에서 중재판정부는 NAFTA 제 1102 조에 따른 내국민대우 의무 (한국-미국 BIT 상의 해당 의무와 유사함)를 분석하였으며, 멕시코가 미국 고과당 콘시럽 판매자들의 판매 제한을 위해 의도적으로 고안된 조치를 취하였다는 사실에 비추어 볼 때, “대우”가 있었다는 판단을 전제로 하였습니다. 제 V 장 제 B 절 제 2 관 제(g)호에서 설명한 바와 같이, 메이슨은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사가 메이슨 또는 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 투자에 대한 차별이 그 목적이 있었음을 증명할 바가 없습니다.

삼성물산 투자가 아닌 메이슨의 한국 투자에 관한) 어떠한 항목에 해당하는지 밝히지 않고 있습니다.

412. 다툼의 여지가 없는 사실을 고려할 때, 메이슨은 어떠한 항목에 해당되는지 밝힐 수 없을 것입니다. 메이슨이 삼성물산 및 삼성전자에 투자한 것은 본건 합병 관련 의결권 행사보다 이전이었으므로, 국민연금의 행위는 메이슨의 삼성그룹 투자의 “설립” 또는 “인수”를 고려하였을 수 없습니다. 나머지 사항 (메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 투자에 대한 “경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”)은 국민연금을 포함하여 양사의 모든 주주들의 투자와 마찬가지로 전적으로 삼성물산 및 삼성전자 경영진 손에 달려있었습니다. (삼성물산 및 삼성전자의 기타 수많은 투자자들의 관련 의결권 행사 중) 국민연금의 의결권 행사는 기껏해야 양사가 (직접) 작성한 본건 합병 계획 실행을 위해 한국법에 따라 양사에 필요했던 권한에 기여하였을 뿐입니다.
413. 마지막으로, 한국이 제 IV 장 제 A 절 제 2 관 및 제 IV 장 제 D 절 제 2 관에서 설명한 바와 같이, 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 본질적으로 주권적 특성이 결여된 순수 상행위의 성격을 가집니다. 이에 따라 의결권 행사는 제 11.3 조의 범위에도 속하지 않습니다. NAFTA 제 1102 조에 명시된 “대우” 요건에 대한 동일한 제한을 해석한 NAFTA 중재판정부들이 설명한 바와 같이, “대우가 ... 투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대한 것이어야 한다”는 요건은 “해당 사업에 적용되는 모든 규제조치의 총합에 지나지 않”습니다.⁷⁸⁵ 국민연금의 의결권 행사가 “규제조치”였음을 시사하는 바는 전혀 없으며, 이는 국민연금이 삼성물산 주주로서의 사적 권리를 행사하였을 뿐이며 삼성물산 및 제일모직의 다른 투자자들에게만 (그리고 간접적으로만) 영향을 미쳤음을 보여주는 것입니다.

⁷⁸⁵ 예컨대, *Merrill & Ring Forestry L. P. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 판정, 2010. 3. 31., CLA-119, 제 79 항 참조.

2. 결과적으로 메이슨은 협정 문언에 따른 내국민대우 청구를 성립시키지 못하였습니다

414. 메이슨의 내국민대우 청구가 한국의 관할권에 관한 이의제기에 영향을 받지 않는다 하더라도, 본안에 대한 판단은 통과할 수 없습니다. 협정 제 11.3 조에 따르면, 각 당사국은 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 대하여 “동종의 상황”에서 자국 영역내 투자에 부여하는 것보다 “불리하지 아니한” 대우를 다른 쪽 당사국의 투자자 또는 해당 투자에 부여하여야 합니다.⁷⁸⁶
415. 따라서, 협정의 내국민대우 기준의 위반을 증명하기 위해서 메이슨은 다음과 같은 각 필수적인 요건을 충족하여야 합니다.
- a) 첫째, 메이슨은 해당 “대우”가 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 대한 것임을 입증하여야 합니다.⁷⁸⁷
 - b) 둘째, 메이슨은 메이슨 또는 그 투자가 “동종의 상황”에서 자국 투자자 또는 투자에 부여하는 것보다 불리한 대우를 받았음을 입증하여야 합니다.⁷⁸⁸
 - c) 셋째, 메이슨이 “동종의 상황”에 있는 적절한 비교대상을 찾아낸다고 가정하더라도, 메이슨은 외국인 투자자 또는 투자가 한국이 메이슨의 국내 비교대상자들에 부여한 것 보다 “불리한” 대우를 부여 받았음을 입증하여야 합니다.⁷⁸⁹

⁷⁸⁶ 협정, **CLA-23**, 제 11.3 조 제 1 항-제 2 항.

⁷⁸⁷ *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/12/1, 판정, 2014. 8. 25., **RLA-147**, 제 8.4 항.

⁷⁸⁸ *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/05/2, 판정, 2009. 9. 18., **CLA-97**, 제 189 항 (“제 1102 조에 따라 청구를 제기하여 받아들여지기 위해서는 투자자 또는 투자가 자국의 투자자 또는 투자와 ‘동종의 상황’에 있어야 하며, 해당 투자자 또는 투자에 부여된 대우가 자국의 투자자 또는 투자에 부여된 대우보다 불리하여야 한다는 두 가지 기본 요건이 존재한다.”); *Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/04/5, 판정, 2007. 11. 21., **CLA-90**, 제 196 항 (“따라서, 제 1102.1 조 및 제 1102.2 조의 논리는 대우가 ‘동종의 상황’에서 부여되고 있지 않는 한, 중재판정부가 ALMEX 및 멕시코 설탕 생산업체에 부여된 대우를 비교할 필요가 없음을 시사한다.”); Andrea K. Bjorklund, “NAFTA Chapter 11 Arbitration,” *COMMENTARIES ON SELECTED MODEL INVESTMENT TREATIES* 중 (Chester Brown ed., 2013), **RLA-48**, 제 479 면, (“모든 사건의 결과는 ‘동종의 상황’에 대한 문제에 달려있다.”) 참조.

⁷⁸⁹ *Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/04/5, 판정, 2007. 11. 21., **CLA-90**, 제 205 항.

416. 한국이 앞서 설명한 바와 같이, 메이슨은 이러한 요소들 중 첫 번째 요소 (“대우”)를 입증하지 못하였습니다. 한국은 아래에서 두 번째 및 세 번째 요소에 대해 말씀드리고자 합니다.

(a) 메이슨은 “[REDACTED] 일가”와 “동종의 상황”에 있지 않았습니까

417. 메이슨은 자신이 선택한 비교대상이 “동종의 상황”에 놓여 있지 않았기 때문에 협정 제 11.3 조에 따른 청구를 주장하지 못합니다.⁷⁹⁰ 본건 합병에 대한 의결권 행사 당시 삼성물산에 투자한 다른 수많은 내국인 투자자들이 있었다는 사실에도 불구하고, 메이슨은 자신이 “[REDACTED] 을 포함한 [REDACTED] 일가”라는 단 하나의 투자자군과만 “동일한 상황” 하에 있었다고 주장합니다.⁷⁹¹

418. 이와 같이 구분하는 데는 근본적인 문제가 있습니다. 메이슨은 “[REDACTED] 일가”의 구성원들 중에 누구는 삼성물산 주식을, 다른 누구는 삼성전자 주식을 보유하고 있음을 근거로 삼아 “[REDACTED] 일가”를 비교대상으로 사용하는 것이 타당하다고 주장합니다.⁷⁹² 이는 모호할 뿐만 아니라 자신에게 유리한 식으로 몰아가고자 하는 것이 뻔히 드러나는 주장입니다. “[REDACTED] 일가”는 각자 뚜렷하고 통일되지 않은 투자 프로필을 가진 개인들로 구성된 방대한 집단입니다. 다수의 삼성그룹사에서 일부 “[REDACTED] 일가” 구성원들 간의 이해관계가 다양하다는 것은 이미 잘 알려진 사실입니다.⁷⁹³ [REDACTED] 일가의 구성원들을 하나로 묶는 유일한 점은 공통적으로 삼성전자와 삼성물산 주식을 소유하고 있다는 것이 아니라 그들이 가족

⁷⁹⁰ 예컨대, *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v. Government of Canada*, ICSID Case No. UNCT/02/1, 본안에 대한 결정, 2007. 5. 24., **CLA-18**, 제 173-81 항; *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 최종 결정, 2005. 8. 3., **RLA-96**, 제 12 항 .

⁷⁹¹ 수정 청구서면, 제 222 항.

⁷⁹² 수정 청구서면, 제 224 항.

⁷⁹³ 예컨대, 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합), **C-115**, 제 12 면 (2015 년 6 월 1 일자로 공시된 구 삼성물산(주)와 제일모직(주)의 주식소유현황을 보면, 삼성그룹 회장이자 창업자인 [REDACTED]가 삼성물산 주식 1.41%, 제일모직 주식 3.45%를, [REDACTED]의 아들 [REDACTED]은 삼성물산 0%, 제일모직 23.24%를, [REDACTED]의 두 딸인 [REDACTED] 및 [REDACTED]이 삼성물산 0%, 제일모직 7.75%의 지분을 소유하고 있음). 엘리엇의 삼성물산에 대한 전망 및 제일모직에 의한 인수 제안, 2015. 6. 8., **C-82**, 제 23 면 (삼성전자, 삼성생명 및 삼성 SDS 를 포함한 다른 삼성그룹사들에 대하여 [REDACTED], 배우자인 [REDACTED], [REDACTED], [REDACTED] 및 [REDACTED]이 보유하고 있는 각종 지분을 명시함).

구성원이라는 것입니다. 이는 “동종의 상황”에 놓여 있다는 메이슨의 주장을 전적으로 약화시키는 것입니다.

419. 적절한 비교대상을 선정하는 것은 투자자가 받은 “대우”에 의존하여 사실에 따라 구체적으로 심리하여야 하는 문제입니다.⁷⁹⁴ 메이슨이 인용하는 법률문헌조차도 보다 광범위한 범주를 추천하고 있습니다. *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada* 사건 중재판정부는 “동종의 상황”에 있는 자들에 대한 결정은, 메이슨의 인용에 따르면, “‘의의가 제기된 조치의 성격’에 달려있다”고 언급하고 있습니다.⁷⁹⁵ 또한, 메이슨 역시 인용하고 있는 *S.D. Myers* 사건 중재판정부는 적절한 내국 비교대상으로 “사업부문” 과 “경제부문” 개념을 포함한 “광범위한 함축적 개념”을 지닌 것으로 인정되는 동일한 “부문”에 참여하는 자들을 지목하고 있습니다.⁷⁹⁶
420. 이러한 입장은 상식에 근거한 것입니다. 어떠한 비교대상이 다른 비교대상보다 외국인 투자자와 더 “유사”하다고 확인될 수 있다면, 해당 비교대상이 내국민대우

⁷⁹⁴ 예컨대, *Feldman v. Mexico* 사건 중재판정부는 멕시코에서의 “최초 판매”가 아닌, 즉 재판매 되는 담배 수출품에 부과되는 소비세에 대한 리베이트 허용을 거부한 것이 멕시코의 NAFTA 상 내국민대우 조항 위반에 해당하는 것인지 여부를 심리하였습니다. 판정부는 비멕시코 담배 재판매인인 청구인에 대한 적절한 비교대상이 “담배의 재판매업/수출업을 영위하는 외국인 소유 및 내국인 소유 회사들 ‘전부’”이지 담배를 수출할 수 있는 모든 멕시코 담배 생산업체들이 아니라고 판시하였습니다. *Marvin Roy Feldman Karpa v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/1, 판정, 2002. 12. 16., **RLA-94**, 제 170 항. *Merrill & Ring v. Canada* 사건에서, 판정부는 브리티시 콜럼비아주의 통나무에 대한 캐나다의 수출규제를 근거로 청구를 제기한 통나무 생산업체인 청구인에 대한 적절한 비교대상이 브리티시 콜럼비아주의 다른 지역 및 캐나다로부터 통나무를 수출하는 통나무 생산업체라고 지적하였습니다. *Merrill & Ring Forestry L.P. v. Government of Canada*, ICSID Case No. UNCT/07/1, 판정, 2010. 3. 31., **CLA-119**, 제 89-90 항 (내국민대우를 위한 적절한 비교대상은 “동일한 사법관할 당국 하에서 동일한 규제조치를 받는” 내국인 투자자이며 적절한 비교대상이 존재하는 경우 덜 동일한 상황 하에 있는 대체 비교대상에 의존하는 것은 “불필요”하다고 판시함); *Invesmart, B.V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, 판정, 2009. 6. 26., [삭제], **RLA-118**, 제 415 항(청구인의 “개별적 유사성” 주장을 기각하고 “다양한 요소에 걸친 유사성의 폭넓은 일치”를 요구함. 즉, “비교대상은 유사하게 시장에 위치하여야 하고 국가 원조를 요청하는 상황이 유사하여야 한다.”(강조 추가); *Cargill, Incorporated v. Republic of Poland*, ICSID Case No. ARB(AF)/04/2, 판정, 2008. 2. 29., **CLA-2**, 제 338 항(청구인의 내국인 대우 주장에서 “특정 국내 설탕 생산업체”보다는 “전체 설탕 산업”을 청구인과 비교하는 것이 적절하다고 판시함); *Yuri Bogdanov and Yulia Bogdanov v. Republic of Moldova*, SCC Case No. V091/2012, 최종 판정, 2013. 4. 16., **RLA-141**, 제 234 항, 제 238 항 (비교대상을 청구인이 사업을 운영하는 경제 구역의 모든 투자자들로 구성하도록 확대함).

⁷⁹⁵ 수정 청구서면 제 223 항, *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, 2 단계 본안에 대한 결정, 2001. 4. 10., **CLA-129**, 제 76 항 인용.

⁷⁹⁶ *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분 판정, 2000. 11. 13., **CLA-66**, 제 250 항.

기준의 위반을 결정하는 데 적용되어야 하는 것입니다. *Methanex* 사건 중재판정부는 “중재판정부가 동일한 비교대상을 무시하고 기껏해야 대략적인 (그리고 부적절하다고 볼 여지가 있는) 비교대상을 이용하려 한다면 이는 [NAFTA의 내국민대우 보장을] 억지로 적용하는 것과 다름없다”라고 설명하고 있습니다.⁷⁹⁷ *Methanex* 사건 중재판정부는 보다 덜한 “동종의 환경” 하에 있는 비교대상을 인정하지 않고 가장 “동종의 상황”에 놓인 실체를 비교대상으로 선택한 *Pope & Talbot* 사건 중재판정부의 접근 방식을 지지한 바 있습니다.⁷⁹⁸

421. 이 사건에서 진정한 비교대상은 보다 좁은 범위의 인위적인 특정 집단이 아닌 삼성물산 주주들 전원입니다. 이 사건에서 메이슨이 문제 삼는 본질적인 “조치”는 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사입니다. 한국이 설명한 바 대로, 만약 본건 합병 관련 표결이 삼성물산 주주의 3분의 2의 찬성으로 승인되고 그러한 승인이 제일모직 주주의 3분의 2의 동일한 승인과 결합되었다면, 양사의 주주들은 본건 합병비율에 따라 합병 후 삼성물산 주식과 그들의 지분을 교환하였을 것입니다. 이러한 상황에서, (내국민대우 분석 목적상) 해당 조치가 “좌우”되는 “경제 부문”은 제일모직의 주주가 아닌 삼성물산의 모든 한국인 주주들이지 █████ 일가의 특정 구성원들이 아니라는 것입니다.

(b) 메이슨과 메이슨의 삼성물산 투자는 “동종의 상황”에 있는 한국인 투자자들에 비해 “불리하게” 대우받지 않았습니다

422. 메이슨은 █████ 일가가 본건 합병의 승인으로 인해 “이익을 얻는 입장”인 반면 메이슨은 “손실을 보는 입장”인 상황에서 국민연금이 본건 합병에 찬성하는

⁷⁹⁷ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 중재 판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-96**, 제 19 항. 제 17 항 (“제 1102 조의 목적과 “동종의 상황”을 조항의 일부로 채택함에 있어 해당 조항의 유연성을 감안할 때, 이용가능한 동일한 비교대상을 무시하고 덜 “유사한” 비교대상을 이용하는 것은 그만큼 괴상한 일일 것이다...*Methanex*가 이 점에 있어서 직면한 어려움은 실제로 그와 동일한 비교대상이 있다는 점이다.”).

⁷⁹⁸ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-96**, 제 19 항. *Marvin Feldman v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/1, 판정, 2002. 12. 16., **RLA-94**, 제 171 항, 중재판정부는 (a) 담배의 재판매/수출업을 영위하는 외국인 소유 및 내국인 소유 회사들은 CEMSA와 동종의 상황에 있었으나, (b) 멕시코 담배 생산업체들처럼 담배를 수출할 수도 있는 다른 멕시코 회사들은 동종의 상황에 있지 않았음을 고려하였습니다.

의결권을 행사함으로써 한국이 자신을 “불리하게” 대우하였다고 주장합니다.⁷⁹⁹ 메이슨에 따르면, 국민연금의 의결권 행사로 인해 메이슨이 “삼성그룹의 내국인 투자자라면 누구나 부여 받을 수 있는 최고 수준의 대우”를 받지 못하였다는 것입니다.⁸⁰⁰

423. 제 11.3 조에는 메이슨의 주장을 지지하는 문구가 없습니다. 미국은 최근 비분쟁 당사국 제출서면에서 이러한 견해에 동의하며 다음과 같이 기재하였습니다.

제 11.3 조의 어떠한 내용도 상황과 무관하게 어느 당사국의 투자자들 또는 투자자들의 투자에 내국인 투자자 또는 내국인 투자에 부여되는 최상의 또는 가장 유리한 대우를 부여하도록 요구하지 아니한다. 적절한 비교는 동종의 상황에 놓인 외국인 투자 또는 투자자 및 내국인 투자 또는 투자자에 부여된 대우를 비교하는 것이다. 이것이 당사국들이 의도한 중요한 차이이다. 따라서, 당사국들은 반드시 제 11.3 조를 위반하지 않고도 행위주체들 간의 차이를 도출해 낼 수 있는 조치를 채택할 수 있다.⁸⁰¹

424. 메이슨의 주장은 상식에 반하는 것입니다. 메이슨은 국민연금의 본건 합병에 대한 (찬성 또는 반대의) 의결권 행사가 표면적으로 차별적이라고 주장할 수 없습니다(또한, 이를 주장하지도 않습니다). 따라서, 메이슨의 주장은 국민연금 의결권 행사의 사실적 결과에 달려있습니다. 한국의 한 투자자가 국민연금 의결권 행사의 (국민연금이 기여는 하였으나 단독으로 좌우할 수는 없었던) 결과로부터 이익을 얻었을지도 모른다는 단순한 사실만으로 인해 한국이 이익을 보지 못한 모든 미국 투자자들에 대해 협정에 따른 책임을 져야한다는 의미가 도출될 수는 없습니다. 이 점은 메이슨이 주장하는 대로 █████ 일가가 얻는 이익, 즉 삼성그룹에 대한 경제적 지배 증대라는 이익이 한국이 본건 합병에 대한 그 의결권 행사를 통해 메이슨 (또는 다른 외국인 투자자)에 부여할 수 있는 이익이 아니라는 명백한 사실에 의해 분명해집니다.

⁷⁹⁹ 수정 청구서면, 제 224 항.

⁸⁰⁰ 수정 청구서면, 제 226 항.

⁸⁰¹ *Elliott v. Korea*, UNCITRAL, 한미 FTA 제 11.20 조 제 4 항에 따른 미국의 제출서면, **CLA-105**, 제 27 항 (강조 추가).

425. “동종의 상황”에 놓인 내국인 투자자, 즉 관련 비교대상이 외국인 투자자와 동일하게 대우받는 경우, “불리한” 대우는 존재하지 않으며 따라서 내국인 대우 의무의 위반 또한 존재하지 않는다는 것은 이미 확립되어 있는 바입니다.⁸⁰² 단 하나 사례를 들자면, *Pope & Talbot* 사건에서, 청구인은 캐나다가 청구인에게 수출 수수료를 부과함으로써 내국민대우 의무를 위반하였고 자신은 수출 수수료의 대상이 아닌 다른 지방의 캐나다 목재 생산업체와 동종의 상황에 있다고 주장하였습니다. 중재판정부는 수출 수수료를 부과하는 캐나다의 결정이 “투자자에 영향을 미치는 것과 마찬가지로 거의 500 개의 캐나다인 소유 생산업체들에 영향을 미치[켰]기” 때문에 이는 합리적으로 제 1102 조에 따라 금지되는 차별에 근거한 조치라 할 수 없다고 판시하면서 해당 청구를 기각하였습니다.⁸⁰³
426. 이 사건도 마찬가지입니다. 본건 합병 당시 일부 한국 투자자들은 메이슨과 동일한 입장이었습니다. 즉, 그들 역시 삼성물산의 주주이지만 제일모직의 주주는 아니었습니다. 예컨대, 아래의 자들은 본건 합병 당시 이 경우에 속하는 한국인 주주들로서 승소하지는 못했으나 한국 법원에 합병무효의 소를 제기하였습니다:
- a) 일성신약 주식회사,
 - b) 주식회사 종종,
 - c) 한국인 ██████,
 - d) 한국인 ██████, 그리고

⁸⁰² *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 최종 결정, 2005. 8. 3., **RLA-96**, 제 19 항. *ADF Group Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB(AF)/00/1, 판정, 2003. 1. 9., **CLA-87**, 제 156 항; *Marvin Feldman v. United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/1, 판정, 2002. 12. 16., **RLA-94**, 제 171 항; *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 단계 본안에 대한 판정, 2001. 4. 10., **CLA-129**, 제 87 항도 참조.

⁸⁰³ *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 단계 본안에 대한 판정, 2001. 4. 10., **CLA-129**, 제 87 항.

e) 한국인 ██████████.⁸⁰⁴

427. 따라서, 이들 한국인 주주들은 메이슨과 동일하게 더 유리하지도 불리하지도 않은 대우를 받은 것입니다. 메이슨이 본건 합병으로 인해, 본건 합병을 승인한 국민연금의 찬성 표결로 인해 또는 국민연금의 의결권 행사를 촉발하였다고 주장하는 한국의 행위로 인해 손해를 입었다면, 이들 내국인 주주들 역시 자신들의 투자에 대하여 동일한 손해를 입은 것입니다.⁸⁰⁵

3. 한국은 국적을 근거로 메이슨에 차별적인 대우를 할 의도가 없었습니다

428. 마지막으로, 메이슨은 한국이 메이슨을 차별 대우할 것을 의도하였으며 이는 한국이 협정상 내국인대우 의무를 위반하였음을 “결정적으로 입증”한다고 주장합니다.⁸⁰⁶ 이 주장은 제 11.3 조에 따른 메이슨의 청구를 뒷받침하지 못합니다.

429. 애초부터, 차별적 의도만으로 협정 위반을 입증하기에 충분하다는 메이슨의 주장은 법적으로 잘못된 것입니다. 차별적 의도가 문제의 조치가 외국인 투자자들을 “불리하게” 대우하는 지 판단하는데 기여할 수는 있더라도, 외국인 투자자들에 대한 실제로 불리한 대우 없이는 그와 같은 주장이 성립되지 않습니다. *S.D. Myers, Inc. v. Canada* 사건 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

의도도 중요하지만 보호주의적 의도 자체가 반드시 결정적인 것은 아니다. 만약 문제의 조치가 외국인 청구인에 불리한 영향을 미치지 않는다면 외국인에 비해

⁸⁰⁴ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결(**R-242**)상의 원고들 및 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결(**C-115**)상의 신청인/항고인. 본 반박서면, 제 113 항.

⁸⁰⁵ 이들 내국인 주주들은 본건 합병에 반대하여 한국 법원에 본건 합병을 무효로 하고 삼성물산에 대한 자신들의 주식매수청구가격을 재산정해 달라는 민사소송을 제기한 바 있습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242**; 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, **C-115**. 메이슨은 이러한 시도에 참여하지 않았습니다.

⁸⁰⁶ 수정 청구서면, 제 228 항.

내국인에 유리하게 대우하려는 의도가 존재한다고 해서 NAFTA 제 1102 조의 위반에 해당하는 것은 아니다.⁸⁰⁷

430. 메이슨이 자신의 주장을 지지하는 판례로 인용한 단 하나의 사례인 *Corn Products v. Mexico* 사건에서도 같은 견해를 시사하고 있습니다.⁸⁰⁸ 동 사건에서 중재판정부는 멕시코 설탕 생산업자들을 보호하고자 한 멕시코 정부의 의도가 입증되었다는 사실이 멕시코가 NAFTA 제 1102 조에 명시된 내국민대우 의무를 위반한 것인지, 즉 멕시코가 이 사건에서 청구인에 “불리한 대우”를 하였는지에 대한 “제 3 차” 기준에 있어 “결정적”이었다고 판시하였습니다.⁸⁰⁹ 동 사건의 판정문에서 청구인의 이익에 불리한 영향을 미치는 세금 부과 없이 멕시코의 차별적 의도만으로도 NAFTA 의 위반이 성립될 수 있다고 설명한 내용은 전혀 찾아볼 수 없습니다.
431. 어떠한 경우에도, 메이슨이 인용한 증거는 한국의 행위가 메이슨에 “불리한” 대우를 하였음을 의미 있는 수준으로 증명할 만한 한국 또는 국민연금의 차별적 의도를 입증하지 못합니다. 메이슨은 차별적 의도에 대한 주장의 전제로 다음을 제시합니다.
- a) 외국계 헤지펀드로부터 국내 기업의 경영권을 방어할 필요가 있다는 취지의 ████████ 전 대통령의 진술과 청와대 관계자가 작성한 동일한 취지의 문서⁸¹⁰ 및
 - b) 국민연금 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 반대 투표하는 것은 국가를 배신하는 것과 유사할 것이라는 취지로 말한 ████████ 본부장의 증언.⁸¹¹
432. 이러한 주장을 사실로 받아들인다 하더라도 이는 고작 한국이 본건 합병을 지지했다는 것을 입증할 뿐입니다. 이는 메이슨이 받았다고 주장하는 “대우”, 즉

⁸⁰⁷ *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 차 부분 판정, 2002. 10. 21., **RLA-93**, 제 254 항.

⁸⁰⁸ 수정 청구서면, 제 228 항.

⁸⁰⁹ *Corn Products International, Inc. v. Mexico*, ICSID Case No. ARB(AF)/04/01, 책임에 대한 결정, 2008. 1. 15., **CLA-6**, 제 117 항, 제 138 항.

⁸¹⁰ 수정 청구서면, 제 228-29 항.

⁸¹¹ 수정 청구서면, 제 228 항.

국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사가 외국 국적에 근거하여 차별하려는 의도에 의해 촉발되었다는 점을 입증하지 못합니다. 직관적으로 보아도 이는 타당한데, 한국 및 해외 투자자들이 삼성물산 및 제일모직 주주 명부에 모두 포함되어 있는 점을 고려할 때, 국민연금이 본건 합병에 찬성하거나 반대하는 방식으로 투표권을 행사하는 것이 누군가를 차별하는 행위가 될 수 없기 때문입니다. 실제로, 메이슨이 본건 합병의 조건으로 인해 제일모직 주주들이 삼성물산의 희생으로 불공정한 이익을 보게 된다고 주장하는 한, BlackRock, Vanguard, UBS Global, Schroders, Credit Suisse, Aberdeen Asset Management, Pictet 및 State Street 를 포함한 다수의 미국 기관투자자 및 해외 투자자들이 제일모직의 주주들이었다는 사실은 메이슨이 주장하는 차별적 의도와 상호 모순적인 관계에 있게 됩니다.⁸¹²

433. 많은 외국인 투자자들이 본건 합병이 이익이 된다고 여겼고, 동시에 일부 한국 투자자들이 본건 합병에 반대하였다는 사실은 문제 되는 한국의 행위와 삼성물산 및 제일모직 주주들의 국적 간에 연관성이 없다는 점을 보여줍니다. 예컨대, 싱가포르의 GIC, SAMA 및 ADIA 를 포함한 전 세계적으로 규모가 가장 크고 가장 전문적인 기관 투자자들 중 일부도 본건 합병에 찬성표를 던졌습니다.⁸¹³ 이러한 상황에서, 본건 합병에 반대한 외국인 투자자로서 메이슨의 지위는 아무것도 증명하지 못합니다.
434. 메이슨은 이 진술들만으로 한국이 모든 외국 투자자나 심지어 미국 투자자들을 차별하려는 의도를 가졌으며, 그 행동이 소수의 미국계 헤지펀드의 약탈적인 행동과

⁸¹² 조귀동, “삼성물산 – 제일모직 동시 투자 외국인 주주들 ‘합병 저울질,’” *조선비즈*, 2015. 7. 5., **R-189**.

⁸¹³ 예컨대, 김민수, “삼성물산 합병성공, 외국인과 소액주주 표심 어떻게 얻었나?” *비즈니스포스트*, 2015. 7. 17., **R-217** (“삼성그룹은 그 동안 이재용 부회장까지 나서 해외투자자와 소액주주 설득에 나섰는데 상당한 성과를 거둔 것으로 분석된다. ... 이런 과정에서 특히 싱가포르투자청(1.47%), 사우디통화국(1.11%), 아부다비통화청(1.02%)등 아시아 국부펀드들의 지지를 끌어낸 것으로 알려졌다), 임도원/허란/김우섭, “소액주주 압도적 ‘찬성’ ... 삼성물산, ISS 반대 뚫고 막판 뒤집기” *한국경제뉴스*, 2015. 7. 15., **R-221** (“삼성물산 경영진과 이재용 삼성전자 부회장 등이 외국인 주주들을 직접 만나 설득에 나서면서 싱가포르투자청(1.47%)등 일부 외국 기관투자자가 합병에 찬성한 것으로 알려졌다. 한 외국계 투자은행(IB) 관계자는 ‘외국인 주주 상당수도 삼성물산이 제일모직과 합병하지 않으면 성장이 쉽지 않을 것이라는 전망을 한 것 같다’고 분석했다”).

그러한 행동이 한국 경제에 초래할 수 있는 해악에 대한 정당한 반응이 아니라는 점을 증명할 수 없습니다.⁸¹⁴

435. 한국이 위에서 설명한 바와 같이, 삼성물산에 대한 메이슨의 투자는 기회주의적인 것으로서 엘리엇이 본건 합병에 대한 반대를 발표(이와 동시에 삼성물산의 주가는 극심한 등락을 보였습니다)한 당일에 이루어졌습니다.⁸¹⁵ 엘리엇 그룹은 회사의 이사회가 해당 조치들이 회사에 가장 이익이 되는 조치라고 판단했는지 여부와 상관없이 소송 및 중재를 투자의 도구로 사용하여 경영진에게 자신들의 이익 추구에 따라 행동하도록 압력을 가하는 것으로 악명이 높습니다.⁸¹⁶ 단기적인 이익 추구를 위해 엘리엇 그룹은 경제환경은 물론이고 목표로 삼은 기업, 그 직원들과 기타 주주들의 이해관계를 무시하는 것으로 유명합니다.⁸¹⁷
436. 한국이 설명한 대로, 엘리엇은 본건 합병에 강경하고 공개적인 반대 캠페인을 진행하였습니다. 3 주도 안 되는 기간 2 곳의 한국 규제당국 (금융감독위원회 및 공정거래위원회)에 이의를 제기하고, 삼성물산 주주총회 개최 금지 가처분 신청을 제출하였으며, 삼성물산 이사회, 특정 주주들 (국민연금 포함) 및 국민연금 투자위원회 개별 위원들에 서신을 보내 소송을 제기하겠다고 위협하였습니다.⁸¹⁸ 이러한 맥락에서 다수의 한국 기업들 및 개인들을 상대로 가혹한 위협을 가하는 엘리엇 그룹을 볼 때 메이슨이 문제 삼는 ■ 전 대통령과 청와대 관계자들 및 ■

⁸¹⁴ 여러 투자사건 중재판정부가 인정한 바와 같이, 국가는 협정 의무의 범위 내에서 선호하는 정책을 추구하기 위한 조치를 취할 수 있습니다. 예컨대, *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v. Government of Canada*, ICSID Case No. UNCT/02/1, Dean Ronald A. Cass 별개의견, 2007. 5. 24., **CLA-18**, 제 125 항, 제 149 항(반대 의견을 낸 중재인 Cass 는 (이후에 NAFTA 제 1102 조의 위반을 인정하였음에도 불구하고) NAFTA 는 협정 당사자의 권한에 속하는 정부의 의사결정을 중재판정부의 결정으로 같음하는 것을 전반적으로 꺼려한다고 판시하였음); *Mercer International Inc. v. Government of Canada*, ICSID Case No. ARB(AF)/12/3, 판정, 2018. 3. 6., **RLA-168**, 제 7.42 항 (“[NAFTA 제 1102 조 및 제 1103 조의 맥락에서] 일반적인 법원칙으로 인정되는 것으로서, 신의성실에 반하지 않는 경우 국가의 규제 정책에는 존중이 주어져야 함.”).

⁸¹⁵ 본 반박서면, 제 88-94 항.

⁸¹⁶ 예컨대, “美 헤지펀드 엘리엇 삼성에 ‘경영참여’ 선언 ... 또 ‘떡튀?’” *뉴스 1*, 2015. 6. 4., **R-137**, *Elliott Associates, LP v. Republic of Peru*, 12 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998), **R-83**, 제 3a 면, “10,000% 수익률 추구,” *bloomberg*, 2016. 11. 22., **R-231**.

⁸¹⁷ 예컨대, “[삼성 17 일 ‘운명의 주총’] 래리 핑크 블랙록 회장 “기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐” *한국경제*, 2015. 7. 16., **R-212**, “엘리엇과 넷애플, 美식 자본주의의 그늘,” *더벨*, 2015. 7. 17., **R-211**.

⁸¹⁸ 본 반박서면, 제 85 항.

본부장의 의견이라는 것은 미국 헤지펀드의 매우 구체적인 위협에 대한 구체적인 반응이라고 볼 수 있습니다. 이것이 국제법적 판단 기준에 따라 협정 위반에 해당하는 모든 미국 투자자들에 대한 차별적 의도의 증거로 받아들여져서는 안됩니다.

* * *

VI. 한국은 메이슨이 주장하는 손실을 발생시키지 않았습니다

437. 메이슨은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사와 삼성물산 주주들의 3분의 2의 과반수 찬성으로 본건 합병이 승인되는 것으로 이어진 한국과 국민연금의 행위로 인해 삼성그룹에 대한 메이슨의 투자 논거가 “무효화”되어 그 후 얼마 안되어 삼성물산 지분을 매각해야만 했다고 주장합니다.⁸¹⁹ 이를 전제로 메이슨은 한국에 다음과 같은 3 가지 별개의 손해배상을 청구하고 있습니다:

- a) 첫째, 메이슨은 (1) 2015년 7월 17일(본건 합병 관련 표결일) 공개시장 거래 종료 시 삼성물산 주식의 실제 가치와 (2) 메이슨이 주장하는 상기 날짜의 삼성물산 주식의 “내재가치”간의 차액에 대한 배상을 구하고 있습니다(“삼성물산 주식 청구”). 메이슨은 예비적으로 본건 합병에 대한 의결권 행사의 여파로 삼성물산 주식을 매각하면서 발생한 거래 손실에 대한 권리, 다시 말해 메이슨이 삼성물산 주식을 취득할 당시 지급한 가격과 이를 매각하면서 실현한 수익 간의 차액에 대한 배상 권리를 주장하고 있습니다(“삼성물산 주식 예비적 청구”).⁸²⁰
- b) 둘째, 메이슨은 (1) 2015년 본건 합병에 대한 표결 후 몇 주 동안 공개 시장에서 자신이 보유하고 있던 삼성전자 주식을 매각하여 실제로 실현한 수익과 (2) 메이슨의 주장에 따르면 삼성전자 주식을 보유하여 주가가 메이슨의 내부적 “목표주가”에 도달한 시점인 2017년 1월에 매각했었다면 실현했을 수익 간의 차액에 대한 배상을 구하고 있습니다(“삼성전자 주식 청구”).
- c) 셋째, 메이슨은 (1) 2015년 8월 삼성물산 및 삼성전자 주식의 전량 매각으로 인해 발생하였다고 주장하는 거래 손실과 (2) 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구와 관련된 이익 상실로 야기된 본건 업무집행사원의 성과보수 감액에 대한 배상을 구하고 있습니다 (“성과보수 분배 청구”).

⁸¹⁹ 수정 청구서면, 제 243 항, 제 255 항, 제 257 항.

⁸²⁰ 수정 청구서면, 제 253 항.

438. 메이슨의 사실관계 주장을 사실로 인정한다 하더라도, 세가지 청구 모두에 대하여 메이슨은 가장 기본적인 인과관계, 즉 한국과 국민연금의 행위가 국민연금의 의결권 행사 또는 본건 합병에 대한 승인의 “가정적(but for)” 원인임을 입증하지 못하고 있으며, 하물며 주장하는 손실에 대한 “가정적” 원인이라는 점은 더더욱 입증하지 못하였습니다. 다른 문제들 중에서도 메이슨은 자신이 문제 삼는 한국의 행위가 없었더라면 국민연금 투자위원회가 달리 투표할 가능성이 있어 국민연금이 본건 합병의 승인을 거부할 수 있었을 것이라는 점을 입증하지 못하였습니다. 실제로, 외국계 펀드를 포함하여 다른 다수의 주주들은 본건 합병에 찬성표를 던졌습니다. 사실적 인과관계에 대한 메이슨의 주장은 본 중재판정부에게 국민연금이 본건 합병에 대한 의결권을 행사함에 있어 어떻게 하였어야 수익자들의 이익을 극대화하였을지에 대한 추측성 판단을 할 것을 요구하고 있습니다. 메이슨은 만약 국민연금이 본건 합병에 반대하였다면 본건 합병이 부결되었을 것이라는 점을 증명하지 못하였습니다. 국민연금 역시 (삼성물산의 의결권 있는 주식의 고작 13%를 소유한⁸²¹) 소수주주임을 감안한다면, 본건 합병의 향방을 일방적으로 결정할 수 없었기 때문입니다.
439. 인과관계에 관한 메이슨의 주장을 보면, 메이슨은 그 손실에 대하여 가장 중요하고 근접한 원인들을 경시하고 있습니다. 첫째, 각각 사기업인 삼성물산과 제일모직은 본건 합병에 동의하였습니다. 한국 법에 따라 이러한 결정을 한 시점이 본건 합병비율을 결정하였는데, 메이슨은 이것이 삼성물산 주주들로부터의 “가치 이전”의 기원이라고 강조하고 있습니다.⁸²² 메이슨의 주장대로라면 본건 합병의 동기와 그 시점은 █████ 일가의 구성원인 이들 회사의 지배 주주들이 기획한 교묘한 책략이라는 것입니다.⁸²³ 둘째, 메이슨이 입었다고 주장하는 손실은 메이슨이 제 3자 (한국 또는 국민연금은 더더욱 아닙니다)로부터 어떤 압력도 받지

⁸²¹ 한국이 언급한 바와 같이, 국민연금은 본건 합병 당시에는 삼성물산 발행주식의 11.21%를 보유하고 있었던 반면 2015년 7월 17일 삼성물산 임시주주총회 개최 시에는 삼성전자의 의결권 있는 주식의 13.23%를 보유하고 있습니다. 본 반박서면, 제 455항, 제 471항.

⁸²² 수정 청구서면, 제 7항; Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 46항도 참조.

⁸²³ 수정 청구서면, 제 46항, 제 49항.

않은 상태에서 본건 합병이 승인된 후 자체적으로 삼성물산 및 삼성전자 주식의 매각을 결정하여 초래된 것입니다. 어떠한 경우라도, 삼성물산 주식에 관하여, 메이슨이 본건 합병비율이 삼성물산의 주가하락으로 이어졌다는 것을 입증한다 하더라도 메이슨의 거래 손실은 본건 합병이 발표되고 본건 합병비율이 대중들에게 알려진 후에 삼성물산에 투자하기로 한 자체적 결정에 입각한 것입니다. 이러한 행위와 한국은 아무런 관련이 없습니다.

A. 메이슨은 사실적 인과관계와 법적 인과관계를 모두 입증해야 합니다

440. 메이슨은 인과관계를 입증해야 할 책임이 있습니다. 그러한 입증 책임은 협정에 명문화되어 있습니다. 제 11.16 조는 메이슨이 “[협정] 위반으로 인해 또는 그로부터” 손실이 발생하였음을 입증해야 한다고 규정하고 있습니다.⁸²⁴
441. 협정에 따른 메이슨의 입증책임은 국제법 일반 원칙에 따른 책임을 반영하고 있습니다.⁸²⁵ (국내법에서도 흔히 그렇듯이) 국제법에서 인과관계의 성립 여부에 관한 판단은 사실에 관한 문제이기도 하면서 동시에 법적 문제이기도 합니다. 메이슨은 한국의 협정 위반이 청구된 손실의 “가정적(but for)”(또는 조건설적(sine qua non)) 원인일 뿐 아니라,⁸²⁶ 그러한 위반이 법적 인과관계를 충족시킨다는 사실,

⁸²⁴ 협정, **CLA-23**, 제 11.16 조 제 1 항 제(가)호.

⁸²⁵ 예컨대, *Ron Fuchs v. Republic of Georgia*, ICSID Case No. ARB/07/15, 판정, 2010. 3. 3., **RLA-121**, 제 453 항(“청구인들은 국제법상의 인과관계 원칙에 따라 자신의 손실을 입증할 부담을 진다....”); *Biwater Gauff v. Tanzania*, **CLA-95**, 제 787 항 (“중재판정부는 청구인이 손해배상청구에서 승소하기 위해서는 자신의 투자 가치가 감소 또는 제거되었다는 사실 및 청구인의 이의 대상 행위가 그러한 투자 가치의 감소 또는 제거의 실질적 및 법률적 원인이었다는 사실임을 입증해야 한다고 판단하고 있다.”) 참조. *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/06/18, 판정, 2011. 3. 28., (“*Lemire v. Ukraine*, 판정”), **CLA-117**, 제 155 항 (“피해를 입은 청구인이 청구된 손해배상 범위가 투자유치국의 행위로부터 비롯된 것이고 그 인과관계가 충분히 가깝다는 (예컨대 ‘너무 동떨어지지 않은’) 사실을 입증할 부담을 진다는 것이 국제법의 일반원칙이다.”) 참조. ILC 규정 및 주석서 (2001), **CLA-166**, 제 92 면, 제 31 조, 주석 (9) (“그것은 충분한 배상이 이루어져야 하는 ‘국제적으로 잘못된 국가의 불법행위에서 초래된... 피해’일 뿐이다. 이 구절은 배상의 문제가 국제적으로 불법행위로 인해 발생한 모든 결과 보다는 오히려 위법행위로부터 초래되고 그에 기인하는 피해라는 점을 명확히 하기 위해 사용된다.”) (강조추가).

⁸²⁶ 예컨대, *Chevron Corporation (U.S.A.) and Texaco Petroleum Corporation (U.S.A.) v. Republic of Ecuador [I]*, PCA Case No. AA 277, 본안에 대한 부분 판정, 2010. 3. 30., **RLA-122**, 제 374 항 (“청구인은 인과관계 요소, 즉, 피청구인의 위반이 ‘없었다면’ 자신들의 주장대로 승소하였을 것임을 입증해야 한다.”).

즉, 그러한 위반들이 청구된 손실의 “근인” 또는 “지배적” 원인이었다는 사실도 입증해야 합니다.⁸²⁷

442. 한국과 미국은 한국과 미국 법률에⁸²⁸ 내재하는 상당인과관계(proximate causation)의 국제법 원칙을 협정에 반영하고자 하였습니다. 미국은 최근 비분쟁당사국 제출서면에서 협정의 상당인과관계 요건을 재확인했습니다. 미국은 “사실적 인과관계가 배상의 필요조건이긴 하나 충분조건은 아니며”, ~로 인해 또는 ~로부터 발생한’의 일반적인 의미는 투자자에게 상당인과관계를 입증하도록 요구하며”, “충분히 ‘직접적’이거나 ‘예측가능’하거나 ‘법적’이지 않은 피해는 관련 국제법 원칙에 따라 손해배상 판정액 산정 시 고려대상이 될 수 없다”고 설명하였습니다.⁸²⁹ 미국이 지적하였듯이, NAFTA 중재판정부들은 그간 제 1116 조 제 1 항의 “실질적으로 동일한” 용어를 사실적 인과관계와 상당인과관계 둘 다를 입증할 것을 요구하는 것으로 해석하였습니다.⁸³⁰

⁸²⁷ 예컨대, *Lemire v. Ukraine*, Award, **CLA-117**, 제 155 항 (“배상 의무는 위법행위의 결과인 것으로 적법하게 간주되는 손해에 대해서만 해당된다.”); *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 차 부분 판정, 2002. 10. 21. (“**S.D. Myers**”), **RLA-93**, 제 140 항 (“손해배상은 특정 NAFTA 조항과 투자자가 입은 손실 간의 충분한 인과관계가 있는 경우에만 판정될 수 있다. 동일한 개념을 표현하는 다른 방법으로는 손해가 너무 동떨어지지 않아야 한다거나 또는 특정 NAFTA 조항의 위반이 손해의 근인이 되어야 한다는 것이 있을 수 있다.” (강조 생략)). Stanimir Alexandrov 및 Joshua Robbins, *Proximate Causation in International Investment Disputes*, YEARBOOK ON INTERNATIONAL INVESTMENT LAW & POLICY 중 (Sauvant ed. 2009), **RLA-191**, 제 21 면 (“중재판정부들은 불법적인 국가 행위와의 관련성이 불충분한 것으로 각 중재판정부들이 판단한 손해에 대해서는 국가가 책임을 지지 않는 것으로 판시하였다 ...”).

⁸²⁸ 예컨대, 한국 민법, 2015. 7. 1., **RLA-176**, 제 390 조, 제 393 조, 제 750 조, 제 760 조 및 제 763 조; *Bank of America Corp v. City of Miami*, 137 S. Ct. 1296 (2017), **RLA-165**, 제 1305 면, *Barnes v. Andrews*, 298 F. 614, 616-18 (S.D.N.Y. 1924), **RLA-60**; *Federal Deposit Insurance Corporation v. Gilbert Bierman et al.*, 2 F.3d 1424, 1434 (7th Cir. 1993), **RLA-77**; *John J. Francis et al. v. United Jersey Bank*, 432 A.2d 814, (N.J. 1981), **RLA-69**; 제 826 면, *In re Perry H. Koplík & Sons, Inc.*, 476 B.R. 746, 802 (Bankr. S.D.N.Y. 2012), **RLA-137**.

⁸²⁹ *Elliott v. Republic of Korea*, PCA Case No. 2018-51, 한미 FTA 제 11.20 조 제 4 항에 따른 미국의 제출서면, 2020. 2. 7., **CLA-105**, 제 8-11 항.

⁸³⁰ *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, 2 차 부분 판정, 2002. 10. 21., **RLA-93**, 제 140 항; *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, 손해배상에 관한 판정, 2002. 5. 31., 제 80 항(NAFTA 제 1116 조에 따라 청구인이 “자신의 이익에 손실 또는 손해가 발생하였으며, 이의가 제기된 위반과 인과관계가 있음을 입증해야 할” 부담을 진다고 판시함) 및 *Archer Daniels Midland Co. v. United Mexican States*, NAFTA/ICSID Case No. ARB(AF)/04/05, 판정, 2007. 11. 21., **CLA-90**, 제 282 항(“손해에 대한 배상 의무가 발생하기 위해서는 위법행위와 손해 사이에 충분히 명백한 직접적인 연관성”을 요구함)을 인용한 *Elliott v. Republic of Korea*, PCA Case No. 2018-51, 한미 FTA 제 11.20 조 제 4 항에 따른 미국의 제출서면, 2020. 2. 7, **CLA-105**, 제 10 항, 각주 12.

443. 아래 설명하는 바와 같이, 메이슨은 한국의 행위가 사실적 및 법률적인 면에서 손실을 초래하였음을 입증하지 못했습니다.

B. 메이슨은 자신이 문제삼고 있는 한국의 행위가 국민연금 관련 의결권 행사, 본건 합병 승인 또는 청구하는 손실의 “조건적” 원인이었음을 입증할 수 없습니다

1. 국제법에 따르면 메이슨의 사실적 인과관계 입증에는 높은 수준의 확실성이 요구됩니다

444. 사실적 인과관계를 입증하기 위해, 메이슨은 국제법상 요구되는 높은 확실성의 기준을 충족해야 합니다. *Clayton v. Canada* 사건 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

국제 공법에 대한 법률문헌들에 따르면 위반행위 및 피해 사이의 인과 관계를 입증하기 위해 높은 수준의 사실적 확실성이 요구된다. 즉, 주장된 피해가 (*Chorzów* 사건에서와 같이) 위반행위에 의해 “거의 확실히” 발생했거나, (*Genocide* 사건에서와 같이) 위반행위가 없었다면 피해를 피할 수 있었을 것이라는 점이 “충분한 수준의 확실성”에 달한다는 결론이 요구된다.⁸³¹

445. 따라서, 메이슨은 한국의 행위가 없었다면 “거의 확실히” 또는 “충분한 수준의 확실성으로” 자신이 주장하는 손실을 입었을 것임을 입증해야 합니다.⁸³² 이와 관련하여, 국제 중재판정부들의 그간 관행은 청구인에게 손실이 발생하지 않은 경우를 가정한 반대 시나리오가 여러가지 우발적이고 불확실한 결과에 근거하는 경우, 사실적 인과관계가 요구된 확실성의 정도를 충족하지 못함을 보여주고 있습니다.

⁸³¹ *Clayton et al. v. Canada*, UNCITRAL, PCA Case No. 2009-04, 손해배상에 대한 판정, 2019. 1. 10. (“*Clayton v. Canada*”), RLA-174, 제 110-12 항 (강조추가).

⁸³² *Clayton v. Canada*, RLA-174, 제 110 항.

446. *Clayton v. Canada* 사건에서, 청구인들은 Nova Scotia 에 채석장 터미널을 건설하기 위한 환경 관련 인허가를 캐나다가 거부함으로써 발생한 손해의 배상을 구했습니다.⁸³³ 중재판정부는 그 관계자들이 자신의 권한을 벗어난다는 이유로 환경 관련 인허가를 거절하였을 당시 캐나다가 NAFTA 에 따른 의무를 위반하였다고 판단하였으나, ⁸³⁴ 청구인들이 사실적 인과관계를 입증하지 못했다고 판단하였습니다.⁸³⁵ 중재판정부는 청구인들의 환경 관련 인허가 신청이 성공하였을 “현실적 가능성”이 있긴 했으나, 그러한 결과가 “거의 확실하게” 또는 “충분한 수준의 확실성을 가지고” 일어났을 것이라고 말할 수는 없다고 판시하였습니다.⁸³⁶ 중재판정부는 다른 정성적 요소가 너무 많아, NAFTA 를 준수하는 검토 과정에서 청구인들이 필요한 환경 관련 허가를 취득했을 것이라는 가정은 과도한 추정에 불과하다고 판단하였습니다.⁸³⁷ 중재판정부는 국제법에 따라 요구되는 확실성 기준으로 입증된 유일한 피해는 프로젝트에 대한 환경 영향을 공정하게 평가 받을 기회를 상실하게 된 것뿐이라는 결론을 내렸습니다:

관할권 및 책임에 관한 관점에서 다수의 판단에 근거하여 당사자들 간에 실질적인 논쟁의 여지가 없는 피해 이외에 어떠한 추가 피해도 입증되지 않았다. 즉, 투자자들은 Whites Point Project 의 환경 영향에 대한 평가를 공정하고 비자의적인 방식으로 받아 볼 기회를 박탈당했다. 특히, 투자자들은 Whites Point Project 가 필요한 모든 승인을 취득하여 영업이익을 얻을 것이라는 점을 “거의 확실하게” 또는 “충분한 수준의 확실성을 가지고” 입증하지 못했다. 투자자들은 Whites Point Project 에 대한 환경영향 평가를 공정하고 비자의적인 방식으로 받을 수 있는 기회 가치에 상응하는 보상만을 받을 수 있다.⁸³⁸

⁸³³ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 134 항, 제 252 항.

⁸³⁴ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 117 항, 제 126 항.

⁸³⁵ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 168 항.

⁸³⁶ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 168 항, 제 175 항.

⁸³⁷ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 169-72 항.

⁸³⁸ *Clayton v. Canada*, **RLA-174**, 제 175-76 항 (강조추가).

447. 마찬가지로, *Nordzucker v. Poland* 사건에서, 한 독일 투자자는 투자자가 매수하고자 했던 2 개 국유 설탕회사의 민영화 과정을 지연시킴으로써 폴란드가 공정하고 공평한 대우를 제공해야 할 의무를 위반했다고 주장하였습니다.⁸³⁹ 중재판정부는 폴란드가 “절차 지연의 이유에 대해 투명하게 소통하지 않음”으로써 협정상 의무를 위반했다고 판정하였으나, 폴란드가 협정 의무에 부합하는 방식으로 행동하였다면 투자자가 “반드시” 그 2 개 설탕회사들을 인수하였을 것이라는 사실을 증명하지 못했다는 이유로 손해배상을 인정하지 않았습니다.⁸⁴⁰ 중재판정부는 그 인과관계에 관한 판단의 전제를 투자자의 손해배상 주장이 너무 많은 추측적 가정에 의존하고 있다는 사실에 두었습니다:

Nordzucker 의 손해배상 청구는 폴란드의 BIT 침해가 없었다면 Nordzucker 가 2 개 그룹을 인수하였을 것이라고 가정하고 있다. 또한, 어떤 경우에도 Gdansk 와 Szczecin Group 이 Nordzucker 에 매각되었을 것이며, 중재판정부가 폴란드가 위반한 것으로 판단한 BIT 위반을 제외하고는 어떤 사유로도 Nordzucker 에 대한 매각을 막을 수 없었을 것으로 가정하고 있다. 그러나, 이러한 가정은 부정확하며, 2 차 부분 판정에 포함되어 있지 않고, 1 차 및 2 차 부분 판정에서 검증 가능하였으며 검증된 사실관계에 의해 뒷받침되지 않는다.⁸⁴¹

448. 이 사건들은 가정된 “가정적” 시나리오가 여러 가지 사실적 가정을 필요로 하는 경우, 해당 대조군은 국제법에서 요구하는 “높은 사실적 확실성 기준”을 충족시키지 못한다는 단순하고 직관적인 결론을 보여주고 있습니다.

2. 메이슨은 자신이 문제삼고 있는 한국의 행위가 없었다면 국민연금이 다르게 의결권을 행사했거나, 또는 본건 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점을 증명하지 않았습니다

⁸³⁹ *Nordzucker v. Poland*, UNCITRAL, 3 차 부분 및 최종 판정, 2009. 11. 23.(“*Nordzucker v. Poland*, 3 차 부분 판정”), RLA-120, 제 36-39 항.

⁸⁴⁰ *Nordzucker v. Poland*, 3 차 부분 판정, RLA-120, 제 51 항; *Nordzucker v. Republic of Poland*, UNCITRAL, 2 차 부분 판정, 2009. 1. 28.(“*Nordzucker v. Poland*, 2 차 부분 판정”), RLA-114, 제 95 항.

⁸⁴¹ *Nordzucker v. Poland*, 3 차 부분 판정, RLA-120, 제 48-49 항.

449. 메이슨이 주장하는 손실은 본건 합병 승인이라는 하나의 사건으로 이어집니다. 그러나, 메이슨은 한국의 행위가 손실의 “가정적” 원인이라는 점을 입증할 수 없습니다. 즉, 메이슨은 한국의 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 대한 반대 표결을 했을 것이라는 점을 입증할 수 없습니다. 메이슨은 국민연금이 본건 합병에 대한 반대 표결을 했다면 삼성물산 다른 주주들이 본건 합병에 반대했을 것이라는 점도 입증할 수 없습니다. 따라서, 메이슨의 주장은 추측에 의존하여, 이 사건 중재판정부로 하여금 국민연금 투자위원회의 결정을 중재판정부의 판단으로 대체하고 제 3 자들(의결권을 행사한 삼성물산의 다른 주주들)의 가정적인 반응에 대해 추측하도록 하고 있습니다. 이는 국제법상 사실적 인과관계의 입증에 필요한 “높은 사실적 확실성 기준”에 한참 못 미치는 것입니다.

(a) 메이슨이 문제 삼는 한국의 행위가 없었더라도 국민연금은
(대다수 다른 투자자들 및 실제로 일부 해외 펀드가 그랬던
것처럼) 본건 합병에 찬성 표결 하였을 것입니다

450. 메이슨은 한국이 국민연금 내부절차를 “왜곡”하지 않았다면(한국은 이에 동의하지 않습니다), 국민연금이 전문위원회에 관련 표결을 회부했을 것이고 전문위원회는 본건과는 전혀 다른 SK 합병에서 한 표결을 감안할 때 “의심의 여지없이” 본건 합병에 반대하는 표결을 했을 것이라고 주장하고 있습니다.⁸⁴² 이는 터무니없는 주장입니다. 메이슨은 삼성물산과 제일모직의 합병에 대한 전문위원회의 결정이 본건 합병에 대해 “거의 확실히” 반대하는 것이 아니라 오히려 “승인될 가능성이 없거나 또는 최소한 예측할 수 없는” 표결로 귀결될 것이라는 사실을 인정하는 증거에 스스로 의존하면서 사실적 인과관계에 대한 자신의 주장의 약점을 인정하고 있습니다.⁸⁴³

⁸⁴² 수정 청구서면, 제 57-58 항.

⁸⁴³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 17 면을 인용한 수정 청구서면, 제 88 항.

451. 메이슨이 SK 합병에 대한 전문위원회의 결정을 원용하는 것은 다음의 2 가지 이유로 잘못된 것입니다.

- a) 첫째, SK 합병과 본건 합병은 전혀 다른 쟁점에 소속된 두 회사들 간의 전혀 다른 합병으로서, 위 두 건에 대한 국민연금의 경제적 평가는 달랐습니다. 메이슨은 두 합병들이 “놀랄만큼 유사한 특징들”을 공유하고 있다고 진술하면서, 소수의 공통적 요소들을 확인하고 있으나, 훨씬 더 많은 차이점들은 간과하고 있습니다.⁸⁴⁴ 이러한 차이점에는 삼성그룹의 구조조정으로 인해 국민연금이 15 여 개의 다른 삼성그룹사들 (삼성물산과 제일모직 외에도)에 상당 지분을 보유하게 됨으로써 발생하는 잠재적 가치 창출 등 그룹 특유의 시너지를 얻을 기회들이 포함됩니다.⁸⁴⁵ 메이슨은 기본적으로 본 중재판정부가 이러한 현실을 제쳐두고 전문위원회 위원 9 명이 내렸을 경제적 판단을 예측하도록 유도하고 있는 바, 이는 국제법상 인과관계를 입증하는데 필요한 “높은 사실적 확실성 기준”에 한참 못 미치는 것입니다.
- b) 둘째, 기록에서 보면, SK 합병 자체는 논란의 여지가 없지 않습니다.⁸⁴⁶ 전문위원회의 합병 반대 결정은 9 명의 만장일치 결정이 아니라 다수결로 결정되었습니다.⁸⁴⁷ 그러한 의견 차이는 놀라운 일은 아닙니다. SK 합병의 양

⁸⁴⁴ 수정 청구서면, 제 57 항. 이러한 요소 중 하나로 메이슨측은 삼성물산 합병과 유사한 SK 합병에서 국민연금이 “인수회사들 보다 인수대상 회사에 대해 더 많은 지분을 보유하고 있었다”고 주장하고 있습니다. 동 수정 청구서면, 제 57 항. SK 합병의 경우, 이러한 주장은 국민연금의 자체 문서들의 내용과 배치됩니다. 본 반박서면, 제 143 항. 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용의결권 행사(안),” 2015. 6. 17., **R-154**; 제 1 면, “SK 주총에서 나타난 국민연금의 엇갈린 행보..... 속셈은?”, *머니투데이*, 2015. 6. 26., **R-168**.

⁸⁴⁵ 본 반박서면, 제 185 항.

⁸⁴⁶ 본 반박서면, 제 144-50 항.

⁸⁴⁷ 전문위원회, 보도자료, 2015. 6. 24., **R-162** (전문위원회 일부 위원들이 합병에 반대함을 언급함).

합병 대상 회사들의 주주들은 압도적 다수로 합병에 찬성 표결했습니다.⁸⁴⁸

SK 합병은 국민연금의 반대 표결에도 불구하고 승인되었습니다.⁸⁴⁹

452. 삼성물산과 제일모직간 합병에 대한 전문위원회의 가상적인 결정에 관한 메이슨측 주장은 본건 합병 관련 의결권 행사에 이르기까지 한국 언론의 보도 내용을 감안하더라도 타당하지 않습니다. 2015년 7월 10일, 전문위원회 위원 중 한 명인 █████은 공개적으로 “국가 경제에 대한 중장기적 영향을 고려하여 합병에 찬성 표결해야 한다”고 주장했습니다.⁸⁵⁰ █████은 다른 전문위원들에 대해 자신이 알고 있는 바에 근거하여 “전문위원회로 결정이 회부되더라도 합병은 찬성 표결 될 것...”이라고 “낙관적인 견해를 보였다”고 합니다.⁸⁵¹

453. 또한 다른 삼성물산 주주들의 의결권 행사 기록은 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 바람직하지 않기 때문에 한국의 행위가 “없었다면” 국민연금이 반드시 본건 합병에 반대했을 것이라는 메이슨측의 전제를 반박하는 자료입니다. 본건 합병 표결에서 삼성물산 의결권의 58.32%를 보유한 주주들이 합병을 승인하는데 동참하였습니다. 그들 중에는 예컨대 다음과 같은 대형 전문 기관투자자들 (여러 국부펀드 포함)이 여럿 포함되어 있었습니다.

a) 한국투자신탁운용 (삼성물산 의결권의 4.12% 보유)은 2020년 6월 30일 기준 미화 510억 달러에 달하는 운용자산을 보유한 한국에서 가장 오래된 최대 규모의 자산운용사입니다.⁸⁵² 한국투자신탁운용은 한국증권거래소에

⁸⁴⁸ SK 합병에 대한 의결권 행사 당시 국민연금은 SK(주) 주식의 7.8%와 SK C&C 주식의 7.9%를 보유하고 있었습니다. 기금운용본부 운용전략실 (책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015. 6. 17., R-154 참조. 주주총회에 참석한 SK C&C 주주들 (SK C&C 주식의 87.2% 보유)의 90.8%가 합병을 승인했습니다. 마찬가지로, 주주총회에서 SK(주) 주주 (SK(주) 주식의 81.5% 보유)의 87%가 합병을 승인했습니다. “SK 그룹, SK, SK C&C 합병 승인을 얻다,” *NewsWorld*, 2015. 7. 27., R-339.

⁸⁴⁹ “SK 그룹, SK, SK C&C 합병 승인을 얻다,” *NewsWorld*, 2015. 7. 27., R-339.

⁸⁵⁰ “오정근 국민연금 의결권자 위원 “삼성물산 합병 찬성해야,” *머니투데이*, 2015. 7. 10., R-197.

⁸⁵¹ “오정근 국민연금 의결권자 위원 “삼성물산 합병 찬성해야,” *머니투데이*, 2015. 7. 10., R-197.

⁸⁵² 한국투자신탁운용 웹사이트, “CEO 메시지,” 2020. 10. 28. 조회, R-315, 한국투자신탁운용 웹사이트, “회사소개,” 2020. 10. 28. 조회, R-314.

상장된 금융서비스 제공업체인 한국투자금융지주의 자회사로서 시가총액이 거의 미화 40 억 달러에 달합니다.⁸⁵³

- b) GIC (삼성물산 의결권의 1.47% 보유)는 싱가포르의 국부펀드로, 싱가포르 재정 준비금의 관리를 위해 설립되었습니다. GIC 는 수십개국에서 미화 수천억 달러 규모의 자산을 관리하고 있으며 공공 및 민간 시장에서 모든 종류의 금융 자산에 투자하고 있습니다.⁸⁵⁴
- c) SAMA (삼성물산 의결권의 1.11% 보유)는 사우디아라비아 중앙은행의 국부펀드로서, 미화 수천억 달러의 자산을 운용하고 있습니다.⁸⁵⁵
- d) ADIA (삼성물산 의결권의 1.02% 보유)는 아부다비의 국부펀드로서, 미화 약 8 천억 달러의 자산을 운용하고 있습니다.⁸⁵⁶

454. 위 각각의 투자자들은 엄격한 투자심사 절차에 따라 본건 합병을 승인하는 결정에 도달했을 것으로 추정됩니다 (메이슨이 위 각 투자자들의 판단에 대해 문제를 제기하고 있지 않습니다). 의심의 여지없이, 그러한 과정에 대해 각 기업 내에서 담당 위원회가 본건 합병비율을 포함한 본건 합병의 조건을 고려하여, 수익자에 대한 자신들의 의무와 부합하도록 본건 합병에 대한 찬성표결이 자신들의 상업적 이익에 부합할 것이라고 결론을 내린 것입니다.

455. 의결권 행사 결정권한이 전문위원회로 회부되었는지, 아니면 투자위원회에 남아 있었는지와 관계없이, 어느 위원회든 메이슨이 문제 삼는 한국의 행위가 없었더라도,

⁸⁵³ 한국투자신탁운용 웹사이트, “CEO 메시지,” 2020. 10. 28. 조회, **R-315**, Forbes, “#1441 한국투자금융지주,” 2020. 10. 28. 조회, **R-317**.

⁸⁵⁴ 싱가포르 재무부, “재무부에 묻다: 준비금,” 2020. 10. 28. 조회, **R-316**, GIC Private Limited, “정부 포트폴리오 관리에 관한 2019/20 보고서” (2020), **R-262**, 제 16-17 면, 국부펀드, Sovereign Wealth Fund Institute 에서 조회한 “자산총액별 상위 82 개사 국부펀드 순위, **R-313** (GIC 는 자산총액별 국부펀드 순위 중 6 위를 차지함).

⁸⁵⁵ “SAMA, PIF, 전세계 국부펀드 상위에 랭크,” *Argaam*, 2018. 1. 7., **R-246**, Investopedia, “SAMA Foreign Holdings (Saudi Arabia),” 2020. 10. 29. 조회, **R-320**.

⁸⁵⁶ Sovereign Wealth Fund Institute, “자산총액별 상위 82 개사 국부펀드 순위,” Sovereign Wealth Fund Institute 에서 조회, **R-313** (ADIA 는 국부펀드 자산총액별 순위 3 위를 차지함).

관련 지침을 완전히 준수하면서도 본건 합병을 승인할 수 있었을 것입니다. (메이슨이 본건 합병에 대해 “결정적” 의결권 또는 “캐스팅” 보트를 보유한 것으로 설명한) 국민연금은 삼성물산 총 발행주식의 11.21% 또는 삼성물산의 의결권부 주식의 13.23%를 보유하고 있었습니다. 국민연금의 관련 규정은 “장기적으로 주주 가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사”하도록 요구하고 있습니다.⁸⁵⁷ 한국이 설명한 바와 같이 이 사건에서 메이슨이 문제삼고 있는 행위와 전혀 무관한, 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하게 된 여러 이유가 있었으며, 다시 설명드리자면 아래와 같습니다:

- a) 국민연금은 제일모직 등 다수의 삼성그룹 기업들의 주주였습니다.⁸⁵⁸ 메이슨측 주장에 따르면, 본건 합병은 본건 합병비율이 “제일모직의 가치를 엄청나게 과대평가했기 때문에 제일모직[주주들]에 지나치게 유리”했습니다.⁸⁵⁹ 삼성물산과 제일모직으로 주주로서, 국민연금은 본건 합병으로 인해 합병회사에 대한 상당한 지분을 보유하게 되었고, 합병회사는 삼성그룹의 사실상 지주회사가 될 것으로 이해되었습니다.
- b) 당시 애널리스트 보고서에서는 본건 합병이 성사될 경우 삼성물산 및 제일모직뿐만 아니라 국민연금이 투자한 삼성그룹의 다른 회사들에서 상당한 가치 상승이 있을 것으로 지적하였습니다.⁸⁶⁰ 메이슨이 인용하고 있는 ISS 보고서 등 당시 일부 애널리스트 보고서도 본건 합병이 무산될 경우 삼성물산 주가가 크게 하락할 것으로 전망했습니다.⁸⁶¹ 이는 본건 합병 1년 전에 작성된 국민연금 보고서와 일치하며, 이 보고서에서는 대기업들이

⁸⁵⁷ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 4 조 (“기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.”), 수정 청구서면, 제 54 항 참조.

⁸⁵⁸ 본 반박서면, 제 185 항.

⁸⁵⁹ 수정 청구서면, 제 43-44 항.

⁸⁶⁰ BNK 투자증권, “삼성물산/제일모직 합병,” 2015. 6. 18., **R-155**, 본 반박서면, 제 81-83 항.

⁸⁶¹ ISS 보고서, **C-9**, 제 2 면 (합병이 무산될 경우 삼성물산 주가가 약 22.6% 떨어질 것으로 예측함). ISS 보고서 계산에 따르면, 합병이 무산될 경우, 국민연금은 다른 삼성그룹 주의 전반적인 하락은 말할 것도 없고, 삼성물산 지분만으로 2,530 억원 (약 미화 2.24 억달러) 이상의 손실을 입을 수도 있었습니다.

지주회사 구조로 전환할 경우 전체 가치가 약 ■■■ 상승한다는 점을 언급하였습니다.⁸⁶²

- c) 본건 합병 발표 후 삼성물산과 제일모직의 주가는 15% 급등했고 본건 합병에 대한 표결 시점까지 계속 각각의 주가보다 높은 수준을 유지했습니다.⁸⁶³ 이는 본건 합병의 장기적 시너지 효과에 대한 시장의 기대를 측정할 수 있는 객관적인 지표였습니다.⁸⁶⁴ 애널리스트들은 본건 합병으로 구 삼성물산과 구 제일모직의 개별 사업부문의 시가총액이 늘어날 것으로 내다보았습니다.⁸⁶⁵
- d) 2015년 7월 초 서울중앙지방법원이 엘리엇의 가처분 신청을 기각(이후 서울고등법원에서 확인됨)함으로써 본건 합병비율의 부당성에 관한 우려를 불식시켰습니다.⁸⁶⁶ 서울중앙지방법원은 본건 합병이 정당한 목적이 있었고, 삼성물산과 제일모직에 시너지를 줄 수 있다고 확인하였으며, 본건 합병 발표 이후 삼성물산 주가가 상승한 것은 시장이 이를 긍정적으로 보고 있다는 점을 입증하는 것이라고 판시하였습니다.⁸⁶⁷ 당시 한국 언론은 삼성물산의 많은 기관주주들이 법원의 결정을 주시하고 있었다고 보도하면서 이번 결정이 본건 합병에 대한 지지를 강화할 것으로 예상된다고 언급하였습니다.⁸⁶⁸

456. 아마도 부분적으로 이러한 몇 가지 이유가 계기가 되어, 한국 언론은 5월 말 (즉, 메이슨이 주장하는 바와 같이 관련 표결을 뒤엎으려는 한국의 “계획”이 시작된

⁸⁶² 국민연금 기금운용본부 주식운용실, “주요 그룹 지배구조 개편 가능성 점검,” 2014. 5. 15., **R-63**, 제 1면, 제 10면.

⁸⁶³ Dow 보고서, **RER-4**, 제 68항.

⁸⁶⁴ 본 반박서면, 제 82항; Dow 보고서, **RER-4**, 제 68-72항.

⁸⁶⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 제 63항, 제 68-72항.

⁸⁶⁶ 본 반박서면, 제 86항.

⁸⁶⁷ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 가합 80582 판결, **R-177**, 제 8-14면.

⁸⁶⁸ “삼성물산, 제일모직과 합병 법적 공방 1라운드에서 판정승,” *비즈니스포스트*, 2015. 7. 1., **R-178**; “법원, 엘리엇 가처분신청 기각, 제일모직-삼성물산 우군에 호재.... 합병 ‘8부 능선 넘었다,’” *헤럴드경제*, 2015. 6. 30, **R-173**; “법원 “삼성물산과 제일모직 합병비율은 정당” 엘리엇, 합병저지 1차 시도 무산,” *시사위크*, 2015. 7. 1, **R-17**; “엘리엇 치명상입힌 ‘1일 결정’...’17일 결판’ 승기잡은 삼성,” *머니투데이*, 2015. 7. 2., **R-184**; “엘리엇 ‘주식처분금지 가처분신청’ 기각.... 차분한 삼성그룹, 합병 마무리 최선,” *이투데이*, 2015. 6. 30., **R-174**.

시기로부터 거의 한달 전, 그리고 메이슨이 삼성물산에 투자하기 거의 1주일 전) 국민연금 소식통을 인용하며 “[국민연금이] 합병에 반대할 이유가 없다”고 보도했습니다.⁸⁶⁹

457. 따라서, 삼성물산과 제일모직 각각의 이사회가 공개적으로 제시한 시너지 효과와 이익 외에도, 합병에 대한 결정이 투자위원회 또는 전문위원회가 내린 것인지와 무관하게 메이슨이 문제삼는 한국의 행위 없이도 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 설득력 있는 객관적 이유가 있었습니다. 그런 상황에서, 한국의 행위가 “거의 확실하게” 및 “충분할 수준의 확실성을 가지고” 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 한 것이라고 말할 수 없습니다.

(b) 메이슨은 한국의 문제되는 행위가 국민연금 투자위원회의 운신의 폭을 좁혔음을 입증하지 못했습니다

458. 메이슨의 주장은 청와대 및 보건복지부가 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하도록 “추진”하였다는 이론에 근거합니다. 한국이 설명한 바와 같이, 이 이론의 근거가 되는 기초적인 사실적 전제 중 많은 부분은 사실이 아니며 기록상 증거에 의해 거짓임이 확인됩니다.⁸⁷⁰
459. 한국이 위에서 설명하였고, 여기서 다시 요약하는 바와 같이, 국민연금 투자위원회 위원 12 인은 2015 년 7 월 10 일 소집되었습니다. 기금운용본부 ██████████ 운용전략실장이 안건 및 심의절차를 설명하였습니다.⁸⁷¹ 투자위원회 위원들은 그 후 3 시간 동안 심의를 진행하였고, 본건 합병의 예상되는 경제적 이익, 본건 합병비율의 타당성 및 본건 합병의 발표에 대한 시장 반응 등 관련 정보를 논의 및

⁸⁶⁹ 본 반박서면, 제 92 항.

⁸⁷⁰ 본 반박서면, 제 131-34 항.

⁸⁷¹ 본 반박서면, 제 98-99 항 참조; 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201) 참조.

분석하였습니다.⁸⁷² 투자위원회 위원들은 또한 기금운용본부 리서치팀이 제공한 계산 결과도 분석하고 이의를 제기하였습니다.⁸⁷³

460. 심의 후 국민연금 투자위원회 위원들은 “오픈식 표결” 절차에 대한 설명을 들었고, ■■■■■ 본부장 및 ■■■■■ 운용전략실장을 비롯하여 기금운용본부 준법감시인실의 ■■■■■ 로부터 4 가지 안 중 단 한 가지도 7 표 이상 득표하지 못하면 “판단이 곤란”한 사안으로 간주되어 전문위원회에 부의 된다는 설명을 들었습니다.⁸⁷⁴ 국민연금 투자위원회 위원들 12 명 중 8 명이 국민연금이 본건 합병에 대해 찬성 의견으로 투표하였습니다. 표결 결과 과반수를 얻었기 때문에 관련 의결권 행사는 “곤란한 사안”이 아닌 것으로 판단되어 전문위원회에 부의 되지 않았습니다.⁸⁷⁵ 투자위원회의 다른 위원 4 명 중 본건 합병에 반대한 사람은 한 명도 없었고 한 명은 중립, 나머지 3 명은 기권을 선택하였습니다.⁸⁷⁶
461. 메이슨의 주장이 각각 사실이라고 가정하더라도, 메이슨은 한국 또는 국민연금이 투자위원회의 의결에 필요한 과반수에 구속력 있는 지시를 하였다는 사실을 입증하지 못했습니다.
462. 첫째, 메이슨은 ■■■■■ 전 대통령이 청와대의 ■■■■■ 고용복지수석에게 본건 합병 문제를 “잘 챙겨보라”고 지시하였고, 이에 ■■■■■ 고용복지수석은 다른 두 보건복지부 공무원에게 해당 “상황을 파악해보라”고 지시하였다고 주장합니다.⁸⁷⁷ 메이슨은 ■■■■■ 전 대통령이 본건 합병 한참 뒤에 가진 기자회견에서 “국민연금이

⁸⁷² 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201; 본 반박서면, 제 100-02 항.

⁸⁷³ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201.

⁸⁷⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201, 제 14-15 면.

⁸⁷⁵ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201, 제 15 면.

⁸⁷⁶ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201, 제 2 면.

⁸⁷⁷ 수정 청구서면, 제 79-80 항. 한국이 설명한 바와 같이, ■■■■■ 고용복지수석에 대한 ■■■■■ 전 대통령의 지시는 더 정확하게는 본건 합병과 관련하여 “상황을 파악해 보라”는 것이었고, 한국 법원은 ■■■■■ 이 공여한 뇌물과 본건 합병에 대한 표결 전 ■■■■■ 전 대통령의 행위 간에는 대가관계가 없다고 결론 내렸습니다. 본 반박서면, 제 127 항, 제 131-34 항.

합병에 찬성하기를 바라는 마음”이라고 말했고 한국 법원이 그러한 판단을 내렸기 때문에 청와대의 이러한 명령이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 “적극적으로 개입”하는 효과를 가졌다고 주장합니다.⁸⁷⁸ 메이슨은 더 나아가 청와대 행정관이 보건복지부 사무관에게 투자위원회가 언제 본건 합병 건에 대한 결정을 내리는지 확인한 것에 불과한 문자 메시지 1 건을 근거로 하여 “청와대가 [본건] 합병을 감시하기 위하여 ... 임시로 은밀한 의사소통을 진행”했다고 주장합니다.⁸⁷⁹ 한국이 설명한 바와 같이,⁸⁸⁰ 단지 정황증거에 근거한 ■ 전 대통령 및 ■ 고용복지수석과 관련된 메이슨의 주장은 해당 행위가 국민연금 의결권 행사의 “조건적” 원인이었다는 사실은커녕, 청와대 행정관들이 보건복지부 사무관들 또는 국민연금에 압력을 가했음을 입증하기에 상당히 부족합니다.

463. 둘째, 메이슨은 (1) ■ 장관이 본건 합병이 성사되기를 바란다고 ■ 연금정책국장에게 말했고, (2) ■ 장관과 다른 보건복지부 직원들이 본건 합병이 전문위원회에 부의되지 않고 투자위원회에 회부되도록 하기 위해 국민연금에 압력을 가한 사실에 근거하여 보건복지부가 국민연금의 의결권 행사 과정에 “적극적으로 개입”하였다고 주장합니다.⁸⁸¹ 메이슨은 이 주장에서 보건복지부가 투자위원회의 각 위원 (또는 심지어 대다수)에게 본건 합병에 찬성 투표를 하도록 지시하거나 달리 투자위원회 위원들의 투표에 영향력을 행사하였음을 추론해낼 수 없습니다. 또한 보건복지부가 절차에 개입하였다는 주장은 그 자체로서 국민연금의 표결 결과에 대해 전혀 결정적이지 않았습니다.

⁸⁷⁸ 수정 청구서면, 제 79-80 항.

⁸⁷⁹ 수정 청구서면, 제 81 항.

⁸⁸⁰ 본 반박서면, 제 119-22 항 참조.

⁸⁸¹ 수정 청구서면, 제 82-90 항, 제 190 항. 한국이 설명한 바와 같이, 투자위원회가 본건 합병에 대한 표결을 심의하는 데 기금운용본부가 “오픈식 표결” 방식을 채택한 것은 “침해”의 결과라는 메이슨의 주장은 기록과 상충되며, 기록은 오히려 기금운용본부가 SK 합병 표결에 대한 국민연금의 결정 후에 비판적인 여론이 조성되었던 사실을 의식하여 의결권행사지침을 더 충실히 준수하기 위해 해당 절차를 채택하였음을 보여줍니다. 본 반박서면, 제 151-54 항.

국민연금 투자위원회는 비록 본건 합병을 먼저 심의했지만, 여전히 본건 합병에 대한 표결을 전문위원회에 회부할 권한이 있었습니다(그러므로, 메이슨이 주장하는 바와 같이, 전문위원회를 “우회”한 것이 아닙니다).⁸⁸² 어느 경우에도, 상기 이유로 인해, 메이슨은 전문위원회가 본건 합병 관련 의결권 행사에 대해 심의하였더라도 (투자위원회와 동일한 의결권 행사지침의 제약 하에 있는 점과 투자위원회에 제시된 것과 동일한 분석을 고려한다는 점을 감안하였을 때) “거의 확실히” 그리고 “충분한 수준의 확실성”을 가지고 본건 합병에 대해 반대했을 것이라는 점을 입증할 수 없습니다.

464. 셋째, 메이슨은 █████ 장관과 █████ 본부장이 (1) 전문위원회가 2015년 7월 17일 삼성물산 주주들의 표결 전에 본건 합병에 관한 우려를 공개적으로 제기하는 것을 막았고, (2) 전문위원회가 본건 합병 관련 표결 후 투자위원회의 결정을 반복하는 것을 막았다고 주장합니다.⁸⁸³ 위 (1)번과 관련하여, █████ 장관과 █████ 본부장이 그러한 시도를 한 것이 사실이라면 그들은 실패하였음이 분명합니다. 한 전문위원회 위원은 2015년 7월 10일 지역 언론을 통해 “투자위에서 전문위로 결정권을 넘기더라도 ... 합병 찬성 결과가 나올 것”이라는 전망을 공식적으로 표명하였습니다.⁸⁸⁴ 어느 경우에도, 메이슨은 전문위원회 위원들이 █████ 장관과 █████ 본부장의 위와 같은 행위가 아니었다면 목소리를 더 냈을 지 여부에 대해서는 입증할 수 없습니다. 또한 메이슨은 전문위원회 위원들의 그러한 공개 발표로 인해 국민연금이 본건 합병에 반대표결을 하게 되거나 본건 합병이 성사되지 못하게 되었을 것이라는 점을 입증할 수 없습니다. 메이슨의 두 번째 주장은

⁸⁸² 의결권행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 8조 제(2)항; 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9., **R-144**, 제 5조 제(5)항 제(4)호; 수정 청구서면, 제 190 항. 메이슨은 SK 합병을 자신의 주장을 뒷받침하는 “선례”로서 원용하지만, 한국이 설명한 바와 같이, 전문위원회의 해당 사건 처리는 많은 여론의 비난을 받았고 실제로 국민연금이 본건 합병에 대한 투자위원회의 심의에 “오픈식 표결” 방식을 채택하는 결과를 낳았습니다. 본 반박서면, 제 152-54 항.

⁸⁸³ 수정 청구서면, 제 100 항, 제 191 항.

⁸⁸⁴ “오정근 국민연금 의결권위 위원 “삼성물산 합병 찬성해야”, *머니투데이*, 2015. 7. 10., **R-197**.

메이슨이 투자위원회에 대해 사실상의 또는 법률상의 항소심 역할을 하는 것이 (국민연금기금운용규정 또는 의결권행사지침에 따라) 전문위원회의 임무에 속하는 것이라고 주장하지도 않고, 주장할 수도 없기 때문에 사실적 또는 법적 근거가 없습니다.⁸⁸⁵

465. *넷째*, 메이슨은 국민연금 직원들과 국민연금 리서치팀이 ■■■■■ 장관의 지시에 따라 실제 본건 합병비율을 평가하는 척도가 될 비교용 합병비율을 조작함으로써 투자위원회가 본건 합병에 찬성하도록 공모하였다고 주장합니다.⁸⁸⁶ 메이슨은 국민연금이 제일모직의 가치를 고의적으로 부풀려서 “적정 합병 비율”에 도달했으며, ■■■■■ 본부장이 비교용 비율이 실제 본건 합병비율에 근접하도록 재산정할 것을 계속 요구하였다고 주장합니다.⁸⁸⁷ 그러나, 한국이 위에 설명한 바와 같이, 투자위원회 위원들이 7월 10일 회의에서 검토한 1건의 합병비율 분석을 위한 삼성물산과 제일모직의 밸류에이션 입력값은 메이슨이 본 사건에서 주장하는 일체의 한국 측의 개입 행위 이전에 작성된 해당 회사들에 대한 국민연금의 내부 밸류에이션에 근접합니다.⁸⁸⁸ 또한 메이슨은 투자위원회에 제출된 48 쪽짜리 브리핑에 포함된 무수히 많은 데이터포인트 중 하나에 불과한 국민연금 합병비율 분석이 수정되어 제출되었더라면, 이로 인하여 투자위원회 위원들 다수가 본건 합병에 반대하였을 것이라는 점을 (투자위원회의 회의록 등으로부터) 입증하지 못하고 있습니다. 또한 메이슨은 투자위원회가 “조작”이라고 주장되는 행위 없이 도달한 “적정 합병 비율”을 제시 받았더라면 국민연금이 본건 합병에 대해 달리 표결했을 수도 있다는 점도 입증하지 못합니다.

466. *다섯째*, 메이슨은 국민연금 직원들이 역시 ■■■■■ 장관의 명령에 따라 본건 합병에서 예상되는 국민연금의 손실을 상쇄시키기 위해 “‘시너지 효과’를

⁸⁸⁵ 본 반박서면, 제 140 항.

⁸⁸⁶ 수정 청구서면, 제 91-94 항.

⁸⁸⁷ 수정 청구서면, 제 91-93 항.

⁸⁸⁸ 본 반박서면, 제 159-68 항.

조작”하였다고 주장합니다.⁸⁸⁹ 한국이 설명한 바와 같이, 이 주장은 오해의 소지가 있습니다.⁸⁹⁰ 그러나 정량화할 수 있는 하나의 시너지 효과가 과장되었다고 가정하더라도, 기록에 따르면 이 값은 국민연금 투자위원회 위원들의 결정에 거의 영향을 미치지 못했습니다. 예컨대, 투자위원회의 2015년 7월 10일자 회의록에 따르면, 투자위원회 위원 중 4명이 시너지 수치가 “너무 낙관적”이고 본질적으로 미래가치에 대한 평가에 해당하므로 추측성이 짙다는 점에 대해 이의를 제기하고 리서치팀에 설명을 요청하였습니다.⁸⁹¹ 시너지 수치에 이의를 제기한 위원 4인 중 2인을 포함하는 투자위원회의 다수는 곧이어 본건 합병에 찬성하였습니다.⁸⁹² 어느 경우에도, 한국이 설명한 바와 같이, 메이슨이 의존한 시너지 계산은 기금운용본부가 확인 및 전망한 복수의 시너지 효과 중 하나에 불과하며, 메이슨은 나머지 부분에 대해 이의를 제기하지 않습니다(제기할 수도 없습니다).⁸⁹³

467. “다수의 투자위원들”이 산출된 시너지가 “완전히 자의적”이라는 사실을 알았다면 본건 합병에 반대하였을 것이라는 메이슨의 주장은 적절한 근거가 없습니다.⁸⁹⁴ 서울고등법원은 투자위원회 위원들 중 ■■■■ 및 ■■■■이 “합병 시너지 수치가 조작되었다는 것을 알았다면” 본건 합병에 반대하였을 것임을 인정하기는 하였습니다.⁸⁹⁵ 그러나, 서울중앙지방법원 판결문에 인용된 위 개인들의 법정 증언은 위 내용이 고의적인 거짓임을 알았다면 달리 투표했을 것이라는 사실을 시사할 뿐입니다.⁸⁹⁶ 이러한 증언은 시너지 전망치가 더 낮았더라면 ■■■■ 및

⁸⁸⁹ 수정 청구서면, 제 94-95 항.

⁸⁹⁰ 본 반박서면, 제 172-74 항.

⁸⁹¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., **R-201**, 제 11-12 면.

⁸⁹² 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., **R-201**, 제 2 면.

⁸⁹³ 본 반박서면, 제 172-74 항.

⁸⁹⁴ 수정 청구서면, 제 99 항.

⁸⁹⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886(CLA-14 수정 및 추가 번역본), **R-243**, 제 60 면.

⁸⁹⁶ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합)(CLA-13 수정 번역본), **R-237**, 제 3-4 면 (“■■■■ (AX)은 ‘만약 시너지 효과 작성 내용이 거짓이었다면 반대하였을 것’이라고 증언하고 ...

■이 “거의 확실히” 본건 합병에 반대 표결을 했을 것이라는 점을 의미하지는 않습니다.

468. 여섯째, 메이슨은 ■ 본부장이 “[합병을 승인하는 방향으로] 투표할 것이라 믿을 수 있는 인원들”로 투자위원회를 “구성”하였다고 주장합니다.⁸⁹⁷ ■ 본부장이 위원 12 명 중 3 명을 지명한 것이 부적절 (사실 부적절하지 않았음은 한국이 설명한 바 있습니다)하였다고 가정하더라도,⁸⁹⁸ 메이슨은 본건 합병에 대한 이 3 명의 투표가 ■ 본부장의 지시를 따르거나 그 영향을 받았다는 증거를 제시하지 못하고 있습니다. 실제로 기록에 따르면 이 세 명 중 한 명은 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았습니다.⁸⁹⁹

469. 일곱째, 메이슨은 ■ 본부장이 본건 합병에 찬성 투표를 확보하기 위하여 투자위원회 위원 중 최소 5 명에게 개인적으로 불려 만났다고 주장합니다.⁹⁰⁰ 이 주장 또한 “조건적” 인과관계를 입증하지 못합니다. ■ 본부장이 투자위원회 다른 위원 5 인의 표를 확보했다 하더라도 (■ 본부장의 표와 함께) 이들의 찬성 투표는 (최소한 7 표를 필요로 하는) 정족수를 구성하기에 부족했습니다. 어떠한 경우에도 기록에는 ■ 본부장의 그러한 “압력”에 관한 증거가 없으며, 오히려 ■ 본부장이 접촉한 것으로 주장되는 5 명 중 2 명만 본건 합병에 찬성 투표하였고, 나머지 3 명은 기권한 사실을 알 수 있습니다.⁹⁰¹

[■ (BH)]은 ‘시너지 효과가 근거가 없는 것임을 알았더라면 그대로 찬성하기 어려웠을 것’이라고 증언함”) (강조 추가). 판결문에 이름이 모두 비공개 처리되어 있지만 문맥상 유추 가능합니다.

⁸⁹⁷ 수정 청구서면, 제 96 항.

⁸⁹⁸ 본 반박서면, 제 177-80 항 참조.

⁸⁹⁹ ■은 국민연금이 본건 합병에 대해 “중립”으로 의결권을 행사해야 한다고 표결하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 28 면 제(E)항.

⁹⁰⁰ 수정 청구서면, 제 97 항.

⁹⁰¹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 25-26 면; 본 반박서면, 제 182-83 항.

470. 위 사실은 사실적 인과관계에 대한 메이슨의 주장에 중대한 하자가 있음을 보여줍니다. 메이슨이 ■ 전 대통령으로부터 투자위원회의 각 위원에 이른다고 주장하는 기나긴 영향력의 사슬에 대한 묘사에도 불구하고, 메이슨은 정황적이거나 중요하지 않은 증거, 또는 메이슨이 주장하는 바와는 달리 한국을 국민연금 투자위원회의 다수에 대한 구속력 있는 지시와 결부시키지 못하는 증거에 근거하여 결론을 내리고 있습니다. 메이슨은 이 연결고리 없이는 본건 합병의 승인에 대해 책임이 한국에 있다는 사실은커녕, 한국의 행위가 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결의 “조건적” 원인이었다는 사실조차도 입증할 수 없습니다.

(c) 국민연금은 소수주주였으며 그 의결권 행사는 본건 합병에 결정적이지 않았습니다

471. 메이슨은 국민연금의 찬성 표결이 “없었다라면” 본건 합병은 최소한의 의결정족수를 충족하지 못하여 부결되었을 것이라고 주장합니다.⁹⁰² 메이슨은 이 점이 “단순한 계산”의 문제라고 주장합니다.⁹⁰³ 메이슨의 주장은 국민연금의 본건 합병에 반대하였을 경우 제 3 자들, 즉 삼성물산 의결권의 거의 90%를 보유하는 나머지 삼성물산 주주들이 취했을 반응에 대한 궁극증을 불러일으킵니다.

472. 한국이 설명한 바와 같이, 본건 합병이 승인되기 위해서는 삼성물산 발행주식총수의 3분의 1 이상과, 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상이 찬성 표결하여야 합니다.⁹⁰⁴ 국민연금은 표결 당시 삼성물산 주식을 17,612,011 주 보유하고 있었습니다 (발행주식총수의 11.21% 및 의결권 있는 주식의 13.23%). 국민연금이 본건 합병에 대해 “캐스팅 보트”를 행사할 수 없었다는 사실은 명백합니다.

⁹⁰² 수정 청구서면, 제 61-63 항.

⁹⁰³ 수정 청구서면, 제 63 항.

⁹⁰⁴ 한국 상법, 2016. 3. 2., (R-18 및 CLA-60 추가 번역본), R-332, 제 522 조, 제 434 조(“[합병 승인에 대한 결의는] 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 한다”); 수정 청구서면, 제 61 항.

473. 메이슨은 한국이 본건 합병에 찬성 표결을 한 다른 발행주식 58.32%에 압력을 가하거나 달리 영향을 미쳤다는 사실을 입증은커녕 주장도 하지 않고 있습니다. 한국이 설명한 바와 같이, 이 주식 투자자들은 싱가포르 GIC, SAMA 및 ADIA 와 같은 외국 국부펀드를 비롯하여, 한국투신운용 등과 같은 독립적인 한국의 자산운용사들이 포함되어 있습니다.⁹⁰⁵
474. 메이슨은 국민연금의 표결이 본건 합병이 성사되는 데 결정적인 영향을 미쳤다는 점을 중요하게 다루고 있습니다. 표결 기록에 따르면, 본건 합병은 아슬아슬하게 성사되어, 찬성표가 2.42%만 부족하였어도 본건 합병이 부결되었을 것임을 알 수 있습니다. 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결에도 불구하고, KCC, KIM, 삼성화재, 삼성 SDI 및 미국 자산운용사 블랙록 등 삼성물산의 의결권 있는 주식을 각각 2.42% 넘게 지배하는 복수의 제3투자자 중 1인이라도 본건 합병에 반대 표결을 하였다면 본건 합병은 부결되었을 것입니다. 아래 그림 5 에서 볼 수 있듯이, 실제로는 본건 합병에 찬성 표결하였던 2인 이상의 (각각의 삼성물산에 대한 의결권 합계가 총 2.42% 이상인) 소규모 소수주주들이 공동으로 반대표를 행사하여 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결을 무력화시켰을 수 있는 무수히 많은 조합이 있습니다.⁹⁰⁶

⁹⁰⁵ 본 반박서면, 제 105-08 항 참조.

⁹⁰⁶ 그림 5 에서 표의 상단 축에서 하단 축으로 내려오는 좌측 두 번째 회색 점선 표시는 삼성물산 임시주총에서 본건 합병을 승인하기 위해 필요로 하는 3분의 2 기준을 나타냅니다. 보라색으로 표시된 부분이 국민연금의 지분에 해당합니다. 가장 연한 파란색 부분은 임시주총에 출석하여 본건 합병에 찬성의결권을 행사한 수십 명의 소수주주들이 보유한 지분의 합계를 나타냅니다. 가장 상단에 있는 사선으로 음영 표시된 얇은 부분이 3분의 2 기준을 충족하는 2.42%에 해당합니다.

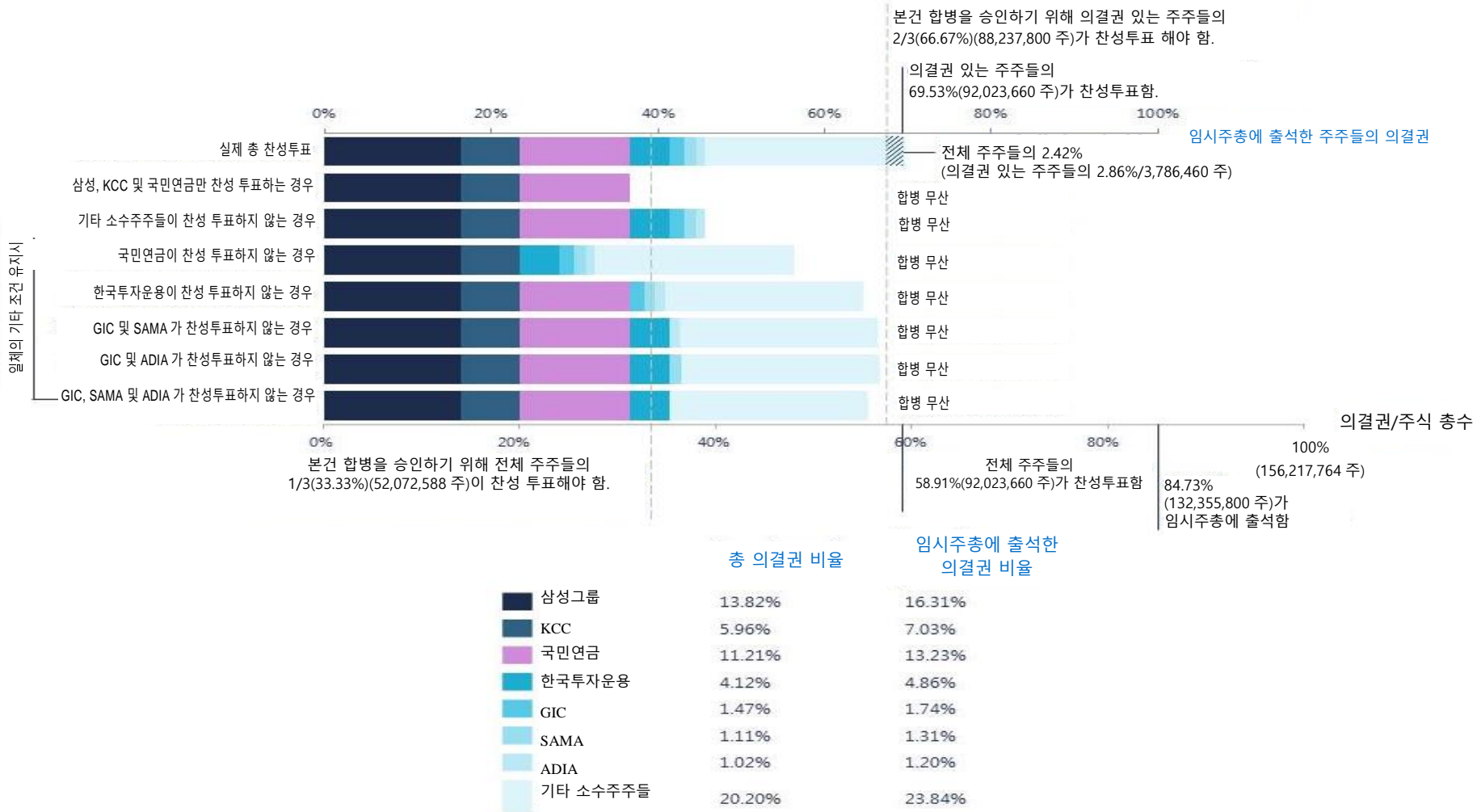


그림 5: 본건 합병 성사를 위해 요구되는 삼성물산 주주들 의결권의 조합

475. 국민연금이 일방적으로 본건 합병이 성사되도록 영향력을 행사할 수 있는 능력이 없었다는 사실은 또한 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결하기로 결정한 사실이 (2015년 7월 10일에) 널리 알려진 후에 삼성과 엘리트 간에 소액주주를 확보하기 위한 “치열한 설득전”이 계속되고 있다는 언론보도를 보아도 분명합니다.⁹⁰⁷ 당시 의결권이 있는 기발행주식 약 58%가 입장을 발표하지 않은 상태였으며, 이에 언론은 당시에 국민연금이 아닌 이러한 다른 주주들이 “캐스팅 보트”를 가지고 있다고 보도하였습니다.⁹⁰⁸ 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 대신 반대한다는 입장을 표명하였을 경우 입장을 정하지 못한 주주들이 이에 어떠한 반응을 보였을지에 대해서는 알 수 없으나, 결과가 달라졌을 가능성은 있습니다. 이와 상관없이, 국민연금의 표결 결정이 알려진 후 소수주주들을 확보하려는 경쟁이 뒤따랐다는 사실은 국민연금의 표결이 삼성물산 주주들의 전반적인 표결 결과에 전혀 결정적이지 않았음을 보여주는 것입니다.

476. 단순히 소수주주로서의 국민연금의 지위의 한계를 가장 잘 보여주는 예는 메이슨이 주장의 주요한 근거로 삼고 있는 SK 합병입니다. 이 사건에서 국민연금은 두 합병 당사 회사에 대해 상대적으로 더 많은 지분을 보유하고 있었습니다 (SK(주) 지분 7.8% 및 SK C&C 지분 7.9%).⁹⁰⁹ 삼성물산-제일모직 합병과 마찬가지로, SK 합병은 각 회사의 주주총회에서 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상이 찬성해야만 성사될 수 있었습니다. 국민연금은 전문위원회의

⁹⁰⁷ 예컨대, “삼성 16-22%, 엘리트 12-15% ... 추가해야 ... 우호지분 확보 세 싸움”, *한겨레*, 2015. 7. 10., **R-198**; “엘리트, 삼성 '반대표' 얼마나 모았나” *더벨*, 2015. 7. 15., **R-211**; “삼성, 단 한주(株)가 아쉬운 한주(週) ... 피말리는 마지막 승부”, *머니투데이*, 2015. 7. 12., **R-206**; “삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주들 누굴까”, *쿠키뉴스*, 2015. 7. 13., **R-209**.

⁹⁰⁸ 예컨대, “삼성물산-엘리트, ‘유빛그룹’ 등 외국계 주주 지지 총력”, *매일경제*, 2015. 7. 14., **R-210**; “삼성물산-제일모직 합병, 주총 참석률에 좌우”, *뉴시스*, 2015. 7. 16., **R-213**.

⁹⁰⁹ 본 반박서면, 제 143 항.

결정에 따라 SK 합병에 반대 표결하였습니다.⁹¹⁰ 그럼에도 불구하고 SK 합병은 가결되었습니다.⁹¹¹

477. 요컨대, 본건 합병은 국민연금의 의결권 행사와 관련없이 가결 또는 부결될 수 있었습니다.

C. 국민연금의 의결권 행사가 아닌, 본건 합병 및 그 후의 메이슨의 삼성 주식 매각 결정이 손해의 주된 원인이기 때문에 메이슨은 인과관계가 성립한다는 점을 증명할 수 없습니다.

478. 설사 한국의 행위가 손해와 조건적 인과관계에 있다 하더라도 법률상 인과관계는 성립하지 않습니다. 본건 합병, 본건 합병비율 및 본건 합병 승인 이후 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 투자자산의 처분 결정이 손해의 “주된” 또는 “근본적인” 원인이기 때문입니다. 단순히 국민연금이 수십명의 삼성물산 주주 중 한 명으로서 그 권한을 행사한 것, 또는 그 의결권을 어떻게 행사할 것인지 결정하는데 (메이슨의 주장에 따르면) 영향을 주었을 수도 있는 한국 공무원의 행위가 원인은 아닙니다.

1. 국제법상 한국의 행위가 손해의 “주된” 또는 “근본적인” 원인이라는 점을 입증할 책임은 청구인에게 있습니다.

479. 상당인과관계 입증에 대하여 국제법은 이를 주장하는 자에게 위반 행위와 발생한 손해 사이에 “충분한 인과관계”를 입증하거나 원인과 결과 사이에 연관성이 간접적 또는 동떨어지거나 부수적이지 않다는 것을 보일 것을 요구하고 있습니다.⁹¹² 실무상으로, 상당인과관계 개념은 조약 위반이 손해의

⁹¹⁰ 본 반박서면, ¶147.

⁹¹¹ 예컨대, “SK 그룹, 합병 앞두고 구조 간소화”, *코리아중앙데일리*, 2015. 7. 31., **R-223**; “주주들, 두 SK 계열사 합병을 승인”, *코리아헤럴드*, 2015. 6. 26., **R-171**.

⁹¹² ILC 규정 및 주석 (2001), **CLA-166**, 제 31(1)조, 주석 10 참조; 위 제 442-43 항 참조. *Biwater Gauff v. Tanzania*, **CLA-95**, 제 785 항 (“인과관계 요건은 여러 개의 다른 요소를 포함하며, (그 중에서도) (a) 위법행위와 문제되는 손해 간의 충분한 연결성 및 (b) 비록 손해가 위법행위와 연결되어 있지만 너무 간접적이거나 동떨어져 있다고 판단되는 기준을 포함한다.”); *BG Group Plc. v. Republic of Argentina*, **UNCITRAL**, 중재판정, 2007. 12. 24., **CLA-94**, 제 428 항 (“산정하기에 지나치게 간접적이거나, 동떨어져있거나, 불확실한 손해는 제외한다. 이 원칙에 따라, 중재판정부는 추측에 불과한 손해를 배상토록 하는 판정은 ILC 초안 규정상 ‘전보배상’에도 동일하게 위배되는 점도 지적하여 둔다.”); *S.D.*

“주된”, “주요한” 또는 “근본적인” 원인이 아닌 경우 손해에 대해 정부에게 손해배상 의무를 부과할만큼 충분한 인과관계가 없다는 점을 반영하기 위하여 적용되어 왔습니다.⁹¹³ 위와 같은 인과관계 관련 법리에 따르면 청구인이 주장하는 인과관계는 성립하지 않고, 다수의 투자 관련 사례들도 이를 뒷받침하고 있습니다.

480. *ELSI (U.S.A. v. Italy)* 사건에서, 미국은 이탈리아 정부가 이탈리아 회사인 ELSI 를 청산으로부터 구제하기 위하여 위법하게 수용취득하였다고 주장하며 위 회사의 미국 주주들을 대신하여 소를 제기하였습니다. 그 후 ELSI 는 파산절차에 들어가 다른 회사에 매각되었습니다. 국제사법재판소 미국의 손해배상청구를 기각하면서, “수용취득의 효과가 미국 주주들의 손해의 요인들 중에 하나”이었을 수는 있으나 상당인과관계가 성립하기에는 불충분하며, “근본적인 원인은 수용취득 이전에 이미 발생했던 것으로 보이는 기업의 부도 과정”이라는 점을 확인하였습니다.⁹¹⁴ 그 결과 국제사법재판소는 미국의 손해배상 청구를 기각한 바 있습니다.⁹¹⁵
481. *Blusun v. Italy* 사건에서, 투자자들은 이탈리아가 재생에너지 발전차액지원 정책을 변경함으로써 그들이 투자한 광전지 에너지 회사들을 부도케 했다고 주장하였으나⁹¹⁶, 판정부는 “이탈리아가 문제되는 조치를 취하기 이전에 이미

Myers, Inc. v. Government of Canada, UNCITRAL, 제 2 중간중재판정, 2002. 10. 21., **RLA-93**, 제 140 항 (“같은 개념 (“충분한 인과관계”)은 피해가 지나치게 동떨어져서는 안된다고 달리 표현될 수 있다.”); *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 중간중재판정, 2002. 8. 7., **RLA-92**, 제 138 항 (“인간의 행위로 인한 가능한 결과는 무한하며, 특히 정부기관의 행위를 포함할 경우 더욱 그렇다; 다만, 상식적으로 이러한 연결고리가 지평선 너머까지 무한정으로 끝없이 이어질 것이 요구되지는 않는다.”); *Trail Smelter* 사건 (*United States v. Canada*), 3 R.I.A.A. 1905, 1938. 4. 16., **RLA-66**, 1931 면 (용광로로부터 방출된 유독가스로 인하여 지역 주민들의 위축된 경제적 상황에 따라 기업체가 입었다고 주장되는 손해에 관하여, 그러한 손해는 “지나치게 간접적이고, 동떨어져있고, 불확실”하다는 이유로 캐나다의 책임을 부정한 부분).

⁹¹³ *Elettronica Sicula SpA (ELSI) (United States v. Italy)*, ICJ 판결, 1989. 7. 20., **CLA-104**, 제 101 항; *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 [I]*, ICSID 사건번호 ARB/05/20, 최종중재판정, 2013. 12. 11.(“*Micula v. Romania I*”), **RLA-143**, 제 1137 항; *Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier and Michael Stein v. Italian Republic*, ICSID 사건번호 ARB/14/3, 중재판정, 2016. 12. 27.(“*Blusun v. Italy*”), **RLA-162**, 제 394 항.

⁹¹⁴ *ELSI*, **CLA-104**, 제 101 항 (강조 추가).

⁹¹⁵ *ELSI*, **CLA-104**, 제 101 항 (강조 추가).

⁹¹⁶ *Blusun v. Italy*, **RLA-162**, 제 310 항.

회사가 중대한 재정적인 문제를 겪고 있었”⁹¹⁷기 때문에 투자자들이 “이탈리아 정부의 조치가 프로젝트 실패의 주요한 원인”을 입증하는데 실패하였고⁹¹⁸, 그러한 건전한 재정운영능력의 부족이 “프로젝트 실패에 가장 상당한 원인”⁹¹⁹이라고 판단하였습니다.

482. *Micula v. Romania* 사건에서 청구인들은, 루마니아가 조세 혜택을 철회하여 청구인들이 세금을 내지 못하게 되었고 그로 인하여 벌금에 처하게 되었다고 주장하였습니다. 판정부는 “발생한 손해와 피청구국의 BIT 위반 사이에 충분한 인과관계가 성립”하기 위하여는 “청구인이 [BIT 위반]이 [손해의] 주된 원인임을 입증하여야 한다”라고 실시하였습니다.⁹²⁰ 또한 조세 혜택의 철회가 아닌, 다른 (성과가 없었던) 사업 활동에 투자하기 위하여 세금을 내지 않기로 한 청구인들의 “전략적 선택”이 청구인들이 세금을 내지 못하고 그 결과 손해가 발생하게 된 주된 원인이라고 판단하였습니다.⁹²¹

483. 또한, 어떠한 행위가 법적 인과관계를 충족하기 위하여는 그 행위가 “최종적이고 직접적”이며, 발생한 손해의 “즉각적인 원인”이어야 합니다.⁹²² 예컨대 *Lauder v. Czech Republic* 사건에서 판정부는 설사 정부의 위법행위가 “[청구인의 손해발생에 있어] 여러 ‘필수불가결’한 행위 중 하나라 하더라도 그 한 가지 사실만으로는 부족하다고 실시하였습니다.⁹²³ 배상의무가 성립하기 위하여는 손해에 다른 “개입하는” 또는 “추월적인” 다른 원인이 없다는 사실도 청구인이 입증해야 합니다.⁹²⁴

2. 메이슨의 주장에 의하더라도, 메이슨의 손해의 주된 원인은 본건 합병과 본건 합병비율이었습니다.

⁹¹⁷*Blusun v. Italy*, **RLA-162**, 제 390 항 (프로젝트 파이낸싱 취득의 실패가 “[발전차액지원] 규정에 앞서”는 점을 지적한 부분 (원문 강조)).

⁹¹⁸*Blusun v. Italy*, **RLA-162**, 제 394 항 (강조 추가).

⁹¹⁹ *Blusun v. Italy*, **RLA-162**, 제 387 항.

⁹²⁰ *Micula v. Romania I*, **RLA-143**, 제 1137 항 (강조 추가).

⁹²¹ *Micula v. Romania I*, **RLA-143**, 제 1137-54 항.

⁹²² *Robert S. Lauder v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2001. 9. 3., **RLA-87**, 제 234 항.

⁹²³ *Robert S. Lauder v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2001. 9. 3., **RLA-87**, 제 234 항.

⁹²⁴ *Robert S. Lauder v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2001. 9. 3., **RLA-87**, 제 234 항.

484. 메이슨은 한국이나 국민연금이 삼성물산과 제일모직이 합병하여 합병 후 삼성물산을 설립하기로 한 결정에 대해 책임이 있다고 주장하지 않습니다. (주장할 수도 없습니다). 본건 합병이 모두 민간 분야에 속하는 각 회사의 경영진과 이사회에서 기획 및 승인되었고, 해당 영역에서 한국 정부가 어떠한 역할도 가지고 있지 않다는 것은 객관적인 사실입니다.⁹²⁵ 설사 본건 합병의 목적이 (한국이 어떠한 입장을 가지고 있지 않은) “ 일가”의 경영권 승계 계획을 추진하려는 것이었다는 점은 메이슨이 옳다고 하더라도,⁹²⁶ 메이슨은 한국이 그 당시 승계 계획을 인지하고 있었다거나 본건 합병을 제안함에 있어 어떤 역할을 하였다는 주장을 하고 있지는 않습니다.

485. 이는 본건 합병비율을 포함한 본건 합병 조건에 대하여도 마찬가지입니다. 메이슨은 일가가 “삼성물산을 과도하게 저평가한 비율에 따라 합병하는 방식으로 승계를 구성[하였다]”고 주장합니다.⁹²⁷ 그러나 한국은 위 본건 합병비율을 정함에 있어 어떠한 역할도 하지 않았습니다. 한국이 설명한 것과 같이 한국의 자본시장법은 주권상장법인 간 합병을 규율하고, 합병 발표 이전 특정 기간 동안의 평균증가 (거래량 가중산술)를 기준으로 해당 합병의 합병비율을 정하도록 하고 있습니다.⁹²⁸ 따라서 삼성물산과 제일모직의 본건 합병비율은 두 회사의 경영진 (물론, 이 중에 한국을 포함되지 않음)이 합의한 합병 발표일과 그 이전의 주가의 작용으로 정해진 것입니다.⁹²⁹

⁹²⁵ 대한민국은 삼성물산과 제일모직이 합병하기로 결정한 이유에 관해서는 달리 어떠한 입장을 취하지 않습니다. 다만, 해당 회사들 스스로가 공시자료를 통해 합병으로 인하여 예상되는 이득을 설명하였고, 여기에는 그들의 핵심 건설사업의 강화와 패션 및 식자재 유통사업의 이익을 증대할 시너지가 포함되었음을 지적하는 바입니다. DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항보고서,” 2015. 5. 26., **R-120**, 5-6 면; DART (전자공시시스템) 제일모직 공시자료, “[기재정정] 주요사항보고서,” 2015. 6. 19., **R-157**, 10 면 참조.

⁹²⁶ 수정 청구서면, 제 46 항.

⁹²⁷ 수정 청구서면, 제 46 항.

⁹²⁸ 본 반박서면, 제 79 항; 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1., **R-181**, 제 165조의 4; 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015. 7. 8., **R-191**, 제 176조의 5 제 1 항 제 1 호 (합병 비율을 각 회사의 합병 바로 전 최대 1 개월 동안의 평균 증가를 근거로 계산함).

⁹²⁹ 메이슨을 제외한 일부 삼성물산 주주들은 2016년초 서울지방법원에서 본건 합병 비율의 공정성을 문제 삼았으나, 법원은 본건 합병 비율이 자본시장법상 요건에 부합한다고 보았습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결(**R-242**), 17-19 면 참조. 즉, 한국은 삼성물산 및 제일모직의 합병 비율 산정에 관한 관여한 바 없으나, 한국법에 따라 그 공정성을 문제 삼기를 원한 삼성물산 주주들로 하여금 법원을 통해 문제제기를 할 수 있도록 하였습니다.

486. 메이슨의 주장에 의하더라도, 메이슨이 현재 주장하는 각 손해의 “주된” 또는 “근본적인” 원인은 메이슨이 삼성물산 주주들에게 불리하였다고 주장하는 본건 합병비율에 따라 이루어진 본건 합병이었습니다.

- a) 삼성물산 주식 청구에 관하여, 메이슨은 본건 합병 의결권 행사 전의 삼성물산 주가를 본건 합병의 승인으로 인하여 발생한 표면적 손해와 대조할 비교군으로 사용하는 것을 부정합니다. 이는 바로 2015년 5월 말에 있었던 본건 합병 발표 후 삼성물산 주가 (본건 합병 발표 보도 이후 상승하였음)가 “제일모직이 제안한 합병비율에 의하여 합병이 성사될 가능성을 반영하고 있었기” 때문입니다.⁹³⁰ 메이슨의 주장을 백번 양보하여 수용한다 해도, 본건 합병에 대한 (한국의 행위 때문에 찬성으로 기울게 되었다고 메이슨이 주장하는) 국민연금의 의결권 행사는 본건 합병과 본건 합병비율로 인해 이미 발생한 “가치를 앗아갈 위험”을 “기정사실화”하는 데 일부 영향을 준 것에 지나지 않습니다.⁹³¹
- b) 삼성물산 주식 예비적 청구 및 삼성전자 주식 청구에 관하여, 메이슨은 본건 합병이 승인되지 않았다면 보유하고 있던 삼성물산 및 삼성전자 주식을 매각하지 않았을 것이라고 주장합니다. 위 주장을 인정한다 하더라도, 본질상 삼성물산과 제일모직 양사 주주들의 찬성 또는 반대의 위험이 항상 내재되어 있는 본건 합병이 없었다면 국민연금은 의결권을 행사할 기회조차 없었을 것입니다. 이마저도 90 %에 달하는 다른 삼성물산 의결권 주주들과 함께 행사한 것일 뿐입니다. 기록에서 확인할 수 있듯이 메이슨이 2015년 7월 17일 본건 합병 의결권 행사 몇 주 전부터 삼성물산과 삼성전자 주식을 매각하기 시작하였다는 사실만 보아도 메이슨이 주장하는 손해와 국민연금의 의결권 행사가 연관성이 없다는 것을 더욱 확실히 알 수 있습니다 (이는 아래에서 설명 드립니다).⁹³²
- c) 메이슨은 삼성물산 주식 및 삼성전자 주식 청구에서 서술한 손해의 내용을 바탕으로 본건 업무집행사원이 받을 수 있었던 성과보수 분배

⁹³⁰ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 47 항.

⁹³¹ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 46 항. 이와 같은 이유로 합병 전 삼성물산 주가는 신뢰도가 떨어진다고 보고, 메이슨은 대신 삼성물산 주식 주장의 주위적 주장으로 자신의 2015. 7. 17.자 보유 삼성물산 주식 지분의 “내재가치” 측정을 원용합니다. 대한민국이 제 VI 장 제 B 절에서 설명하는 바와 같이, 그러한 분석은 여러가지 이유로 부적합하며, 이에 주주총회 의결의 즉각적인 효과를 반영하지 못하는 점도 포함됩니다.

⁹³² Dow 보고서, RER-4, 제 79 항, 그림 11; 제 86 항, 그림 13 참조; Mason Capital Master Fund L.P. 삼성전자 주식보유일지, C-31, (메이슨이 2015. 6. 8.부터 자신의 삼성전자 주식을 매각하기 시작하였음을 보여줌); Mason Capital Master Fund L.P. 삼성물산 주식보유일지, C-32 (메이슨이 2015. 6. 26.부터 자신의 삼성물산 주식을 매각하기 시작하였음을 보여주는 부분) 참조.

청구를 도출하고 있습니다.⁹³³ 그러므로, 성과보수 분배 청구에 대하여도 상기 논리가 그대로 적용됩니다.

487. 세 청구 모두에 대하여, 메이슨의 손해의 주된 원인이자 근본적이고 주요한 원인은 본건 합병 및 합병비율입니다. 두 원인사실 중 어느 것도 한국 또는 국민연금의 행위에서 초래된 것이 아닙니다.

3. 메이슨이 자신의 삼성물산 주식 예비적 청구 및 삼성전자 주식 청구로써 주장하는 손해는 그 삼성 주식을 매각하기로 한 자신의 결정의 결과에 불과합니다

488. 메이슨은 “한국은 합병이 진행되도록 함으로써 메이슨이 합병 투표 직후 삼성전자 주식 등 삼성그룹에 대한 모든 지분을 매각하도록 만들었다”고 주장합니다.⁹³⁴ 즉, 메이슨은 본건 합병에 관한 국민연금의 투표에 대한 대응책으로서 자신의 삼성물산 및 삼성전자 주식을 매각하였다고 주장합니다.

489. 두 회사의 지분을 현금화하기로 한 메이슨의 결정은 자신의 손해의 “주된” 및 “근본적인” 원인이자, “개입적” 및 “추월적” 원인입니다. 이로써 메이슨은, “새롭게 시행된 순환출자 관련 규제, 지주회사와 영업회사의 설립을 요구하는 법률 및 재벌 그룹 내 금융 계열사와 비금융 계열사 사이의 관계에 대한 추가 규제와 관련된 가능성” 및 예상되는 정권 교체를 포함하는⁹³⁵ 자신의 투자 논거의 다른 모든 구성요소를 사실상 포기하였습니다.

490. 메이슨이 본건 합병비율을 완전히 인지하고 있으면서도 합병 발표 며칠 후인 2015년 6월 초 삼성물산 주식을 매수하기로 한 결정도 현재 청구하는 손해의 주된 원인입니다. 그 후 2015년 8월 손해를 보며 자신의 삼성물산 주식을 매각한 메이슨은, 전적으로 자신이 입은 손해를 야기하였을 뿐만 아니라, 그 후 해당 주식들의 잠재적 추가상승가능성도 스스로 포기한 것입니다. 메이슨이 투자위원회의 본건 합병 관련 의결권 행사에 대한 심의에 2주 이상 앞선 2015년 6월 26일⁹³⁶ 자신의 삼성물산 주식을 매각한 점은, 메이슨의 삼성물산 주식

⁹³³ 수정 청구서면, 제 246(c)항.

⁹³⁴ 수정 청구서면, 제 255 항.

⁹³⁵ 수정 청구서면, 제 33-34 항.

⁹³⁶ 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련), C-32; Dow 보고서, RER-4, 제 88 항.

예비적 청구의 원인은 메이슨 자신이 내린 의사결정임을 더욱 선명하게 보여줍니다.

491. 메이슨의 삼성전자 주식 청구는 이 점을 보다 명확하게 보여줍니다. 메이슨은 2015년 8월 자신의 모든 삼성전자 주식을 매각하여 취득한 금액과, 2017년 1월에 삼성전자 주식이 도달하였을 가격의 차액을 청구하고 있습니다.⁹³⁷ 메이슨은 2017년 1월 11일 기준 삼성전자 주가를 자신의 “조건적” 삼성전자 주가에 대한 적절한 측정점으로 삼고 있습니다. 그날 삼성전자의 주가는 메이슨의 내부 모델이 (본건 합병 관련 의결권 행사 이전에) 정한 “목표주가”와 일치하였고, 이에 따라 매각을 통해 거래 차익을 실현할 (다만 전적으로 가정적인) 기회를 제공하였습니다.⁹³⁸ 그러나 자신의 삼성물산 보유분과 마찬가지로, 메이슨은 자신의 삼성전자 주식을 2015년 6월 8일부터 매각하기 시작하였는데, 이는 투자위원회의 본건 합병에 관한 심리 (2015년 7월 10일)로부터 몇 주 전이었고, 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사 (2015년 7월 17일)로부터는 그보다도 더 먼 시점이었습니다. 메이슨측 손해산정 전문가인 Duarte-Silva 박사가 작성한 아래 그림 6이 나타내는 바와 같이, 만약 메이슨이 2015년 8월 초까지 자신의 삼성전자 주식을 모두 매각하기로 결정하지 않았더라면, 2017년 1월에 매각함으로써 자신이 현재 청구하는 손해를 완전하게 제거할 수 있었고, 2017년 1월 이후에 해당 주식을 매각하였을 경우 상당한 이익을 얻을 수도 있었습니다.⁹³⁹

⁹³⁷ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 100 항.

⁹³⁸ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 91-92, 100 항.

⁹³⁹ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 그림 6 참조; Dow 보고서, RER-4, 제 262 항 참조 (“Duarte-Silva 박사가 삼성전자 주가가 메이슨의 내재가치 추정치에 도달했다고 판단한 2017년 1월까지 메이슨이 삼성전자 주식보유상태를 유지하지 못할 이유는 없었습니다.”).



그림 6: 2014년부터 2017년까지 삼성전자 주가⁹⁴⁰

492. 메이슨은 국민연금의 의결권 행사에 초점을 맞추므로써, 자신이 삼성물산 주식 예비적 청구 및 삼성전자 주식 청구를 통해 주장하는 손해는 해당 주식을 매각하기로 한 자신의 결정의 직접적인 결과라는 사실을 숨기려 하고 있습니다. 해당 매각 결정이 바로 메이슨이 주장하는 손해의 “최종적이고 직접적인 행위이자 가장 즉각적인 원인”인 것입니다.⁹⁴¹ 해당 결정은 국민연금의 본건 합병에 관한 의결권 행사로부터 동떨어지고 예측 불가능한 전개이고, 해당 의결권 행사 이전에 한국 정부 관계자 및 국민연금 직원들이 행하였다고 주장되는 행위로부터 더욱 동떨어져 있어, 한국의 행위가 메이슨이 주장하는 손해의 상당한 원인이라는 어떠한 주장의 신빙성도 떨어지게 합니다.⁹⁴²

⁹⁴⁰ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 그림 6 참조.

⁹⁴¹ *Robert S. Lauder v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2001. 9. 3., RLA-87, 제 234 항 (“손해와 관련하여 개입적 원인이 존재하지 않았어야 한다. 그러므로 본건의 경우, 청구인은 최종적이고 직접적인 행위이자 가장 근접한 원인인 [비정부기관인] CET 21의 해지가 추월적인 원인이 되어 상당한 원인이 되지 않았음을 보여야 한다.”).

⁹⁴² *Burlington Resources v. Ecuador* 사건의 중재판정부가 판시한 바와 같이, 청구인은 자신이 입은 손해가 “[국가의] 행위로부터 비롯될 것이라고 예측될 수 없는 특이한 일련의 사건으로 인하여 발생하였기 때문에 이를 객관적으로 예측할 수 없는 경우”에는 그 배상을 청구할 수 없습니다. *Burlington Resources Inc. v. Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/08/5, 재심에 대한 결정 및 중재판정, 2017. 2. 7., RLA-164, 제 333 항. 어떠한 견해에 따르더라도, 메이슨이 자신의 삼성 주식을 매각하는 것은 국민연금 투표로부터 객관적으로 예측이 가능한 결과가 아니었습니다.

4. 메이슨이 주장하는 국민연금 절차에 대한 한국의 “침해”행위와 그 손해는 너무나 동떨어져 있습니다.

493. 각 손해 관련 쟁점에서, 메이슨은 국민연금의 합병 찬성 표결의 결과로 손해를 입었고, 국민연금의 합병 찬성 표결은 (메이슨이 주장하는 바에 의하면) 오직 한국이 그 찬성표를 확보하기 위하여 국민연금의 지침을 위반하였기 때문에 발생한 것이라고 주장합니다.⁹⁴³ 국민연금의 의결권 행사(또는 그 의결권 행사를 촉발하였다고 메이슨이 주장하는 기타 행위)가 메이슨의 손해에 주된 또는 근본적인 원인이 아니었다는 사실은 차치하더라도, 메이슨은 법적 인과관계의 요건을 충족시킬 수 없습니다. 메이슨이 주장하는 국민연금 내부 절차에 대한 한국의 “위반” 행위와 손해 사이에 어떠한 유의미한 연관성도 존재하지 않기 때문입니다.⁹⁴⁴
494. ILC 국가책임규정 초안에서 알 수 있듯이, 본 사건에서 특히 의미를 가지는 “근접성” 또는 “상당성”의 구체적 판단척도는 바로, 국제법에 따르면 청구인의 손해가 “위반된 규칙의 목적을 고려할 때 그 규칙의 범주 내에 있지 않은 경우에는 손해와 원인이 근접하지 않다”고 보아야 한다는 것입니다.⁹⁴⁵
495. *Life Insurance Claims* 사건에서 미-독 합동 청구 위원회가 설명하였듯이, 위 국제법상 원칙은 주장된 손해는 반드시 위반된 규칙의 “법적 고려” 범주와 “자연스럽고 일반적인 흐름” 내에 있을 것을 요구하고 있습니다. 그러한 이유로, 위원회는 위 사건의 사실관계에 기반하여 독일이 *Lusitania* 호의 침몰로 인한 인명피해에 대하여 책임이 있을지언정, 사망으로 인하여 보험금을 지불한 미국 생명보험 회사의 손해에 대하여 책임이 있다고 할 수는 없다고 판단하였습니다. 위원회는 “자연인을 침해함에 있어 법적 고려의 측면에서 독일이 자신이 알지

⁹⁴³ 수정 청구서면, 제 50-58 항.

⁹⁴⁴ 수정 청구서면, 제 49, 60, 83, 91, 121, 159, 183-84, 197, 213 항.

⁹⁴⁵ ILC 규정 및 주석 (2001), **CLA-166**, 제 31 조, 주석 10, 92-93 면.

못했던 해당 자연인과 직접적 또는 우회적으로 연결된 계약상 의무까지 침해하였다고 볼 수 없다”라고 실시하였습니다.⁹⁴⁶

496. 메이슨은 “국민연금의 내부통제 절차와 자체 분석에 따르면 국민연금은 합병에 반대했어야” 한다고 주장합니다.⁹⁴⁷ 그러나 메이슨의 손해는 메이슨이 주장하는 한국의 국민연금 절차에 대한 “위반” 행위와 아무런 관련이 없습니다. 메이슨이 한국이 위반했다고 하는 절차, 즉 국민연금 지침은 일련의 실질적, 절차적 보호장치를 강제하고 있고 이는 온전히 연금 수익자의 이익을 위한 것이지⁹⁴⁸, 투자 이익이나 어쩌다 국민연금이 투자한 회사의 주주가 된 다른 투자자들의 주식 가치를 보호하기 위한 것이 아닙니다. *Life Insurance Claims* 사건에서 보험회사들의 경우와 같이, 위와 같은 투자 손해는 국민연금 지침과 같은 규칙들의 “법적 고려”나 “자연스럽고 일반적인 흐름”의 범주에는 전혀 포함되지 않습니다. 위와 같은 직관적으로 당연한 귀결을 인정하듯, 메이슨도 스스로 국민연금의 지침이 “국민연금이 한국의 연금 가입자들의 최대 이익을 위하여 합리적으로 주주권을 행사하도록 정하여졌다”는 점을 명시하고 있습니다.⁹⁴⁹
497. 국민연금이 그 내부 절차에 의하여 다른 펀드 투자자들의 경제적 이익을 보호할 의무를 부담하지 않는 것이 메이슨에게 놀라운 사실도 아닙니다. 한국과 미국 법원 모두, 소수주주가 그 회사 또는 경영에 대해 지배권을 가지고 있는 특수한 상황이 아닌 이상, 소수주주에게 다른 주주들을 위해 특정 방식으로 의결권을 행사할 의무를 부과하고 있지 않습니다.⁹⁵⁰ 국민연금은 삼성물산에 대해

⁹⁴⁶ *Provident Mutual Life Insurance Company and Others (United States) v. Germany (Life Insurance Claims)*, 7 R.I.A.A. 91, 1924. 9. 18., **RLA-61**, 112-13 면.

⁹⁴⁷ 수정 청구서면, 제 52 항.

⁹⁴⁸ 예컨대, 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28.(**C-75** 의 수정 번역본), **R-55**, 제 3 조; 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9.(**C-6** 의 수정 번역본), **R-144**, 제 4 조; 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **R-117**, 제 4 조 제 2 항 및 제 3 항 참조.

⁹⁴⁹ 수정 청구서면, 제 50 항.

⁹⁵⁰ 미국 법원의 경우, 예컨대 *Osofsky v. J. Ray McDermott & Co., Inc.*, 725 F. 2d 1057 (2d Cir. 1984), **RLA-70**, 1060 면 (회사 지분의 49%를 보유한 피고는 “지분이 더” 없는 이상 회사의 주주들에 대한 충실의무가 없고, “실질적 지배 및 통제”에 관한 증거가 없다고 판단함); *In re KKR Financial Holdings LLC Shareholder Litigation*, 101 A.3d 980 (Del. Ch. 2014), **RLA-151**, 993 면 (“이러한 주장들은 [소수주주가] 그 계열사를 통해 [회사]의 일상적 경영을 담당하였다는 점은 입증하고 있다. 그러나 이는 델라웨어주법상 쟁점인, [회사]의 이사회가 주주들에게 합병을 승인 및 권유할지 여부를 자유로이 결정할 수 없을 정도로 [주주]가 [회사]의 이사회를 통제하였는지 여부를 합리적으로 추론될 수 있을 정도로 지지하기에는 부족하다.”).

11.21%의 지분을 가지고 있는 소수주주로서, 그러한 지배권을 가지고 있지 않았습니니다.

498. 결론적으로, 국민연금의 지침이 메이슨의 이익을 고려 대상으로 규정하고 있지 않은 이상, 메이슨은 자신이 주장하는 손해가 지침에 따른 절차의 위반 또는 “침해”의 “범주 내”에 있다는 점을 입증할 수 없습니다.

* * *

한국 법원도 이와 마찬가지로 소수주주가 다른 주주들에 대해 어떤 특정 방식으로 자신의 의결권을 행사할 의무를 부담한다는 점을 인정한 적이 없습니다. 예컨대, 최문희, “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점”, 서울대학교 法學, 2016, 제 57 권 제 2 호, **RLA-185**, 244 면 (한국에서는 소수주주가 회사 또는 다른 주주들에 대한 충실의무를 부담하지 않는 점을 일반적으로 받아들이는 점을 지적하는 부분) 참조.

VII. 메이슨은 손해배상을 청구할 권리가 없습니다.

499. 선결 문제로서, 메이슨은 법적 오류에 기하여 본 사건을 심각하게 과장하고 있습니다. 즉, 본건 유한책임사원 (케이만 제도 법인으로서 협정의 보호대상이 아니며 본 중재절차에 대한 당사자적격이 없는)이 입은 손해를 본건 업무집행사원 (델라웨어주 법인이자 본 중재절차의 청구인)의 것으로 돌리고 있습니다. 본안 전 이의제기 절차에서 한국이 상세히 설명한 바와 같이, 협정에 따르면 메이슨은 자신이 수익적 이해관계를 갖지 않는 투자로 인한 손해의 배상은 청구하지 못합니다. 만약 중재판정부가 위 협정상의 제한에 대한 한국의 주장을 받아들인다면, 메이슨이 주장할 수 있는 총 손해액은 약 미화 1 억 9,250 만 달러에서 미화 약 7,000 만 달러로 반 이상 줄어듭니다.⁹⁵¹ 위 금액은 (i) 본건 국내 펀드 (본 중재 청구인)가 입었다고 주장하는 손해와 (ii) 본건 업무집행사원이 “성과보수 분배 손실”을 이유로 입었다고 주장하는 미화 110 만 달러의 손해를 합한 것입니다.⁹⁵²

500. 손해에 관한 메이슨의 나머지 주장에도 추가적으로 몇 가지의 법적 및 사실적인 문제가 있습니다. 메이슨은 자신의 손해를 입증하고 산정할 책임이 있습니다.⁹⁵³ 이란-미국 배상재판소가 판시한 바와 같이, “국가책임법상 가장 잘 확립된 법리 중 하나는, 추측에 기반하거나 또는 불확실한 손해를 배상할 수 없다는

⁹⁵¹ Dow 보고서, **RER-4**, 표 2. 미화 1 억 9,250 만 달러는 메이슨이 자신의 삼성물산 및 삼성전자 주식을 청구 금액 (미화 1 억 9,140 만 달러)에, 이에 메이슨이 본건 업무집행사원의 성과보수 분배금 주장을 위해 “추가로 또는 예비적으로” 청구하는 미화 약 110 만 달러를 더하고, 위 각 주장에 대하여 메이슨이 청구하는 이자를 제외한 금액입니다. 수정 청구서면, 제 269(b), (e)항; Dow 보고서, **RER-4**, 표 2 참조. 중재판정부가 협정의 한계에 관한 한국의 주장을 받아들인다면, 메이슨의 주장은 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구 중 국내 펀드의 상당 부분(미화 6,880 만 달러)으로 줄어들며, 본건 업무집행사원의 성과보수 분배금 주장도 이에 따라 줄어듭니다. Dow 보고서, **RER-4**, 표 2.

⁹⁵² 수정 청구서면, 제 246(c)항.

⁹⁵³ *Hrvatska Elektroprivreda d.d.v. Republic of Slovenia*, ICSID 사건번호 ARB/05/24, 중재판정, 2015. 12. 17., **RLA-194**, 제 175 항 (“관련 쟁점을 검토하기에 앞서, 중재판정부는 자신이 손해를 입었음을 입증할 책임은 청구인이 부담함을 상기한다. 요구되는 입증의 정도는 개연성의 비교형량이며, 손해액은 추측에 기반하거나 불확실하면 안 된다.”); *Gemplus, S.A., SLP, S.A. and Gemplus Industrial, S.A. de C.V. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/3 및 ARB(AF)/04/4, 중재판정, 2010. 6. 16. (“**Gemplus v. Mexico**”), **CLA-114**, 제 12-56 항 (“국제법 및 BIT 에 의하면, 청구인들은 자신들의 배상청구의 기반인 손해를 입증할 책임을 부담한다.”).

것”⁹⁵⁴입니다. 이 원칙은 여러 투자중재 관정부에 의해 적용된 바 있습니다.⁹⁵⁵ 주장된 손해가 “지나치게 불확실하거나 추측에 기반하거나 달리 입증되지 않다고 판단되는 경우, 중재판정부는 설령 피청구국의 책임이 인정되더라도 청구를 기각해야” 합니다.⁹⁵⁶

501. 손해에 관한 메이슨의 주장은 대담하다고 할 정도로 추측에만 기반하고 있습니다. 메이슨의 전문가 Tiago Duarte-Silva 박사 (“**Duarte-Silva 보고서**”) 및 Daniel Wolfenzon 교수 (“**Wolfenzon 보고서**”)가 보고서에서 제시하는 손해이론을 원용하면서,⁹⁵⁷ 메이슨은 (한국으로부터 어떠한 압력도 받지 않은 상태에서) 자신의 주식을 매각하기로 결정함으로써 투자의 위험과 이익을 포기하였음에도 불구하고, 자신의 삼성물산 및 삼성전자 주식가치의 가정적인 미래 상승분을 배상할 것을 한국에 요구하고 있습니다.⁹⁵⁸ 메이슨은 (자신이 2015 년 8 월에

⁹⁵⁴ *Amoco International Finance Corp. v. Government of Iran*, Iran-US Tribunal, 사건번호 310-56-3, 중간중재판정, 1987. 7. 14., **RLA-186**, 제 238 항.

⁹⁵⁵ 예컨대, *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/98/4, 중재판정, 2000. 12. 8., **RLA-86**, 제 123 항 (“그러한 청구에 근거한 판정은 지나치게 추측에 기반한 것이기 때문에” 일실이익에 대한 배상청구를 기각함); *Mohammad Ammar al-Bahloul v. The Republic of Tajikistan*, SCC 사건번호 V (064/2008), 최종중재판정, 2010. 6. 8., **RLA-124**, 제 39 항 (“손해의 산정은 짐작이나 추측에 근거해서는 안 된다.”); *BG Group Plc. v. The Republic of Argentina*, UNCITRAL, 최종중재판정, 2007. 12. 24., **CLA-94**, 제 428 항 (“‘지나치게... 불확실하여 산정할 수 없는’ 손해는 배제한다.”) (*Trail Smelter* 사건 (*United States v. Canada*), 3 R.I.A.A. 1905, 1938.4.16.) 인용, **RLA-66**, (원문 강조) 참조.

⁹⁵⁶ *Gemplus v. Mexico*, **CLA-114**, 제 12-56 항. *BG Group Plc. v. Republic of Argentina*, UNCITRAL, 중재판정, 2007. 12. 24., **CLA-94**, 제 428 항 참조 (“‘산정하기에 지나치게 간접적이거나, 근접하지 않거나, 불확실한’ 손해는 제외한다. 이 원칙에 따라, 중재판정부는 추측성 손해를 배상토록 하는 판정은 ILC 초안 규정상 ‘전보배상’에도 동일하게 위배되는 점도 지적하여 둔다.”) (강조 추가).

⁹⁵⁷ Duarte-Silva 보고서는 3 가지 손해 관련 쟁점 (삼성물산 주식 청구, 삼성전자 주식 청구 및 성과보수 분배 청구)별로 메이슨이 청구하는 손해액을 산정하는 방법 (여러 추상적인 가정 포함)을 설명합니다. Wolfenzon 보고서는 별도의 손해산정액을 제시하지는 않고, Duarte-Silva 박사의 “가치합산(Sum of the Parts)” (“**SOTP**”) 방식을 검증함으로써 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 지분의 가치를 산정한다는 취지입니다.

⁹⁵⁸ 메이슨은 2015. 8. 말 자신의 삼성물산 및 삼성전자 지분을 모두 매각하였습니다. 본 반박서면, 제 111 항 참조. Duarte-Silva 박사에게 의하면, 메이슨은 자신의 삼성물산 주식을 매각함으로써 미화 1 억 4,850 만 달러를 취득하였고, 삼성전자 주식을 매각함으로써 미화 8,400 만 달러를 취득하였습니다. Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 표 9 및 10. 그러나 메이슨이 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구와 관련하여 제시하는 손해 관련 이론은, 메이슨이 주식 매각금을 다른 곳에 투자하여 현재 주장하는 손해를 줄일 기회가 있었던 점을 간과하고 있습니다. 예를 들어, 메이슨은 삼성물산 주식의 매각금을, 소위 “내재가치”가 동일하게 저평가된 다른 몇몇의 한국 기업에 투자할 수 있었습니다. Dow 보고서, **RER-4**, 제 263 항 참조. 삼성전자 주식과 관련하여, Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 메이슨은 적어도 삼성전자 주가가 자신의 “목표주가”를 넘은 2017. 1.까지 자신의 주식을 매각하지 않았음으로써 현재 주장하는 손해 전체를 피할 수 있었습니다. 동 제 264 항.

매각하지 않았더라면 향유하였을) 자신의 삼성물산 및 삼성전자 주식의 가정적인 상승분을 어떤 객관적인 수치 (예컨대, 삼성물산 및 삼성전자 주식의 실제 거래가)가 아닌, 시장이 메이슨의 각 회사의 “내재가치” 측정을 반영 하였다면 그 주식의 거래가였어야 한다고 주장하는 가격과 비교하고 있습니다.

502. 메이슨은 손해에 관한 자신의 입증책임을 충족하지 못하였습니다. 경제이론이나 본건 사실관계에서, 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대해 (실제 주가에 반영된 그대로) 주식시장이 매긴 실제 가격 대신, 전적으로 주관적이고 불확실한 “내재가치” 측정을 택할 합리적인 근거는 찾아볼 수 없습니다. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 이러한 오류에 대한 수정사항을 반영하고 시장에서 정해진 삼성물산 및 삼성전자의 주가에 따른 “조건적” 비교를 적용하면, 메이슨은 메이슨이 주장하는 한국의 행위는 물론이거니와 본건 합병이 자신에게 어떠한 손해를 입혔다는 점을 입증하지 못했습니다.⁹⁵⁹ 이는 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에 대한 완전한 반박이며, 이에 따르면 손해액의 합은 0입니다. 또한, 이에 따르면 메이슨의 성과보수 분배 청구에 따른 손해액도 0이 됩니다. 성과보수 분배 청구에 따른 손해액은 메이슨이 주장하는 삼성물산 및 삼성전자 보유 지분과 관련된 손해액으로부터 비롯되기 때문입니다.

503. 메이슨의 손해 분석 및 그 증거들의 결점은 한국의 손해산정 전문가이자 저명한 런던 비즈니스 스쿨 (London Business School) 경제학 교수인 James Dow 교수가 작성한 보고서에 자세히 기술되어 있습니다. 메이슨의 손해배상 청구의 결점들을 아래에서 간단히 설명하도록 하겠습니다.

A. 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구는 본건 업무집행사원이 본건 유한책임사원의 손해를 자신의 손해라고 주장할 수 없다는 점에서 심각하게 과장되어 있습니다

⁹⁵⁹ 메이슨은 자신이 주장하는 한국 또는 (메이슨이 한국에게 귀속되어야 한다고 주장하는) 국민연금의 행위가 없었다면 본건 합병이 승인되지 않았을 것이라고 가정합니다. 이에 따르면 메이슨의 손해 주장은 인과관계와 관련하여 꽤 상당한 가정에 근거하고 있습니다. 한국이 제 VI 장 제 B 절 제 2 관에서 설명한 바와 같이, 삼성물산의 나머지 90% 주주들의 의결권을 포함하여 본건 합병 투표의 결과와 관련된 불확실하고 불확정적인 요소의 수를 감안하면, 이러한 가정은 타당하지 않습니다.

504. 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에서 눈에 띄는 것은, 본건 업무집행사원이 입었다고 주장되는 경제적 손해에 관해서는 침묵하고 있다는 것입니다. 메이슨이 이들 주장에 따라 청구하는 미화 1억 9,140만 달러 (이자 제외) 중, 미화 약 1억 2,260만 달러는 메이슨이 업무집행사원이 케이만 펀드의 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대한 그 “법적 소유권” 또는 “지배”에 따라 입었다고 주장하는 손해에 관한 것입니다.⁹⁶⁰
505. 본 중재 본안 전 이의제기절차에서, 당사자들은 협정상 메이슨이 수익적 이해관계를 갖지 않는 투자로 인한 손해 회복을 구하는 것이 금지되는지 여부에 관하여 상세히 설명한 바 있습니다. 중재판정부는 위 쟁점에 대한 판단은 유보하였으나, 본건 업무집행사원이 본건 유한책임사원으로부터 본건 파트너십 계약에 따라 부여받은 “성과보수 분배”에 대한 수익적 이해관계만으로도 충분히 협정상 청구인으로서의 당사자 적격이 있다고 판단하였습니다.⁹⁶¹ 그러나 중재판정부는 본건 업무집행사원의 성과보수 분배에 관한 권리의 범위가 (본건 유한책임사원의 케이만 펀드 지분을 통해) 케이만에 설립된 본건 유한책임사원으로부터 본건 업무집행사원이 수탁 받은 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대한 수익적 이해관계 체에 해당하는지는 판단하지 않았습니다.⁹⁶²
506. 한국이 아래에서 설명하는 바와 같이, 손해산정에 있어 케이만 펀드의 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대한 업무집행사원의 수익적 이해관계는 그 경제적 이익과 범위가 동일합니다. 이는 단지 케이만 펀드의 총체적 경제적 성과에 따라 (과거 성과 포함), 해당 주식에 대한 유한책임사원의 수익 중 20%까지를 취득할 수 있는

⁹⁶⁰ 수정 청구서면, 제 42, 108 항; Dow 보고서, RER-4, 표 2.

⁹⁶¹ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 171-83 항. 중재판정부는 “업무집행사원의 청구가 자신의 손실에 대한 것인지 또는 유한책임사원을 대리하여 청구하는 것과 마찬가지로인지에 관한 문제는 절차의 추후 단계로 그 결정을 유보”하며, 본건 업무집행사원의 제 3 자 손해에 관한 결정은 여전히 “삼성주식 전부에 대한 책임 및 금액 산정에 관한 쟁점”에 대한 해결을 필요로 한다는 점을 지적하였습니다. 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 281-82 항. Mason Capital Master Fund, L.P., 2 차 수정 및 제작성된 파트너십 계약, 2013. 1. 30. (“본건 파트너십 계약”), C-30 참조.

⁹⁶² 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 183 항.

불확정적인 권리에 불과합니다. 메이슨의 주장에 의하더라도, 이는 미화 110 만 달러, 즉 성과보수 분배 청구액에 지나지 않습니다.⁹⁶³

1. **협정 및 국제법에 따르면, 본건 업무집행사원은 자신의 케이만 소재 유한책임사원이 입은 경제적 손해액을 청구할 수 없습니다**

507. 한국은 본 중재의 본안 전 이의제기절차에서 제출한 서면에서, 협정에 따르면 본건 업무집행사원이 본건 유한책임사원을 대신하여 손해배상청구를 할 수 없다는 주장에 관한 근거를 설명한 바 있습니다.⁹⁶⁴ 한국은 여기서 이러한 주장을 자세하게 반복하지는 않고, 아래와 같이 간략하게 요지를 설명 드립니다.

508. 협정 제 11.6.1 조에 따라 청구인은 제 3 자를 대신하여 손해를 청구하는 것이 금지되어 있습니다. 협약의 자세한 내용은 다음과 같습니다.

분쟁당사자가 투자분쟁이 협의 및 협상을 통하여 해결될 수 없다고 판단하는 경우

가. 청구인은, 자기자신을 위하여, 다음의 청구를 이 절차에 따른 중재에 제기할 수 있다.

1) 피청구국이 다음 [협약 중 ‘투자’의 장(章)]을 위반하였다는 것 ... 그리고

2) 청구인이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것, 그리고

나. 청구인은, 자신이 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 법인인 피청구국의 기업을 대신하여, 다음의 청구를 이 절차에 따른 중재에 제기할 수 있다.

1) 피청구국이 다음[협약 중 ‘투자’의 장(章)]을 위반하였다는 것 ... 그리고

2) 그기업이 ... 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것⁹⁶⁵

⁹⁶³ 이자를 포함하면 메이슨의 성과보수 분배 청구 상 손해액은 미화 120 만 달러입니다. Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 108-09 항, 표 12 참조.

⁹⁶⁴ 피청구국의 본안전 이의제기 서면, 제 11-19 항, 그 중 *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소결정, 2015. 11. 2. (“*Occidental* 취소 결정”), RLA-21, 제 262 항 및 *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 관한 결정, 2005. 4. 22. (“*Impregilo v. Pakistan*”), CLA-69, 제 144-52 항 참조.

⁹⁶⁵ 협약, CLA-23, 제 11.16.1 조(강조 추가)

509. 가.항 세부 내용의 일반적 의미는 청구인의 청구를 “자기 자신을 위하여”, 즉 청구인이 “입은 손실 또는 손해”에 대한 것으로 제한하는 것입니다.⁹⁶⁶ 청구인이 제 3자가 입은 손실의 배상을 구하는 것이라면 이는 청구인이 “자신을 위하여” 제기한 청구가 아닐 것입니다.⁹⁶⁷ 제 11.16.1 조 나목 (본 사건에 적용되는 조항은 아닙니다만)에서는 그 제 3자가 청구인이 소유하거나 지배하는 피청구국의 기업인 경우에만 유일하게 제 3자를 위하여 청구를 제기할 수 있도록 정하고 있습니다.
510. 제 11.16.1 조는 수익적 이해관계자에게만 당사자적격과 청구권을 인정한다는 국제법상의 일반적인 원칙을 내포하고 있습니다. 이 원칙은 *Occidental v. Ecuador* 사건에서 취소위원회가 “국제법상 당사자적격과 청구권은 수익적 이해관계를 가진 자에게 있다”는 “이론의 여지가 없는” 원칙을 근거로 결정을 내림으로써 가장 대표적으로 인정된 바 있습니다.⁹⁶⁸

수익적 소유권에 관한 입장은 국제투자법의 보다 일반적인 원칙을 반영한다. 청구인은 자신의 이익을 위한 자신의 청구만을 제출할 수 있고, 관련 조약에 의해 보호되지 않는 제 3자를 위하여 지정인, 대리인 등으로서 청구를 제출할 수는 없다. 중재판정부가 관련 조약에 따라 보호대상이 아닌 투자에 대하여 제 3자에게 배상을 명하면, 이는 판정부의 관할을 벗어난 것이라 할 것이다.⁹⁶⁹

511. *Occidental v. Ecuador* 사건에서 중재판정 취소위원회가 한 결정은 절대 이례적인 것이 아닙니다. 오히려, 해당 쟁점에 대한 지배적인 학설을 확인한 것에 불과합니다. 이와 같은 사실은 *Impregilo v. Pakistan*, *Blue Bank v. Venezuela*, *Zhinvali v. Georgia*, *PSEG v. Turkey*, *Mihaly v. Sri Lanka*, *Khan Resources v.*

⁹⁶⁶ 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 답변, 제 65-70 항 참조.

⁹⁶⁷ NAFTA의 유사한 협약 조항에 관한 판례는 제 11.16.1 조에 대한 한국의 해석을 뒷받침합니다. 예컨대, *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 손해 관련 판정, 2002. 5. 31., **RLA-30**, 제 80 항 (중재판정부는 제 1116 조에 따라 청구를 제기하는 청구인은 “자신의 이해관계에 대한 손실 또는 손해가 발생”한 점을 입증하여야 한다고 판시) 참조. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 답변, 제 71 항, 각주 149 (협약 당사국이 제 3국과 체결한 조약은 보충적인 해석 수단으로 취급되는 점을 지적하는 부분), 제 74 항 (*S.D. Myers v. Canada* 및 *Pope & Talbot v. Canada* 사건에서 미국의 비분쟁당사국 제출 서면도 한국의 입장과 동일함을 지적하는 부분) 참조.

⁹⁶⁸ *Occidental* 취소 결정, **RLA-21**, 제 262 항.

⁹⁶⁹ *Occidental* 취소 결정, **RLA-21**, 제 262 항 (강조 추가).

Mongolia 와 같은 다른 수많은 투자 중재판정에서 청구권자는 오직 자신의 수익적 이해관계에 대한 손실만을 주장할 수 있다는 국제법상 일반 원칙을 적용하여 판단한 것으로도 알 수 있습니다.⁹⁷⁰

512. 본 사건 본안 전 이의제기 절차에서, 메이슨은 국제법상 위와 같은 일반 원칙이 존재하지 않는다고 주장하기 위하여 *Saba Fakes v. Turkey, Von Pezold v. Zimbabwe*, 그리고 *Flemingo v. Poland* 결정을 주로 인용하였습니다.⁹⁷¹ 그러나 한국이 증명한 것과 같이, 위 각 사건들은 주요한 사실관계에 있어서 본 사건과 구별되며, 위 결정들 모두 청구권자는 오직 자신의 수익적 이해관계 범위 안에서 손실을 주장할 수 있다는 국제법상 일반 원칙을 부정하고 있다고 볼 수는 없습니다.⁹⁷²

⁹⁷⁰ *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan* (II), ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할에 관한 결정, 2005. 4. 22., **RLA-6**, 제 136-39 항, 제 144-53 항 (중재판정부는 “[비법인 합작회사] 또는 [청구인의] 합작 파트너들은 관련 조약에서 보호받는 투자자가 아니므로, 이들을 위한 청구 또는 그들이 입은 손해와 관련해서는 관할권이 없다”고 판시); *Blue Bank International & Trust (Barbados) Ltd. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB 12/20, 중재판정, 2017. 4. 26., **RLA-23**, 제 163, 172 항 (청구인은 “수탁자로서...최종적으로 제 3 자의 이익을 위해” 투자하였으므로, 투자를 “하지” 않았다고 판단한 부분); *Zhinvali Development Ltd. v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/00/1, 중재판정, 2003. 1. 24., **RLA-4**, 제 395, 405 항 (청구인은 “자신의 세 주주를 위해 청구할 권리가 없고” 청구인은 “본건에서 주장하는 모든 청구가 [청구인] 자신을 위한 것임을 입증해야 한다”고 판시하고, 청구인의 주주들이 입은 손해에 관한 청구인의 주장을 기각한 부분); *PSEG Global Inc. et al. v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/02/5, 중재판정, 2007. 1. 19., **RLA-7**, 제 325 항 (“관할권에 포함되지 않는 투자 또는 실체들이 지출한 비용에 관해서는, 설령 청구인들을 위하여 이루어졌다고 하더라도” 이를 배상하도록 판정할 수 없다고 판단한 부분); *Mihaly International Corporation v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, ICSID 사건번호 ARB/00/2, 중재판정, 2002. 3. 15., **RLA-3**, 제 24-26 항 (미국-스리랑카 BIT 에 따라 미국 회사는 자신의 권리만을 행사할 수 있고, 캐나다 파트너의 권리를 행사할 수는 없다고 판시한 부분); *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. and CAUC Holding Company Ltd. v. Government of Mongolia and Monatom Co., Ltd.*, PCA 사건번호 2011-09, 본안에 관한 중재판정, 2015. 3. 2., **RLA-50**, 제 388 항 (자신이 75% 소유권 지분을 보유한 투자로부터 발생한 손해의 100%를 청구할 권리가 있다는 청구인의 주장을 기각하며, “청구인은 자신이 실제로 입은 손해를 청구할 권리가 있고, 중재판정부의 관할권이 인정되지 않는 제 3 자가 입은 손해를 청구할 수 없다. 이러한 근본적인 원칙에 대해서는, 조약에 명시적으로 이에 반하는 문구가 있는 경우에만 달리 판단할 수 있다”고 판시한 부분). 또한, 한국은 최근 ICSID *ad hoc* 취소위원회가 (비공개 결정에서), 바베이도스-베네수엘라 양자투자협정은 수탁자가 자신의 신탁자의 투자에 관한 피해를 주장하는 것을 금지한다는 중재판정부의 판단을 포함하는 청구인의 불복에도 불구하고 판정에 대한 취소신청을 기각하였음을 지적하여 둡니다. Lisa Bohmer, *Blue Bank v. Venezuela Ad Hoc Committee Upholds Finding That A Trustee Did Not Qualify As Investor Since It Merely Managed The Trust’s Assets*, INVESTMENT ARBITRATION REPORTER, 2020. 9. 11., **RLA-183** 참조.

⁹⁷¹ 청구인의 본안전 이의제기에 대한 반박서면, 제 75, 88 항; 청구인의 본안전 이의제기에 대한 재반박서면, 제 20 항, 각주 14, 109 참조.

⁹⁷² 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 답변서, 제 89 항, *Saba Fakes v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010. 7. 14., **CLA-40** 를 논의하는 부분 (청구인이 투자에 의미 있는 기여를 하지 않아 관할이 없다고 판단하고, 수익적 소유권에 대해서는 지나가며 ICSID 협약 및 네덜란드-터키 BIT 와 관련하여 논하였으나 본건에는 적용되지 않음); 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 답변서, 제 96(e)항,

2. 메이슨은 성과보수 분배에 관한 권리 외에 보호가치 있는 수익적 이해관계가 있다는 점을 입증하지 못하였습니다.

513. 손해에 대한 메이슨의 주장은 본안전 이의제기 절차에서 당사자와 중재판정부가 많은 시간을 할애한 본건 업무집행사원의 법적, 수익적 이해관계를 구분하여 분석하려는 노력조차 하지 않고 있습니다. 오히려, 메이슨은 이 쟁점을 고작해야 본안에 대한 첫인상의 문제로 치부하려고 하고 있습니다.

514. 이미 언급한 바와 같이, 중재판정부는 본안 전 이의제기에 대한 결정에서 본건 파트너십 계약 조건에 따라 본건 업무집행사원에게 부여되는 “성과보수 분배”에 대한 수익적 이해관계가 협정상 청구인으로서의 당사자적격을 부여하기에 충분하다고 판단한 바 있습니다.⁹⁷³ 반면 중재판정부는 본건 업무집행사원이 케이만 펀드의 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대하여 성과보수 분배 이상의 수익적 이해관계를 가지는지 여부에 대하여는 판단을 유보하고,⁹⁷⁴ 다만 가능한 수익적 이해관계의 범위에 관하여 다음의 두 가지 중요한 사실을 확인하였습니다.

- a) 케이만 펀드 파트너십 자산에 대한 “불가분성”의 개념이 파트너십 자산에 대한 본건 업무집행사원의 수익적 이해관계에까지 영향을 미치지 않는⁹⁷⁵.
- b) 본건 업무집행사원의 케이만 펀드 파트너십 자산에 대한 수익적 이해관계가 이론상 본건 업무집행사원의 자본금계정과 자본 기여를 기준으로 결정될 수 있다 하더라도, 본건 업무집행사원은 케이만 펀드에 어떠한 금전적 기여를 한 적이 없으므로 (자본금계정에도 금원이

Bernhard von Pezold and Others v. Republic of Zimbabwe, ICSID 사건번호 ARB/10/15, 중재판정, 2015. 7. 28., **CLA-27**, 제 838(d), 839 항 (“실제로 [청구인들에게] 귀속되는 [자산] 가치의 부분을 정확하게 도출”하는 것에 실패하였음을 이유로 청구인들을 비판하고, 청구인들이 자산의 일부를 소유 (나머지는 제 3 자들이 소유)함에 따라 손해배상액을 감액함) 및 *Flemingo DutyFree Shop Private Limited v. Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016. 8. 12., **CLA-68**, 제 331, 333, 334-36 항 (“일련의 주주들”이 있는 “지배구조상 중간지주회사”도 인도-폴란드 BIT 상 ‘투자자’에 해당하나, 관할이 인정되기 위해서는 청구에 대한 수익적 이해관계가 요구된다고 판시)을 논의하는 부분.

⁹⁷³ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 171-83 항.

⁹⁷⁴ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 183 항.

⁹⁷⁵ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 184-85 항.

들어있지 않았음) 위 사실이 본건 업무집행사원의 지위를 정하는데 영향을 주지 않음.⁹⁷⁶

515. 메이슨은 수치화는커녕 본건 업무집행사원이 성과보수 분배 외에 어떤 수익적 이해관계를 가지는지 밝히려는 노력조차 하고 있지 않습니다. 이는 수익적 이해관계가 성과보수 분배로 한정된다는 점을 인정하는 것으로 밖에 볼 수 없습니다.⁹⁷⁷ 결과적으로 성과보수 분배에 대한 메이슨의 산정치만이 본건 업무집행사원이 케이만 펀드의 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대하여 가지는 수익적 이해관계에 대한 유일한 주장이자 증거인 것입니다. 메이슨이 이제 와서야 더 폭넓은 해석을 제시하는 것은 허용되어서는 안됩니다.
516. 메이슨은 한국의 협정 위반으로 인하여 손실을 입었다고 주장하는 성과보수 분배 가치를 산정하였습니다.⁹⁷⁸ 그 가치, 즉 성과보수 분배 청구액은 미화 110만 달러입니다. 한국은 아래 제 VII 장 제 D 절에서 위 청구의 결점을 지적하도록 하겠습니다. 특히, 중재판정부도 주지하다시피, 메이슨의 권리는 어떤 관점에서 보아도 불확정적인 조건부 권리에 불과합니다. 관련하여 본건 파트너십 계약 제 4.06 조의 내용을 살펴보면 다음과 같습니다.

각 회계연도 말 각 유한책임사원의 자본금 계정에 대하여, 다음 금액의 20%를 업무집행사원의 자본금 계정에 성과보수로 분배한다: ... (i) 당해 유한책임사원의 자본금 계정에 사전 분배된 누적 순이익에서 [유한책임사원이 지급 또는 부담한 운용수수료 및 비용을 차감] (ii) 당해 회계연도 말 당해 자본금 계정에 대한 [누적미회복순손실]이 존재하는 경우 그 금액과 위 (i)의 차액.⁹⁷⁹

517. 따라서, 중재판정부가 본건 업무집행사원이 제 3 자 (본건 유한책임사원)를 대신하여 청구를 제기할 수 없다는 한국의 주장을 인정하는 경우, 메이슨의

⁹⁷⁶ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 181 항. 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 201:22-202:16 면 참조 (메이슨의 CFO Derek Satzinger 가 본건 업무집행사원의 자산계좌에 있는 자금이 “반올림 오류”라고 설명하는 부분).

⁹⁷⁷ 수정 청구서면, 제 257-59 항.

⁹⁷⁸ Satzinger 제 3 차 증인진술서, CWS-6, 제 9-16 항 참조.

⁹⁷⁹ 본건 파트너십 계약, C-30, 제 4.06(b)조. 관련 부분을 인용하면, “누적미회복순손실”은 다음과 같이 설명됩니다. “최초 출자 시를 기준으로 자본금 계정의 누적미회복순손실은 0 이다. 누적미회복순손실은 회계연도의 자본금 계정에...누적순손실이 분배된 경우 해당 금액만큼 증가하며...누적순이익이 분배된 경우 해당 금액만큼 (단, 0 보다 큰 금액까지) 감소한다.” 유한책임사원간계약, C-30, 제 4.06(c)조.

삼성물산 및 삼성전자 주식 관련 청구금액은 본건 국내 펀드의 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대한 수익적 이해관계 범위로 현저히 감소합니다. 그렇다면 본 중재에서 업무집행사원이 할 수 있는 청구는 성과보수 분배 청구로 제한됩니다.

B. 손해 관련 쟁점 1: 메이슨의 삼성물산 주식 청구

518. 삼성물산 주식과 관련하여, 메이슨은 (1) 2015년 7월 17일 (본건 합병 관련 표결일) 기준 메이슨이 보유한 삼성물산 지분의 “내재가치”와 (2) 2015년 7월 17일 장 마감 시 메이슨이 보유한 삼성물산 지분의 “실제 가치”의 차액인 미화 1억 4,720만 달러를 손해액으로 청구하고 있습니다.
519. “내재가치”를 판단하기 위하여, 메이슨측 손해산정 전문가인 Duarte-Silva 박사는 “가치합산”(“SOTP”) 분석을 진행하였습니다. 즉, 삼성물산의 “핵심사업”과 보유하고 있던 상장 및 비상장기업 지분의 가치를 주관적으로 평가하여 합산하고, 그 합산액을 기준으로 메이슨이 삼성물산에 가지고 있던 주식 지분율에 비례하여 메이슨이 주장하는 이익액을 도출하였습니다.⁹⁸⁰ 반면, 삼성물산 주식 지분의 “실제가치” 기준점을 판단함에 있어서는 위와 같은 노력을 들이지 않고, 대신 2015년 7월 17일에 가지고 있던 삼성물산 주식 수와 시장가격을 변수로 하는 함수를 통해 그 가치를 평가하였습니다.⁹⁸¹ 아래에서 한국이 설명하는 것과 같이, 위와 같은 SOTP 분석에 내재하는 주관성과 자의성은 그들의 삼성물산 주식 청구의 본질을 그대로 드러냅니다. 다시 말해, 메이슨의 삼성물산 주식 관련 청구는 존재하지 않는 손해를 만들어내기 위한 시도에 불과합니다.

1. 메이슨의 “내재가치” 이론은 정당하지 않고, 추정에 불과하며 근거 없는 가정으로 점철되어 있습니다

520. 본건 당사자들은 메이슨의 삼성물산 투자에 대한 손해산정을 위하여는 그들이 투자 가치를 훼손하였다고 주장하는 행위가 없었을 때, 그리고 해당 행위가

⁹⁸⁰ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 28, 29-38, 61, 63-71 항, 표 4, 5, 6.

⁹⁸¹ Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 53-55 항.

발생한 이후의 각 “공정시장가치”를 확인해야 한다는 데 동의합니다.⁹⁸² 그러나 그 분석의 목적에 비추어 볼 때, 무엇이 “공정시장가치”를 구성하지에 대하여는 당사자들 간 이견이 존재합니다.⁹⁸³

521. 메이슨측 손해산정 전문가는 본건 합병 관련 의결권 행사 이전의 삼성물산 주가는 공정시장가치를 산정하기에 적절한 지표가 아니라는 전제하에 손해산정을 “내재가치” 분석에 의존합니다. 본건 합병비율로 인하여 (메이슨의 주장에 의하면) “잠재적으로 삼성물산 주주들의 이익이 제일모직으로 이전될 위험”이 이미 주가에 반영되어 있었다는 것이 그 이유입니다.⁹⁸⁴
522. Dow 교수가 그의 보고서에서 설명하는 바와 같이, 증거와 경제 논리 측면에서 공개되고 경쟁적인 시장에서 자유롭게 거래되는 자산의 “공정시장가치”를 “내재가치”와 동등하게 간주할 수는 없습니다.⁹⁸⁵ 삼성물산의 “내재가치”에 근거해 추론해내는 메이슨의 “조건적” 가치평가는 다음의 두 가지 이유로 타당하지 않습니다.
- a) 첫째, 삼성물산과 같이 (그리고 Dow 교수가 독립된 테스트 방법으로 확인한 것처럼) 회사의 주식이 능동적이며 유동적, 효율적인 시장에서 거래되는 경우 그 시장가격이 주식 가치를 판단함에 있어 보다 신뢰할 수 있는 기준이며, 더 추측성이 짙은 방법을 통해 가치를 가늠하는 것은 불필요할 뿐만 아니라 정당화될 수 없습니다.⁹⁸⁶ 이러한 상식적인 결론은 다수의 투자법 전문가 및 중재판정부가 확인한 바 있습니다.⁹⁸⁷

⁹⁸² 수정 청구서면, 제 248-49 항; Dow 보고서, **RER-4**, 제 40, 168 항 참조.

⁹⁸³ 수정 청구서면, 제 251 항 (Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 17-44 항 인용 부분) 및 Dow 보고서, **RER-4**, 제 21, 40, 168, 243-44 항을 비교하여 주시기 바랍니다.

⁹⁸⁴ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 46, 49-51 항.

⁹⁸⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 제 167-68 항.

⁹⁸⁶ Dow 보고서, **RER-4**, 제 23, 114-23, 167, 216 항.

⁹⁸⁷ Josefa Sicard-Mirabal 및 Yves Derains, *Introduction to Investor-State Arbitration*, 2018, **RLA-166**, 213-36, 225 면 (“시장 가치는 자산 가치를 산정하기 위하여 주가, 기존 거래 및 청약 등 시장 데이터에 근거하는 객관적인 방법이다”); Irmgard Marboe, *Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law*, 5.16, Oxford University Press, 2012, **RLA-163**, (“투자자가 소수주주에 불과할 경우, 손해액 산정에 있어 주가는 현실적인 기준이 될 수 있다. 이는 투자자들이 스스로 주가에 근거를 둔 청구를 제기한 경우 특히 그렇다.”); *Crystallex v. Venezuela*, **RLA-160**, 제 890 항 (회사의 공정 시장 가격으로서 공시 주가를 사용); *INA Corporation v. The Government of the Islamic Republic of Iran*, Iran-U.S. C.T.R., 제 8 권, 중재판정, 1985. 8. 13., **RLA-71**, 373 면 (주가가 가치에 관한 믿음만한 증거가 되는 경우, 이를 사용할 수 있다);

- b) 둘째, 삼성물산 주식의 시장가격을 부인하는 메이슨측의 설명에는 증거가 없습니다. 메이슨은 본건 합병 발표일과 본건 합병 관련 표결일 사이의 삼성물산 주가는 불공정한 본건 합병비율로 인하여 “가치를 앗아갈 위험”이 반영되었기 때문에 신뢰할 수 없다고 주장합니다.⁹⁸⁸ 또한 █████ 일가가 본건 합병 시기를 조작했거나 본건 합병에 앞서 중요 계약의 성사를 공개하지 않고 가치를 창출하는 프로젝트를 다른 삼성그룹 계열사로 재배당함으로써 삼성물산 주가를 조작하였기 때문에 본건 합병비율 자체가 불공정하다고 주장합니다.⁹⁸⁹ 그러나 Dow 교수가 보고서에서 상세히 기재한 바와 같이, 메이슨측 증거는 위 두 주장 중 어느 것도 뒷받침하지 못하고 있습니다.⁹⁹⁰

523. 분석을 정당화할 만한 근거가 없음에도, 메이슨측 전문가는 오직 몇몇 비일관적이고 빈약한 추정에 기하여 SOTP 분석을 하고 있고, 그 추정들은 삼성물산의 독립된 실체로서의 가치평가를 과도하게 부풀리는 역할을 하고 있습니다. Dow 교수는 위 문제에 대하여 그의 보고서에서 자세히 실시하고 있는 바, 그 중에는 다음과 같은 내용도 포함되어 있습니다.

- a) 첫째, 삼성물산이 보유한 상장 및 비상장 주식의 가치를 고려함에 있어, Duarte-Silva 박사의 SOTP 분석은 공정시장가치를 대신하는 가장 바람직한 지표로서 삼성물산이 투자한 회사들의 주가를 채택하고 있습니다.⁹⁹¹ 사실 Duarte-Silva 박사는 그의 순가치 기준 총 SOTP 가치평가의 93%를 주식의 시장가격에 의존하고 있습니다.⁹⁹² 이처럼 초보적이고 선택적인 시장 주가 원용은 메이슨의 SOTP 분석의 기반 자체를 매우 약화시킵니다.
- b) 둘째, Duarte-Silva 박사는 삼성물산의 비상장 보유지분 가치를 평가함에 있어 비교대상을 유사하지 않은 회사들로 선정하였으며, 삼성물산의 무역 및 건설 부문에 산업별 가치평가배수를 각각 적용하지 않았으며,

RosInvestCo UK Ltd. v. Russia, SCC 사건번호 V079/2005, 최종중재판정, 2010. 9 12., **RLA-184**, 제 666-68 항 (청구인이 자신의 주식의 실현되지 않은 “실제 가치”에 따라 손해를 주장한 사안에서, 중재판정부는 공시 주가가 투자가치를 정확하게 반영하고 있음을 지적하며, “청구인은 Yukos 주식에 추측성 투자를 하였다”고 지적) 참조.

⁹⁸⁸ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 46-47 항.

⁹⁸⁹ Wolfenzon 보고서, **CER-5**, 제 48, 53 항.

⁹⁹⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 219-25 항.

⁹⁹¹ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 39, 73 항, 표 3, 7.

⁹⁹² Dow 보고서, **RER-4**, 제 99, 205(c)항.

삼성바이오로직스에 대한 삼성물산의 보유지분을 (당시 애널리스트들의 분석들에 비해) 매우 과대평가하고 있습니다.⁹⁹³

- c) 셋째, 메이슨은 SOTP 분석을 함에 있어서 Wolfenzon 교수의 분석을 근거로 삼성물산의 자산 가치 평가 합산에서 지주회사 디스카운트 부분을 반영하지 않고 있습니다. 그러나, Dow 교수가 설명하듯이, 위와 같은 SOTP 분석은 다수의 경제학 문헌, 한국 재벌의 기존 시장 경험, 그리고 심지어 Wolfenzon 교수 자신의 연구 발표 내용과도 상치되는 것입니다.⁹⁹⁴
- d) 넷째, 삼성물산의 주가가 메이슨이 주장하는 “내재가치”에 다다르고 있었다는 메이슨의 전제는 메이슨 자신이 제시한 증거로 인해 약화됩니다.⁹⁹⁵ 본건 합병의 부결로 인해, 잠재적인 추가 합병 등을 통해 삼성그룹을 통합하고자 하는 ██████ 일가의 의지가 해소될 것이라고 불만한 아무런 이유가 없습니다.⁹⁹⁶ 또한 본건 합병의 부결이 한국 상장 회사들에서 오랫동안 보여지는 지주회사 디스카운트의 제거를 촉발할 것이라는 근거도 없습니다.⁹⁹⁷

524. Dow 교수의 보고서에 설명된 위 각 요소들은, 삼성물산의 “내재가치”에 의존하는 메이슨의 주장에 내포된 불완전성과 추측성을 보여줍니다. 해당 요소들을 다 함께 고려하면, 그 추측 및 불확실성은 증폭됩니다. 삼성물산 주가가 손쉽게 확인 가능하고 정보에 민감한 공정 시장 가격의 측정치를 제공하는 상황에서, 위와 같이 부정확한 분석에 착수할 이유가 없습니다.⁹⁹⁸ *Crystallex*

⁹⁹³ Dow 보고서, **RER-4**, 제 228-34 항.

⁹⁹⁴ Dow 보고서, **RER-4**, 제 235-41 항.

⁹⁹⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 제 143-45, 172-77 항.

⁹⁹⁶ Dow 보고서, **RER-4**, 제 140-42 항.

⁹⁹⁷ Dow 보고서, **RER-4**, 제 179-89 항.

⁹⁹⁸ 예를 들어, 미국 법원은 소수주주가 제기한 소송에서 계속해서 “시장가격을 확인할 수 있고 신뢰할 수 있으면, 합병의 조건이 공정하였는지를 판단하기 위하여 다른 요소를 사용해서는 안 된다. 매출 및 장부 가격은 실제 가치의 지표가 될 수는 있지만, 부수적 지표에 불과하다. 시장경제에서는 언제나 시장가격이 기업의 가치에 관한 주요 지표일 것이다”고 판시하였습니다. *Mills v. Elec. Auto-Lite Co.*, 552 F.2d 1239 (7th Cir. 1977), **RLA-68**, 1247 면 (소수주주에 대하여 합병 비율이 불공정하다는 하급심 판결을 파기한 부분). 마찬가지로, 한국 대법원도 주식의 거래 가격이 그 가치의 객관적인 지표라고 확인한 바 있습니다. 대법원 2011. 10. 13. 선고 2009 마 989 결정, **R-44** (“일반적으로 주권상장법인의 시장주가는 유가증권시장에 참여한 다수의 투자자가 법령에 근거하여 공시되는 해당 기업의 자산내용, 재무상황, 수익력, 장래의 사업전망 등 해당 법인에 관한 정보에 기초하여 내린 투자판단에 의하여 해당 기업의 객관적 가치가 반영되어 형성된 것으로 볼 수 있고, 주권상장법인의 주주는 통상 시장주가를 전제로 투자행동을 취한다는 점에서 시장주가를 기준으로 매수가격을 결정하는 것이 해당 주주의 합리적 기대에 합치하는 것이므로, 법원은 원칙적으로 시장주가를 참조하여 매수가격을 산정하여야 한다”) 참조.

International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela 사건의 중재판정부는 다음과 같은 내용을 강조하였습니다:

첫째, 일반론으로, 주식 시장 방법론은 별도로 추가적인 전제를 필요로 하지 않으며, 미래 이익을 일반적으로 알려진 또는 알 수 있는 모든 위험 (금 가격, 계약 연장, 경영, 국가 위험 등)을 감안하여 할인한 현재가치에 대한 시장의 평가를 반영한다. 다시 말하면, 주식 시장을 사용하는 방법에 의하는 경우, 시장이 자산과 관련된 모든 위험과 비용을 반영하므로, 그러한 전제에 의존할 필요가 없어진다.⁹⁹⁹

525. Duarte-Silva 박사는 또한 메이슨이 보유한 삼성물산 주식의 합병 전 “실제 가치” 평가에 대하여 합병 후 삼성물산 (합병 후 법인)에 대한 SOTP 분석으로부터 도출된 대체적 평가방법을 적용할 것을 제안합니다.¹⁰⁰⁰ 이러한 제안이 내재가치 평가액과 실제 삼성물산 주가 가치 평가액을 조건법적으로 비교하는 메이슨의 주위적 주장의 비일관성을 해결할 수는 있겠으나, 여전히 메이슨의 삼성물산 주식 청구는 정당화되지 않습니다. 합병 후 삼성물산에 대한 내재가치 분석은, 메이슨의 “조건적” 주장을 너무나도 의존하고 불확실한 것으로 만들어 국제법상 배상이 인정될 수 없게끔 한 것과 동일하게 빈약한 전제에 근거한 것으로서 합리적이지 않습니다.¹⁰⁰¹

2. 메이슨은 본건 합병 발표 이후에 삼성물산 지분을 취득하였으므로 본건 합병 승인으로 인하여 경제적 손실을 입지 않았습니다

526. 본건 합병 발표, 그리고 합병이 부결될 것이라는 메이슨의 예상이 메이슨으로 하여금 삼성물산에 투자하게 한 원인이라는 것은 부인할 수 없는 사실입니다. 메이슨측 증인인 Garschina 는 “삼성물산과 제일모직이 (삼성물산 주주들에게 매우 명백하고 분명하게 불리한 합병비율로) 합병안을 발표했을 당시 메이슨은

⁹⁹⁹ *Crystalex v. Venezuela*, RLA-160, 제 890 항.

¹⁰⁰⁰ 삼성물산 주식 청구에 관한 메이슨의 주요 주장은, 삼성물산의 “실제 가치”의 기준점으로 삼성물산 주식의 2015. 7. 17.자 시장 가격을 사용합니다. Duarte-Silva 보고서, CER-4, 제 83 항 참조. Duarte-Silva 박사는 이를 “보수적으로” 추정치를 산출하기 위함이라고 설명합니다. 위 보고서, 제 83 항.

¹⁰⁰¹ Dow 보고서, RER-4, 제 242-47 항.

이를 삼성물산 주식을 매수할 기회라고 인식했습니다.”라고 진술하면서 위와 같은 사실을 인정하고 있습니다.¹⁰⁰²

527. 책임 문제에 있어, 한국은 협정상 자신이 예측한 위험의 실현에 의하여 입은 손해에 대한 배상을 청구할 수 없다는 점을 명시한 바 있습니다.¹⁰⁰³ 손해산정도 마찬가지로, 청구인이 위험을 예상하고 추측한 경우 그에 대한 배상은 제한됩니다.

528. *RosInvestCo v. Russia* 사건을 통해 위와 같은 논리를 쉽게 이해할 수 있습니다. 위 사건에서, 중재판정부는 “시장이 약세한 순간에, 시장이 회사의 기본 자산을 과소평가하였다고 판단하고 주식을 구매하는” 특정 사건을 중심으로 하는 전략에 특화된 헤지펀드인 청구인은 회사 (Yukos)에 “Yukos 가 회사로서 존속하지 못할 가능성”이 반영된 낮은 주가에 투기성 투자를 하였다는 점을 언급한 바 있습니다.¹⁰⁰⁴ 즉 청구인은 Yukos 가 파산하지 않을 것이라는 가정하에 투자한 것입니다.¹⁰⁰⁵ 중재판정부는 다음과 같이 실시하였습니다.

청구인은 Yukos 주식에 투기성 투자를 하였다. 중재판정부는 손해를 (만약 있다면) 인정할 때 이 사항을 고려하여야 한다. ... 청구인은 ‘[그들이 한] 투자 중 일부는 수익을 창출했고, 일부는 창출하지 못했으며, 투자자는 투자를 할 때 시장 위험을 이해하는 것으로 추정될 수 있다’고 인정하였다. 위와 같은 투자의 본질을 고려할 때, 중재판정부는 사후적 분석에 기한 손해액으로 청구인의 투기를 보상하게 되는 손해배상책임을 인정하는 것은 정당하지 않다고 판단한다. 중재판정부는 투자 및 회수에 대하여 가장 낙관적인 평가를 적용할 수 없다. 청구인은 중재판정부가 엘리엇 그룹의 ‘싸게 사서 비싸게 팔기’ 전략을 인정하고 적용하며,

¹⁰⁰² Garschina 제 1 차 증인진술서, **CWS-1**, 제 19 항; Garschina 제 2 차 증인진술서, **CWS-3**, 제 16 항 (“(삼성물산을 통해) 삼성전자의 간접적인 지분을 많이 사게 되는 기회는 제일모직과의 합병이 공시된 때에 생기게 되었습니다.”) 참조.

¹⁰⁰³ 본 반박서면, 제 315-22 항.

¹⁰⁰⁴ *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V (079/2005), 최종중재판정, 2010. 9. 12., **RLA-184**, 제 666 항.

¹⁰⁰⁵ *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V (079/2005), 최종중재판정, 2010. 9. 12., **RLA-184**, 제 666 항.

나아가 최선의 경우를 가정하여 근사한 현재 가치를 적용할 것을 요청하고 있다.¹⁰⁰⁶

529. 메이슨의 주위적, 예비적 삼성물산 주식 청구 모두 위와 동일한 원칙이 적용됩니다.¹⁰⁰⁷ 메이슨은 본건 합병 발표 이후 삼성물산 주식 305 만 주를 취득하였고, 이 때 메이슨은 본건 합병비율 (한국법에 따라 결정된)과 삼성물산 및 제일모직 주주들이 본건 합병을 승인할 수 있다는 위험을 인지하고 있었습니다.
530. Dow 교수가 설명하듯이, 위 원칙에 따라 위와 같은 상황에서 실제 경제적 손실은 존재하지 않습니다. 왜냐하면 본건 합병을 승인하는 국민연금의 의결권 행사 (메이슨의 주장에 의하면 한국의 위반행위의 결과로서 행해진)가 삼성물산 주가에 영향을 미치지 않았기 때문입니다. 삼성물산의 주가는 이미 그 결과를 예상하고 반영한 상태였습니다.¹⁰⁰⁸ 본건 합병 발표 후 삼성물산 주가가 상승한 것은 사실상 합병 소식에 대한 시장의 긍정적인 반응이 반영된 것으로, 본건 합병의 승인이 가능할 것으로 보는 시장의 분위기를 보여줬습니다.¹⁰⁰⁹ Dow 교수가 언급하듯이, 그러한 상황에서 주식을 취득한 투자자가 해당 주식에 대한 손실을 주장하는 것은 경제 논리상 옹호받을 수 없습니다.

본질적으로, 메이슨은 합병이 실패할 것이라 예상하며, 투자에 대한 역투자가적 입장을 취했던 것입니다. 메이슨은 또한 합병이 실패할 경우 삼성물산 주가가 메이슨이 생각하는 내재가치까지 인상될 것이라 예상하였습니다. 이러한 투기적 예측이 들어맞을 때도 있지만, 틀릴 때도 있습니다. 투기적 전략이 성공하면 수익을 얻고 (즉, 삼성물산과 제일모직이 메이슨에게 보다 우호적인 합병 비율을 도입하는 경우) 예측이 어긋나면 (즉, 합병이 법정 비율 공식에 따라 성공적으로 완료되는 경우이며, 실제 발생한 결과이기도 하였음) 손해배상금을 청구하는 ‘동전 던지기’식

¹⁰⁰⁶ *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V (079/2005), 최종중재판정, 2010. 9. 12., **RLA-184**, 제 668-70 항 (강조 추가).

¹⁰⁰⁷ 메이슨의 삼성물산 주식 예비적 청구와 관련하여, 메이슨 자신의 전문가조차 삼성물산 주식 거래로 인한 메이슨의 손해에 관한 청구는 “[한국이 행하였다고 주장되는 행위]의 준부에 따른 메이슨의 삼성물산 주식 투자의 공정 시장 가격을 비교하지 않는다”고 지적하며 이를 인정하고 있습니다. *Duarte-Silva* 보고서, **CER-4**, 제 89 항.

¹⁰⁰⁸ Dow 보고서, **RER-4**, 제 25 항.

¹⁰⁰⁹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 68, 72 항.

전략으로 수익을 보는 것은 경제적 관점상 합리적이지 못합니다.¹⁰¹⁰

531. *RosInvestCo* 사건의 청구인처럼, 메이슨은 삼성물산에 투자할 당시 적극적으로 본건 합병의 위험 (본건 합병비율의 잠재적 위해를 포함하여)을 추구하고 인수하였습니다. 법적, 경제적 관점에서 볼 때, 메이슨이 투자에서 기대했던 수익에 대한 극단적으로 낙천적인 추정치를 한국으로부터 배상 받도록 해서는 안됩니다.

C. 손해 관련 쟁점 2: 메이슨의 삼성전자주식 청구

532. 삼성전자 주식 청구와 관련하여, 메이슨은 (1) 삼성전자 주식의 가격이 메이슨의 “목표주가”에 도달할 때까지 메이슨이 이를 매각하지 않았더라면 취득하였을 가정적인 수익과 (2) 메이슨이 2015년 6월에서 8월까지 자신의 삼성전자 주식을 모두 매각함으로써 실현한 실제 수익의 차액인 미화 4,420만 달러를 손해액으로 청구하고 있습니다.
533. 오로지 메이슨 자신의 삼성전자 주식의 미래 가격 예측에 기반한 가정적 사실을 설정함으로써, 메이슨은 또다시 필요 없는 추측성 내재가치 분석에 의존하고 있습니다. Dow 교수가 지적하듯이, 삼성물산과 마찬가지로 삼성전자 주식도 능동적이고, 유동적이며 효율적인 시장에서 거래되었습니다.¹⁰¹¹ 게다가, 삼성물산과 달리 삼성전자의 경우 메이슨은 본건 합병 발표 이후의 삼성전자 주가가 자신이 주장하는 “가치 추출”을 반영하였기 때문에 신뢰할 수 없다고 주장할 근거가 없습니다.
534. 메이슨이 삼성전자 주식에 대한 자신의 “목표주가”에 근거한 가치평가에 따라 배상을 청구함에 있어 추측과 불확실성이 있다는 것 외에도, 메이슨의 삼성전자 주식 청구는 보다 근본적인 난관에 봉착해 있습니다. 바로 본건 합병이 삼성전자 주가, 또는 심지어 삼성전자의 “내재가치”에 어떠한 영향을 미쳤다는 증거가

¹⁰¹⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 91 항.

¹⁰¹¹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 115 항.

없으므로, 메이슨은 자신이 어떠한 손해를 입었다는 점을 입증할 수가 없다는 것입니다.

1. 삼성전자 주가가 메이슨의 “목표주가”에 도달하였을 것이라는 메이슨의 주장은 추측에 불과하고 근거가 없습니다

535. Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 삼성전자 주식 청구의 “조건적” 시나리오에서 결정적인 요소로 작용하는 메이슨의 삼성전자 주식에 대한 “목표주가”는 메이슨 자신의 삼성전자의 “내재가치”에 대한 주관적인 평가로부터 도출된 것입니다.¹⁰¹² 메이슨의 주장에 의하면, 삼성전자 주식의 시장 가격은 시간이 경과함에 따라, 삼성전자의 시가총액 (발행된 주식 수와 주가의 함수로서 표시된 회사의 가치)이 “내재가치”에 도달할 때까지 상승합니다.¹⁰¹³ 메이슨에 의하면, 이는 자신이 주식을 매각하고 거의 1 년 반이 경과한 후인 2017 년 1 월 초였었습니다.¹⁰¹⁴

536. 메이슨의 삼성전자에 대한 내재가치 분석은 메이슨의 삼성물산 주식 청구의 SOTP 분석과 마찬가지로, 근거 없는 추측과 모순 투성이입니다.¹⁰¹⁵ Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 주식의 시가가 투자자의 “목표주가”와 일치하지 않는 데에는 여러 이유가 있고, 여기에는 투자자가 (1) 가치에 기반한 판단을 따르거나 가치와 관련된 미래의 우연적인 사건에 근거한 고유의 모델에 의존하는 경우, (2) 중요한 비공개 정보를 보유하는 경우 및/또는 (3) 목표 회사의 가치를 과대 또는 과소평가하는 부적합한 비교 요소에 의존하는 경우가 포함됩니다.¹⁰¹⁶ 이러한 방법의 불확실성은 당시 증권 애널리스트들이 제시한 “목표주가”의 범위만 보더라도 명백히 입증됩니다.¹⁰¹⁷ 아래 그림 7 이 나타내듯이, 애널리스트들이

¹⁰¹² Dow 보고서, **RER-4**, 제 199-202 항. Duarte-Silva 박사에게 의하면, 메이슨은 이 모델을 삼성전자에 처음 투자한 2014년 이전에 개발하였으나, 2015년 6월 후반까지의 데이터를 반영하도록 업데이트하였습니다. Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 95-98 항 참조.

¹⁰¹³ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 99-100 항, 그림 6; Dow 보고서, **RER-4**, 제 199-202 항.

¹⁰¹⁴ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 99-100 항.

¹⁰¹⁵ 위 보고서, 제 521-25 항 참조.

¹⁰¹⁶ Dow 보고서, **RER-4**, 제 168 항.

¹⁰¹⁷ Dow 보고서, **RER-4**, 제 171 항 그림 18 (삼성전자에 대한 최소 목표주가로 1 백만 원 이하를, 최대 목표주기도 여전히 메이슨의 목표주가보다 낮은, 넓은 범위의 목표주가를 제시하는 부분).

제공한 추측성 목표주가의 범위 내에서도, 메이슨의 목표주가는 매우 높은 측에 속했습니다.



그림 7. 메이슨의 삼성전자 목표주가와, 당시 애널리스트들의 예측 비교¹⁰¹⁸

537. 삼성전자에 대한 메이슨의 모델을 심도 있게 분석한 결과, Dow 교수는 해당 모델이 삼성전자의 “내재가치”를 정당한 이유 없이 과대평가한다고 결론을 내렸습니다. 이에 대한 Dow 교수의 자세한 설명은 보고서에 담겨있는데, 이를 요약하면 메이슨의 삼성전자 가치에 대한 과대평가가 적어도 두 가지 구체적인 오류로부터 비롯된다고 봅니다.

- a) 첫째, 일반 가치 배수를 적용 (메이슨측 전문가 Duarte-Silva 박사가 삼성물산의 가치산정에서 한 것처럼)하는 대신, 메이슨은 삼성전자의

¹⁰¹⁸ Dow 보고서, **RER-4**, 그림 18. 그림은 메이슨이 주장하는 삼성전자의 내재가치 추정치를 당시 애널리스트들의 삼성전자 주가에 대한 예측과, 예측일로부터 6~12 개월 구간 동안 비교합니다. 본 그림의 각 회색 점은 애널리스트 예측을 나타냅니다. Dow 교수가 지적하듯이, 이러한 예측들조차도 목표주가라는 특성 때문에 낙관적이고 과대평가되었을 가능성이 높습니다. Dow 보고서, **RER-4**, 제 171 항 참조.

핵심 사업의 가치를 평가하기 위하여 미래 가격 대비 수익 배수를 적용하고, 해당 배수를 자의적으로 증가시키는 것으로 보입니다; 그리고

- b) 둘째, 메이슨은 삼성전자의 각종 사업부문을 비교할 비교대상 회사를 선택함에 있어 일관되지 않는 방법을 사용하고, 한국의 지정학적 위험 및 한국 사업 환경을 감안한 유명한 코리아 디스카운트를 고려하지 않습니다.¹⁰¹⁹

538. Dow 교수가 지적하는 바와 같이, 메이슨이 주장하는 삼성전자에 대한 투자 논거도 삼성전자의 내재가치 평가에 전제되는 추정들의 불확실성을 보여주고 있습니다. 메이슨은 신규 입법을 통한 순환출자 제한, 재벌 구조 내의 비금융 계열사와 금융 계열사의 관계에 대한 추가 규제, 심지어 잠재적인 한국 정부의 정권 교체까지 고려하였다고 주장합니다.¹⁰²⁰ 이러한 각각의 사건들이 실현되기까지는 상당한 불확실성이 존재합니다.

539. 메이슨은 본건 합병의 부결이, 관련 규제가 빠르게 변경되고 삼성 그룹 내에서 추가 지배구조 개편이 이루어지도록 함으로써 삼성전자의 내재가치를 “실현”할 수 있는 “열쇠”가 되었을 것이라고 추측합니다.¹⁰²¹ 그러나 메이슨은 위 사건들 간의 관련성을 합리적으로 설명하지 못할 뿐만 아니라, 본건 합병의 부결만으로 삼성전자의 내재가치가 증가하였을 것이라는 주장은 삼성 그룹의 경험에도 부합하지 않습니다. Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 2014년 11월 (본건 합병 투표로부터 불과 수 개월 전)에 삼성 그룹 계열사인 삼성중공업과 삼성엔지니어링 간의 합병이 제안되었으나, 이는 국민연금을 포함한 주주들의 반대로 인하여 부결되었습니다.¹⁰²² 해당 합병의 부결로 인하여 두 회사는 모두 주주가치에 상당한 손해를 입었고, 그 외 여러 삼성그룹 계열사들도 상당한 손해를 입었습니다.¹⁰²³

¹⁰¹⁹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 175-77, 232(b), 233 항.

¹⁰²⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 81 항.

¹⁰²¹ 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 181 항. 2019. 10. 2.자 본안전 이의제기 심리 속기록, 172:11-12 면 (“가치 창조 또는 파괴의 열쇠는 주주총회 의결이었다.”); Garschina 제 3차 증인진술서, **CWS-5**, 제 14 항.

¹⁰²² Dow 보고서, **RER-4**, 제 185-87 항.

¹⁰²³ Dow 보고서, **RER-4**, 제 185-88 항, 표 6.

540. 삼성전자 주식이 결국 (본건에서 문제 되는 행위로부터 약 16 개월 이후) 메이슨의 목표주가에 도달하였다는 사실이 메이슨이 주장하는 손해가 객관적으로 정당하다는 점을 사후에 확인시켜주는 것이라고 볼 수 없습니다. 메이슨이 주장하는 손해는 여전히 주관적이고 추측에 기반한 가치평가 시도의 결과에 불과합니다.

2. 메이슨은 본건 합병이 자신이 보유한 삼성전자 주식의 가치에 어떠한 실질적인 영향을 미쳤는지 뿐만 아니라, 어떻게 메이슨으로 하여금 주식을 매각하도록 강제했는지도 설명하지 못하고 있습니다

541. 보다 근본적으로, 메이슨은 본건 합병이 삼성전자의 주가 또는 그 내재가치에 어떤 영향을 미쳤는지를 보여주지 않았기 때문에 (보여줄 수도 없습니다), 메이슨의 삼성전자 주식 청구는 성립할 수 없습니다. 메이슨이 이를 보여줄 수 없다면, 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사가 자신의 삼성전자에 대한 투자 논거를 “무효화”했다는 메이슨의 주장 역시 성립할 수 없습니다.

542. Dow 교수가 지적하듯이, 2015 년 7 월 17 일에 이루어진 본건 합병 투표는 삼성전자의 주가에 어떠한 가시적인 영향도 미치지 않았습니다.¹⁰²⁴ 오히려 본건 합병 투표일에 삼성물산 및 제일모직의 주가는 하락한 반면, 삼성전자의 주가는 소폭 증가하였습니다.¹⁰²⁵ 이는 놀라운 사실이 아닙니다. Dow 교수가 설명하듯이, 삼성전자는 시장 가치 측면에서 삼성물산과 제일모직보다 월등히 큽니다. 또한, 삼성전자는 상당한 해외 투자자 기반이 있고, 언론에서 광범위하게 보도되며, 회사의 다른 사업 및 투자 규모에 비해 다른 삼성그룹 회사의 지분을 많이 보유하고 있지 않으므로, 삼성전자의 가치는 훨씬 작은 두 계열사의 합병 결과에 영향을 받지 않습니다.¹⁰²⁶ 이와 비슷한 이유로, 본 건 합병은 삼성전자의 “내재가치” 또는 순자산가치에 영향을 주지 않습니다.¹⁰²⁷

¹⁰²⁴ Dow 보고서, **RER-4**, 제 77, 196 항.

¹⁰²⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 부록 C.

¹⁰²⁶ Dow 보고서, **RER-4**, 제 196(b)항. 전체 시장의 흐름을 반영하기 위하여, Dow 교수는 같은 기간 동안 삼성전자에 대한 종목 검토도 수행하였습니다. Dow 보고서, **RER-4**, 부록 C 참조. 종목 검토는 Dow 교수의 결론을 확인해줍니다.

¹⁰²⁷ Dow 보고서, **RER-4**, 제 77 항.

543. Dow 교수가 추가로 설명하듯이, 메이슨이 삼성전자 주식의 내재가치를 “실현”할 것이라고 주장하는 여러 요소들에 대하여 본건 합병이 영향을 준 바도 없습니다. 본건 합병은 한국 정부가 재벌 구조를 개편하기 위한 조치를 취함에 아무런 지장을 주지 않았고, 메이슨이 바라던 “개혁” 성향의 정부의 복귀를 위한 선거를 저지하지도 않았습니다. 마찬가지로, 삼성전자와 삼성그룹 전체 모두는 본건 합병 전후로 여전히 계속해서 향후 지배구조를 변경하거나 개편할 수 있는 상태로 유지되었습니다.

544. 본건 합병이 삼성전자의 공정 시장 가격 또는 “내재가치” 모두에 어떠한 경제적 영향을 주지 않았다는 사실은 메이슨의 삼성전자 주식 청구가 얼마나 추측성이 짙은 청구인지를 보여줍니다. 메이슨이 본건 합병 이후 자신의 삼성전자 주식을 매각하였다는 사실은, 오직 메이슨이 어떠한 압박이 없었음에도 불구하고 자신의 투자 논거를 포기하기로 결정하였다는 사실만을 입증합니다. 메이슨은 이제 와서 한국에게 자신의 그러한 결정으로부터 발생한 손해를 치유하고, 투자 논거를 포기하지 않았더라면 취득하였을 이익을 배상하라고 요구할 수 없는 것입니다.

D. 손해 관련 쟁점 3: 메이슨의 성과보수 분배 청구

545. 메이슨은 성과보수 분배 청구로서, 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에 따라 케이만 펀드가 지급받을 수 있었던 수익이 실현되지 못하였고 그로 인해 본건 업무집행사원이 본건 파트너십 계약상 성과보수를 지급받을 권리를 상실하였으며, 그 손해액이 미화 110 만달러라고 주장하고 있습니다.¹⁰²⁸ 아래에서 설명하듯이, 위와 같은 성과보수 분배 주장에는 심각한 법적, 사실적 결함이 있습니다.

1. **설령 협약상 본건 업무집행사원이 제 3자의 손실을 주장할 수 있다 하더라도, 이는 성과보수 분배를 이중으로 청구하는 것이며 따라서 법적으로 인정될 수 없습니다**

¹⁰²⁸ 수정 청구서면, 제 259 항; 전반적으로 Satzinger 제 3 차 증인진술서, CWS-6 참조.

546. 메이슨은 성과보수 분배 청구를 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에 대한 예비적 주장이 아닌 주위적 주장 중 하나로 진술하고 있습니다.¹⁰²⁹ 만약 본건 중재판정부가 협약상 메이슨이 케이만 펀드를 대신하여 청구를 (할 수 없음에도 불구하고) 할 수 있다고 판단하더라도, 메이슨의 성과보수 분배액 청구는 이중청구가 되며, 당사자는 손해를 전보받는 정도를 초과하여 배상 받을 수 없다는 널리 확립된 국제법상 원칙에 따라 법적으로 그 손해의 회복을 인정받을 수 없습니다.¹⁰³⁰ 본건 업무집행사원은 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에 따른 케이만 펀드의 손해의 배상을 주장함과 동시에 그 손해의 일부분에 대한 배상을 별도로 주장할 수 없습니다. 만약 중재판정부가 케이만 펀드의 손실에 대한 배상을 명령한다면, 본건 업무집행사원은 그 배상액에 대하여 본건 파트너십 계약에 따라 성과보수를 분배 받게 될 뿐입니다.
547. 한편, 중재판정부가 협약상 본건 업무집행사원이 수익적 이해관계가 없는 투자에 대한 손해를 주장할 수 없다고 판단하는 경우에는, 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구액에 대한 본건 업무집행사원의 몫은 케이만 펀드의 투자에 대한 본건 업무집행사원의 수익적 이해관계의 한도로 제한되어야 할 것입니다. 한국이 설명한 바와 같이, 메이슨은 본건 업무집행사원이 본건 파트너십 계약에 따른 성과보수 분배 이상의 수익적 이해관계를 가진다는 점을 입증하지 못하였습니다.¹⁰³¹ 본건 업무집행사원의 수익적 이해관계가 성과보수 분배에 한정된다면, 메이슨의 성과보수 분배 청구가 (해당 청구가 입증된다는 전제 하에) 본건 업무집행사원의 손해 회복의 최고 한도가 될 것입니다.

¹⁰²⁹ 메이슨은 성과보수 분배액 주장을 삼성물산 및 삼성전자 주식 주장에 대하여 “추가적 또는 예비적”으로 청구합니다. 예컨대, 수정 청구서면, 제 269(e)항 참조 (삼성물산 및 삼성전자 주식 주장을 통해 구하는 구제에 “추가적 또는 예비적으로”, 성과보수 분배액 주장에 따른 손해액 및 이자를 구함).

¹⁰³⁰ *Venezuela Holdings, B.V. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/07/27, 중재판정, 2019. 10. 9., **RLA-179**, 제 378 항 (“동일한 피해에 대한 이중배상 금지는 확립된 원칙이며, *enrichissement sans cause* 로도 불리운다”); Craig Miles 및 David Weiss, Overview of Principles Reducing Damages, *THE GUIDE TO DAMAGES IN INTERNATIONAL ARBITRATION* 중, John Trenor ed. 2018, **RLA-172**, 91 면 (“당사자가 전보 이상의 배상을 받도록 하는 이중배상을 금지하는 원칙은 널리 인정된다”); *Suez, Sociedad General de Aguas de Barcelona S.A. and Vivendi Universal S.A v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/03/19, 중재판정, 2015. 4. 9., **RLA-153**, 제 104 항 (미지급 배당금의 가치는 이미 주주들의 지분 가치에 포함되어 있다는 이유로 미지급 배당금에 대한 배상을 고려하기를 거부하는 부분) 참조.

¹⁰³¹ 본 반박서면, 제 516 항.

2. 협정상 본건 업무집행사원이 제 3 자의 손해를 주장할 수 없다면, 성과보수 분배 청구는 몇 가지 방법론적 오류에 의해 부풀려져 있습니다

548. 본건 업무집행사원이 원칙적으로 성과보수 분배에 관한 배상을 받을 수 있다고 하여도, 성과보수 분배 청구의 결과는 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구의 결과에 따라 결정되게 되어있습니다. 위 주식 관련 청구들이 (일응 그렇게 되어야 하듯) 인정되지 않을 경우 메이슨의 성과보수 분배 청구도 그 의의를 잃게 됩니다. 성과보수 분배는 위 주식 관련 청구로 인한 배상액이 본건 유한책임사원의 자본금 계정에 귀속되어야 지급되기 때문입니다.¹⁰³² 만약 성과보수 분배 청구가 인정된다 하여도 그 청구액은 몇 가지 계산상 오류를 고려하여 감액되어야 합니다.

549. Dow 교수가 보고서에서 설명하듯이, 메이슨은 그 재무 담당 최고 책임자인 Satzinger 가 저지른 몇 가지 기술적 오류를 통해 본건 업무집행사원의 성과보수 분배 청구액 계산을 부풀리고 있습니다.¹⁰³³ 다시 말해, 위 오류들은 본건 유한책임사원의 자본 계정 상에 출처가 불분명하게 기입되어 부당하게 케이만 펀드의 누적 이익을 증가시키는 일련의 “충당금”과 관련이 있습니다.¹⁰³⁴ Dow 교수는 이러한 오류를 고려할 때, 본건 업무집행사원의 성과보수 분배액은 미화 42 만 1,966 달러를 초과할 수 없다고 평가하고 있습니다.¹⁰³⁵

E. 메이슨의 손해액 주장은 세 가지 추가적인 이유로 부당합니다

1. 메이슨의 손해액 산정은 자기의 손해를 경감할 의무를 무시한 분석입니다

550. 손해 경감의 원칙은 국제법상 확고하게 확립되어 있으며, “피해를 입은 당사자가 손해를 경감하지 않는 경우, 그 범위 내에서 회복이 제한될 수” 있습니다.¹⁰³⁶

¹⁰³² Dow 보고서, **RER-4**, 제 34 항.

¹⁰³³ Dow 보고서, **RER-4**, 제 257-260 항.

¹⁰³⁴ Dow 보고서, **RER-4**, 제 258-59 항.

¹⁰³⁵ Dow 보고서, **RER-4**, 제 260 항, 표 13.

¹⁰³⁶ ILC 규정 및 주석, **CLA-166**, 제 31 조, 주석 11 참조 (“위법행위에 관한 아무런 죄책이 없는 피해자더라도 피해를 입을 때 합리적으로 행동할 것이 기대된다. ‘손해 경감 의무’로 자주 표현되지만, 그 자체로 책임을 발생시키는 법적 의무는 아니다. 단지 피해를 입은 당사자가 경감에 실패하면, 그 범위

따라서, 투자중재판정부는 청구인의 손해 경감 노력을 고려하며, 청구인이 자신의 손해를 줄일 기회를 포기할 경우 손해액을 감액합니다.¹⁰³⁷

551. 2015년 8월 말경까지 메이슨은 자신의 삼성물산 및 삼성전자 주식을 모두 매각하였습니다.¹⁰³⁸ Duarte-Silva 박사에 의하면, 메이슨은 삼성물산 주식을 매각함으로써 미화 1억 4,850만 달러를, 삼성전자 주식을 매각함으로써 미화 8,400만 달러를 각각 취득하였습니다.¹⁰³⁹ 그러나 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 청구 관련 손해액에 대한 논거는, 자신이 그 수익을 재투자하여 현재 주장하는 손해를 경감할 수 있었다는 점을 전혀 고려하지 않습니다. 예를 들어, 메이슨은 자신이 삼성그룹에 투자한 이유가 소위 “내재가치”에 대한 저평가라고 주장하는 바, 메이슨은 삼성물산 주식을 매각함으로써 얻은 금액을 삼성그룹처럼 저평가된 몇몇 다른 한국 회사에 투자할 수 있었습니다.¹⁰⁴⁰ 삼성전자 주식의 경우, Dow 교수가 설명하듯이, 메이슨은 단순히 삼성전자의 주가가 자신의 “목표주가”를 초과한 2017년 1월까지 자신의 주식을 매각하지 않음으로써 현재 주장하는 손해액 전체를 벌충할 수 있었습니다.¹⁰⁴¹

2. 메이슨의 이자 청구는 적절한 이율을 크게 상회합니다

552. 메이슨의 이자 청구는 전체 청구액의 약 20%인 미화 4,810만 달러에 달합니다.¹⁰⁴²

553. 메이슨측 손해산정 전문가는 아무런 근거 없이, 메이슨의 지시에 따라 메이슨이 주장하는 손해의 종류마다 연 5%의 이율(매월 복리 계산)을 적용하였습니다.¹⁰⁴³

내에서 회복이 제한될 수 있다.”)(강조 추가); *Middle East Cement Shipping and Handling Co. S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/99/6, 중재판정, 2002. 4. 12, **RLA-91**, 제 167항 참조(“손해 경감 의무는 BIT에 명시되어 있지 않다. 그러나 본 의무는 국제법의 일반원칙의 일부로 보이며...”).

¹⁰³⁷ 예컨대, *EDF International S.A., SAUR International S.A. and León Participaciones Argentinas S.A. v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/03/23, 중재판정, 2012. 6. 11., **RLA-133**, 제 1302-12항 참조 (청구인이 다량의 주식을 인위적으로 낮은 가격에 매각하고 보다 경쟁적인 가격을 알아보지 않았다는 이유로 청구인의 손해액을 감액한 부분).

¹⁰³⁸ 본 반박서면, 제 111항 참조.

¹⁰³⁹ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 81항, 표 9 및 제 94항, 표 10.

¹⁰⁴⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 263-64항.

¹⁰⁴¹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 262항.

¹⁰⁴² 수정 청구서면, 제 268항; Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 109항, 표 12 참조.

¹⁰⁴³ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 4항.

메이슨은 이러한 이율은 “모든 상황에서 상업적으로 합리적이며 한국의 표준 상사 판결 이율과도 일치”하기 때문에 적합하다고 주장합니다.¹⁰⁴⁴

554. 메이슨의 이자 청구는 정당화할 수 없는 높은 이율로 인해 과도합니다. 법적으로 한국 법원의 이율을 국제 중재 절차에서 적용할 근거가 없습니다.¹⁰⁴⁵ 오히려, 본건 중재판정부는 손해배상 중재판정이 “전보배상”을 하되 그 *이*상은 배상하지 않도록 하는 국제법의 원칙을 따라야 합니다. 즉, 이자가 메이슨에게 뜻밖의 수익을 제공하여서는 안 됩니다.¹⁰⁴⁶ 이율이 역사적으로 낮은 현재 상황에서,¹⁰⁴⁷ 매월 복리로 계산되는 연 5%의 판정 전 이율은 정확히 국제법이 피하고자 하는 뜻밖의 수익을 메이슨에게 제공하는 것입니다.

555. 메이슨은 5% 이율이 “표준 상사 판결 이율과도 일치”하기 때문에 적합하다고 주장합니다.¹⁰⁴⁸ 그러나 5% 이율은 일반적인 상거래 현실이나 본건과 합리적인 관련성이 없습니다. Dow 교수가 설명하듯이, 판정 전 이자는 가치산정일과 판정일 사이의 기간에 대한 금전의 시간적 가치 및 (수령하지 못함으로 인한) 관련 위험을 청구인에게 배상하기 위함입니다.¹⁰⁴⁹ 본건의 경우, 적절한 이율은 한국의 대출이율입니다.¹⁰⁵⁰ 메이슨은 한국 원화로 투자를 하였고 한국이 원화를 발행하므로, 메이슨의 손해액의 시간적 가치와 관련된 위험은 없습니다.¹⁰⁵¹ 따라서 메이슨은 한국의 대출이자에 따른 손해의 시간적 가치만을 청구할 수

¹⁰⁴⁴ 수정 청구서면, 제 263 항.

¹⁰⁴⁵ *Quiborax S.A. & Non Metallic Minerals S.A. v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID 사건번호 ARB/06/2, 중재판정, 2015. 9. 16., **RLA-155**, 제 520 항 (손해와 관련하여, “계약상 청구에는 국내법의 적용이 적합할 수 있으나, BIT 위반에 대한 청구에는 적합하지 않다.”).

¹⁰⁴⁶ 예컨대, *RosInvestCo UK Ltd v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V079/2005, 최종중재판정, 2010. 9. 12., **RLA-184**, 제 689-90 항 참조. 이에 관하여 메이슨은 이자가 판정 전후 모두에 대하여 발생한다고 주장하며, 그 근거로 ILC 국가책임규정 제 38 조를 인용합니다. 그러나 메이슨은 “법원과 중재판정부의 일반적인 견해는 복리 이자의 배상을 명하는 것을 부정하며, 이는 일반적으로 청구인이 이자배상을 받을 권리가 있다고 판시하는 중재판정부의 경우에도 마찬가지이다”고 함으로써 복리 이자를 부정하는 제 8 조의 주석을 무시하고 있습니다. ILC 규정 및 주석 (2001), **CLA-166**, 제 38 조, 제 8 항.

¹⁰⁴⁷ Dow 보고서, **RER-4**, 제 270 항

¹⁰⁴⁸ 수정 청구서면, 제 263 항.

¹⁰⁴⁹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 268 항.

¹⁰⁵⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 268-69 항. Dow 교수가 설명하듯이, 한국의 5년 만기 대출이자율은 2015년에 약 2.01%였습니다. 동 보고서, 제 269 항.

¹⁰⁵¹ Dow 보고서, **RER-4**, 제 290 항.

있고, 이는 Dow 교수가 보여주듯이 2015년 당시 약 2.01%였습니다.¹⁰⁵² 이 이율을 적용하면, 한국법상 이율보다 본 국제 분쟁에서의 “전보배상”을 더 정확하게 반영하는 배상액에 도달합니다. 국가에 대한 관정에 적용할 적정 이율을 결정함에 있어 수많은 국제중재판정부가 이러한 접근방식을 채택한 바 있습니다.¹⁰⁵³

556. 게다가, 메이슨은 이자 배상에 월 복리 계산이 적용되어야 한다는 주장에 대한 근거도 제시하지 않습니다.¹⁰⁵⁴ 본건의 이율은 한국법을 따라야 한다는 메이슨의 주장에 의하더라도, 이자를 복리로 계산할 근거는 없을뿐더러, 월 복리로 계산할 근거는 더욱 없습니다.¹⁰⁵⁵ Dow 교수가 지적하듯이, 복리 이율을 적용하면 손해액이 상당히 증가할 수 있으며, 월 복리를 적용하면 특히 그러합니다.¹⁰⁵⁶ Dow 교수가 보여주듯이, 이율을 (매년이 아닌) 매월 복리로 계산하면, 실질적 연 이율은 5%에서 5.12%로 증가하며, 이는 단지 5년이 경과한 후 총 실질적 이율을 (원래대로였다면 10%를 살짝 넘었을 것에 비하여) 28% 이상이 되게끔 합니다.¹⁰⁵⁷ Dow 교수에 의하면, 복리 이자에 따른 배상은 오로지 연 복리로만 계산되어야 합니다.¹⁰⁵⁸

3. 메이슨은 미국 달러로의 배상을 정당화할 수 없습니다.

¹⁰⁵² Dow 보고서, **RER-4**, 제 289 항.

¹⁰⁵³ 예컨대, *9REN Holding S.a.r.l v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/15/15, 중재판정, 2019. 5. 31., **RLA-177**, 제 418 항 (“청구인이 피청구국에게 해당 금액을 대여하였을 경우 받았을 이자를 나타내는” 스페인 국채 이율을 적용한 부분); *Infrastructure Services Luxembourg S.à.r.l. and Energia Termosolar B.V. (formerly Antin Infrastructure Services Luxembourg S.à.r.l. and Antin Energia Termosolar B.V.) v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/13/31, 중재판정, 2018. 6. 15., **RLA-169**, 제 733-34 항; *Grenada Private Power Limited and WRB Enterprises, Inc. v. Grenada*, ICSID 사건번호 ARB/17/13, 중재판정, 2020. 3. 19., **RLA-181**, 제 350 항 (이자를 피청구국의 91 일 만기 재무부 단기 증권과 동일한 이율로, 매년 복리로 산정한 부분); *Marvin Roy Feldman Karpa v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/99/1, 중재판정, 2002. 12. 16., **RLA-94**, 제 205-06 항 (멕시코 정부의 연방 재무부 증서 이율로 단리 이자를 배상하도록 한 부분) 참조.

¹⁰⁵⁴ Duarte-Silva 보고서, **CER-4**, 제 4 항 (“본인은 대리인으로부터...연 5% 비율의 월 복리에 의하여 갹신하여 달라는 의뢰를 받았습니다.”).

¹⁰⁵⁵ 한국 민법, 2015. 7. 1., **CLA-53**의 추가 번역 (**R-176**, 제 379 조 (“이자있는 채권의 이율은 다른 법률의 규정이나 당사자의 약정이 없으면 연 5분으로 한다.”)).

¹⁰⁵⁶ Dow 보고서, **RER-4**, 제 267 항.

¹⁰⁵⁷ Dow 보고서, **RER-4**, 제 270 항.

¹⁰⁵⁸ Dow 보고서, **RER-4**, 제 268 항.

557. 마지막으로, 메이슨은 미국 달러로 손해배상을 청구하나, 이를 정당화할 근거는 제시하지 않습니다.¹⁰⁵⁹ 메이슨은 한국 원화를 지급하여 한국 증권거래소를 통해 한국 회사의 주식을 매수하여 투자하였고, 해당 주식을 매각하여 한국 원화를 받았습니다. Dow 교수가 지적하듯이, 이러한 상황에서는 손해배상 역시 한국 원화로 지급되는 것이 타당합니다.¹⁰⁶⁰

* * *

¹⁰⁵⁹ 수정 청구서면, 제 269 항(미국 달러로 배상을 청구하는 부분).

¹⁰⁶⁰ Dow 보고서, **RER-4**, 제 260 항.

VIII. 메이슨은 본 절차에서 한국에 발생한 비용을 부담하여야 합니다

558. UNCITRAL 중재규칙 제 40 조는 “원칙적으로 중재비용은 패소당사자가 부담한다”라고 정하고 있는 바, 한국은 이에 따라 중재판정부가 메이슨에게 본 절차에서 한국에 발생한 비용을 부담하도록 명해주실 것을 요청합니다. 이러한 비용은 변호사 보수 및 비용, 전문가 보수 및 비용, 한국의 대표자들이 본 중재에서 지출한 비용, 중재판정부의 보수 및 비용, 그리고 PCA의 행정수수료 및 비용입니다.

559. 패소자가 절차의 비용을 부담한다는 원칙은 여러 투자협정 중재판정부가 적용한 바 있습니다.¹⁰⁶¹ *Azinian v. Mexico* 사건의 중재판정부는 청구인에게 비용을 부담하도록 하는 것에 “배상과 저지의 이중 기능”이 있는 점을 지적하였습니다.

일반적인 상황하에서는, 국제중재 절차에서 패소한 청구인이 중재 비용을 부담하고, 승소한 피청구인의 합리적인 대리인 비용에 기여하도록 하는 것이 일반적이다. 이러한 관행에는 배상과 저지의 이중 기능이 있다.¹⁰⁶²

560. 비용부담 판정의 저지 기능은 본건에 있어 특히 의미를 가집니다. 메이슨은 (i) 한국 또는 국민연금이 본건에서 메이슨이 문제삼는 행위와 관련하여 자신에 대해 어떠한 의무를 부담한다고 주장할 아무런 근거가 없고, (ii) 투자협정 중재판정부의 기존 선례에 반하여 중재판정부로 하여금 국민연금의 기금운용업무의 수행에 관한 상업적 판단을 사후적으로 뒤늦게 검토하도록

¹⁰⁶¹ 예컨대, *Methanex Corp. v. U.S.A.*, UNCITRAL, 최종중재판정, 2005. 8. 3., **RLA-92**, 제 5 장 제 13 항 (일부 부수적 쟁점에 대한 패소당사자의 주장이 인용되었음에도 불구하고, 패소한 청구인이 승소한 피청구국의 법률 보수 및 중재 비용 총 미화 4 백만 달러를 모두 부담하도록 한 부분); *Saba Fakes v. Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010. 7. 14., **CLA-40**, 제 155 항 (패소한 청구인으로 하여금 ICSID 비용과 법률 보수 및 비용을 포함한 승소한 피청구국의 모든 비용을 부담하도록 한 부분); *Phoenix Action Ltd. v. Czech Republic*, ICSID 사건번호 ARB/06/5, 중재판정, 2009. 4. 15., **RLA-115**, 제 152 항 (패소한 청구인으로 하여금 ICSID 비용과 법률 보수 및 비용을 포함한 승소한 피청구국의 모든 비용을 부담하도록 한 부분); *Telenor Mobile Communications A.S. v. Republic of Hungary*, ICSID 사건번호 ARB/04/15, 중재판정, 2006. 9. 13., **RLA-100**, 제 107 항 (“중재판정부는 비용이 사건을 따른다는 일반원칙을 선호한다”라고 설명하며, 패소한 청구인으로 하여금 승소한 피청구국의 모든 비용을 부담하도록 함) 참조.

¹⁰⁶² *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제 125 항. *Azinian* 사건의 중재판정부는 청구인이 피청구국의 비용을 부담하도록 하지 않았으나, 이는 본건과 무관한 NAFTA 분쟁해결절차의 특이성 등의 이유로 인한 것이었습니다. 동 중재판정, 제 126-27 항.

하였으며, (iii) 한국 사기업에 대한 단기 투자로부터 이익을 취할 자신의 권리를 보장할 것을 한국에 요구하는 손해배상에 관한 허황된 주장을 제시하며, 인과관계를 입증하기 위한 진지한 노력조차 하지 않았습니다. 이러한 상황에서, 비용을 부담토록 하는 중재판정은 배상과 명백히 부당한 유사한 투자협정 청구를 저지하는 이중 기능을 갖습니다.

* * *

IX. 청구취지

561. 앞서 언급된 사유들에 근거하여, 한국은 중재판정부가 다음과 같은 중재판정을 내려줄 것을 구합니다.

- a) 본 중재에서 메이슨이 제출한 청구를 전부 기각한다;
- b) 청구인에게 법률 보수 및 비용, 전문가 보수 및 비용, 한국이 부담하는 중재판정부 및 PCA 보수 및 비용을 포함하여 본 중재와 관련된 모든 비용을 한국에게 배상할 것을 명령한다; 그리고
- c) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 한국에 대한 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.

* * *

대한민국을 위하여 제출함

2020년 10월 30일

대한민국 법무부
국제분쟁대응과
대한민국 법무부
정부과천청사
대한민국

[서명]

[서명]

법무법인(유) 광장
이문성
한상훈
윤지현
원정연
우한얼
이준원
유민재

White & Case LLP
Paul Friedland
Damien Nyer
Sven Volkmer
Surya Gopalan
Joy Lee
Eric Lenier Ives

1221 Avenue of the Americas
New York 10020-10

서울 중구 남대문로 63, 한진빌딩 04352
대한민국

피청구국의 대리인

별지 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황¹

목차

민사소송.....	2
1. 엘리엇 어소시에이츠 엘.피. (“EALP”)의 삼성물산 주총소집통지 및 주주총회 결의금지 가처분신청.....	2
2. 일성계약 등에 의한 구 제일모직과 구 삼성물산 간의 본건 합병 무효 소송	3
형사소송.....	5
3. █████ 및 █████에 대한 형사소송	5
4. █████에 대한 형사소송.....	5
5. █████에 대한 형사소송.....	7

¹ 아래 회색 표시된 1 건의 민사소송을 제외하고 모든 소송이 진행중에 있습니다.

민사소송	
사건	쟁점
<p>1. 엘리엇 어소시에이츠 엘.피.(“EALP”)의 삼성물산 주총소집통지 및 주주총회 결의금지가처분신청</p> <ul style="list-style-type: none"> • 서울중앙지방법원은 2015. 7. 1.자 2015카합80582 결정에서, EALP의 가처분 신청을 기각함 (R-177) • EALP는 2015. 7. 3. 서울중앙지방법원의 결정에 항고 • 서울고등법원은 2015. 7. 16.자 2015라20485 결정에서 서울중앙지방법원의 결정을 유지함 (R-214) • EALP는 서울고등법원의 결정이 내려진 직후인 2015. 7. 16. 대법원에 서울고등법원의 결정을 재항고 • 결론: 엘리엇 어소시에이츠는 2016. 3. 23. 재항고를 취하하여 사건 종결 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • EALP가 피신청인 (삼성물산과 등기이사 7인)으로 하여금 2015. 7. 17.자로 주주총회를 소집하여 본건 합병계약을 승인하는 것을 금지하는 가처분을 신청할 당사자적격이 있는지 여부. <ul style="list-style-type: none"> ○ 6개월 전부터 계속하여 발행주식총수의 10만분의 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 EALP에 손해를 초래한다는 것을 근거로 2015. 7. 17.자 주주총회를 소집하는 것을 금지할 수 있는 합리적인 근거가 존재하는지 여부. 구체적으로 EALP는 다음과 같이 주장함: <ul style="list-style-type: none"> ○ 피신청인들은 불공정한 합병비율을 산정함으로써 상법상 이사로서의 의무를 위반하였음. ○ 오로지 삼성그룹 총수 일가에게만 이익이 되는 본건 합병의 불공정한 목적은 업무상 배임에 해당함. ○ 본건 합병은 금반언의 원칙에 위배됨. ○ 피신청인들은 시세조종, 부정거래행위 등 자본시장과 금융투자업에 관한 법률(이하 “자본시장법”)의 다수 조항에 위반되는 행위를 함.

민사소송	
사건	쟁점
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 주식매수청구권을 가진 합병반대주주들의 주식매수가격에 대한 협의를 하지 않은 것은 자본시장법 제165-5조 제3항을 사실상 잠탈한 것임. ○ 제일모직은 금융지주회사에 해당할 가능성이 농후하였으므로, 본건 합병은 금융지주회사법 제6-3조에 위반됨. ○ 본건 합병은 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한할 여지가 있으므로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제7조 제1항에 위반될 소지가 있음. <p>서울중앙지방법원은 EALP가 삼성물산의 지분을 소유한 기간이 지나치게 짧아 EALP는 가처분을 신청할 적격이 없으며, 법원이 삼성물산으로 하여금 2015. 7. 17.자 주주총회를 소집하지 못하도록 금지할 합리적인 근거가 없다고 판시하며 EALP의 신청을 기각하였음. 서울중앙지방법원은 본건 합병비율이 명백히 불공정하다고 간주할 수 없으며 본건 합병의 목적이 부당하다는 EALP의 주장은 근거가 없다고 판시함.</p> <p>EALP는 서울고등법원에 항고함. 서울고등법원은 EALP의 항고를 기각함.</p>
<p>2. 일성계약 등에 의한 구 제일모직과 구 삼성물산 간의 본건 합병 무효 소송</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 서울중앙지방법원은 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 사건에서, 본건 합병이 무효라고 주장하는 원고들의 청구를 기각함 (R- 242) ● 원고들은 2017. 11. 7. 서울중앙지방법원의 판결에 대하여 항소함 ● 서울고등법원 2017나2066757 사건으로 진행 	<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 ● 본건 합병 관련 이사회 결의 및 본건 합병 관련 표결에서의 (주)KCC의 의결권 행사와 관련하여 절차상 부당함이 있었는지 여부

중임 (R-302)

- 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

모든 당사자들은 서울고등법원에 항소를 제기하여 현재 항소심 진행중임.

형사소송	
사건	쟁점
<p>3. [] 및 []에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 서울중앙지방법원은 2017. 6. 8. 2017고합34, 183 사건에 대한 판결 선고 (R-237) • 특별검사와 피고인들 모두 서울중앙지방법원 판결에 대하여 항소 • 서울고등법원은 2017. 11. 14. 2017노1886 사건에 대한 판결 선고 (R-243) • 특별검사와 피고인들 모두 서울고등법원 판결에 대하여 상고 • 대법원에 2017도19635 사건으로 진행 중임 (R-304) 	<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 손실을 초래하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 상고하여 대법원에 재판 진행 중임.</p>
<p>4. []에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 서울중앙지방법원은 2017. 8. 25. 2017고합194 사건에 대한 판결 선고 (R-239) 	<p>법원은 다음 사안을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • []이 [] 전 대통령의 측근인 []의 딸 []에게 허위의 용역계약을 맺는 형태로 승마훈련을 지원하고 말 3필을 제공함으로써 [] 전 대통령에 뇌물을 공여하였는지 여부

형사소송	
사건	쟁점
<ul style="list-style-type: none"> • 특별검사와 피고인들 모두 서울중앙지방법원 판결에 대하여 항소 • 서울고등법원은 2018. 2. 5. 2017노2556 사건에 대한 판결 선고 (R-248) • 특별검사와 피고인들 모두 서울고등법원 판결에 대하여 항소 • 대법원은 2019. 8. 29. 2018도2738 사건에서, 서울고등법원의 판결을 일부 파기하고 사건을 서울고등법원으로 환송 (R-277) • 파기환송심은 서울고등법원에서 2019노1937 사건으로 진행 중임 (R-305) 	<ul style="list-style-type: none"> • [redacted]이 [redacted]이 운영한 재단 (미르스포츠재단 및 K스포츠재단)과 한국동계스포츠영재센터에 금전적 지원을 제공함으로써 본건 합병 또는 [redacted] 일가의 승계계획과 관련하여 [redacted] 전 대통령에게 부정한 청탁을 하였는지 여부 • [redacted]에 대한 특정경제범죄법위반(횡령)죄의 성부 • [redacted]에 대한 특정경제범죄법위반(재산국외도피)죄의 성부 • [redacted]이 뇌물수수 및 횡령으로 얻은 범죄수익의 출처 및 처분에 관한 사실은 은폐하였는지 여부 • [redacted]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"> • 딸 3필 및 그 구입비용이 딸에 대한 소유권 및 처분권을 고려하였을 때 뇌물에 해당한다는 서울고등법원의 판단 • 사회 일반으로부터 [redacted] 전 대통령의 직무집행의 공정성, [redacted] 전 대통령과 [redacted]의 관계, 이익의 다과 및 이익의 수수 경위와 시기 등에 대한 의심을 받게 되는지 여부를 고려하였을 때, [redacted] 전 대통령의 직무 집행과 한국동계스포츠영재센터에 대한 재정적 지원 간에 대가성이 있었는지 그리고 그러한 재정적 지원과 관련하여 부정한 청탁이 있었는지 여부

형사소송	
사건	쟁점
<p>5. ██████에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 서울중앙지방법원은 2018. 4. 6. 2017고합364-1 사건의 판결 선고 • 검찰은 2018. 4. 13. 서울중앙지방법원 판결에 대하여 항소 • 서울고등법원은 2018. 4. 24. 2018노1087 사건에 대한 판결 선고(R-258) • 검찰은 서울고등법원 판결에 대하여 상고 • 대법원은 2019. 8. 29. 2018도14303 사건에서, 서울고등법원의 판결을 일부 파기하고 사건을 서울고등법원으로 환송(R-276) • 서울고등법원은 2020. 7. 10. 파기환송심(2019노1962, 2019노2657)에서, 일부 죄명을 무죄로 판단하고 형량을 징역 20년으로 감형(R-284) 	<p>법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • ██████ 전 대통령이 현재 진행 중인 사안과 관련하여 롯데그룹, SK그룹, 삼성그룹으로부터 뇌물 또는 부정한 청탁을 받았는지 여부. 구체적으로, 삼성그룹과 관련하여: <ul style="list-style-type: none"> ○ ██████ 전 대통령이 삼성그룹의 ██████으로부터 본건 합병 또는 ██████ 일가의 승계계획과 관련하여 부정한 청탁을 받았는지 여부 ○ ██████ 전 대통령이 삼성그룹으로부터 허위의 용역계약에 따른 대금 및 딸 3필의 형태로 ██████의 딸 ██████의 승마훈련비를 지원함으로써 뇌물을 받았는지 여부 • ██████ 전 대통령이 현대자동차, 롯데그룹, 포스코, KT, 삼성그룹 등의 권리 행사를 방해하기 위해 강요 및 직권남용을 하였는지 여부. 구체적으로, 삼성그룹과 관련하여 ██████ 전 대통령이 삼성그룹에 한국동계스포츠영재센터 후원금 출연을 강요하였는지 여부 • ██████ 전 대통령이 ██████에 기밀정보를 제공하였는지 여부 • ██████ 전 대통령이 반대 의견을 가진 문화예술계 특정 개인을 요직에서 배제하고 정부에 반대하는 문화예술단체에 대한 정부지원을 축소하는 등 강요 및/또는 직권남용을 하였는지 여부

형사소송	
사건	쟁점
<ul style="list-style-type: none"> • 검찰은 2020. 7. 17. 서울고등법원의 판결들에 대하여 상고 • 대법원에 2020도9836 사건으로 진행 중임 (R-308) 	<p>모든 당사자들은 대법원에 상고함.</p> <p>대법원은 뇌물수수혐의를 다른 혐의와 분리 선고하기 위해 사건을 서울고등법원으로 환송함.</p> <p>서울고등법원은 뇌물 혐의와 다른 혐의에 대하여 총 20년에 달하는 별도의 두 형을 선고하였음. 검찰이 상고함에 따라 현재 대법원에서 최종 판단을 앞두고 진행 중임</p>

별지 B: 관련 인물(한국 인물)

이름	직책
청와대	
[REDACTED]	대한민국 대통령, 2013년 2월~2017년 3월
[REDACTED]	청와대 경제수석비서관, 2014년 6월~2016년 5월. 정책조정수석비서관, 2016년 5월~2016년 10월
[REDACTED]	청와대 고용복지수석비서관, 2013년 8월~2015년 8월
[REDACTED]	청와대 보건복지비서관, 2014년 9월~2017년
[REDACTED]	청와대 보건복지비서관실 선임행정관, 2014년 8월~2016년 12월
[REDACTED]	청와대 보건복지비서관실 행정관, 2015년 6월~2016년 12월
보건복지부	
[REDACTED]	보건복지부장관, 2013년 12월~2015년 8월
[REDACTED]	보건복지부 연금정책국장, 2014년 7월~2015년 8월
[REDACTED]	보건복지부 국민연금재정과장, 2015년~2016년
[REDACTED]	보건복지부 국민연금재정과 사무관, 2015년 7월

국민연금공단	
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부장, 2013년 11월~2016년 2월
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 운용전략실장, 2013년 12월~2016년 7월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 국내주식운용실장, 2013년 12월~2016년 3월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 채권운용실장, 2012년~2017년(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 대체투자실장, 2015년 7월~2016년 6월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 해외증권실장, 2011년~2017년 2월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 해외대체실장, 2013년 12월~2016년 7월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 리스크관리센터장, 2011년 10월~2016년 3월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 운용지원실장, 2014년 8월~2016년 7월(국민연금공단 투자위원회 당연직 위원)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 투자전략팀장, 2013년 ~2016년 6월(■■■■■ 본부장이 2015년 7월 10일자 국민연금공단 투자위원회 회의를 위해 위촉한 위원 3인 중 한 명)

■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 리스크관리팀장, 2015년 7월(■■■■■ 본부장이 2015년 7월 10일자 국민연금공단 투자위원회 회의를 위해 위촉한 위원 3인 중 한 명)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 패시브투자팀장, 2015년 7월(■■■■■ 본부장이 2015년 7월 10일자 국민연금공단 투자위원회 회의를 위해 위촉한 위원 3인 중 한 명)
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 리서치팀장(주식운용실), 2015년 7월
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 책임투자팀장(운용전략실), 2015년 7월
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 준법감시인, 2015년 7월
■■■■■	국민연금공단 기금운용본부 준법감시실 변호사, 2015년 7월
삼성그룹	
고 ■■■■■	삼성그룹 회장, 1987년~2008년 삼성전자 회장, 2010년~2020년 ■■■■■ 부회장의 부친
■■■■■	삼성전자 부회장, 2012년 12월~현재 고 ■■■■■의 아들
기타	
■■■■■(일명 ■■■■■)	■■■■■ 대통령의 측근