

유엔국제무역법위원회 중재규칙 및 대한민국과 미합중국간의
자유무역협정에 따른 중재

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

청구인

대한민국

피청구국

청구인의
심리 후 주장서면
2022년 4월 13일

목차

I.	서문.....	1
II.	사실관계의 요지.....	4
	A. 엘리트의 삼성물산 투자.....	4
	1. 엘리트의 투자 전략.....	4
	2. 엘리트의 지배구조 개편 제안 및 국민연금과 삼성물산과의 소통.....	7
	B. 대한민국 정부의 위법한 개입.....	13
III.	본안 전 이의제기.....	21
	A. 청구인의 다툼 없는 주식 소유는 협정상 보호되는 “투자”입니다.....	22
	B. 대한민국의 행위는 “조치”에 해당합니다.....	23
	C. 귀속: [redacted] 대통령, [redacted] 장관과 청와대 및 보건복지부 직원들의 행위가 대한민국에 귀속되므로 엘리트의 청구에 필요한 점은 확인되었습니다.....	27
	D. 귀속: 국민연금의 행위는 협정과 국제관습법상 한국에 귀속됩니다...27	27
	1. 국민연금은 협정 제 11.1 조 3 항 가호와 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관입니다.....	30
	2. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 3 항 나호 및 ILC 규정 제 5 조에 따라 위임된 정부 권한을 행사한 것이었습니다.....	33
	3. 국민연금의 행위는 ILC 규정 제 8 조에 따라 대한민국의 지시나 통제 하에 있었습니다.....	36
	E. 대한민국의 “주권적 권한”에 대한 항변은 이유 없습니다.....	37
	F. 청구는 절차 남용에 해당하지 않습니다.....	38
IV.	대한민국은 협정을 위반하였습니다.....	39
	A. 대한민국은 청구인에게 국제법상 최소기준대우를 제공하지 않았습니다.....	39
	1. 적용 기준.....	39
	2. 대한민국은 자국 법원의 판단을 부정할 수 없으며, 자국 검찰의 주장 역시 정면으로 부정할 수 없습니다.....	41
	3. 대한민국의 국제적 최소기준대우 위반.....	44
	B. “위험의 감수”는 대한민국의 책임에 대한 항변이 되지 못합니다.....	55
	C. 대한민국은 청구인에게 내국민대우를 제공하지 못하였습니다.....	57
V.	대한민국의 협정 위반행위는 청구인의 손실을 야기하였습니다.....	61
	A. 대한민국의 위반행위가 없었다면 청구인의 손실이 없었을 것입니다 61	61
	1. 대한민국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였습니다.....	61

2.	본건 합병에 대한 국민연금의 표결로 인해 본건 합병이 승인되었습니다.....	68
3.	본건 합병은 청구인의 손실을 야기하였습니다.....	69
4.	대한민국의 협정 위반은 청구인 손실의 법적 (그리고, 의도된) 원인이었습니다.....	70
VI.	청구인의 손해배상액 산정.....	73
A.	청구인의 손해를 산정하려면 단순히 거래 주가가 아닌 가치평가 분석을 수행할 필요가 있습니다.....	75
B.	중재판정부는 Mr. Boulton 의 SOTP 방법론을 근거로 삼성물산의 가치를 평가해야 합니다.....	81
C.	Mr. Boulton 의 초과 할인율 계산은 분석적으로 견고합니다.....	85
D.	적합한 가정적 시나리오는 합병이 이루어지지 않는 것입니다.....	87
E.	본건 합병의 부결은 삼성물산 주가의 즉각적이고 상당한 상승을 초래했을 것입니다.....	88
1.	본건 합병의 무산이 삼성물산 주가에 미쳤을 영향에 대한 Dow 교수의 추측은 근거가 없습니다.....	88
2.	이 가정에 대한 배기홍 교수의 분석은 근본적인 오류가 있으므로 중재판정부는 이를 배척하여야 합니다.....	89
3.	중재판정부는 Mr. Boulton 의 견고한 가정적 분석을 인용해야 합니다.....	92
F.	거래 이익 추정과 RosInvestCo 에 관한 대한민국의 주장은 논점을 흐릴 뿐입니다.....	94
1.	거래이익 추정에 관한 대한민국의 주장은 잘못되었고 본건과 관련성도 없습니다.....	94
2.	본건은 RosInvestCo 사건이 아닙니다.....	96
G.	중재판정부 질의 제 8 호.....	98
H.	이자.....	101
VII.	신청 취지.....	102
	중재판정부 질의 제 1 호.....	28
	중재판정부 질의 제 2 호.....	35
	중재판정부 질의 제 3 호.....	35
	중재판정부 질의 제 4 호.....	42
	중재판정부 질의 제 5 호(가).....	25
	중재판정부 질의 제 5 호(나).....	48

중재판정부 질의 제 6 호	39
중재판정부 질의 제 7 호	70
중재판정부 질의 제 8 호	98
중재판정부 질의 제 9 호	55

I. 서문

1. 본 협정 중재는 대한민국(이하 “대한민국”)을 뒤흔든, 지난 수십 년을 통틀어 가장 악명 높은 정경유착 스캔들로부터 비롯되었습니다. 이로 인해 대한민국의 전직 대통령, 전직 보건복지부 장관과 보건복지부 산하 한국 국민연금공단(이하 “국민연금”) 소속의 여러 직원들은 이미 형사 기소되어, 유죄 판결을 받거나, 이미 징역형에 처해졌습니다.¹ 이는 뇌물 요구 및 수수, 직권남용, 또 공무상 과실에 대한 유죄 판결이었습니다. 이와 같은 정부 권력의 남용은 대한민국의 가장 유력한 재벌기업인 삼성그룹(이하 “삼성”)과 삼성 일가의 이익을 위하여 설계된 합병을 위해 자행되었으며, 이는 정부의 불법 개입이 없었다라면 이루어지지 않았을 합병이자, 끝내 강행되면서 청구인에게 심각한 손해를 입힌 합병이었습니다. 본 협정상 청구를 제기함에 있어, 청구인은 중재판정부가 한국 법원이 스스로 내린 *국내법적* 형사 판결로부터 당연하게 파생되는 *국제법적* 판단을 내려 주실 것을 요청합니다.
2. 이 배경에는 삼성 일가가 약 미화 50 억 달러에 달할 것으로 예상된 상속세 자금을 조달하는 동시에 그룹에 대한 지배를 강화하기 위한 대담한 술책이 있었습니다. 왜곡된 주가에 따른 삼성물산과 제일모직 사이의 합병(이하 “**본건 합병**”)을 통해, 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들, 이 중 특히 삼성 일가에게 한화 9 조 원에 달하는 막대한 가치를 이전시키는 것이 이 계획의 핵심이었습니다.
3. 이러한 계획은 최소 삼성물산 주주들의 66.67%, 즉 특별결의에 의해서만 성사될 수 있습니다. 그러나 삼성 일가는 삼성물산의 장기투자자였던 청구인의 반대에 직면하였습니다. 청구인은 삼성 측의 제안 내용이 불공정하며, 소수주주들에게 공정한 조건으로 이루어지는 지배구조 개편을 통하여 삼성물산의 모든 이해관계자들에게 상당한 가치를 창출하고 실현시킬 수 있다는 점을 인지하고 있었습니다. 청구인은 본연의 전문성을 발휘하여 그러한 목표를 달성하기 위한 지배구조 개편안을 계발하였습니다. 위 개편안과 예측을 토대로 청구인은 삼성물산에 6 억 달러 이상을 투자하였습니다. 이 개편안이 거부되어 청구인은 단념하거나 저항할 수밖에 없는 위치에 처하였고, 이때 청구인은 불공정한 본건 합병에 반대하기 위해 역량을 동원했습니다.
4. 즉 삼성 일가와 청구인은 적어도 한 가지 사실에 대해서는 인식을 같이 하고 있었습니다. 막대한 이해득실이 걸려있다는 점입니다. 만일 이것이 사실이 아니었다면 엘리엇은 수억 달러를 투자하지 않았을 것이고 대한민국의 가장 유력한 재벌에 대항한다는 어려운 대외적 입장을 취하지 않았을 것입니다. 마찬가지로, 삼성 일가 역시 자신이 보기에 이것이 사실이 아니었다면 그와 같은 노력을 기울이지 않았을 것입니다.

¹ 본 심리 후 주장서면에서 사용하는 모든 정의는 청구인이 과거에 제출한 서면들에서 가져온 것입니다.

5. 중재판정부가 심리에서 자세히 들은 바와 같이, 삼성 일가의 후계자 █████ 부회장이 한국 정부와 공모한 것 또한 이러한 노력의 일환이었습니다. 이는 그가 본건 합병의 결과가 삼성물산의 최대주주인 국민연금의 표결에 달려있다는 점을 파악하였기 때문입니다. 그렇기에 그는 대통령에게 부정한 청탁을 하였고, 대통령은 여기에 연루되었다는 이유로 탄핵되고 징역형에 처해졌습니다. 또한, 대통령은 어떻게든 국민연금이 주주 표결에서 본건 합병을 반드시 지지하게 하라는 취지의 부정한 명령을 보건복지부를 통해 국민연금에게 하달하였습니다. 국민연금은 그 명령을 따랐으며, 그리하여 국민연금은 본건 합병이 진행되기 위하여 필요했던 특별결의 요건을 넘기는 본건 합병 찬성 표결을 행사하였습니다.
6. 대한민국은 자신의 사법부를 통해 정부의 은폐된 부당개입을 사실로 확인하였습니다. 대한민국에서는 범죄 수사, 기소 및 유죄 판결이 합리적인 의심을 배제할 수 있을 정도의 입증을 요하므로 이는 국제 중재에서 보기 드문 정도의 증거에 의한 것입니다. 해당 증거는 본건이 범죄 행위와 관련되어 있으며 청구인이 해당 범죄의 표적이 된 피해자였음을 확인시켜 줍니다. 즉, 본 청구는 이미 입증된 중대한 정부 위법행위에 관한 것입니다. 만약 이것이 국제법상 최소기준대우의 위반이 아니라면, 최소기준은 그 의미를 상실할 것입니다.
7. 대한민국의 반대논리는 한국 정부의 개입 사실을 다루지 않았으며, 그럴 수도 없습니다. 대신 대한민국은 청구인이 본건 합병 절차의 위험을 감수했다고 주장합니다. 그러나 이는 두 가지의 매우 다른 부류의 위험을 혼동하고 있는 것입니다. 본건은 시장위험의 부담에 관한 것이 아닙니다. 본건은 수개월 내지 수년간 은폐되어 있던 법치에 대한 정부의 의도적 무시와 관련한 것입니다. 청와대로부터 하달되어 불공정한 합병이 이루어지도록 강제된, 역사적인 규모의 범죄 계획에 대한 위험을 청구인이 감수하였다는 대한민국의 주장은 어불성설입니다. 투자자가 정부의 중대하고 고의적인 위법행위에 대한 위험을 감수했다는 주장이 투자협정에 의거한 청구에 대한 항변으로 받아들여진다면, 이는 국제적 법의 지배에 대한 보호수단으로써 투자협정이 가지는 의미와 가치를 정면으로 부정하는 것입니다.
8. 대통령에 대한 뇌물, 부당한 정부 지시, 위조 및 조작된 가치평가는 모두 국민연금으로부터 ‘찬성’ 표를 얻기 위한 것이었습니다. 그 누구도 사소한 이익을 위하여 이렇게까지 하지 않습니다. 삼성과 엘리트 양측에 막대한 이해득실이 걸려 있었으며, 한국 정부는 엘리트를 상대로 엄청난 압박을 가하였습니다.
9. 고로 이 법적 책임에 관한 사실은 혼치 않은 수준의 중요성을 띠고 있으나, 이 사실은 이제 너무나 분명합니다. 이미 입증된 바와 같은 정부 개입이 없었다면, 국민연금은 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이고, 필수 요소였던 특별결의 투표도 달성되지 않았을 것임은 이제 합리적인 의심을 배제할 수 있을 정도이기 때문입니다. 따라서 대한민국이 심리 대부분을 엘리트의 손해 산정에 초점을 맞추어 이를 모두진술의 시작부터 다루고

종결진술에서는 “사건의 시작이자 끝”이라고 강하게 표현했던 것은 놀라운 사실이 아니며 많은 점을 시사합니다.

10. 마찬가지로 본건 합병의 부결이 결과적으로 삼성물산의 주가를 크게 상승시켰을 것이라는 점도 부인할 수 없습니다. Mr. Boulton 이 증언한 바와 같이, 9 조원의 유출을 막는 것은 당연하게도 삼성물산의 주가 상승으로 귀결될 수밖에 없었습니다.
11. 따라서 중재판정부가 판단해야 할 문제는 결정적인 ‘반대’ 투표로 인해 삼성물산의 주가가 얼마나 상승하였을 것인가입니다. 그리고 이 문제에 중재판정부가 답변하는 데 도움을 준 당사자는 삼성물산의 가치와 지주회사 할인율을 제시한 청구인 뿐입니다.
12. 손해액에 대한 청구인의 주장은 간명합니다. 청구인은 본건 합병이 부결되었을 경우 청구인의 투자가 어떻게 되었을지를 평가합니다. 청구인의 주장은 정부의 위법행위를 구성하는 개별 요소들이 각각 주주 표결 이전에 주가에 어떤 영향을 미쳤는지 측정하지 않습니다. 대한민국의 행위는 청구인을 포함한 시장이 알 수 없도록 은폐되어 있었으므로, 주가에 대한 그 행위의 효과는 2015년 7월 17일에 국민연금이 본건 합병을 지지하는 표결에 합류하여 특별결의 요건을 가까스로 넘김으로써 비로소 그 효과가 발생하게 되었습니다.
13. 따라서 청구인의 삼성물산 투자에 대한 적절한 가치평가일은 표결 하루 전인 2015년 7월 16일입니다. 이날이 청구인의 투자한 대상물이 만일 그 다음 날에 본건 합병이 부결되었다면 실현되었을 내재가치를 여전히 포함하고 있었던 마지막 날입니다. 또한 이 날은 본건 합병이 약탈적인 합병비율로 승인되어 대한민국의 부정한 계획을 완성시키며 삼성물산의 내재가치가 영구적으로 상실되기 하루 전이었습니다. 해당 가치평가일을 사용함에 따라 대한민국의 위반행위가 영향을 미치지 직전의 청구인의 투자의 내재가치를 파악할 수 있으며, 이는 본건 합병이 부결된 이후에 청구인이 취할 수 있었던 이익에 상응합니다. 물론 청구인은 본건 합병이 무산된 이후에 삼성물산에 대한 지분을 유지하고 자신의 지배구조 개편 계획을 실행함으로써, 시간이 지남에 따라 더 큰 가치를 창출할 수도 있었을 것입니다. 그러나 그런 식으로 시간이 지남에 따라 커질 수 있던 가치는 청구인의 손해액 산정에 포함되지 않습니다. 청구인이 주장하는 손해액은 청구인이 반대 표결 직후에 소유 지분을 현금화 하였을 것이라는 전제 하에 산정되었으며, 이는 완벽히 일반적이지 실제로도 보수적인 주장입니다.
14. Mr. Boulton 은 해당 가치평가일을 사용하여 가치 이전이 발생하기 전 삼성물산의 내재가치에 기반한 평가결과를 중재판정부에 제시했습니다. 아울러, 이후 Mr. Boulton 은 가정적 상황에서 잔존하였을 지주회사 할인율의 정도를 산정하였습니다. Mr. Boulton 은 ‘찬성’ 표결 이후 합병법인(이하 “**신설 삼성물산**”)에 통합 NAV 대비 5% 할인율이 적용되었다는 것을 관찰하였으며, 이는 약탈적인 터널링 거래의 위험이 제거됐을 경우 할인율에 미쳤을 여과에

관한 가장 직접적인 경험적 증거임을 보여줍니다. 보수적으로 잡더라도 Mr. Boulton 은 지주회사 할인율이 최대 15%를 초과하지 않았을 것이라는 의견을 피력하고 있습니다.

15. 이와 극명히 대조적으로, 대한민국 측 전문가는 중재판정부에게 어떠한 도움도 주지 못하고 있습니다. 대신, Dow 교수는 앞서 자신이 피청구국 측 전문가로서 증언했던 모든 투자 협정 사건에서와 마찬가지로 조건반사적으로 제로 가치평가를 내세우고 있습니다. 특히 여기서 주목할 만한 점은, Dow 교수는 본 중재에서 여러 가지 사항에 대해 추측을 제시하면서도, 본건 합병이 부결 되었을 경우의 주가 상승에 대해서 만큼은 본 중재판정부에게 어떠한 추정치도 제시하지 않고 있다는 점입니다. 짐작컨대, 대한민국은 전략적으로 Dow 교수와 이러한 작업을 하지 않기로 선택한 것으로 보입니다. 대한민국이 손해액 산정과 관련하여 어떠한 가설도 제시하지 않은 이상, 중재판정부에게 주어진 신뢰할 만한 산출치는 청구인이 제시한 손해배상 산정액이 유일합니다. 중재판정부는 Mr. Boulton 이 고려한 가치평가들을 수용하여, 청구인에게 미화 3억 7,090 만 달러 내지 4억 7,560 만 달러의 손해배상 원금 및, 이에 대한 이자를 지급하도록 판정해야 합니다.

II. 사실관계의 요지

수정 청구서면, SECTION II-IV{B/3/8-84}; 재반박서면, SECTION II{B/6/18-153}

16. 청구인은 이미 한국 정부 최고위층의 위법행위를 수반하는 본 사건의 이례적인 사실관계를 매우 구체적으로 설명하였습니다.² 그러한 사실관계는 본 중재판정부 앞에서 실질적으로 다툼이 없다고 볼 수 있습니다. 따라서 본 Section II 에서 청구인은 삼성물산에 대한 청구인의 투자와 대한민국의 위법한 정부 개입과 관련된 핵심 사실만을 요약하여 재확인하고자 합니다.

A. 엘리엇의 삼성물산 투자

1. 엘리엇의 투자 전략

17. 상장기업에 투자하는 경우, 엘리엇은 회사의 거래 주가가 순자산가치(NAV)에 반영된 내재가치보다 낮은 상황을 포착하고, NAV 에 대한 할인율의 원인을 파악하며, 이러한 할인율을 줄이거나 제거하기 위한 계획(및 예상 타임라인)을 평가하고자 합니다.³
18. 그와 같은 마지막 평가 단계에서, 엘리엇이 해당 회사의 과거 주식 거래 패턴에 기반하여, 적극적인 개입 없이 할인율이 충분히 빨리 감소할 것이라고 판단하는 경우가 있습니다.⁴ Mr. Smith 가 증언한 바와 같이, 엘리엇은 아시아 등에 걸친 지역에서 “오랜 거래 기간” 동안 “약

² 수정 청구서면, 제 15-148 항 {B/3/8-84}; 재반박서면, 제 25-193 항 {B/6/18-153}.

³ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 14 항 {D1/1/6}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 5, 7 항 {D1/2/3-4}.

⁴ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 14 항 {D1/1/6}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 7 항 {D1/2/4}.

20 여 개의 회사”를 “지주회사 모니터”⁵를 통해 적극적으로 모니터링하였으며, 이 회사들 중에는 삼성물산도 포함되었습니다.⁶ 또한 그는 엘리엇이 “이 기업들 중 하나에 투자기로 할 경우를 위해 저희는 투자 운용 가이드라인을 마련하기 위해 견본으로 사용할 표준 스프레드시트를 사용”하였음을 확인했습니다.⁷ 이 표준 스프레드시트는 이러한 소극적 투자의 트레이딩 플랜 가이드라인이 되었습니다. Mr. Smith 가 증언한 바와 같이(그리고 반복적으로 반대신문에서 확인하였듯이), 이러한 지침은 “실질적으로 투자를 어떻게 구축 또는 청산할 것인지, 어떠한 수익률을 목표로 할 것인지 등에 대해 미리 결정된 내용들을 전혀 반영”하는 것이 아니라,⁸ 엘리엇이 주식을 너무 비싸게 사지 않도록 돕는 도구였습니다.⁹

19. 경우에 따라, 엘리엇이 “어떤 자산은 외부의 적극적인 개입 없이는 해결되기 어려운 문제들로 인해 저평가된 것”이라고 판단하기도 하는데, 지배구조나 경영이 부실하거나, 저성과 사업부가 매각되지 않는 것, 출자환원정책의 부족, 채무재조정의 필요성 등의 문제 등이 이러한 평가를 초래할 수 있습니다.¹⁰ 이러한 구체적인 문제가 발견될 경우 엘리엇의 접근법은 “그러한 문제들을 시정할 수 있는 방안을 적극적으로 추진하는 것”입니다.¹¹ 이러한 접근법은 NAV 의 할인율을 줄일 수 있으며, 나아가 회사의 NAV 을 증가시킬 수도 있습니다.¹²
20. 따라서, 엘리엇의 투자 철학은 투자 이론을 토대로 자신의 투자자에게 최대한의 이익을 창출하는 것입니다. (즉, 해당 증권과 관계된 특정 상황이나 특성으로부터 나오는, 시장의 일반적인 이동(즉, 베타 움직임)에 초과하거나 미달하는 알파 움직임을 창출하는 것입니다).¹³ 엘리엇이 적극적인 접근 방식을 취하는 경우는, 가치를 창출하는 변화를 회사가 채택하도록함으로써 알파 움직임을 일으킨다는 뜻입니다. 또한 엘리엇은 자신의 투자 전략의 기반이 되는 사건만으로 투자의 수익성을 집중시키는 조치를 취합니다(그리고 베타 시장 움직임으로 인해 악영향을 받지 않도록 합니다).¹⁴

⁵ Smith 제 3 차 증인진술서, 제 16 항 {D1/3/9-10}.

⁶ James Smith {Day3/102:18} – {Day3/103:7}.

⁷ Smith 제 3 차 증인진술서, 제 16 항 {D1/3/9-10}.

⁸ Smith 제 3 차 증인진술서, 제 16 항 {D1/3/9-10}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 20, 22 항 {D1/2/10-12}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 15 항 {D1/3/9}; James Smith {Day3/60:15-24} {Day3/64:7-10} {Day3/70:6-19} 도 참조.

⁹ James Smith {Day3/56:4-7} {Day3/60:15-22}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 20 항 {D1/2/10-11} 도 참조.

¹⁰ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 8 항 {D1/2/4}.

¹¹ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 8-9 항 {D1/2/4-5}. James Smith {Day3/105:3} – {Day3/106:14} 도 참조.

¹² Smith 제 2 차 증인진술서, 제 8, 12(iii), 39, 59 및 67 항 {D1/2/4-7} {D1/2/20} {D1/2/28} {D1/2/31}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 22 항 {D1/3/12-13}; Smith 제 4 차 증인진술서, 제 7, 10 항 {D1/4/2-3}; James Smith {Day3/107:8-17}.

¹³ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 5 항 {D1/4/2}.

¹⁴ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 6 항 {D1/4/2}.

21. 엘리엇은 자신의 “지주회사 모니터” 회사들 중 하나로서 2003 년부터 수 차례에 걸쳐서 삼성물산에 투자했으며, NAV 대비 주식의 할인율을 주의깊게 관찰하였습니다.¹⁵ 엘리엇은 2007 년 7 월에서 2014 년 11 월까지 7 년 동안 NAV 대비 약 16%의 평균 할인율을 적용하여 삼성물산 주식이 NAV 대비 25.8%의 할증과 34.3%의 할인의 범위에서 거래되었다는 것을 확인하였습니다.¹⁶ 이러한 과거 추세에 비추어, 엘리엇은 2014 년 11 월에 삼성물산의 NAV 대비 할인율이 30% 이상으로 확장하자,¹⁷ 엘리엇은 이러한 비정상적인 할인율이 지속되지 않을 것이라고 판단하여 다시 삼성물산에 투자하였습니다.¹⁸
22. 삼성물산에 대한 엘리엇의 투자는 2014 년 11 월에 소극적으로 시작되었지만, 삼성물산의 NAV 할인율의 감소와 NAV의 증가를 목표로 한 적극적 접근 방식으로 변화하였습니다. Mr. Smith의 표현에 따르면, 엘리엇은 “여기서 우리가 뭔가 변화를 만들어낼 수 있을 것”이라고 믿었습니다.¹⁹
23. 2015 년 초, 삼성물산의 주가가 난항을 겪고 제일모직이 2014 년 12 월에 증권거래소에 상장되는 배경 아래, 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성에 대한 추측이 시장에서 커지기 시작하였습니다.²⁰ 엘리엇은 2014년 5월 █████ 회장의 심장 마비에 따른 승계 문제를 다루기 위한 삼성 내부의 지배구조 개편 가능성에 주목하였습니다.²¹ 삼성 일가가 감당하게 될 거대한 조세 채무를 감안하여, 이후 몇 달간 분석전문가들은 삼성 일가가 추가적인 상속세를 발생시키지 않고도 지배구조를 공고히 하거나, 또는 발생할 조세를 지불하기 위하여 현금을 마련하기 위한 다양한 지배구조 개편 시나리오들을 고려하였습니다.²² 그러나, 엘리엇이 2015 년 1 월 삼성물산-제일모직 합병의 구체적 가능성을 고려하였을 시점,²³ 청구인에게 엘리엇의 삼성물산 투자에 대한 자문을 제공한 애널리스트들은 설령 합병안이 제출된다

¹⁵ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 12 항 {D1/1/5}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 16 항 {D1/3/9-10}.

¹⁶ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 17 항 {D1/2/9-10}.

¹⁷ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 17, 25 항 {D1/2/9-10} {D1/2/14}.

¹⁸ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 14, 17 항 {D1/1/6-7}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 17-18, 26 항 {D1/2/9-10} {D1/2/14-15}.

¹⁹ James Smith {Day3/106:19} – {Day3/107:2}.

²⁰ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 20 항 {D1/1/8}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 30 항 {D1/2/16}.

²¹ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 21 항 {D1/1/8}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 27-29 항 {D1/2/15-16}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(i)항 {D1/3/3-4}; James Smith {Day2/198:6-14}.

²² “삼성 후계자들로서는 쓴웃음을 지으며 60 억 달러의 세금을 감내하는 수 밖에 없어”, *로이터*, 2014. 6. 5., **Exh C-130**, 제 3-5 면 {C/130/3-5}; “삼성중공업, 25 억 달러에 삼성엔지니어링을 흡수하다”, *로이터*, 2014. 9. 1., **Exh C-6**, 제 5 면 {C/6/5}; “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?”, *머니 S*, 2014. 9. 16., **Exh R-68**, 제 2-3 면 {R/68/2-3}; “삼성중-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까”, *조선비즈*, 2014. 10. 22., **Exh R-69**, 제 1 면 {R/69/1} 참조.

²³ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 30 항 {D1/2/16}; James Smith, Tim Robinson 및 최준호(엘리엇) 등 간 이메일, 2015. 1. 27., **Exh C-370** 항 {C/370/1} (“제일-삼성물산의 합병 리스크에 대해서는 생각해 보지 않았습니다...그러나, 디스카운트 거래가 확대되는 이유로 타당한 것 같습니다.”). Smith 제 1 차 증인진술서, 제 20 항 {D1/1/8} 도 참조.

하더라도 삼성물산 주주들이 합병을 승인할 가능성은 매우 낮다고 평가하였습니다.²⁴ 이러한 확신은 해당 제안의 객관적인 경제성에 기반을 둔 것입니다. 대한민국의 경우 상장회사 간 합병의 합병비율은 합병회사의 최근 거래 주가를 기준으로 하는 법정 공식으로 정합니다.²⁵ 당시 삼성물산 주식은 심각하게 저평가되었고 제일모직 주식은 심각하게 고평가되어 있었으므로, 엘리엇은 삼성물산과 그 주주들에게 지나치게 불리한 조건의 합병이 특별결의로 승인될 것으로 예상하지 않았습니다.²⁶ 시장 분석가들도 이에 동의하였습니다.²⁷

2. 엘리엇의 지배구조 개편 제안 및 국민연금과 삼성물산과의 소통

24. 엘리엇은 삼성물산과 관련된 지배구조 개편이 삼성그룹의 승계 계획의 일부가 될 가능성이 있음을 2015년 초에 인지하게 되었고, 이때 엘리엇은 공정한 조건의 지배구조 개편을 지지할 여지를 두고 있었습니다. 그룹 지배구조 개편을 포함하는, 합의적이면서도 가치 향상적인 기업 개혁을 창출하는데 있어서 전문성을 쌓아온²⁸ 엘리엇은 2015년 2월부터 삼성그룹을 위한 맞춤형 지배 구조 개편안을 준비하기 시작했습니다.²⁹ 이는 “그룹 지배권을 [REDACTED] 부회장에게 승계하면서 삼성이 부담하게 되는 상속세를 최소화한다는 삼성 일가의 목적을 달성하면서, 삼성물산 소수주주들의 가치 제고 또한 실현하고자 하는” 목적으로, 합의적으로 진행될 의도로 수립된 것이었습니다.³⁰
25. 합의적 기업 개선을 성공적으로 제안해왔던 엘리엇의 오랜 실적은 이러한 목표들을 충족시킬 “윈-윈”³¹ 제안을 만들어낼 수 있다는 엘리엇의 확신을 뒷받침하였습니다. 엘리엇을 대리하여 삼성물산 투자에 대한 제안을 제시할 권한을 가진³² Mr. Smith는 유사한 상황에서 자신의 리더십 아래 엘리엇의 과거 성공 사례를 예로 들었습니다.³³

²⁴ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 31-32 항 {D1/2/16-18}; Smith 제 1 차 증인진술서, 제 22 항 {D1/1/8-9}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(ii)항 {D1/3/4} 도 참조.

²⁵ 자본시장법, **Exh C-213**, 제 165-4(1)조 {C/213/148}; 자본시장법 시행령, **Exh C-222**, 제 176조의 5 제 1 항, 제 1 호 {C/222/171}; 이상훈 의견서, 제 25-28 항 {F2/1/9-12}.

²⁶ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 22 항 {D1/1/8-9}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 31(i), 32 항 {D1/2/16-18}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(ii)항 {D1/3/4}; James Smith {Day2/198:6-14} {Day3/8:12-20}.

²⁷ 예를 들어, 노무라 보고서, “삼성물산 주식회사”, 2015. 1. 26., **Exh C-144**, 제 1 면 {C/144/1}; 맥쿼리 리서치 보고서, “삼성물산 7 가지 미해결 물음에 대한 7 가지 답변”, 2015. 2. 9., **Exh C-148**, 제 1, 5 면 {C/148/1} {C/148/5} 참조.

²⁸ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 8, 12(i)-(v)항 {D1/2/4-8}. 재반박서면, 제 51(a)-(c)항 {B/6/30-32} 도 참조.

²⁹ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 39-40 항 {D1/2/20-21}; 엘리엇, 삼성그룹 구조조정 시나리오, 2015. 2. 23., **Exh C-371** 항 {C/371}; 엘리엇, 삼성그룹 구조조정 시나리오, 2015. 4. 27., **Exh C-377** 항 {C/377}.

³⁰ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 39-40, 52-56, 59-60 항 {D1/2/20-21} {D1/2/25-26} {D1/2/28-29}. Smith 제 3 차 증인진술서, 제 19 항 {D1/3/11} 도 참조.

³¹ James Smith {Day3/35:9-12} 참조.

³² James Smith {Day3/107:18} – {Day3/108:14}.

³³ 엘리엇의 성공 사례는 Henderson Group(홍콩 기업집단), Patni(인도 상장 소프트웨어 회사) 및 BHP(영국 상장 광물 회사)의 지배구조 개편, Versatel(네덜란드 상장 통신 회사)과 관련된 채무조정

26. 동시에, 엘리엇은 국민연금과 삼성물산 모두와 소통하였습니다. 2015년 3월 18일 서울에서 열린 회의에서 국민연금 대리인들은 당시 주가에 따라 삼성물산-제일모직을 합병하는 것은 삼성물산 주주들에게 매우 큰 손해를 입힐 것이라는 Mr. Smith 와 최 이사의 의견에 동의하였습니다.³⁴ 이 회의에 대한 청구인의 증거는 다툼이 없으며,³⁵ Mr. Smith 에 대한 반대신문 과정에서 대한민국이 이 중요한 회의에 대한 언급을 거의 하지 않았다는 점은 주목할 만합니다.
27. 엘리엇은 2015년 4월 9일 서울에서 삼성물산 경영진도 만났습니다. 해당 회의에서 삼성물산은 엘리엇 측에 “특히 두 회사 사이의 명확한 가치의 불균형을 감안하였을 때, 제일모직과의 합병을 진행할 의도가 없고, 이를 고려한 적도 없다”고 확인해 주었습니다.³⁶ 위 면담에서 엘리엇은 상호간에 유익한 지배구조 개편 추진을 위해 삼성과 협업할 의향이 있음을 확인하였습니다.³⁷ 엘리엇은 2015년 4월 16일 삼성물산에게 제일모직과의 합병은 고려되고 있지 않다는 삼성물산의 확인을 기록하고 엘리엇의 지배구조 개편안 계발을 다시 제안하는 서신을 보냈습니다.³⁸ 2015년 4월 21일자 답변에서 삼성물산은 합병 관련 자신의 입장에 대한 서술에 이의를 제기하지 않았으며, 지배구조 개편에 대한 엘리엇과의 협업에 수용적인 태도를 보였습니다.³⁹ Mr. Smith 에 대한 반대신문에서 대한민국은 이와 같은

아울러 저명한 일본 기업집단 히타치와 관련된 거래구조 개편을 포함합니다. Smith 제 2차 증인진술서, 제 12항 {D1/2/5-8} 참조. 엘리엇은 2015년 홍콩 Cheung Kong 그룹의 성공적인 지배구조 개편에도 기여했는데, 이는 보다 수직적이고 투명한 그룹 구조를 창출하여 지주회사 할인을 제거하고 그룹사의 내재가치를 증가시킴으로써, 주요 계열사에 대한 지배주주 일가의 지분을 공고히 하고 주주 가치를 실현하기 위하여 유사하게 설계되었습니다. 이러한 “CK-Hutchison” 지배구조 개편은 삼성 일가와 삼성물산 경영진을 위해 엘리엇이 준비한 프레젠테이션에서 사례 연구로 구체적으로 언급되었습니다. 엘리엇, 삼성그룹 구조조정 제안, 2015. 5. 29., Exh C-380, 슬라이드 5-7 {C/380/5-7} 참조. James Smith {Day3/38:23} – {Day3/40:3} 도 참조.

- ³⁴ Smith 제 1차 증인진술서, 제 28-29항 {D1/1/11-12}; Smith 제 2차 증인진술서, 제 41-46항 {D1/2/21-23}; Smith 제 3차 증인진술서, 제 7(v)항 {D1/3/5-6}. 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한 (일부 삭제), 2015. 6. 3., Exh C-187, 제 1-2면 {C/187/1-2} 도 참조
- ³⁵ 대한민국은 해당 회의의 국민연금 참석자들의 증인진술서를 당연히 제출할 수 있었음에도 불구하고, 그 누구의 증인 진술서도 제출하지 않았습니다. 심리 개시 당시에도 설명드린 바와 같이, 한국 Morgan Stanley 담당 이사인 한승수의 “사실 관계 확인서”에 어떠한 의미도 부여할 수 없습니다. 청구인 측 대리인 {Day1/29:25} – {Day1/30:23} 참조. 해당 확인서에 대해서 Mr. Smith 가 직접 반박하였으며, 이에 대한 이의가 제기된 바 없습니다 (Smith 제 2차 증인진술서, 제 43-45항 {D1/2/21-22} 참조).
- ³⁶ Smith 제 1차 증인진술서, 제 30-32항 {D1/1/12}; Smith 제 2차 증인진술서, 제 47-49항 {D1/2/23-24}; Smith 제 3차 증인진술서, 제 7(v)항 {D1/3/5-6}; 엘리엇이 삼성물산에 발송한 서신, 2015. 4. 16., Exh C-163, 제 2면 {C/163/2}. 최준호의 동시 회의 기록: 최준호(엘리엇) 및 Phillip Ham 간 이메일, 2015. 4. 3-10., Exh C-376, 제 2면 {C/376/2} 도 참조.
- ³⁷ Smith 제 2차 증인진술서, 제 47-49항 {D1/2/23-24}; 최준호(엘리엇) 및 Phillip Ham 간 이메일, 2015. 4. 3-10., Exh C-376, 제 2면 {C/376/2}.
- ³⁸ 엘리엇이 삼성물산에 보낸 서한, 2015. 4. 16., Exh C-163, 제 2면 {C/163/2}. Smith 제 2차 증인진술서, ¶ 49 {D1/2/24} 도 참조.
- ³⁹ 삼성물산이 엘리엇에 보낸 서한, 2015. 4. 21., Exh C-168 {C/168}. Smith 제 2차 증인진술서, ¶ 49 {D1/2/24} 도 참조.

중요한 면담에 대해 거의 언급하지 않았습니다.

28. 대신 심리 과정에서 대한민국의 초점은 삼성물산-제일모직 합병 가능성의 증가를 보여주는 간접자료, 즉 IRC 와 Spectrum Asia 등 몇몇 자문사가 엘리에트에 제공한 보고서에 맞추어졌습니다. Mr. Smith 가 심리에서 확인한 바와 같이, 이러한 보고서들은 기본적으로 다양한 출처로부터의 정보를 취합한 것입니다.⁴⁰ 해당 보고서에는 다양한 자료가 포함되어 있으나, 국민연금은 수익성의 원칙과 정치적 목적 및 특별 이해관계로부터의 독립성 원칙에 따라 국민연금기금을 운용하여야 하므로, 국민연금이 삼성물산 주주들에게 불리한 조건의 합병에 반대할 것으로 예상됨을 각각 확인하였습니다.⁴¹ 여하튼 Mr. Smith 가 확인한 바와 같이,⁴² 삼성물산이 약탈적 합병을 제안하지 않을 것이며 최대주주인 국민연금 역시 그러한 합병을 지지하지 않을 것이기 때문에 필수요건인 특별결의 요건을 확보할 수 없을 것이라는 엘리에트의 믿음을 확고히 한 것은 다름 아닌 엘리에트와 국민연금 및 삼성물산과의 대면 면담이었습니다.⁴³
29. 이러한 면담 이후, 엘리에트는 예상되는 한 삼성 지배구조 개편에 긍정적인 영향을 미칠 수 있는 기회에 주목하였습니다. 그 결과, 트레이딩 플랜 가이드라인은 의미를 상실하였으므로 그것을 업데이트하는 것은 그만두었습니다.⁴⁴ 대신, 삼성 일가 및 삼성 경영진과의 협의를 위해 가치를 제고하는 지배구조 개편안을 개발하는데에 역량을 집중하였습니다.⁴⁵ 엘리에트는 외부 자문사들(삼성 일가의 중개인 역할을 할 주요 연락 담당자 포함)과 협업하여,⁴⁶ (i) [REDACTED] 부회장이 삼성전자를 포함한 주요 삼성 기업들에 대한 지배지분을 받고, (ii) 삼성

⁴⁰ James Smith {Day3/10:12-15} (“스펙트럼은 저희가 이용하는 많은 자문사들 중 하나로 다양한 출처들로부터 얻은 의견과 정보를 취합하여 중재인께서 지금 보시는 보고서와 같이 요약합니다. [R-255 제시]”).

⁴¹ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 23(iii), 25-27, 34-35 항 {D1/1/10-11} {D1/1/13-14}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 31(iii), 38 항 {D1/2/17} {D1/2/19-20}; James Smith {Day2/211:5-19}, {Day2/213:17} – {Day2/214:7}, {Day3/15:10-16}, {Day3/89:2} – {Day3/90:5}, {Day3/90:22} – {Day3/92:13}, {Day3/93:11} – {Day3/94:2}; IRC, “대한민국 국민연금공단 & 삼성(안)”, 2015. 3. 1., **Exh C-151**, 제 3, 17-18 면 {C/151/3} {C/151/17-18}; IRC 최종보고서, **Exh C-166**, 제 2, 13-14, 20 면 {C/166/6} {C/166/17-18} {C/166/24}; 스펙트럼 아시아가 엘리에트 매니지먼트에 제출한 삼성물산-제일모직 합병 관련 보고서, 2015. 3. 19., **Exh R-255**, 제 24-25 면 {R/255/24-25}. IRC, “대한민국 국민연금기금 중간보고서 업데이트”, 2015. 4. 8., **Exh C-160**, 제 4-5, 12-14, 20 면 {C/160/4-5} {C/160/12-14} {C/160/20} 도 참조.

⁴² James Smith {Day3/80:6-14} {Day3/95:12-16}.

⁴³ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 27-33, 35 항 {D1/1/11-14}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 43, 47-50 항 {D1/2/21-24}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(v)항 {D1/3/5-6}.

⁴⁴ James Smith {Day3/79:20} – {Day3/80:14}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 18 항 {D1/3/10-11}. 마지막 거래 계획은 2015. 3. 27.이었습니다. S Nonnenmacher 가 J Smith 에게 발송한 이메일(파일 첨부), 2015. 3. 27., **Exh C-684** {C/684} 참조.

⁴⁵ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 50 항 {D1/2/24}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(vi), 19 항 {D1/3/6} {D1/3/11}.

⁴⁶ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 56, 60-61 항 {D1/2/26} {D1/2/28-29}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(vi), 18 항 {D1/3/6} {D1/3/10-11}.

일가가 잠재적인 상속세 부담을 증당하도록 86 억 달러 이상의 현금을 조달하며,⁴⁷ (iii) 보다 수직적인 기업 구조로 재편하는 동시에 그룹의 금융자산 및 비금융자산을 분리함으로써 삼성그룹 회사들의 가치를 향상시키며,⁴⁸ 아울러 (iv) 본건 합병안과는 달리, 삼성물산과 제일모직 등 삼성그룹사들 간의 거래가 회사의 순자산가치에 따른 공정가액으로 이루어지도록 함으로써 소수주주들의 이익을 보전할 수 있는 구체적인 제안⁴⁹ 을 개발하였습니다.⁵⁰ Mr. Smith 가 증언한 바와 같이, 엘리엇은 이 계획이 한국의 법률 및 규정을 준수하는지 확인하기 위해 법무 및 세무 자문을 구하였습니다.⁵¹

30. 대한민국이 Mr. Smith 에 대한 반대신문 중 지배구조 개편안에 관하여 그 어떠한 질문도 하지 않았다는 점은 주목할 만합니다. 실제로 증재판정부도 익히 아시겠지만, Mr. Smith 가 반대신문에서 지배구조 개편안의 중요성에 대해 수차례 언급하였음에도 불구하고, 비록 무산되기는 하였습니다만 대한민국은 청구인들이 채주신문에서 지배구조 개편안에 대해 질문하는 것에 이의를 제기하였습니다.⁵² 이에 대해 답변할 기회가 주어지자, Mr. Smith 는 이러한 자세한 계획이 어떻게 “투명성 개선, [삼성그룹의] 지배구조 단순화, 삼성일가의 지배 및 승계 유지를 달성하는 길”인지 제시하였고, 이에 더해 어떻게 “자본 수익 등 기타 요소의 실현 가능성”을 충족시키는지 설명하였습니다. 결정적으로, 그는 개편안에서 고려된 삼성물산과 제일모직이 참여하는 3 자 합병 계획이 “각 회사의 순자산가치에 따른 공정가액을 기반으로 이루어질 것이고, 이에 따라 3 사 각 주주들에게 돌아가는 결과물이 공정할 것”임을 확인하였습니다.⁵³ 자사의 제안이 성공할 것이라는 엘리엇의 확신은 과거

⁴⁷ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 39, 55(i), 58-59 항 {D1/2/20} {D1/2/25} {D1/2/27-28}; James Smith {Day3/85:15-22}.

⁴⁸ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 39, 55(ii)-(iii), 59 항 {D1/2/20} {D1/2/25-26} {D1/2/28}; James Smith {Day3/84:3} – {Day3/85:22}.

⁴⁹ 엘리엇, 2015. 5. 29.자 삼성그룹 구조조정 제안, **Exh C-380** {C/380}. 이는 두 가지 기존 시나리오에 뒤이은 것이었습니다: 엘리엇, 삼성그룹 구조조정 시나리오, 2015. 2. 23., **Exh C-371** {C/371}; 엘리엇, 삼성그룹 개편 시나리오, 2015. 4. 27., **Exh C-377** {C/377}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 52-61 항 {D1/2/25-29}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 20-21 항 {D1/3/12} 도 참조.

⁵⁰ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 52-53, 57-58 항 {D1/2/25-28}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 19-20 항 {D1/3/11-12}; James Smith {Day3/85:5-10} {Day3/86:3} – {Day3/87:3}.

⁵¹ James Smith {Day2/201:20} {Day3/21:22-24} {Day3/23:25} – {Day3/24:3}. 청구인의 구두 종결 변론에서 언급한 바와 같이, Akin Gump 및 법무법인 넥서스의 자문은 청구인의 특권문서목록 208-214 행에 기재되었습니다. 심리 이후, 청구인은 대한민국의 요청에 따라 208-214 행의 자문을 공개하였습니다(해당 문서의 개시가 여타 문서들에 대한 비밀유지특권 포기로 받아들여지지 않을 것이라는 대한민국 측의 확인을 전제로 함). 청구인은 대한민국이 자신의 심리 후 주장서면의 일부로서 본 자문을 기록에 추가하고자 함을 이해합니다. 청구인은 필요할 경우, 이와 관련하여 대한민국이 자신의 심리 후 답변서면에서 제기하는 모든 주장을 다룰 것입니다. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 56, 61 항 {D1/2/26} 항 {D1/2/29}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(vi), 18 항 {D1/3/6} 항 {D1/3/10-11} 도 참조.

⁵² James Smith {Day3/80:16} – {Day3/83:8}.

⁵³ James Smith {Day3/83:17} – {Day3/87:3}.

성공 사례들 뿐만 아니라 그 이후의 성공 사례들에서도 확인됩니다.⁵⁴

31. 그러나 뒤늦게서야 알려진 대한민국이 연루된 범죄 행위에 의해, 삼성물산에 대한 투자를 통해 이와 같은 성공을 실현하려 했던 엘리엇의 노력은 좌절되었습니다.⁵⁵ 2015년 5월 26일, 삼성물산이 과거 엘리엇에게 밝힌 것과 정반대로, 삼성물산과 제일모직이 본건 합병안을 발표한 것은 엘리엇에게는 커다란 충격이었습니다.⁵⁶ 국민연금이 2015년 7월 17일 삼성물산 주주총회 표결에서 본건 합병에 찬성 투표하여 특별결의 요건을 충족시킨 것은 엘리엇에게 더욱 큰 충격이었습니다. 이는 한국 국민연금기금의 가치를 심각하게 훼손하는 합병비율에 따른 합병에 찬성하지 않을 것이라는 국민연금의 기존 약속과 배치되었을 뿐만 아니라,⁵⁷ 유사한 구조 및 쟁점으로 비슷한 시기에 진행되었던 다른 재벌기업 합병안에 대해 반대한 국민연금의 입장과도 극명하게 대비되었습니다.
32. 삼성물산-제일모직 합병과 마찬가지로, 이와 거의 동시에 이루어진 SK 합병은 재벌의 경영권 승계 문제를 동반하였습니다. 삼성물산-제일모직 합병과 마찬가지로, 이 합병에서도 역시 대상회사로부터 인수자에게 상당한 가치가 이전되는 효과를 발생시키면서 소수주주의 희생으로 핵심 주주가 이익을 얻을 우려가 제기되었습니다.⁵⁸ 본건에서와 같이, 국민연금은

⁵⁴ James Smith {Day3/38:18} – {Day3/40:23}, {Day3/87:7} – {Day3/88:2}, {Day3/104:18} – {Day3/106:14}; 재판박서면, 제 51 항 {B/6/30-32}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 12 항 {D1/2/5-8} 도 참조. 일례로, 엘리엇은 다른 상황들에서 이와 유사한 가치제고적 개편안들을 성공적으로 시행하였는데, 여기에는 (i) 거의 유사한 시기인 2015년 중반 주가를 5년도 되지 않아 주당 미화 66 달러에서 150 달러로 끌어올린 Citrix (컴퓨터 소프트웨어업); (ii) 2017년 초 개편안 발표와 함께 주가가 20% 상승한 NRG 에너지 (전력 시스템 및 소매업); 아울러 (iii) 2019년에 개편안을 실시하여 25억 파운드를 주주에게 환원한 Whitbread PLC (환대산업, 식품 및 음료업) 등의 사례가 포함됩니다. 실제로, 엘리엇의 삼성물산에 대한 개편안의 이점은 2016-2017년 삼성그룹이 해당 개편안의 요소들을 삼성전자를 위한 가치제고 계획의 일부로 채택하면서 회사 내에 잠재된 상당한 저평가 요소들이 해소되면서 자명해졌습니다. 예를 들어, “Elliott Management, Citrix 행동주의 지분 7.1% 인수, 주가 90 달러 이상으로 오를 수 있다고 전망”, 포브스 2015. 6. 11, Exh C-386 {C/386}; “사모펀드 엘리엇, NRG Energy 지분 매입”, 로이터, 2017. 1. 17, Exh C-490 {C/490}; “Elliott의 Costa 보유 지분 공개로 Whitbread 주가 날아올라”, 블룸버그, 2018. 4. 16., Exh C-536 {C/536} 참조. James Smith {Day3/40:9-19} {Day3/106:4-8}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 68 항 {D1/2/32}; 재판박서면, 제 51 항 {B/6/31-32} 및 그 인용 증거도 참조.

⁵⁵ 하기 Section II.B 참조.

⁵⁶ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 36 항 {D1/1/14}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 61 항 {D1/2/29}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 21 항 {D1/3/12}; James Smith {Day3/33:20-24} (“네, 저는 완전히, 완전히 놀랐고 충격을 받았습니다.”).

⁵⁷ Smith 제 1 차 증인진술서, 제 28-29 항 {D1/1/11-12}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 41-46 항 {D1/2/21-23}; Smith 제 3 차 증인진술서, 제 7(v)항 {D1/3/5-6}. 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한(일부 삭제), 2015. 6. 3., Exh C-187, 제 1-2 면 {C/187/1-2}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 24., Exh C-246 면 {C/246} 도 참조.

⁵⁸ 수정 청구서면, 제 63-64, 90 항 {B/3/31-32} {B/3/46-47}; 재판박서면, 제 98-99, 113 항 {B/6/53-54} {B/6/64-65}; 국민연금 보도자료, 2015. 6. 24., Exh C-204 {C/204}; [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 32 면 {C/79/32}; 기금운용본부 운용전략실(투자전략팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015. 6. 17., Exh R-102, 제 1 면 {R/102/1}; [기금운용본부], “SK(주)와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015. 6. 10.], Exh C-385, 제 1-2 면 {C/385/1-2}; 엘리엇이 국민연금에 보낸

SK의 두 합병주체⁵⁹ 모두에 지분을 보유하고 있었고, SK 그룹 일가는 승계 계획의 일환으로 합병을 제안하였습니다.⁶⁰ 1:0.74의 합병비율은 두 회사의 자사주까지 모두 포함하여 산정했지만, 신규(합병) 회사의 주식은 “합병발표 직후 소각 처리”할 자사주 없이 발행된다는 점에서 불공정했습니다.⁶¹ 이는 SK C&C의 12%보다 많은 23.8%의 자사주를 보유하고 있던 SK(주)에게 불이익이 되는 것이었습니다.⁶² 자사주가 합병 비율 산정 전에 제외되었다면, 합병비율은 1:0.85가 되었을 것입니다.⁶³

33. 국민연금은 “[SK] 합병계약(안)에 대하여...찬성 또는 반대 판단이 곤란하여 의결권행사 전문위원회에 결정을 요청하기로 투자위원회에서 의결”하였습니다.⁶⁴ 이러한 결정과 해당 합병에 반대 표결한다는 의결권행사 전문위원회(이하 “전문위원회”)의 뒤이은 결정은 삼성물산-제일모직 합병에 대한 국민연금의 접근법을 평가하는 기준을 제시하였습니다. 피청구국 측의 유일한 사실관계 증인이자 전문위원회 구성원이었던 [REDACTED] 전문위원은 “다른 회사보다 자사주 보유 비중이 높은 회사의 주주들의 이익이 침해”되었기 때문에, 전문위원회가 SK 합병에 반대 표결하였다고 증언하였습니다.⁶⁵ 그가 전문위원회의 결정에 대하여 설명한 바와 같이, “법적으로는 위법의 문제가 아니었지만, SK 그룹 일가가 많은 주식을 가진 회사의 주주들에게 결과적으로 부당한 이익이 돌아가는 결과가 되어 윤리적인 문제”가 있었습니다.⁶⁶ 국민연금이 당시에 언급한 것처럼, 국민연금은 SK 합병을 통해 향후에 재벌 지배구조 개편에 대한 선례를 남기고자 하였으며,⁶⁷ 그렇기에 [REDACTED]

서한, 2015. 7. 8., **Exh C-225**, 제 2, 4 면 {C/225/2} {C/225/4}; Smith 제 1 차 증인진술서, 제 45 항 {D1/1/18} 참조.

⁵⁹ 국민연금은 SK C&C 지분 7.9%, 아울러 SK(주) 지분 7.8%를 보유하고 있었다. 보건복지부, 국민연금, “SK C&C 및 SK (주) 임시주주총회 제출안건에 관한 의결권행사 방침(안)”(이하 “의결권 행사지침”), 2015. 6. 24., **Exh R-108**, p. 4 {R/108/5}.

⁶⁰ [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 32 면 {C/79/32}; [기금운용본부], “SK(주)와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015. 6. 10.], **Exh C-385**, 제 1 면 {C/385/1}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-225**, 제 4 면 {C/225/4}.

⁶¹ 보건복지부, 의결권 행사지침, **Exh R-108**, 제 3 면 {R/108/4}.

⁶² 보건복지부, 의결권 행사지침, **Exh R-108**, 제 4 면 {R/108/5}.

⁶³ 보건복지부, 의결권 행사지침, **Exh R-108**, 제 6 면 {R/108/7}.

⁶⁴ 보건복지부, 의결권 행사지침, **Exh R-108**, 제 2 면 {R/108/3}.

⁶⁵ [REDACTED] 제 1 차 증인진술서, 제 15 항 {E/1/6-7}. 전문위원회의 결정에 따르면 위원회는 “[REDACTED]” SK 합병에 반대 표결을 하였습니다. 보건복지부, “2015 년 2 차 의결권행사 전문위원회 회의결과 보고”, 2015. 6. 24., **Exh R-109**, 제 1 면 {R/109/1}. 국민연금 보도 자료, 2015. 6. 24., **Exh C-204** {C/204} 도 참조.

⁶⁶ [REDACTED] 제 1 차 증인진술서, 제 16 항 {E/1/7}.

⁶⁷ [기금운용본부], “SK(주)와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015. 6. 10.], **Exh C-385**, 제 1 면 {C/385/1} (“[REDACTED]”). [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 44 면 {C/69/44} 도 참조.

확인한 바와 같이, [REDACTED]⁶⁹

34. SK 합병 결정 이후, 엘리엇은 삼성 측이 행사할 수 있는 영향력과 국민연금의 표결이 가지는 중요성을 인식하게 되었고, 이에 여러 한국 정부 기관들에 국민연금이 관련 규정과 최근 SK 선례를 따르도록 할 것을 간곡히 부탁하는 서신을 보냈습니다.⁷⁰ 엘리엇은 그 서신을 받은 많은 사람들이 국민연금의 표결에 불법적으로 개입하여 본건 합병이 승인되도록 하기 위해 비밀리에 공모하였다는 사실을 알지 못하였습니다.

B. 대한민국 정부의 위법한 개입

35. 본건 중재에서 청구인이 다투는 행위는 2015년 6월 24일과 7월 17일 사이에 행해진 위법한 개입인 바, 이로 인해 국민연금이 삼성물산 주주들에게 극도로 불리한 본건 합병 조건에도 불구하고 본건 합병에 찬성 표결을 하게 되었기 때문입니다.
36. 이러한 불합리한 결정의 원인은 한국 검찰이 개시한 일련의 수사 및 기소 과정에서 밝혀졌으며, 그 과정에서 한국의 청와대, 보건복지부 및 국민연금이 연루되어 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 투표를 보장하기 위한 정부의 범행 전모가 드러났습니다. 심리에서 설명한 바와 같이,⁷¹ 청구인의 주장은 단순 혐의에 기반한 것이 아닙니다. 사실관계는 합리적인 의심을 배제할 정도로 이미 증명되어, 특히 [REDACTED] 전 대통령, [REDACTED] 전 보건복지부

⁶⁸ [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 1면 {C/420/1}.

⁶⁹ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-469**, 제 7면 {C/469/7}. [REDACTED] {Day3/193:12} – {Day3/194:1} 도 참조. 청와대, 보건복지부, 국민연금, 전문위원회, 삼성 아울러 엘리엇 모두 이견 없이 SK 합병이 본건 합병안과 많은 유사점이 있다고 인정하였습니다. 재판박서면, 제 98-103 항 {B/6/53-63}; [REDACTED] 제 2회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., **Exh C-488**, 제 7-8면 {C/488/4-5}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-497**, 제 12면 {C/497/12}; [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 1면 {C/420/1}; [REDACTED] (전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015. 7. 10., **Exh C-427**, 제 1면 {C/427/1}; [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 2. 22., **Exh C-492**, 제 7-8면 {C/492/2-3}; [REDACTED] {Day3/193:12} – {Day3/194:1}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-225**, 제 4면 {C/225/4} 참조.

⁷⁰ Smith 제 1차 증인진술서, 제 45-49, 51-54 항 {D1/1/18-22}; Smith 제 3차 증인진술서, 제 10 항 {D1/3/7-8}. 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 7., **Exh C-221**, 제 3면 {C/221/3}; 엘리엇이 보건복지부에 보낸 서한, 2015. 7. 7., **Exh C-220**, 제 5면 {C/220/5}; 엘리엇이 전문위원회에 보낸 서한, 2015. 7. 7., **Exh C-219**면 {C/219}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-225**, 제 2, 4면 {C/225/2} {C/225/4}; 엘리엇이 전문위원회에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-223**면 {C/223}; 엘리엇이 보건복지부에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-224**면 {C/224}; 엘리엇이 [REDACTED] 대통령 비서실장에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-226**면 {C/226}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 9., **Exh C-228**면 {C/228}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한(전문위원회, 보건복지부, [REDACTED] 대통령 비서실장 및 대한민국 감사원 참조), 2015. 7. 13., **Exh C-232**, 제 3-4면 {C/232/3-4}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 14., **Exh C-42**면 {C/42}.

⁷¹ 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 35-37 {J/1/35-37} 참조.

장관 그리고 [REDACTED] 국민연금 전 기금운용본부장(이하 “**본부장**”)에게 유죄 판결 및 징역형이 선고되었습니다.⁷²

37. 심리 중 대한민국은 한국 법원의 사실인정 사항 중 *한 가지*에 대한 청구인의 주장에 관해서만 이의를 제기하였습니다. 대한민국은 “청구인의 주장은 뇌물수수에 기반한 것”이라고 잘못 주장하면서,⁷³ “대한민국의 독립적인 법원”이 [REDACTED] 대통령과 [REDACTED] 부회장 사이에 “뇌물수수의 존재를 확인했다”고 말하면서도, “해당 뇌물수수는 양사 주주들이 합병을 승인한 이후에서야 이루어진 것”이라고 주장하고 있습니다.⁷⁴
38. 대한민국은 청구인의 주장에 부차적인 논점을 문제삼고 있습니다. 정부의 불법 개입이 뇌물 등에 의해 유발된 것인지 여부는 대한민국이 실제로 본건 합병에 부당하게 개입하였다는 *사실*, 아울러 그 행위가 자의적이었고 차별적이었으며 협정을 위반하였다는 점에 영향을 미치지 못합니다.⁷⁵ 무엇보다도, 심리 종결 변론에서 설명한 바와 같이,⁷⁶ 청구인은 법원의 사실 관계 판단을 왜곡한 적이 없습니다.
- a. 한국 법원은 *구체적으로* [REDACTED] 대통령이 삼성그룹의 승계 계획을 지원하는 것을 대가로 뇌물을 수수하였다고 판시 *하였고*, 이는 곧 승계 계획과 뇌물수수가 실질적인 연관성을 갖는다고 본 것입니다.⁷⁷ 서울고등법원은 [REDACTED] 대통령의 뇌물수수 혐의에 대한 형사 항소심에서 “[REDACTED] 부회장]의 승계작업에 도움을 달라는 취지의 부정한 청탁이 있었다고 인정”된다고 판시하였습니다.⁷⁸
- b. 나아가, [REDACTED] 부회장에 대한 제 2 차 공소장에서, 한국 검찰은 본건 합병과

⁷² [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 103, 111 면 {C/286/42} {C/286/50}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 70-72 면 {C/79/70-72}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 59, 62-63, 65-67 면 {C/69/59} {C/69/62-63} {C/69/65-67}.

⁷³ 피청구국 측 대리인 {Day2/117:2-2}.

⁷⁴ 피청구국 측 대리인 {Day2/117:11-15}.

⁷⁵ 청구인 측 대리인 {Day9/20:7-12}.

⁷⁶ 청구인 측 심리 종결 프레젠테이션, 슬라이드 26-29 {J/22/26-29}; 청구인 측 대리인 {Day9/21:13} – {Day9/24:25} 참조.

⁷⁷ [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 103 면 {C/286/42}. *상게서도 참조*(“이 사건 합병에 결정적인 도움을 주었고 [REDACTED]의 승계작업을 계속 도와주어야 한다는 생각을 가진 상태에서...내용의 2015. 7. 25.자 말씀자료를 보고받은 피고인과, 이 사건 합병에 결정적인 도움을 받았고 앞으로의 승계작업에도 피고인의 도움이 필요한 상황...2015. 7. 25. 단독 면담 자리에서 [삼성]그룹이 총력을 기울인 현안으로서 국민연금공단의 찬성으로 바로 얼마 전 성사된 이 사건 합병 등을 포함하여 [REDACTED]의 최대 현안인 경영권 승계작업에 관하여 이야기를 나누었다고 보는 것이 자연스럽다... 위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 [REDACTED] 정부의 결정적인 도움이 있었으며...지원이 이 공통의 인식과 대가관계에 있다고 인정되는 경우 청탁의 대상이 되는 직무집행 내용과 이러한 지원이 그 직무집행에 대한 대가라는 점에 대하여 [REDACTED] 과 [REDACTED] 사이에서 공통의 인식이나 양해가 있었다고 보아야 한다.”) (강조표시 추가). 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019 노 1962 판결(파기환송심), **Exh R-314**, 제 44-45 면 {R/314/14-15} 도 참조.

⁷⁸ [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 111 면 {C/286/50}.

고 증언하였습니다.⁸⁵

c. 이러한 대통령의 지시는 “ ”고 전달받은 장관을 포함하여 보건복지부⁸⁶에게도 전달되었습니다.⁸⁷

41. 제 2 단계는 청와대와 보건복지부가 국민연금 담당자들에게 본건 합병의 표결 결정을 기금운용지침에서 정하는 바와 같이 독립된 전문위원회가 아닌,⁸⁸ 국민연금 내부 투자위원회(이하 “투자위원회”)에서 이루어져야 하며, 투자위원회가 본건 합병을 승인하도록 지시를 내린 것입니다.

a. 대통령의 지시는 보건복지부 관계자들을 통하여 국민연금에 전달되었습니다.⁸⁹ 2015년 6월 30일 국민연금 관계자들과의 회의에서, 보건복지부 국장은 본부장에게 “삼성물산과 제일모직 간 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라”고 말하였는데,⁹⁰ 이는 장관의 지시를 이행해야 한다는 의도를 내포하고 있었습니다.⁹¹ 국장은 “ ”도 보건복지부의 개입을 은폐해야 하는 것을 알 수 있다는 점을 강조하면서 개입의 부당성을 인정하였습니다.⁹²

⁸⁵ 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., Exh C-488, 제 6 면 {C/488/3-4}.

⁸⁶ 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 87-90 면 {C/286/33-36}. 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 37-38 면 {C/79/37-38}; 재반박서면, 제 105, 108(a)항 {B/6/56-60} 도 참조.

⁸⁷ 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., Exh C-488, 제 24 면 {C/488/17}. 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 37-38 면 {C/79/37-38}; 재반박서면, 제 105, 108(a)항 {B/6/56-60} 도 참조.

⁸⁸ 기금운용지침, Exh C-194, 제 17(5)조 {C/194/13} (전문위원회가 “결정”할 “곤란한” 사안을 정함) 및 제 5(5)(6)조 {C/194/8} (전문위원회 위원장이 사안을 전문위원회에 회부하도록 요구할 권한이 있음을 정함).

⁸⁹ 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 86-90 면 {C/286/32-36}. 재반박서면, 제 108 항 {B/6/60-63} 도 참조.

⁹⁰ 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 7 면 {C/69/7}. 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 29-33 면 {C/79/29-33}; 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-497, 제 12-13 면 {C/497/12-13}; 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결)(1 부), 2017. 6. 21., Exh C-516, 제 13 면 {C/516/2} 도 참조.

⁹¹ 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 14 면 {C/79/14}. 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-497, 제 14-16 면 {C/497/14-16}; 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결)(1 부), 2017. 6. 21., Exh C-516, 제 13-14 면 {C/516/2-3} 도 참조.

⁹² 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., Exh C-497, 제 15 면 {C/497/15}. 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 14 면 {C/79/14} 도 참조.

- b. 보건복지부의 지시에도 불구하고, 국민연금 관계자들은 전문위원회에 안전이 회부되어야 한다는 점을 보건복지부 측에 설명하면서 거듭해서 반발하였습니다.⁹³ 일례로, 2015년 7월 1일 국민연금의 [REDACTED]은 보건복지부 [REDACTED] 사무관에게 전화로 전문위원회가 “[REDACTED]” (즉, 본건 합병 표결 등의 결정을 판단하기 위한) 것이라고 설명하였습니다.⁹⁴ 2015년 7월 6일 국민연금 고위 관계자들은 [REDACTED] 국장과 다시 만나 동일한 내용을 설명하였습니다.⁹⁵
- c. 국민연금 관계자들의 반발에 직면하게 되자, [REDACTED] 장관은 2015년 7월 8일 휘하의 직원들에게 “[REDACTED]”을 하도록 지시하였습니다.⁹⁶ 이에 [REDACTED] 국장은 같은 날 국민연금 직원들을 호출하여 [REDACTED] 본부장에게 “[REDACTED] [REDACTED]”고 지시하였습니다.⁹⁷
- d. 전문위원회 또한 본건 합병 결정이 전문위원회에 회부되어야 한다는 견해를 가지고 있었습니다.⁹⁸ 이것이 불발되자, 전문위원회 위원장은 [REDACTED] 본부장과 다른 국민연금 관계자들에게 서신을 보내어 (a) [REDACTED] [REDACTED] 을 명시적으로 지적하고,⁹⁹ 기금운용지침상 부여한 자신의 권한에 따라 [REDACTED]

⁹³ [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 13-16면 {C/79/13-16}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 7면 {C/69/7}. 재판박서면, 제 114항 {B/6/65-78} 도 참조.

⁹⁴ [REDACTED] 팀장과 [REDACTED] 사무관의 전화통화 녹취서, 2017. 4. 18., **Exh C-333**, 제 12면 {C/333/5-6}. 재판박서면, 제 114(a)항 {B/6/65} 도 참조.

⁹⁵ [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 15-16면 {C/79/15-16}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 7면 {C/69/7}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결), 2017. 9. 26., **Exh C-524**, 제 4면 {C/524/2}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 26., **Exh C-508**, 제 12면 {C/508/5}. 재판박서면, 제 114(b)항 {B/6/65-67} 도 참조.

⁹⁶ 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-496**, 제 15-16면 {C/496/3-4}. [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18면 {C/79/17-18}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 8면 {C/69/8}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 83-84면 {C/286/29-30} 도 참조.

⁹⁷ 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-497**, 제 32-33면 {C/497/28-29}. [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18면 {C/79/17-18}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 8면 {C/69/8}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 83-84면 {C/286/29-30}; 검찰 제 2차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 57면 {R/316/58} 도 참조.

⁹⁸ [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 9-10면 {C/69/9-10}. [REDACTED] 검찰 진술조서, 2016. 11. 25., **Exh C-457**, 제 15-16면 {C/457/3-4}; 재판박서면, 제 116, 153-154항 {B/6/80-81} {B/6/122-123} 도 참조.

⁹⁹ [REDACTED](의결권전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015. 7. 10., **Exh C-427**, 제 1면 {C/427/1}. [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 9-10면 {C/69/9-10} 도 참조.

하며,¹⁰⁰ (b) 전문위원회에 회부하지 않은 것은 “심히 부적절”하다고 언급하였습니다.¹⁰¹ 대한민국의 유일한 사실관계 증인인 [REDACTED] 위원은 심리 중 본인이 전문위원회의 유일한 법률가로서 전문위원회에 안건 부의를 요청하는 의장의 2015년 7월 10일자 이메일을 검토하였고, 아울러 이러한 결정을 전문위원회에 회부하지 않는 것이 “심히 부적절”하고 “전문위원회의 존재 목적... 에 반”한다는 내용으로 [REDACTED] 본부장 및 기타 투자위원회 위원에게 발송된 의장 명의의 2015년 7월 11일자 서신의 초안을 본인이 작성하였다고 증언하였습니다.¹⁰² [REDACTED] 위원은 심리에서 자신은 해당 결정이 전문위원회에 회부되지 않은 것에 “놀랐”었고, 전문위원회는 이것이 “부적절”하고 “[REDACTED]”하다고 생각하였음을 확인하였습니다.¹⁰³

e. 그 결과 청와대와 보건복지부는 전문위원회를 침묵시키고자 했습니다.¹⁰⁴ [REDACTED] 위원이 한국 검찰에 진술한 바와 같이, [REDACTED]

[REDACTED]¹⁰⁵

f. 청와대, 보건복지부 및 국민연금 관계자들도 당시에 전문위원회에 결정을 회부하지 않는 것은 대한민국의 국제법상 의무를 위반하고 청구인(및 다른 투자자)의 협정상 청구를 유발할 것이라는 우려를 표명하였습니다.¹⁰⁶

g. 이후 복수의 대한민국 측 관계자들은 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 절차가

¹⁰⁰ 기금운용지침, **Exh C-194**, 제 5(5)(6)조 {C/194/8}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 7면 {C/69/7}. 하기 제 129-133 항; 재판박서면, 제 114-115 항 {B/6/65-80} 도 참조; 청구인 측 대리인 {Day9/26:10} – {Day9/31:24}.

¹⁰¹ [REDACTED] (전문위원회 위원장)이 국민연금 전문위원회 위원들 및 공동간사들에게 발송한 서신, 제목: 국민연금 전문위원회 소집 통지, 2015. 7. 11., **Exh C-429**, 제 2면 {C/429/2}. [REDACTED] (의결권전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015. 7. 10., **Exh C-427**, 제 1면 {C/427/1} 도 참조.

¹⁰² [REDACTED] {Day3/211:12} – {Day3/215:10}. [REDACTED] (전문위원회 위원장)이 국민연금 전문위원회 위원들 및 공동간사들에게 발송한 서신, 제목: 국민연금 전문위원회 소집 통지, 2015. 7. 11., **Exh C-429**, 제 2면 {C/429/2} 도 참조.

¹⁰³ [REDACTED] {Day3/201:5} – {Day3/202:3}, {Day3/210:18} – {Day3/211:11}.

¹⁰⁴ 하기 제 133 항 참조. 재판박서면, 제 151-159 항 {B/6/121-128} 도 참조.

¹⁰⁵ [REDACTED] 검찰 진술조서, 2016. 11. 28., **Exh C-459**, 제 12면 {C/459/12}. 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 39 {J/22/39} 도 참조.

¹⁰⁶ 예를 들어, 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., **Exh C-511**, 제 55면 {C/511/9}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 14., **Exh C-514**, 제 19면 {C/514/6}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결)(2부), 2017. 6. 21., **Exh C-517**, 제 74면 {C/517/5}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 7. 4., **Exh C-520**, 제 24, 28, 30-33, 37, 41면 {C/520/4-11} {C/520/13}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결), 2017. 9. 26., **Exh C-525**, 제 12면 {C/525/6} 참조. 하기 제 57, 125, 133, 185 항; 재판박서면, 제 121, 521, 528-532 항 {B/6/87-88} {B/6/349} {B/6/352-354} 도 참조.

부적절하다고 증언하였습니다.¹⁰⁷ 실제로, 2018년 6월에 국민연금은 스스로 본건 합병 표결에 대한 내부 감사에서 여러 임직원들이 주의의무를 심각하게 위반한 책임이 있음을 확인하였습니다. 국민연금 리서치 팀 █████ 팀장은 “기금운용내부규정상 선관주의 의무”를 위반하였고 이것이 “비위의 정도가 심하고 고의가 있는 경우”로 여겨져 해임되었습니다.¹⁰⁸ 국민연금이 스스로 해당 절차가 부적법하다고 판단한 마당에 대한민국이 국민연금의 적법 절차가 준수되었다고 주장하는 것은 도대체 성립할 수 없습니다.¹⁰⁹

42. 제 3 단계는 국민연금이 한국 대통령과 보건복지부가 하달한 불법적 지시를 반드시 따르게 하기 위해 █████ 본부장과 기타 국민연금 관계자들이 행한 조치들입니다. 이러한 적극적인 위법행위가 없었다면, 투자위원회조차도 본건 합병에 반대 표결하였을 것입니다.¹¹⁰

a. 국민연금 리서치팀은 타당한 근거가 없는 상황에서 삼성 측이 원하는 본건 합병비율을 지지하는 근거를 만들어낼 것을 지시 받았습니다.¹¹¹ 리서치 팀은 처음에 1:0.64가 적절한 합병비율(즉, 제일모직이 삼성물산 주식 1주당 합병신주 0.64주를 교부)이라고 평가하고, ¹¹² 1:0.35의 합병비율로 본건 합병이 이뤄지면 국민연금기금에 막대한 손해를 입힐 수 있다는 점을 확인하였습니다. 투자위원회가 본건 합병을 도저히 찬성할 수 없도록 하는 이와 같은 가치평가에 직면하자, █████ 본부장은 국민연금 리서치 팀 █████ 팀장에게 “█████”고 지시하였는데, █████ 팀장은 이를 “█████” █████ 팀장은 이를 “█████”는 취지로 이해하였습니다.¹¹³ 따라서, 리서치팀은 불과 며칠 만에 가치평가를

¹⁰⁷ 예를 들어, █████ 제 4 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 5., **Exh C-482**, 제 9 면 {C/482/5}; 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-497**, 제 15 면 {C/497/15}; 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결)(2 부), 2017. 6. 21., **Exh C-517**, 제 73-74 면 {C/517/4-5}; 증인 █████ 및 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 20., **Exh C-515**, 제 26 면 {C/515/13} 참조. 하기 제 169-170 항; 재반박서면, 제 120 항 {B/6/86} 도 참조.

¹⁰⁸ 삼성물산-제일모직 합병 관련 국민연금 내부감사결과, 국민연금 내부감사 결과 공표 사실을 보여주는 2018. 7. 5.자 국민연금 웹사이트의 화면과 함께 제출, 2018. 6. 21., **Exh C-84**, 제 3-4 면 {C/84/4-5}.

¹⁰⁹ 청구인 측 대리인 {Day9/30:22} – {Day9/31:25} 참조.

¹¹⁰ █████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-27 면 {C/79/17-27}; █████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 47-57 면 {C/69/47-57}. 재반박서면, 제 123-159 항 {B/6/89-128} 도 참조.

¹¹¹ █████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 23-25 면 {C/79/23-25}; █████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 52-55 면 {C/69/52-55}; 서울고등법원 2021. 12. 14. 선고 2020 나 2021570 판결(이하 “█████에 대한 서울고등법원 판결”), **Exh C-773**, 제 22-23 면 {C/773/9-10}. 재반박서면, 제 123-130 항 {B/6/89-98} 도 참조.

¹¹² █████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 21 면 {C/79/21}; █████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 51 면 {C/69/51}. [기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가비교”, [2015. 6. 30.], **Exh C-393**, 제 26 면 {C/393/1} 도 참조.

¹¹³ █████ 특별검사 진술조서, 2017. 1. 9., **Exh C-487**, 제 7279 면 {C/487/2}.

“고려하여” 내려졌다는 것을 명시하고 있으며,¹²⁰ 아울러 서울고등법원은 ████████ 팀장의 부당해고 소송을 기각하면서 그의 날조된 시너지 효과에 대한 설명이 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병을 지지하도록 유도했다고 판시하였습니다.¹²¹ 실제로, 여러 투자위원회 위원들은 표결을 하는 데 있어 조작된 시너지 계산이 결정적이었다고 각각 증언하였습니다.¹²² 나아가, 아래에서 다루고 있듯이, 소위 말하는 전체 포트폴리오 분석 또는 주식매수청구권 대비 주가에 대한 이분법적 관찰에 근거한 대한민국의 사후 정당화 주장을 뒷받침할 아무런 증거도, 논리적 완결성도 제시된 바 없습니다.¹²³

e. ████████ 본부장은 또한 자신의 영향력 아래에 있으면서 본건 합병에 찬성 투표할 가능성이 있는 위원들로 투자위원회를 구성한 후, 개별 위원에게 본건 합병을 지지하도록 압박하면서,¹²⁴ 만일 국민연금이 본건 합병을 성사되지 못하게 한다면 국민연금이 해외 헤지펀드에 “국부를 팔아먹은” 대한민국의 역사적인 배신자 “이완용”처럼 여겨질 것이라고 말한 바 있습니다.¹²⁵

43. 이러한 이례적인 수준의 증거는 청구인이 은폐된 정부 불법 개입의 피해자라는 점을 의심의 여지 없이 보여줍니다. 이러한 개입은 청구인이 동일한 정부 이해관계자들과 선의를 가지고 협의하고, 아울러 이들이 합리적으로 행동하여 본건 합병에 반대 표결하도록 설득하고 있는 동안 은밀하게 진행되었습니다.¹²⁶ 그렇기 때문에 중재판정부 앞에서 이루어지는 주된 다툼은 사실관계에 대한 다툼이 아닙니다.

III. 본안 전 이의제기

44. 본건의 사실관계가 중대한 손실을 야기한 위반행위가 있었다는 점을 너무도 분명하게 보여주기, 대한민국은 피청구국 서면에서 여러 차례 본안 전 이의를 제기하였습니다. 심리 중, 대한민국은 이러한 이의제기 중 대부분이 무의미하다는 점을 사실상 인정하였습니다. 그들이 계속하여 내세우고 있는 나머지 주장들 또한 여전히 근본적인 결함이 있습니다.

¹²⁰ 기금운용본부 운용전략실, “2015년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015. 7. 10., **Exh R-128**, 제 16 면 {R/128/17}.

¹²¹ ████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-773**, 제 19-20, 26, 30 면 {C/773/7-8} {C/773/12-13}.

¹²² 하기 제 169-170 항 참조.

¹²³ 하기 제 119 항 참조.

¹²⁴ ████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 25-26 면 {C/79/25-26}; ████████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 55-56 면 {C/69/55-56}. 재반박서면, 제 141-150 항 {B/6/111-121}도 참조.

¹²⁵ ████████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 17, 55 면 {C/69/17} {C/69/55}.

¹²⁶ 상기 제 24-34 항 참조.

A. 청구인의 다툼 없는 주식 소유는 협정상 보호되는 “투자”입니다

수정 청구서면, SECTION V.A{B/3/85-86}; 재반박서면, SECTION III.A{B/6/154-186}; 본안 전이의제기에 대한 재반론서면, SECTION II{B/8/8-21}

45. 청구인이 협정상 보호되는 투자를 보유하였다는 점을 입증하지 못하였다는 대한민국의 항변은 아무런 근거가 없는 것으로서, 즉시 기각되어야 합니다. 청구인이 2015년 7월 17일 삼성물산 주식 11,125,127 주를 소유하였다는 것에 대해서는 다툼의 여지가 없습니다.¹²⁷ 협정 제 11.28 조에 따라, “투자가 취할 수 있는 형태는... 주식”을 포함합니다. 이는 대한민국의 항변에 대한 완결적인 답변입니다. 보유 지분은 협정상 보호되는 투자의 전형적인 예시이며, 협정에서 명시적으로 확인됩니다.
46. 이렇게 완결적인 답변에 대하여, 대한민국은 우선 청구인이 소유한 상당한 규모의 지분이 협정의 자본 출자 요건을 충족하지 않는다고 주장합니다. 이러한 주장은 협정 제 11.28 조가 “투자”를 “투자자가 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 모든 자산으로서, 자본 또는 그 밖의 자원의 투입, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수와 같은 성격을 포함하는, 투자의 성격을 가진 것”으로 정의한다는 사실을 무시하고 있습니다. 위의 예시적인 성격들은 개별적인 것이며, 모두가 충족되어야 하는 것이 아닙니다.¹²⁸ 따라서 협정 보호대상이 되기 위해 투자가 이러한 성격을 모두 가질 필요는 없으며, 청구인의 삼성물산 주식 투자가 “이득 또는 이윤에 대한 기대”와 “위험의 감수”와 같은 성격을 가지고 있다는 점에는 다툼이 없습니다. 그리고 무엇보다도, 청구인이 삼성물산 주식을 6억 달러 이상 매입한 사실 자체가 상당한 수준의 자본의 투입을 보여주고도 남습니다.¹²⁹
47. 이에 대한민국은 적용대상 투자가 충분한 기간 동안 이루어져야 한다는, 어디에도 명시되지 않은 “내재적” 성격을 갖추어야 한다고 주장합니다.¹³⁰ 대한민국이 원용하고 있는 ICSID의 *KT Asia v. Kazakhstan* 사건은 네덜란드-카자흐스탄 BIT에서 기인한 것으로, 본 협정의 해석과 관련이 없습니다. 네덜란드-카자흐스탄 BIT와 달리, 본 협정은 “투자”의 의미를 정의하고 있으며 여기에 예시적인 성격들도 포함하고 있습니다. 명시된 성격 중 의무적인 기간 요건은

¹²⁷ 재반박서면, 제 201-211 항 {B/6/157-167}; 재반론서면, 제 135 항 {B/7/79}.

¹²⁸ *Jin Hae Seo v. Republic of Korea* 사건(HKIAC Case No. HKIAC/18117), 2019. 9. 27.자 최종판정문, **Exh CLA-138**, 제 94-95 항 {H/138/17-18}. 이는 미국이 비분쟁 당사자 의견서 {B/5/3}에서 강조하였습니다.

¹²⁹ 예를 들어, *Smith* 제 2 차 증인진술서, 제 25-26 항 {D1/2/14-15}; *Smith* 제 3 차 증인진술서, 제 5-7 항 {D1/3/3-6} 참조. 또한, 청구인은 투자에 대한 자본 출자를 입증하는 상세한 증거를 제시하였습니다. 재반박서면, 제 29-32, 213-217 항 {B/6/21-23} {B/6/168-171} 참조. 당시 청구인이 공개한 주식 소유는 삼성물산 주식의 “취득자금등의...원천”은 “[청구인의] 회사자금”이었다고 기록하였습니다. DART 공시자료 “주식등대량보유상황보고서”, 2015. 6. 4., **Exh R-3**, 제 2, 9-10 면 {R/3/3} {R/3/10-11}. 청구인의 주식 소유에 대한 한국의 금융감독원의 조사는 이것을 문제 삼지 않았습니다.

¹³⁰ 피청구국 측 대리인 {Day2/112:1-8}. 반박서면, 제 352 항 {B/4/158}.

없습니다.¹³¹ 이는 단순히 충족해야 하는 기간 요건이 없다는 것을 의미합니다. 무엇보다도, 대한민국은 청구인의 투자가 기간이 불충분하였음을 입증하지 못했습니다.¹³² 청구인은 2015년 1월부터 주식을 취득하였고, 본건 합병 표결 당시 주식만을 보유하고 있었으며, 그리고 2016년 3월에 이르러서야 이 주식을 완전히 처분하였습니다.¹³³ 아울러, 기간 요건을 언급하는 결정례들이 기간은 투자자가 다투는 위반행위가 발생하지 않았을 경우 투자자가 취했을 행동을 포함한 모든 상황에 비추어 고려되어야 한다는 점을 실시하고 있다는 것은 이미 잘 알려진 법리입니다.¹³⁴ 본건의 경우, 이러한 상황에는 청구인의 지배구조 개편안이 고려되어야 하며, Mr. Smith가 확인한 바와 같이 해당 개편안이 실현되기까지는 1년에 가까운 시간이 소요되었을 것입니다.¹³⁵

48. 본건과 유사한 *Mason Capital v. Korea* 사건의 중재판정부가 동일한 협정에 대해 대한민국이 제시한 동일한 관할 관련 이의제기를 이미 기각하였다는 점도 시사하는 바가 있습니다. *Mason* 중재판정부는 설혹 기간 요건이 존재한다고 가정하더라도, 본건 청구인과 유사한 기간 동안 지속되었던 *Mason Capital*의 삼성물산 주식 보유 기간이 이를 충족한다고 판시하였습니다.¹³⁶ 엘리엇과 달리, *Mason Capital*은 대한민국의 위반행위가 없었다면 추진하였을 장기 전략에 대한 아무런 증거도 제시하지 않았습니다.

B. 대한민국의 행위는 “조치”에 해당합니다

수정 청구서면, SECTION VI; 재반박서면, SECTION III.B{B/6/187-204}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, SECTION III{B/8/22-38}

49. 본건에서 문제 삼고 있는 조치는 청와대, 보건복지부 그리고 국민연금이 행한 일련의 작위 및 부작위이며, 이들 각각은 협정 제 11.1 조 1 항의 목적상 “조치”에 해당합니다. 다시 확인하자면, 대한민국의 조치는 다음을 포함합니다:¹³⁷

- a. 국민연금이 본건 합병에 반드시 찬성 표결하도록 하라는, [REDACTED] 대통령이 청와대

¹³¹ 재반박서면, 제 223-231 항 {B/6/173-176}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 10 항 {B/8/9}.

¹³² 재반박서면, 제 232-240 항 {B/6/177-180}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 10-23 항 {B/8/9-18}.

¹³³ 주식매수가격 및 이전에 관한 합의서, **Exh C-450**, 제 1 면 {C/450/1} 참조.

¹³⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 11 항 {B/8/9}; 재반론서면, 제 115 항 {B/7/72-73}.

¹³⁵ Smith 제 3 차 증인진술서, 제 24 항 {D1/3/13-14}; Smith 제 2 차 증인진술서, 제 67 항 {D1/2/31}; 엘리엇, 삼성그룹 구조조정 제안, 2015. 5. 29., **Exh C-380**, 슬라이드 17 항 {C/380/17}. 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한(편집본), 2015. 6. 3., **Exh C-187**, 제 4 면 {C/187/4}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 13., **Exh C-232**, 제 9 면 {C/232/9} 도 참조.

¹³⁶ *Mason Capital L.P. and Mason Management LLC v. Republic of Korea* 사건(PCAL Case No. 2018-55, UNCITRAL), 2019. 12. 22.자 피청구국의 예비적 항변에 대한 결정문, **Exh CLA-144**, 제 227, 241-244 항 {H/144/68} {H/144/72-74}.

¹³⁷ 재반박서면, Section II.C {B/6/45-147}; 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 79 {J/1/79} 도 참조.

관계자에게 내린 지시.¹³⁸

- b. 국민연금이 본건 합병을 반드시 승인하게 하라는, 청와대가 보건복지부에게 내린 지시.¹³⁹
- c. 국민연금 내 의사결정 절차를 무시하고 독립된 전문위원회를 우회한, 청와대와 보건복지부가 국민연금에게 내린 지시.¹⁴⁰
- d. ██████ 본부장의 지시 이행. ██████ 본부장이 의장을 맡고 직접 선임한 구성원들로 이루어진 투자위원회에 의한 결정 확정, 아울러 이에 따른 투자위원회의 합병에 대한 찬성 결정.¹⁴¹
- e. 삼성물산과 제일모직의 가치평가를 의도적으로 조작하기 위한 국민연금과 삼성과의 공모, 아울러 본건 합병으로 인한 국민연금의 손실을 은폐하기 위한 국민연금의 “시너지 효과” 조작.¹⁴²
- f. 이러한 행위로 인한 본건 합병에 대한 국민연금의 “찬성” 표결.¹⁴³

50. 대한민국은 자신의 광범위한 위법 행위를 무시하려고 합니다. 대한민국은 이 일련의 행위들 중 최종 단계인 국민연금의 의결권 행사에만 초점을 맞추며, 해당 행위가 “입법적, 규제적, 또는 행정적 규칙 제정 또는 행위”를 구성하지 않기 때문에 “조치”가 될 수 없다고 주장합니다.¹⁴⁴ 그러나, 설령 국민연금의 표결만을 고려하고 이를 초래한 다수의 위법 행위를 무시한다고 하더라도, 대한민국에 제시하는 “조치”의 정의는 협정 및 국제법상 근거가 없습니다.

51. 첫째, 협정 제 1.4 조는 “조치”를 “입법적, 규제적, 또는 행정적 규칙 제정 또는 행위를 포함”하는 것으로 광범위하고 포괄적으로 정의하고 있습니다.¹⁴⁵ 이 밖에도, 예컨대 제 11.5 조

¹³⁸ ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 86-90 면 {C/286/32-36}.

¹³⁹ ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 86-90 면 {C/286/32-36}; ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 29, 38 면 {C/79/29} {C/79/38}.

¹⁴⁰ ██████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 7, 45-46 면 {C/69/7} {C/69/45-46}; ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 14-18 면 {C/79/14-18}.

¹⁴¹ ██████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 45-57 면 {C/69/45-57}; ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 60-61 면 {C/79/60-61}.

¹⁴² ██████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 62-63 면 {C/69/62-63}; 검찰 제 2 차 ██████ 공소장, **Exh R-316**, 제 16-18, 29-30 면 {R/316/16-18} {R/316/29-30}.

¹⁴³ ██████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 61-64 면 {C/69/61-64}; ██████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 49-50 면 {C/79/49-50}. 재반박서면, 제 279 항 {B/6/197-198} 도 참조.

¹⁴⁴ 재반론서면, 제 20 항 {B/7/13}. 반박서면, Section III.A {B/4/92-107} 도 참조.

¹⁴⁵ 협정, **Exh C-1**, 제 1.4 조 {C/1/5} (강조표시 추가). 청구인 측 대리인 {Day1/83:12} – {Day1/84:12}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 35 항 {B/8/22}.

5 항은 순전히 물질적인 행위인 전시 징발 또한 협정이 보호하는 하나의 조치라는 것을 명시하고 있습니다.¹⁴⁶

52. 둘째, 대한민국이 인정하는 바와 같이, 국제법상 “조치”라는 용어는 “입법적, 규제적, 또는 행정적 규칙 제정 또는 행위”를 넘어서는 광범위한 행위를 포함합니다.¹⁴⁷

53. 질의 제 5 호의 첫번째 부분에서, 중재판정부는 당사자들에게 다음을 질의합니다:

**중재판정부 질의 제 5 호 (가): 문제가 제기된 조치들이
삼성물산의 다른 주주들과 비교하였을 때 청구인에게 어떤
방식으로 관련이 있었는가?**¹⁴⁸

54. 당사자들은 대한민국의 조치가 청구인과 청구인의 삼성물산 투자에 “관련성”이 있는지 판단하는 데 있어 *Methanex* 기준이 적용된다는 점에 동의합니다.¹⁴⁹ 그러나 이는 대한민국이 묘사하는 것처럼 협소한 기준이 아닙니다. 상기하건대, *Methanex* 사건은 일반적으로 적용되는 입법적 및 규제적 조치에 관한 것이었으며, 조치들이 구체적으로 투자자 또는 특정 계층의 투자자를 대상으로 해서 이루어진 경우 *Methanex* 의 “관련성”에 대한 판단 기준을 필연적으로 충족시킨다는 점을 확인했습니다.¹⁵⁰

55. 본건에서 합병을 성사시키기 위해 행해진 조치들은 두 가지 방식으로 그 대상을 설정하였습니다. 첫째, 이러한 조치들은 한정되고 알려진 투자자 집단, 즉 삼성물산 주주들을 대상으로 하였으며, 이는 엘리엇을 포함하지만 이에 국한되지는 않습니다. 둘째, 이러한 조치들은 엘리엇을 특정하여 겨냥하고 있었으며, 이는 이러한 조치들이 본건 합병에 대한 엘리엇의 반대를 무력화시키기 위한 것이었기 때문입니다.

56. 다수의 정부 내부 문건들은 이러한 결론을 명백히 확인시켜줍니다. 청와대가 “[REDACTED]”하게 되는 경우 청와대에 생기는 이익과 손해를 판단하는 청와대 문건은 구체적으로 [REDACTED]

¹⁴⁶ 협정, **Exh C-1**, 제 11.5.5 조 {C/1/74}. 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(a)항 {B/8/23} 도 참조.

¹⁴⁷ 예를 들어, 법적 구속력이 없는 환경성 검토에 관한 *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada* 사건(PCA Case No. 2009-04), 2015. 3. 17.자 관할 및 책임정부 관련 판정문, **Exh CLA-3**, 제 594, 600 항 {H/3/186-187}. 재반박서면, 제 272-276, 282 항 {B/6/191-196} {B/6/198-199}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 38 항 {B/8/24-26} 도 참조.

¹⁴⁸ 청구인은 아래 Section IV.A.3 (ii)에서 적법 절차 거부에 관한 중재판정부 질의 제 5 호의 두 번째 부분을 한국의 최소기준대우 위반에 대한 논의 중 일부로서 다루고 있습니다.

¹⁴⁹ *비교* 재반박서면, 제 290 항 {B/6/201}; 반박서면, 제 229 항 {B/4/104}. 재반박서면, 제 289-292 항 {B/6/201-202}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 56 항 {B/8/36-37} 도 참조.

¹⁵⁰ *Methanex Corporation v. United States of America* 사건(UNCITRAL), 2002. 8. 7.자 부분판정문, **Exh RLA-22**, 제 147, 152 항 {I/22/70-73}. *Resolute Forest Products Inc v. Government of Canada* 사건(PCA Case No. 2016-13), 2018. 1. 30.자 관할 및 청구적격 관련 결정문, **Exh RLA-86**, 제 242 항 {I/86/68} 도 참조.

으로 보았습니다.¹⁵¹ 그 직후인 2015년 6월 말, 대통령은 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 “적극적으로... 관여”하기로 결정하였습니다.¹⁵² 다시 말씀드리지만, 이러한 결정 이후, 대통령은 “ ” 하려는 대한민국의 노력에 있어서 특히 “엘리엇”을 핵심 장애물로 꼽았습니다.¹⁵³

57. 보건복지부와 국민연금 관계자들 또한 대통령의 명령을 이행하는 과정에서 엘리엇에 주목했습니다. 예를 들어, 2015년 7월 1일 보건복지부 사무관과의 대화에서, 국민연금 관계자 은 특히 “엘리엇”이 삼성물산-제일모직 합병을 전문위원회에서 결정해야 하는 “곤란한” 사안으로 만드는 “ ” 중 하나라고 언급하였습니다.¹⁵⁴ 그럼에도 불구하고, 보건복지부는 투자위원회가 본건 합병에 대한 결정을 내리게 하였고, 이에 사무관은 대한민국의 부정확한 계획을 요약한 “투자위원회 논의 추진방안 검토” 보고서에서 여러 페이지를 엘리엇에 대해 다루는 데 할애하였습니다.¹⁵⁵ 본부장 또한 국민연금 의사결정이 침해됨에 따라 엘리엇에 대한 법적 보호 기준이 위반된다는 것을 특히 염두에 두었습니다. 그는 이라고 언급하였습니다.¹⁵⁶ 청와대 역시 이에 대한 우려를 공유하였습니다.¹⁵⁷
58. 대한민국의 조치가 다른 삼성물산 주주들에게도 영향을 미친 것은 사실입니다. 이는 부차적입니다. Methanex 법리는 청구인으로 하여금 자신이 유일한 표적이었음을 입증할 것을 요구하지 않습니다.¹⁵⁸ 위의 조치들이 구체적으로 한정되고 알려진 투자자

¹⁵¹ [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 일자 미상, Exh C-588, 제 41면 {C/588/1}.

¹⁵² 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 90면 {C/286/36}.

¹⁵³ 제 2회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., Exh C-488, 제 6면 {C/488/3}; [] 업무일지, [2015년 6월 25일], Exh C-367, 제 4면 {C/367/4}; [청와대], “해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토”, 일자 미상, Exh C-587, 제 1면 {C/587/1}. 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 87면 {C/286/33} 도 참조(“이 사건 합병 당시 국민 대표기업인 [삼성]이 외국계 헤지펀드인 [엘리엇]으로부터 공격을 받는다고 하여 걱정스럽고 안타깝게 생각한다”라는 대통령의 증언을 다름).

¹⁵⁴ 팀장과 사무관의 전화통화 녹취서, 2017. 4. 18., Exh C-333, 제 12면 {C/333/6}; “[], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], Exh C-420, 제 3면 {C/420/3}.

¹⁵⁵ [보건복지부], “투자위원회 논의 추진방안 검토”, [2015. 7. 8.], Exh C-419, 제 1면 {C/419/1}. 보건복지부 국민연금재정과, “제일모직, 삼성물산 합병 관련 동향보고”, 2015. 6. 8., Exh C-397 {C/397}을 첨부한 (보건복지부)가 (청와대)에게 발송한 이메일, 2015. 7. 1. Exh C-396 {C/396} 도 참조.

¹⁵⁶ 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., Exh C-511, 제 55면(강조표시 추가) {C/511/9}.

¹⁵⁷ 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 7. 4., Exh C-520, 제 43-46면 {C/520/15-18}. 상기 제 41.f항 및 하기 제 125, 133, 185항도 참조.

¹⁵⁸ 상기 제 54항 참조. 재판박서면, 제 289-292항 {B/6/201-202}; 본안 전 이의제기에 대한 재판론서면, 제 56항 {B/8/36-37} 도 참조.

집단(삼성물산 주주들)을 겨냥하였다는 것만으로 충분합니다. 다른 삼성물산 주주들도 영향을 받은 것은 사실이나, 대한민국이 취한 특정 조치들은 엘리엇을 염두에 두고 행해진 것입니다.¹⁵⁹ 따라서, 대한민국의 조치들은 본건 합병에 대한 엘리엇의 반대를 “염두에 두고” 행해졌으며, 아울러 이를 “특별히... 대상으로 하였던 것”¹⁶⁰이므로, “관련성” 요건이 넉넉히 충족됩니다.

C. 귀속: █████ 대통령, █████ 장관과 청와대 및 보건복지부 직원들의 행위가 대한민국에 귀속되므로 엘리엇의 청구에 필요한 점은 확인되었습니다

수정 청구서면, SECTION VI.A-B{B/3/88-96}; 재반박서면, SECTION III.C{B/6/204-245}

59. 대한민국의 조치는 본건 합병을 승인하라는 █████ 대통령의 지시로 시작되어, █████ 장관과 여러 청와대 및 보건복지부 관계자들이 이를 실행하였고, 이는 국민연금의 의사결정 과정에 대한 침해에 이르렀습니다. 한국 법원을 통해 합리적 의심을 배제할 정도로 입증된 바와 같이,¹⁶¹ 국민연금 자체의 범죄는 한국 정부 최고위층의 분명한 명령에 따라 미리 정해진 결과였으며, 이는 아래 서술된 직급 체계의 각 연결 고리에 따라 수행되었습니다.¹⁶²

60. █████ 대통령, █████ 장관과 청와대 및 보건복지부 직원들의 행위가 협정상 대한민국에 귀속된다는 점에는 다툼의 여지가 없습니다.¹⁶³ 귀속에 대한 중재판정부의 질의는 여기서 종결될 수 있습니다.¹⁶⁴ 아래 Section IV 에서 설명하는 바와 같이, 이러한 관련자들의 행위는 그 자체로 협정상 청구인에게 부여된 보호를 위반하였습니다. 대한민국은 국민연금 내부 및 국민연금의 행위만을 다루고 있기 때문에 위에 기반하면 귀속에 대한 대한민국의 항변은 고려할 필요 조차 없습니다.

D. 귀속: 국민연금의 행위는 협정과 국제관습법상 한국에 귀속됩니다

수정 청구서면, SECTION VI.C{B/3/96-119}; 재반박서면, SECTION III.C{B/6/204-245}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, SECTION IV{B/8/39-78}

¹⁵⁹ 상기 제 55-57 항 참조. 재반박서면, 제 295 항 {B/6/203-204}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 57(b)항 {B/8/37-38} 도 참조.

¹⁶⁰ S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada 사건(UNCITRAL), 2000. 11. 13.자 부분판정문, Exh RLA-19, 제 234 항 {I/19/60}.

¹⁶¹ 예를 들어, █████ 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 86-90 면 {C/286/32-36}; █████ 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 14-18, 60-61 면 {C/79/14-18} {C/79/60-61}; █████ 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 7, 45-57 면 {C/69/7} {C/69/45-57} 참조.

¹⁶² 청구인 측 대리인 {Day1/87:17} – {Day1/88:1} 참조.

¹⁶³ 예를 들어, 재반론서면, 제 48 항 {B/7/28-31}; 김성수 제 2 차 보고서, 제 15-19 항 {G4/1/10-15} 참조.

¹⁶⁴ 청구인 측 대리인 {Day1/87:17} – {Day1/88:1}, {Day9/41:17} – {Day9/42:21} 도 참조.

61. 대한민국은 심리 중 “자국 법원의 판단을 인정하지 않을 수 없다”고 인정하였습니다.¹⁶⁵ 이러한 판결들에는 국민연금의 취득 행위가 곧 국가의 취득행위라고 판단한, 즉 국민연금의 주식 취득 및 이에 수반되는 권리(의결권 등)들에 대한 법적 효과가 국가에 귀속된다고 본 한국 지방법원과 항소심 법원의 판결도 포함됩니다.¹⁶⁶ 해당 한국 법원들은 한국법상 국가기관들과 마찬가지로, 국민연금 또한 취득세 부과로부터 면제된다는 점을 확인하며 위와 같은 판결을 내렸습니다.¹⁶⁷ 국민연금은 “국민연금기금은 국가에 귀속되고 원고 공단은 보건복지부장관으로부터 국민연금기금의 관리 및 운용업무를 위탁받아 수행할 뿐”이기 때문에 과세로부터 면제되어야 한다고 주장하였습니다.¹⁶⁸ 법원들은 이에 동의하였습니다.
62. 대한민국 측 전문가인 김성수 교수는 이러한 결정이 조세 쟁송에서 내려졌다는 점을 근거로 하여 이를 구분하고자 하였습니다.¹⁶⁹ 그러나 이러한 판결들은 국민연금이 주장하고 법원이 받아들인 바와 같이 국민연금이 국가의 일부이며, 따라서 국민연금의 거래행위는 곧 국가의 거래행위라는 법적 대전제에서 당연히 도출되는 결론입니다. *Dayyani* 사건에서 한국자산관리공사가 외국 법원에서 주권면제를 원용함으로써 발생하는 결과를 대한민국이 부정할 수 없었던 것처럼, 국제법적인 측면에서 국민연금의 지위로 발생하는 결과 역시 부정할 수 없습니다.¹⁷⁰ 실제로, 한국 법원의 판결은 온전히 결정적입니다. 해당 판결은 대한민국의 기관으로서 국민연금의 지위를 입증하는 결정적 증거입니다.
63. 질의 제 1 호에서 중재판정부는 다음을 질의하였습니다:

중재판정부 질의 제 1 호: 한미자유무역협정 제 11.1 조 3 항은 귀속에 관한 규칙을 규정하고 있는가? 만일 그렇다면, 그러한 귀속 규칙은 일반국제법과 구분되는 것인가? 특히, 해당 조항은 ILC 국가책임 초안 규정 중 제 8 조부터 제 11 조에 성문화된 일반적인 원칙의 적용을 배제하는가?

64. 제 11.1 조 3 항은 협정의 목적상 귀속에 관한 원칙을 규정하고 있습니다.¹⁷¹ 귀속에 대한 문제는 일반국제법에 의해서도 규율되므로, 제 11.1 조 3 항을 특별법이라고 지칭할 수 있습니다. 이러한 특별법은 일반국제법과 일관되게 적용되며, 일반국제법을 배제하지 않고 오히려 이와 병존합니다. ILC가 설명하는 바와 같이, “동일한 주제가 두 개 규정에 의하여

¹⁶⁵ 피청구국 측 대리인 {Day2/17:10-12}.

¹⁶⁶ 의정부지방법원 2015. 8. 25. 선고 2014 구합 9658 판결, **Exh C-252**, 제 5 면 {C/252/5}; 서울고등법원 2016. 3. 9. 선고 2015 누 59343 판결, **Exh C-262**, 제 3 면 {C/262/3}.

¹⁶⁷ 의정부지방법원 2015. 8. 25. 선고 2014 구합 9658 판결, **Exh C-252**, 제 4 면 {C/252/4}.

¹⁶⁸ 의정부지방법원 2015. 8. 25. 선고 2014 구합 9658 판결, **Exh C-252**, 제 3-5 면 {C/252/3-5}; 서울고등법원 2016. 3. 9. 선고 2015 누 59343 판결, **Exh C-262**, 제 3 면 {C/262/3}.

¹⁶⁹ 예를 들어, 김성수 제 1 차 보고서, 제 72-75 항 {G2/1/32-33}; 김성수 {Day5/52:12-15} 참조.

¹⁷⁰ 대한민국이 인정하는 바와 같이, 피청구국 측 대리인 {Day2/104:2-11} 참조.

¹⁷¹ 협정, **Exh C-1**, 제 11.1.3 조 {C/1/72}.

다뤄지고 있다는 것만으로는 부족”하며, 오히려 “실제로 [두 개 규정] 사이에 어느 정도 모순이 있거나 둘 중 하나가 다른 하나를 배제한다는 확실한 의도가 있어야만” 합니다.¹⁷²

65. 본 사건에서 ILC 규정 제 8 조와 협정 제 11.1 조 3 항 사이에는 실질적인 모순이 없습니다.¹⁷³ 아울러, 동 협정의 입안자들이 ILC 규정 제 8 조에 반영되어 있는 것과 같은 국제법의 일반원칙을 배제하고자 하였다는 분명한 의도 또한 찾아볼 수 없습니다.¹⁷⁴ 대한민국이 지적할 수 있는 것은 (i) 협정 제 11.1 조 3 항이 ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조에 상응하는 규정을 포함하는 것과 달리 ILC 규정 제 8 조를 반영하는 규정을 포함하고 있지 않다는 사실과 (ii) *Al Tamimi v. Oman* 사건결정이 전부입니다.¹⁷⁵ 두 주장 모두 관련이 없습니다.
66. 첫째, 협정 및 협정 교섭기록 그 어디에도 체결국들이 ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조에 성문화된 것 이외의 모든 국제관습법 규정을 배제하고자 하는 의사표시를 찾아볼 수 없다는 점에서 대한민국의 주장은 그 기초적인 근거가 결여되어 있습니다. 미국의 비분쟁 당사자 의견서에서도 이러한 의도를 전혀 찾아볼 수 없었습니다.¹⁷⁶ 이와 정반대로, 미국은 오히려 “국제관습법의 중요원칙”을 “배제한다는 의도를 명확히 나타내는 어떠한 표현도 없는 상황에서 국제관습법의 중요원칙이 [협정에 의해] 암묵적으로 배제되었다”고 보아서는 안 된다는 국제사법재판소(ICJ)의 권고를 각별히 강조하였습니다.¹⁷⁷
67. 또한 협정 제 11.22 조는 “적용가능한 국제법 규칙”에 따라 해석되고 적용되어야 함을 확인합니다.¹⁷⁸ 미국의 비분쟁 당사자 의견서가 명확히 하고 있는 바와 같이, 제 11.22 조는 상당인과관계 요건 등, 협정에 이미 명시적으로 포함된 원칙을 넘어서는 원칙들을 포함하고 있습니다.¹⁷⁹ 그러나, 대한민국의 특별법 관련 주장을 따르게 되면, 중재판정부는 손해배상, 불가항력 및 협정 해석을 포함하는 본 원칙이나 수많은 다른 국제법 원칙에 의하지 않은 채 협정을 해석하고 적용하도록 강제될 것입니다. 실제로, 제 11.22 조가 이미 열거된 국제법 규칙들만을 포함한다면, 대한민국이 원용하고 있는 ILC 규정 제 55 조에 반영된¹⁸⁰ 특별법의 원칙 그 자체가 협정에 적용될 근거를 잃는 결과가 초래됩니다. 요컨대, 한국의 특별법 관련 주장은 그 자체로 논리적으로 성립할 수 없는 자충수입니다.

¹⁷² ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 55 조, 제 4 항, 제 140 면 (강조표시 추가) {H/38/111}.

¹⁷³ 재반박서면, 제 309 항 {B/6/208-209}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 103-104 항 {B/8/67-68}.

¹⁷⁴ 재반박서면, 제 305-306 항 {B/6/207-208}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 106 항 {B/8/68-69}.

¹⁷⁵ 반박서면, 제 295 항 {B/4/131}; 재반론서면, 제 86 항 {B/7/57-58}.

¹⁷⁶ 미국 측 비분쟁 당사자 의견서, 제 2-5 항 {B/5/1-2} 참조.

¹⁷⁷ *Elettronica Sicula SpA(ELSI)(United States of America v. Italy)*, 판결, ICJ Reports 1989, **Exh CLA-31**, 제 50 항 {H/31/30}; 미국 측 비분쟁 당사자 의견서, 제 11 항, 각주 14 {B/5/4}.

¹⁷⁸ 협정, **Exh C-1**, 제 11.22 조 {C/1/88-89}.

¹⁷⁹ 미국 측 비분쟁 당사자 의견서, 제 11 항 {B/5/4-5}; 재반박서면, 제 309 항 {B/6/208-209}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 104 항 {B/8/67-68}.

¹⁸⁰ 반박서면, 제 297 항 {B/4/131}; 재반론서면, 제 89(d)항 {B/7/59-60}.

68. 제 11.22 조는 협정을 “전반적인 국제법 체계 속”에 위치시키고자 국제관습법을 언급합니다.¹⁸¹ 이렇게 함으로써, 협정 제 11.22 조는 조약법에 관한 비엔나협약 제 31 조에 따라 협정이 해석되고 적용되도록 보장하는데, 이는 즉 협정이 명시적으로 배제되는 경우가 아니라면 국제법의 일반 원칙을 참고하여 해석되고 적용된다는 의미입니다.¹⁸² 따라서 제 11.22 조는 국제법의 다른 일반 규칙과 함께 귀속 원칙을 협정에 포함시키려는 입안자들의 의도를 반영합니다.
69. 둘째, 대한민국이 인용하고 있는 *Al Tamimi* 사건은 *부수적 의견*에 지나지 않으며, 위 사건 중재판정부는 ILC 규정 제 8 조가 사실관계에 적용될 수 없다는 이유로 해당 조항이 위 사건 협정에 의하여 배제되었는지 여부를 종국적으로 판단하지 않았습니다.¹⁸³ 보다 결정적으로, 위 사건 중재판정부는 협정 교섭기록이나 비분쟁 당사자 의견서를 고려할 기회도 없었습니다.¹⁸⁴ 본 중재판정부는 이러한 자료들을 참고할 수 있는 위치에 있으며, 이는 체약국들이 일반국제법의 규칙을 배제할 의도가 없었음을 보여줍니다.¹⁸⁵ 따라서 협정 제 11.1 조 3 항이 귀속의 원칙을 규정하고 있는 것은 맞지만, 그로인해 ILC 규정 제 8-11 조의 적용이 배제되는 것은 아닙니다.
1. **국민연금의 협정 제 11.1 조 3 항 가호와 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관입니다**
70. 협정 제 11.1 조 3 항 가호 및 ILC 규정 제 4 조에 따른 귀속의 목적상, “국가기관 (State organ)”은 국가 조직에서의 지위/위계나 국가 내부 법률상의 특성과 관계없이, “국가 조직을 구성하고 국가를 대표하여 행동하는 모든 개인 또는 집합체”를 포함하고 있습니다.¹⁸⁶ 따라서, 이 사건에서 문제되는 실체의 관련 특성을 파악하고 평가해야 합니다.
71. 국민연금의 모든 핵심적 특징들은 국민연금이 국가기관에 해당한다는 점을 확인해줍니다:
- a. 국민연금은 국가를 대리하여, 아울러 국가의 부담으로 자산을 취득하고 처분합니다.¹⁸⁷ 위와 같이 취득한 자산은 국가의 재산입니다.

¹⁸¹ *Urbaser S.A. and Consorcio de Aguas Bilbao Bizkaia, Bilbao Biskaia Ur Partzuergoa v. Argentine Republic* 사건(ICSID Case No. ARB/07/26), 2016. 12. 8. 자 판정문, **Exh CLA-176**, 제 1201 항 {H/176/325} 참조. *Manuel García Armas and Others v. Republic of Venezuela* 사건(PCA Case No. 2016-08), 2019. 12. 13. 자 관할에 대한 판정문, **Exh CLA-143**, 제 704 항 {H/143/1} 도 참조.

¹⁸² 1969. 5. 23. 자 조약법에 관한 비엔나협약, **Exh RLA-5**, 제 31(1)조 및 제(3)I 조 {I/5/10}.

¹⁸³ *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman* 사건(ICSID Case No. ARB/11/33), 2015. 11. 3. 자 판정문, **Exh CLA-21**, 제 314-323 항 {H/21/110-112}. 수정 청구서면, 제 163 항 {B/3/90-91}; 재반박서면, 제 309 항 {B/6/208-209} 도 참조.

¹⁸⁴ 청구인 측 대리인 {Day1/116:23} – {Day1/117:1} 참조.

¹⁸⁵ 재반박서면, 제 310-314 항 {B/6/209-211}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 103-110 항 {B/8/67-70}.

¹⁸⁶ ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 4 조, 제 1 항, 제 40 면 {H/38/11}.

¹⁸⁷ 예를 들어, 의정부지방법원 2015. 8. 25. 선고 2014 구합 9658 판결, **Exh C-252**, 제 5 면 {C/252/5}; 서울고등법원 2016. 3. 9. 선고 2015 누 59343 판결, **Exh C-262**, 제 3 면 {C/262/3} 참조.

- b. 국민연금법, 2014. 7. 31., **Exh C-77**, 제 6 조 및 제 88 조 {C/77/4} {C/77/34}. 이종기 {Day4/45:2-5} 도 참조.
- c. 국민연금의 운영 경비는 국가 예산을 통하여 국가가 재원을 조달하며,¹⁹¹ 실질적으로 국민연금의 운영으로부터 자체적으로 조달되는 재원은 존재하지 않습니다.¹⁹²
- d. 국민연금 임원들은 (대통령의 감독을 받는) 보건복지부 장관이 임명 및 감독합니다.¹⁹³
- e. 국민연금기금의 의사결정과 목적은 정부 규정에 명시되며, 정부 규정에 의해 제한됩니다.¹⁹⁴
- f. 국민연금의 행정 행위(“처분”)는 공법행위로서 사법 판단의 대상입니다.¹⁹⁵

72. 이 반박할 수 없는 압도적인 사실들에 맞서, 대한민국 측 전문가인 김성수 교수는 한국 국가 조직에 대한 형식주의 이론을 제시하였습니다. 그는 대통령이 직접 감독하는 실체들만이 기관이며, 장관이 직접 감독할 뿐, 대통령의 직접 감독을 받지 않는 실체는 기관이 아니라고 말합니다. 이러한 개념이 한국 법원에서 받아들여진 경우는 전무합니다.¹⁹⁶ 실제로, 언급한 바와 같이 한국 법원은 국민연금을 국가 행위의 매개체, 즉 하나의 기관으로 보고 있습니다.

¹⁸⁸ 국민연금법, 2014. 7. 31., **Exh C-77**, 제 6 조 및 제 88 조 {C/77/4} {C/77/34}. 이종기 {Day4/45:2-5} 도 참조.

¹⁸⁹ 국민연금법, 2014. 7. 31., **Exh C-77**, 제 101 조 및 제 102 조 {C/77/41-42}; 국민연금법 시행령, **Exh C-164**, 제 76 조 제 1 항 {C/164/51}. 의정부지방법원 2015. 8. 25. 선고 2014 구합 9658 판결, **Exh C-252**, 제 3 면 {C/252/3}; 이종기 교수 제 1 차 의견서, 제 52-56, 76-78 항 {F1/1/28-31} {F1/1/40}; 이종기 교수 제 2 차 의견서, 제 37 항 {F4/1/15-16}; 이종기 {Day4/44:3} – {Day4/46:1} 도 참조.

¹⁹⁰ 이종기 교수 제 2 차 의견서, 제 37, 51 항 {F4/1/15-16} {F4/1/22} 참조.

¹⁹¹ 국민연금법, 2014. 7. 31., **Exh C-77**, 제 43 조 및 제 87 조 {C/77/17} {C/77/34}; 기획재정부, *한국의 예산제도*, 2014. 3., **Exh C-120**, 제 4 면 {C/120/8}. 이종기 교수 제 1 차 의견서, 제 56 항 {F1/1/31}; 이종기 {Day4/45:12-15} 도 참조.

¹⁹² 따라서 연간 법인세는 무시할 정도의 수준입니다: 예를 들어, 공공기관 경영정보 공개시스템, “28-1. 법인세 정보(2019년 1/4분기)”, 04. 11. 2019, **Exh R-175**, 제 1 면 {R/175/1} 참조.

¹⁹³ 국민연금법, 2014. 7. 31., **Exh C-77**, 제 2 조, 제 30 조 제 2 항 및 제 41 조 {C/77/2} {C/77/14} {C/77/16}; 정부조직법, 2014. 11. 19., **Exh C-258**, 제 26 조 {C/258/12-13}. 이종기 교수 제 1 차 의견서, 제 80 항 {F1/1/41}; 이종기 {Day4/46:3-20} 도 참조.

¹⁹⁴ 예를 들어, 기금운용지침, **Exh C-194** {C/194}; 행사지침, **Exh C-309** {C/309} 참조. 이종기 교수 제 1 차 의견서, 제 31, 49 항 {F1/1/13-15} {F1/1/25} 도 참조.

¹⁹⁵ 행정심판법, 2014. 5. 28., **Exh C-128**, 제 2 조 4 항 {C/128/2}; 행정소송법, 2014. 11. 19., **Exh C-135**, 제 2 조 제 2 항 {C/135/2}. 이종기 교수 제 1 차 의견서, 제 72 항 {F1/1/38} 도 참조.

¹⁹⁶ 김성수 {Day5/3:12-14}.

여기에 더해 김성수 교수의 독창적인 이론은 한국 헌법에 그 근거를 찾을 수 없고, 이는 김성수 교수 스스로도 반대신문 중 인정하였습니다.¹⁹⁷

73. 궁극적으로, 김성수 교수의 접근 방법은 중재판정부가 국제법상 귀속을 판단하는 데 어떠한 도움도 주지 못합니다. 그의 접근 방법에 따르면 (국제법상 국가기관(State organ)¹⁹⁸에 해당하는) 한국은행(이하 “한은”)이나 (협정 제 11.1 조 3 항과 ILC 규정 제 4 조에 명시적으로 언급된¹⁹⁹) 지방자치단체 모두 국가기관(State organ)에 해당하지 않는다는 데 김성수 교수가 동의함으로써 이를 확인시켜 주었습니다.²⁰⁰ 아울러, 그의 독창적인 구분법은 국제법상 국민연금의 지위를 판단하는 데에 아무런 기준을 제시하지 못합니다.²⁰¹ 이처럼 ILC 는 한국가가 국내법에 따라 스스로를 정확히 어떻게 조직하는지는 ILC 규정 제 4 조에 따른 귀속과 무관하다는 점을 분명히 합니다.²⁰²
74. 만일 그렇지 않다면, 국가는 보고/감독 체계와 그와 유사한 형식상의 절차들을 통해 국제적 책임을 면할 수 있게 되는데, 이것이 바로 형식이 아니라 실질에 초점을 맞추므로써 ILC 규정이 회피하고자 하는 결과입니다.²⁰³ 다시 말하지만, 특정 실체가 국제법상 국가기관(State organ)인지 여부를 판단하기 위해서는 그 실체의 핵심적 특성, 즉 그 실질적 임무와 책임을 살펴보아야 합니다. 이러한 기준에 따르면, 국민연금은 그 특성에 비추어 국가기관(State organ)임이 너무나 명백합니다.²⁰⁴
75. 별개 법인격의 유무 또한 중요하지 않습니다. 김성수 교수가 한은에 대해 논의하면서 강조한 바와 같이,²⁰⁵ 국가단체들은 국가 기능을 보다 잘 수행할 수 있도록 별개의 법인격을 부여받을

¹⁹⁷ 김성수 교수는 국민연금이 정부조직법상 “중앙행정기관”이 아니기 때문에 한국 법률상 “State organ”나 “국가기관”이 아니라고 주장합니다. 다만, 김 교수가 심리 과정에서 인정한 바와 같이, 위 용어가 쓰인 헌법의 두 조항(제 26 조 및 제 97 조)은 국민연금에 적용됩니다. 김성수 {Day5/15:13} – {Day5/16:23} 참조. 김성수 교수가 헌법 제 96 조를 인용하는 것은 그가 인정했던 바와 같이 헌법 제 96 조가 “부”(대통령 산하 부서)만을 지칭하고 정부 행위에 따라 설립되는 “처”(총리 산하 부서)나 “청”(“부” 산하 기관)을 지칭하지 않으므로, 마찬가지로 잘못된 것입니다. 김성수 {Day5/18:14} – {Day5/21:15} 참조. 그는 “처”와 “청”이 정부조직법에 의해서만 설립될 수 있다고 주장하며 자신의 접근 방법을 정당화하고자 하였으나, 이에 대한 헌법적 근거는 찾아볼 수 없습니다. 따라서, 김성수 교수 스스로의 접근 방식에 따르면, 정부 행위로 설립된 기관인 국민연금을 국가기관의 범주인 “처” 또는 “청”에서 제외하여야 한다는 합리적인 근거가 없습니다.

¹⁹⁸ 예를 들어, *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. and A.S. Baltoil v. Republic of Estonia* 사건(ICSID Case No. ARB/99/2), 2001. 6. 25.자 판정문, **Exh CLA-83**, 제 327 항 {H/83/79} 참조.

¹⁹⁹ 협정, **Exh C-1**, 제 11.1.3 조{C/1/72}; ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 4 조, 제 6 항, 제 40 면 {H/38/11}.

²⁰⁰ 김성수 {Day5/24:5-7}, {Day5/29:19-23} 참조.

²⁰¹ 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 69 {J/22/69} 참조.

²⁰² ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 4 조, 제 40 면 {H/38/11}.

²⁰³ ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 4 조, 제 11 항, 제 42 면 {H/38/13} 참조. 청구인 측 대리인 {Day9/45:12-16}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 65 {J/22/65} 도 참조.

²⁰⁴ 상기 제 71 항 참조.

²⁰⁵ 김성수 {Day5/23:22-25} – {Day5/24:1-2} 참조.

수 있습니다. 따라서 국제 중재판정부들은 그동안 중앙은행,²⁰⁶ 국고,²⁰⁷ 국유 석유회사²⁰⁸ 및 사회보장을 이행하는 공법적 기구들을 포함한 별개 법인격을 가진 다양한 실체들을 국가기관(State organ)으로 인정하는 데 주저함이 없었습니다.²⁰⁹ 이 사건 심리 이후에도 위와 같은 취지로 두 건의 추가 결정이 내려졌는데, 하나는 국가가 최대주주인 석유 회사에 관한 것이었고 다른 하나는 파나마운하관리청에 관한 것이었습니다.²¹⁰

76. 동일한 이유로, 다른 국가단체가 위탁사무불이행을 이유로 국민연금을 제소할 수 있는지 여부 또한 중요하지 않습니다.²¹¹ 특정 국가기관(State organ)이 국내법에 따라 다른 국가기관(State organ)에 대해 당사자적격을 가지는 것은 이례적이지 않으며, 실제로 한국에서는 특정 지방정부가 다른 지방정부 또는 중앙정부에 의해 제소될 수 있습니다. 기관 간 분쟁 및 이와 유사한 분쟁들은 책임 또는 감독의 배분에 따른 결과이며 보다 넓은 국가조직 내에서 별개 법인격들이 존재하기에 발생하는 것입니다.

77. 위 원칙들은 국제법상 논란의 여지가 없고, 김성수 교수의 접근법과 전적으로 양립 불가능합니다. 협정과 ILC 규정 제 4 조에 따른 귀속에 관해서, 그의 접근법은 법적으로 무의미한 구분을 나열할 뿐입니다.

2. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 3 항 나호 및 ILC 규정 제 5 조에 따라 위임된 정부 권한을 행사한 것이었습니다

78. 국민연금의 유일한 존재 이유는 국가의 재산인 국민연금기금을 운용 및 관리하기 위함입니다. 이러한 임무는 사회보장 및 복지 증진과 국민 보호라는 대한민국의 헌법상 책무를 이행하기 위하여 보건복지부 장관이 정부 행위를 통하여 국민연금에게 구체적으로

²⁰⁶ *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* 사건(ICSID Case No. ARB/09/02), 2012. 10. 31.자 판정문, **Exh CLA-29**, 제 378, 402 항 {H/29/91} {H/29/95-96}; *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. and A.S. Baltoil v. Republic of Estonia* 사건(ICSID Case No. ARB/99/2), 2001. 6. 25.자 판정문, **Exh CLA-83**; 제 327 항 {H/83/79}; *MNSS B.V. and Recuperero Credito Acciaio N.V. v. Montenegro* 사건(ICSID Case No. ARB(AF)/12/8), 2016. 5. 4.자 판정문, **Exh CLA-146**, 제 334 항 {H/146/115}; *Invesmart, B.V. v. Czech Republic* 사건, UNCITRAL, 2009. 6. 26.자 판정문, **Exh CLA-132**, 제 363 항 {H/132/85}.

²⁰⁷ *Eureko B.V. v. Republic of Poland*, 2005. 8. 19.자 부분판정문, **Exh CLA-34**, 제 134 항 {H/34/51}.

²⁰⁸ *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka* 사건(ICSID Case No. ARB/09/02), 2012. 10. 31.자 판정문, **Exh CLA-29**, 제 405(a)항 {H/29/96} (*Dahanayake v. De Silva and others* 사건, [1978] 1 SLR 41, 1979. 9. 10., 제 53-54 항을 인용함).

²⁰⁹ *Haim v. Kassenzahnärztliche Vereinigung Nordrhein*, 판결, Case C-424/97, EU:C:2000:357, 2000. 7. 4., **Exh CLA-127**, 제 28, 31 항 {H/127/12-13}; *B.d.B. et al. v. The Netherlands* 사건, Communication No. 273/1988, U.N. Doc. CCPR/C/35/D/273/1988, IHRL 1688 (UNHRC 1989), 1989. 3. 30., **Exh CLA-88**, 제 6.5 항 {H/88/5}.

²¹⁰ 예를 들어, 2022. 2. 23. *Global Arbitration Review* 에서 보고된 바와 같습니다.

²¹¹ 청구인은 한국이 심리 종결 변론에서 청구인 측 전문가 이중기 교수가 “한 국가기관이 다른 국가기관을 상대로 소송을 당연히 제기할 수 없다”라는 대한민국의 주장에 동의하였다고 말하는 점에 주목합니다. 피청구국 측 대리인 {Day9/90:16-17}. 이중기 교수는 이러한 일반화된 진술에 동의하지 않았으므로, 이는 왜곡된 진술입니다. 그는 국회가 행정부에 대하여 손해배상청구 소송 제기를 “아직 하지 않은 것으로 알고 있습니다”라고만 말하였습니다. 이중기 {Day4/72:19} – {Day4/73:5} 참조.

위임하였습니다.²¹² 국민연금은 따라서 *Jan de Nul* 사건의 수에즈운하청과 같이²¹³ 다른 중재판정부들이 규정 제 5 조 사건과 관련하여 살펴봤던 많은 단체들과는 구별되는데, 이는 국민연금이 독립된 임무 (예를 들어 상업적 임무)를 가지지 않기 때문입니다.²¹⁴ 국민연금의 임무는 단일하고 구체적이기 때문에 ILC 규정 제 5 조 관련 질의는 간명합니다. 국민연금의 임무 이행에 관한 모든 행위는 불가분의 일체를 구성하며, 이는 곧 위임된 정부 권한의 행사입니다. 국민연금기금의 관리/운용에 있어서 이루어지는 행위는 이러한 임무의 본질적 부분입니다.

79. 이러한 측면에서, 국민연금은 국내 통화 및 국채의 안정을 관리하는 전형적으로 정부적으로 인정되는 임무를 위임받은 한은과 유사합니다.²¹⁵ 이러한 임무를 이행하기 위해서, 아울러 그 목적을 달성하기 위하여 (상업적 이득을 얻기 위한 것과 대조적으로), 한은은 증권의 발행 또는 매수와 같은 시장 거래에 참여하는 경우를 상정할 수 있습니다. 이는 상업적 목적을 위해 상업활동 주체들 또한 수행할 수 있는 행위이지만, 이러한 사실이 한은이 수행한 해당 행위의 정부적 성질을 훼손시키지는 않으며, 김성수 교수도 이를 쉽게 인정하였습니다.²¹⁶
80. 국가를 대리하여 증권을 구매하고 이에 수반된 의결권을 행사하는 등, 국민연금이 “대한민국의 금고”를 구성하고 운영하는 임무를 위해 수행하는 행위도 마찬가지입니다.²¹⁷ 실제로, 한국 국민으로부터 연금 기여금을 징수하고 연금 급여를 지불하는 것은 정부로부터 위임 받은 권한이라는 것은 당연한 전제입니다.²¹⁸ 연금이 지급될 수 있도록 국민연금이 수령한 기여금을 관리하는 것은 국가가 국민연금에 위임한 권한을 이루는 필수 구성요소입니다. 그리고 이 구성요소는 국가의 연금 지급 의무라는 특정된 목표를 달성하기 위해서 이루어집니다. 따라서, 이와 관련된 국민연금의 행위들 역시 정부 권한의 행사입니다. ILC가 주장하는 바와 같이, “권한의 내용뿐 아니라 권한이 어떠한 실체의 부여되는 방식,

²¹² 대한민국 헌법, 1988. 2. 25., **Exh C-88**, 제 34 조 제 1 항 및 제 5 항 {C/88/8-9}. 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 71 {J/22/71} 도 참조.

²¹³ *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt* 사건(ICSID Case No. ARB/04/13, 2008. 11. 6.자 판정문, **Exh CLA-7**, 제 161, 169-170 항 {H/7/52} {H/7/54-55}. 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 66 {J/22/66} 도 참조.

²¹⁴ 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 66 {J/22/66} 참조.

²¹⁵ 한국은행법, **Exh C-534**, 제 1 조, 제 4 조, 제 68 조 및 제 8 조 2, 제 1, 21 및 24 면 {C/534/2} {C/534/21} {C/534/25} 참조. 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 72 {J/22/72} 도 참조.

²¹⁶ 김성수 {Day5/36:11} – {Day5/37:6}.

²¹⁷ 국민연금법, **Exh C-77**, 제 1 조, 제 24 조, 제 102 조 및 제 105 조, 제 2, 12, 41 및 45 면 {C/77/2} {C/77/12} {C/77/41-42} {C/77/45} 및 한국은행법, **Exh C-534**, 제 1 조, 제 4 조, 제 68 조 및 제 82 조, 제 1, 21 및 24 면 {C/534/2} {C/534/21} {C/534/25}과 비교.

²¹⁸ 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 71 {J/22/71} 참조. 반박서면, 제 293(c)항 {B/4/130}; 김성수 제 1 차 보고서, 제 29 항 {G2/1/13}; 김성수 {Day4/159:17-24} 도 참조.

예정된 권한행사의 목적 및 그러한 실체가 권한행사에 대하여 정부가 어느 정도의 책임을 지는지”를 고려해야 합니다.²¹⁹

81. 질의 제 3 호에서 중재판정부는 다음을 질의하였습니다:

중재판정부 질의 제 3 호: 공공 서비스의 제공은 한미자유무역협정 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따른 “권한을 행사”하는 것으로 간주되는가 혹은 더 일반적인 범주에서 주권의 행사 (공권적 행위(acts jure imperii), 공권력(puissance publique))로 간주되는가? 국민연금의 합병 표결은 그러한 권한의 행사로 간주될 수 있는가?

82. 간단히 말씀드리자면, 간주될 수 있습니다. 더 자세한 답은 세 가지 판단으로 구성됩니다.

83. 첫째, “공공 서비스”라는 개념은 협정이나 귀속에 관한 일반국제법상의 개념이 아닙니다. 청구인은 이를 기상 서비스, 통계 서비스, 공식 뉴스 대행 또는 버스 서비스 등 지역 사회에 보편적인 이익이 된다고 판단되는 서비스로 광범위하게 이해하고 있습니다. 만일 한국의 국민연금 지급(국민연금), 부실채권 관리(한국자산운용공사) 또는 통화 안정(한은)처럼 이러한 서비스가 국가만이 제공할 수 있도록 국한되어 있거나 국가가 이를 제공할 법적 의무를 진다면, 해당 서비스를 수행하기 위해 이루어지는 행위는 협정 제 11.1 조 3 항 나호에 규정된 권한의 행사입니다.

84. 둘째, ILC 규정 제 5 조의 “정부 권한”(또는 “공적 권한(puissance publique)”)의 개념은 주권면제의 법리에서 사용되는 “주권적 행위”(또는 “주권적 권한”의 행위)²²⁰의 개념과는 다릅니다. 주권면제의 법리는 자국법원의 관할에 속하여 자국법에 따라 사법 판단이 가능하였을 좁은 범주의 행위들을 자국법원의 관할에서 배제하는 역할을 합니다. 주권적 행위(Acta jure imperii)는 그러므로 관할권 및 재판가능성에 대한 예외의 좁은 경계를 규정합니다. 따라서 주권적 행위(acta jure imperii)와 상업적 행위(acta jure gestionis) 사이의 구분은 전세계적으로 통일될 수 있습니다. 즉, 초점은 각각의 개별 행위가 위의 구분에서 어느 쪽으로 분류되는지에 맞춰져 있습니다.

85. 반면, 행위귀속의 법리는 국가들에 국한되어 있는 기능들 측면에서 국가 사이에 통일성이 없다는 점을 전제합니다.²²¹ 따라서, “무엇이 “정부적”인 것으로 간주되는지는 개별 사회와 그 역사 및 전통에 달려”있기 때문에, ILC 규정 제 5 조는 “어떠한 실체의 행위를 국가에 귀속시킴에 있어 “정부권한”의 범위를 정밀하게 규명하고자 하는 것은 아니다”라고

²¹⁹ ILC 규정 해설서, Exh CLA-38, 제 5 조, 제 6 항, 제 43 면 {H/38/14}.

²²⁰ 이는 관할권 면제에 관하여 ILC 규정에서 사용된 영문 용어입니다.

²²¹ ILC 규정 해설서, Exh CLA-38, 제 5 조, 제 6 항, 제 43 면 {H/38/14}.

합니다.²²² 요약하자면, 행위귀속의 목적상 “정부적”인 것은 주권면제의 목적상 “주권적”인 것보다 더 포괄적입니다.

86. 셋째, 행위귀속의 법리는 주권면제에 관한 법리와는 달리 각 행위들을 개별적으로 고려하지 않습니다. 이미 언급한 바와 같이, 관련 행위를 정부 권한의 행사로 간주할 경우, 권한의 내용, 권한이 부여된 방법, 권한이 주어진 목적과 권한에 대한 정부책임성과 같은 많은 요소들이 고려되어야 합니다. 예를 들자면, 환경 연구의 준비는 국가에 국한된 활동이 아니라는 의미에서 그 자체로는 정부 행위의 성격을 띠지 못합니다. 그러나 만일 이러한 연구가, 예를 들어, 특정 발전소의 면허 인가를 위해 법률에서 정하는 과정의 필수적인 부분이라면, 이는 정부 권한을 행사하는 것이라고 할 수 있습니다.²²³ 대한민국의 서면들은 이러한 근본적인 논점을 무시하고 있습니다.²²⁴

87. 이러한 논점들을 본 사건의 사실관계에 적용하면 다음과 같습니다:

- a. 국민연금의 기능은 넓은 의미의 공공 서비스에 해당합니다. 국민연금의 기능은 국가에 국한되어 있고, 헌법이 부여한 공적 의무를 이행하기 위한 것입니다.
- b. 행위귀속을 판단함에 있어 국민연금의 작위와 부작위를 그들이 수행해야 하는 헌법적 의무의 필요한 내용 및 목적과 분리하여 분석하는 것은 잘못된 방법입니다.

3. 국민연금의 행위는 ILC 규정 제 8 조에 따라 대한민국의 지시나 통제 하에 있었습니다

88. 앞서 말씀드린 바와 같이, 대한민국은 스스로 자국 법원의 결정을 “인정하지 않을 수 없는” 점을 받아들입니다.²²⁵ 이러한 결정에는 [redacted] 대통령이 자신의 청와대 직원들에게 본건 합병을 지지하도록 “적극적으로... 관여”할 것을 지시하였다는 사실,²²⁶ 청와대 관계자들이 [redacted] 장관 등 보건복지부 관계자들에게 대통령의 지시를 이행하기 위해 필요에 따라 개입할 것을 지시했다는 사실²²⁷, 아울러 청와대와 보건복지부 공무원들이 [redacted] 본부장에게 투자위원회가 본건 합병에 대한 결정을 내리고 찬성 표결하도록 지시했다는 사실에 대한 사법 판단이 포함됩니다.²²⁸ 대한민국은 이러한 사실관계를 다룰 수 없기 때문에,

²²² ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 5 조, 제 6 항, 제 43 면 {H/38/14}.

²²³ 예를 들어, *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada* 사건(PCA Case No. 2009-04), 2015. 3. 17.자 관할 및 책임에 관한 판정문, **Exh CLA-3**, 제 594, 600, 731 항 {H/3/186-187} {H/3/224} 참조.

²²⁴ 반박서면, 제 287 항 {B/4/127}; 재반론서면, 제 80 항 {B/7/53}.

²²⁵ 피청구국 측 대리인 {Day2/17:8-912}. 피청구국 측 대리인 {Day9/87:10-12} (“대한민국은 결코 자국 법원의 결정에서 벗어나려고 하지 않습니다.”)도 참조.

²²⁶ [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 90, 103-104 면 {C/286/36} {C/286/42-43}.

²²⁷ [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 38-39 면 {C/79/38-39}; [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 66 면 {C/69/66}; [redacted] 제 4 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 5., **Exh C-482**, 제 9 면 {C/482/5}.

²²⁸ [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 44, 47 면 {C/69/44} {C/69/47}.

그 대신 해당 판단들이 ILC 규정 제 8 조에 따른 행위귀속 기준을 충족할 정도의 “구체적인” 지시와 통제를 입증하지 못한다고 주장합니다.²²⁹

89. 대한민국이 원용하고 있는 “구체적인” 통제 기준은 준군사집단이 관여한 전쟁 및 집단 학살과 같은 예외적인 상황에 대한 강화된 기준이라고 국제사법재판소가 분명하게 밝혔습니다. 이는 투자 협정 맥락에서 적절한 기준이 아닙니다.
90. 무엇보다도, 기록에 있는 증거는 대한민국이 부정한 목적을 달성하기 위하여 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 핵심 인사들에게 구체적인 지시를 내렸고 구체적 통제를 행사하였다는 사실을 확인합니다.²³⁰ 또한 ██████████ 본부장은 본건 합병 표결 전후에 투자위원회의 개별 위원들에 대한 구체적 통제를 행사하였습니다. 거의 모든 위원들은 대한민국의 행위가 없었다면 본건 합병에 달리 표결하였을 것이라고 증언하였습니다.²³¹ 아울러 2015년 7월 12일 ██████████ 장관 직속 직원들은 전문위원회 개별 구성원들에게 회의를 소집하지 않도록 종용하였고, 이후 회의가 실제로 열리게 되자 당시 현장에서 보건복지부 ██████████ 과장이 직접 압력을 행사하는 등 구체적으로 통제를 행사하였습니다.²³² 따라서 대한민국이 “인정하지 않을 수 없다”고 받아들인 증거에 따르면 대한민국이 잘못 주장하는 더 높은 기준마저 충족합니다.

E. 대한민국의 “주권적 권한”에 대한 항변은 이유 없습니다

재반박서면, SECTION III.D{B/6/245-255}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, SECTION V{B/8/79-83}

91. 청구인이 설명한 바와 같이, 대한민국이 주장하는 “주권적 권한”에 대한 항변에는 협정 또는 국제법적 근거가 없습니다.²³³ 이는 협정에 존재하지 않는 제한적 표현을 포함시키려고 하는 대한민국 측의 또다른 시도일 뿐입니다. 제 11.1 조 3 항 가호는 국가에 의한 모든 행위에 대한

²²⁹ 반박서면, 제 305-314 항 {B/4/133-137}; 재반론서면, 제 93-102 항 {B/7/61-68}.

²³⁰ ██████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 87 면 {C/286/33} (“피고인의 지시사항은 ‘합병’ 문제를 잘 챙겨보라는 일반적인 지시가 아니라 ‘의결권 행사’ 문제를 잘 챙겨보라는 구체적인 지시였다.”)(강조표시 추가). 상기 제 38-41 항; 재반박서면, 제 348, 355 항 {B/6/234} {B/6/237-244} 도 참조.

²³¹ 예를 들어, 증인 ██████████에 대한 증인신문(██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), **Exh C-500**, 제 12 면 {C/500/3}; ██████████ 한국 검찰 증거, **Exh C-471**, 제 7 면 {C/471/2}; ██████████ 한국 검찰 증거, **Exh C-472**, 제 10 면 {C/472/2}; ██████████ 한국 검찰 증거, **Exh C-474**, 제 17 면 {C/474/3}; ██████████ 한국 검찰 증거, **Exh C-473**, 제 22 면 {C/473/5}; ██████████ 한국 검찰 증거, **Exh C-467**, 제 7-8 면 {C/467/3-4}; 2015. 7. 10. 투자위원회 회의 의사록, **Exh R-128**, 제 10-11 면 {R/128/11-12}; 증인 ██████████에 대한 증인신문(██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), **Exh C-497**, 제 14-16 면 {C/497/14-16} 참조. 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 68 {J/1/68} 도 참조.

²³² 재반박서면, 제 355(n)항 {B/6/244}; ██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 10 면 {C/69/10}.

²³³ 재반박서면, 제 362-379 항 {B/6/246-254}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 120-127 항 {B/8/79-82} 참조.

행위귀속을 명확하게 규정하고 있으며, 제 11.1 조 3 항 나호는 위임받은 권한의 행사를 언급하고 있습니다. 해당 조항들에 대해서 대한민국이 덧붙이려고 하는 해설은 건강부회일 뿐만 아니라, 앞서 논의한 “조치” 개념의 보편성을 제한하려는 것으로, 협정과 양립할 수 없습니다.

92. 질의 제 2 호에서 중재판정부는 다음과 같이 질의하였습니다:

**중재판정부 질의 제 2 호: 한미자유무역협정 제 11 장 제 1 절에
기재된 국제적 의무에 대한 위반은 제 11.1 조 3 항 나호에 따른
“권한 행사” 혹은 더 일반적인 범주에서 주권의 행사 (공권적
행위, 공권력)를 요하는가?**

93. 국가가 공권적 행위(*jure imperii*)를 수행하거나 공권력(*puissance publique*)을 행사하는 상황에서만 협정상 대우의 기준이 적용된다고 말할 근거는 없습니다. 국가가 취한 조치는 협정의 대우 기준과 실질적으로 일치하거나 일치하지 않을 뿐, 어떤 선형적이고 자명한 근거에 따라 협정에 따른 검증 자체를 피하는 조치란 존재하지 않습니다.

94. 국가에 의한 계약 위반은 그것만으로는 국제법 위반이 아니라는 점은 논란의 여지가 없습니다. 그러나, 이는 특정 유형의 국가 행위가 그 정의에 따라 국제적 책임을 질 수 없다는 것을 의미하지 않으며, 여기에는 세 가지 이유가 있습니다. 첫째, 계약상 의무 위반에 준하는 행위가 동시에 국제법상 의무 위반에 해당할 수 있다는 점은 확립되어 있습니다.²³⁴ 둘째, 그러한 행위는 어떤 경우에도 여전히 귀속될 수 있습니다.²³⁵ ILC 규정 해설서는 “국가 기관이 계약을 체결하거나 위반하는 것은 그럼에도 불구하고 제 4 조의 목적에서의 국가의 행위이며, 특정 상황에서는 국제법상 위법행위에 해당할 수 있다”라고 주장합니다.²³⁶ 마지막으로, 계약과 관련된 국가 행위는 앞서 설명한 바와 같이 협정에 따른 “조치”에 해당합니다. 요컨대, 계약 위반이 국제법상 위법행위에 해당하기 위해서는 추가적인 요건이 필요하다는 점으로부터 그 어떠한 유사점이나 더 일반적인 법리도 도출되지 않습니다.

F. 청구는 절차 남용에 해당하지 않습니다

재반박서면, SECTION III.E{B/6/256-264}; 본안 전 이의 제기에 대한 재반론서면, SECTION VI{B/8/84-95}

95. 해당 쟁점은 심리 중 대한민국에 의해 전혀 다루어지지 않았으므로, 청구인은 심리 중 구두

²³⁴ 예를 들어, *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador* 사건, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 2018. 8. 30.자 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, **Exh CLA-183**, 제 10.7-10.9 항 {H/183/514} 참조.

²³⁵ 재반박서면, 제 373-379 항 {B/6/251-254}; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 125 항 {B/8/80-82} 참조.

²³⁶ ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 4 조, 제 6 항, 제 41 면 {H/38/12}.

변론과 기존 제출한 서면을 인용하는 것으로 같음하겠습니다.²³⁷

IV. 대한민국은 협정을 위반하였습니다

96. 청구인이 서면으로 진술하고²³⁸ 심리에서 설명한 바와 같이,²³⁹ 대한민국의 행위는 다음과 같은 두 가지 측면에서 협정상 의무 위반에 해당합니다:

- a. 청구인에게 국제법상 최소기준대우를 제공하지 않은 점; 및
- b. 청구인에게 내국민대우를 제공하지 않은 점.

A. 대한민국은 청구인에게 국제법상 최소기준대우를 제공하지 않았습니

수정 청구서면, SECTION VII.A{B/3/120-138}; 재반박서면, SECTION IV.A{B/6/265-299}

1. 적용 기준

97. 중재판정부가 대한민국의 행위를 평가하는 데에 적용할 법적 기준은 협정 제 11.5 조에 규정되어 있는 바, 이에 따르면 대한민국은 협정의 보호를 받는 투자에 대하여 “외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준”(이하 “**최소기준대우**”)을 제공하여야 합니다.²⁴⁰ 또한 협정 부속서 11-가는, 제 11.5 조에서 말하는 “국제관습법”이 “외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙”을 포함한다는 점을 명확히 밝히고 있습니다.²⁴¹

98. 이러한 맥락에서 중재판정부는 다음과 같이 질의하였습니다:

**중재판정부 질의 제 6 호: 협정 부속서 11-가에서 말하는
“외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 국제관습법상
원칙”은 무엇인지?**

99. 이 질문에 대한 대답은 본건 중재에서 주요 논점이 되지 않는었는데, 그 이유는 제 11.5 조의 내용이 *Waste Management II* 사건 중재판정부의 결정문에 정확히 설명되어 있다는 점에 대해 당사자들이 다음과 같이 명시적으로 동의하였기 때문입니다.²⁴²

공정하고 공평한 대우의 최소기준은 - 사법절차에서 당연한 정의가 명백히 좌절되거나 행정절차에서 투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우와 같이 - *자의적이고, 지극히 불공정하며, 부당하거나 비정상적이고 차별적이며*, 청구인을

²³⁷ 청구인 측 대리인 {Day1/122:20} - {Day1/132:5} 참조.

²³⁸ 수정 청구서면, 제 217 항 *이하* {B/3/120}; 재반박서면, 제 407 항 *이하* {B/6/265} 참조.

²³⁹ 청구인 측 대리인 {Day1/132:18} - {Day1/148:10} 참조.

²⁴⁰ 협정, **Exh C-1**, 제 11.5(1)조 {C/1/73}.

²⁴¹ 협정, **Exh C-1**, 부속서 11-가 {C/1/96}.

²⁴² 재반박서면, 제 409 항 {B/6/265}; 반박서면, 제 495-496 항 {B/4/221-222} 참조.

지역적, 인종적 편견에 노출시키거나 적법절차가 결여되어 사법적 타당성을 해치는 결과를 야기하는 행위로서 국가에 귀속되고 청구인에게 해를 입히는 행위에 의하여 침해됨을 시사한다.²⁴³

100. 위 합의된 설명의 핵심은, 국제관습법에 따라 자의적 행위는 금지된다는 점입니다 (물론 이것이 설명의 전부는 아닙니다). 이 점은 대표적으로 *Elettronica Sicula SpA(United States of America v. Italy)(ELSI)* 사건에서 ICJ에 의해 다루어졌는데, 동 사건에서 ICJ는 국가의 자의적 행위에 대해 다음과 같이 설명하였습니다:

단순히 특정 법규에 반하는 것이라기 보다는 법치주의 자체에 반하는 것이다... 이는 정당한 법적절차를 고의적으로 무시하는 것으로, 사법적 타당성이라는 의식에 충격을 주거나 적어도 이를 놀라게 하는 행위이다.²⁴⁴

101. *ELSI* 사건에서 ICJ의 결정 이후, 법률가들은 이를 “*locus classicus*”로 칭하면서,²⁴⁵ “비자의성의 기준은...국제관습법에 엄연히 살아 있다”고 하였습니다.²⁴⁶ 나아가 법률가들은 자의적인 조치를 “무관한 고려에 근거하여” 이루어지거나 객관적인 사유로 정당화 또는 설명되지 않는 것이라고 정의하였습니다.²⁴⁷
102. 국제관습법을 반영하는 것 외에도, 최소기준대우의 내용은 국제법의 일반 원칙 등 다른 국제법 법원의 영향도 받았습니다. 당사자들은 중재판정부가 국제관습법의 내용을 해석함에 있어서 동등한 협정 기준에 대한 다른 중재판정부의 결정례를 참고할 수 있다는 점에 동의합니다.²⁴⁸ 앞서 말씀드린 바와 같이, 당사자들은 최소기준대우에 대한 *Waste Management II* 중재판정부의 서술에 동의하며, 여러 다른 중재판정부들도 해당 결정을 인용한 바 있습니다.²⁴⁹

²⁴³ *Waste Management, Inc. v. United Mexican States(II)* 사건(ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정문, 2004. 4. 30., **Exh CLA-16**, 제 98 항 {H/16/35-36} (강조표시 추가).

²⁴⁴ *Elettronica Sicula SpA(ELSI)(United States of America v. Italy)*, 판결, ICJ Reports 1989, **Exh CLA-31**, 제 128 항 {H/31/64}.

²⁴⁵ V. Heiskanen, *Arbitrary and Unreasonable Measures*, in A. Reinisch(ed.), *Standards of Investment Protection*(2008), **Exh CLA-198**, 제 88 면 {H/198/2}.

²⁴⁶ *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*(ICSID Case No. ARB/07/23), 피청구국의 반박서면에서 제기된 법적 쟁점에 대한 W. Michael Reisman의 제 2차 의견서, 2011. 3. 11., **Exh CLA-197**, 제 55 항 {H/197/31}.

²⁴⁷ P. Dumberry, *The Prohibition against Arbitrary Conduct and the Fair and Equitable Treatment Standard under NAFTA Article 1105*, 15 J. World Investment & Trade 117(2014), **Exh CLA-195**, 제 123 면 {H/195/7}.

²⁴⁸ 반박서면, 제 490 항 {B/4/220} (수정 청구서면, 제 221 항 {B/3/121}에 동의함).

²⁴⁹ 예를 들어, *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada* 사건(PCA Case No. 2009-04), 관할 및 책임에 관한 판정문, 2015. 3. 17., **Exh CLA-3**, 제 442 항 {H/3/138}; *Mesa Power Group LLC v.*

103. 청구인이 입증한 바와 같이, 본건에서 쟁점이 되는 정부 행위는 최소기준대우에 지극히 미달합니다. 다음 항목에서 청구인은, 본건 중재의 원인이 된 조치에 대한 한국 법원 판결의 중요성, 특히 형사 사건에서의 입증 기준에 따라 한국 법원이 확정된 사실을 대한민국이 법적으로 부인할 수 없고, 나아가 자국의 검찰이 최근 ████████ 부회장을 기소하면서 주장한 사실 역시 정면으로 부인할 수 없는 이유에 대해 설명하고자 합니다. 이어서 청구인은 이러한 정부 차원의 범죄와 위법행위가 왜 최소기준대우 위반에 해당하는지 입증하려 합니다. 구체적으로, 대한민국 자국의 법원에서 인정된 사실과 자국의 검찰이 밝혀내어 본건 중재 기록에도 포함된 추가 증거에 따르면, 다음과 같은 사실이 의문의 여지없이 확인됩니다:

- a. 본건 합병을 지지하기로 한 결정은 자해적이었고, 국민연금기금의 수익성 원칙을 위반한다는 점에서 비합리적인 것이었습니다;
- b. 이러한 비합리는 적법 절차의 고의적 위반으로 초래된 것입니다; 그리고
- c. 대한민국의 행위는 그 시작부터 실행에 있어, *Waste Management* 와 *ELSI* 결정문의 표현을 빌리자면 “특이함”을 넘어 정부 차원 범죄의 성격을 지니고 있었으며, 적법절차를 무시하고 최소한 “사법적 타당성이라는 의식[을]...경악케 하는 행위”였습니다.

2. 대한민국은 자국 법원의 판단을 부정할 수 없으며, 자국 검찰의 주장 역시 정면으로 부정할 수 없습니다

104. 본건 중재 심리에서 대한민국은 자국의 법원이 내린 판결과 관련하여 “유죄 판결과 관련하여... 제시된 사실들을 부인”할 수 없다고 인정하였으며, “[이러한] 판단을 인정하지 않을 수 없다”고도 했습니다.²⁵⁰ 법적으로 달리 주장할 수도 없습니다.

105. 이러한 기초적인 명제는 *Chevron v. Ecuador (II)* 사건 중재판정부에 의해 만장일치로 확인된 바 있는데, 이 사건에서 에콰도르는 중재판정부의 임시 관할권 여부에 대하여 자국 법원이 인정한 사실과 모순되는 주장을 하였습니다.²⁵¹ 이에 대한 해당 중재판정부의 대답은, 협정을 체결함으로써 국가들 간의 신의성실의 관계가 성립된다는 것이었습니다.²⁵² 신의성실의

Government of Canada 사건(PCA Case No. 2012-17), 판정문, 2016. 3. 24., **Exh CLA-45**, 제 501 항 {H/45/125-126}; *TECO Guatemala Holdings, LLC v. Republic of Guatemala* 사건(ICSID Case No. ARB/10/23), 판정문, 2013. 12. 19., **Exh CLA-54**, 제 454-455 항 {H/54/95}; *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala* 사건(ICSID Case No. ARB/07/23), 판정문, 2012. 6. 29., **Exh CLA-13**, 제 219 항 {H/13/83} 참조. 수정 청구서면, 제 221-224 항 {B/3/121-123}; 반박서면, 제 495 항 {B/4/221-222} 도 참조.

²⁵⁰ 피청구국 측 대리인 {Day2/16:17-19} {Day2/17:9-10}.

²⁵¹ *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador*, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, 2018. 8. 30., **Exh CLA-183**, 제 7.79-7.80 항 {H/183/440-441}.

²⁵² *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador*, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, 2018. 8. 30., **Exh CLA-183**, 제 7.84 항 {H/183/442}.

의무는 한 국가가 명백하게 모순된 진술을 하는 것을 금지합니다. 즉 국가는 “어떤 것을 긍정했다가 상황에 따라 동일한 사안을 부정하는 상반된 입장을 동시에 취할 수” 없습니다.²⁵³ 그러한 진술들에는, 국가 사법기관의 헌법적 독립성 여부와는 별개로 해당 국가의 사법기관이 선언한 내용도 당연히 포함될 수 있습니다.²⁵⁴ 이를 근거로 해당 중재판정부는 에콰도르가 법적으로 자국 법원의 판단을 부정할 수 없다고 판시하였습니다.²⁵⁵

106. 마찬가지로 본건 중재에서도 한국은 사실 관계에 대한 자국 법원의 판단을 부정할 수 없습니다. 청구인은 이러한 사실 관계의 상당부분과 더불어 최근 대한민국 검찰이 자국 법원에 제출한 추가 증거들을 토대로 한국의 행위가 최소기준대우를 충족하지 못했음을 주장하는 것입니다.
107. ■■■ 부회장에 대한 검찰의 2 차 공소장과 관련하여, 중재판정부는 다음과 같이 질의하였습니다:

중재판정부 질의 제 4 호: 피청구국이 협정 제 11 장의 의무를 준수했는지 여부를 판단함에 있어, 본 중재판정부가 공소장(R-316) 및/또는 해당 공소장에서 주장하는 사실과 관련된 증거에 의존할 수 있는지? 대한민국에서 공소제기는 법원이나 다른 기관이 아닌 검찰에 의해 이루어지는 것이 맞는지? 대한민국에서 공소 제기를 위한 입증 또는 증거의 정도는 무엇인지 (즉 공소를 뒷받침하기 위한 증거의 정도나 범위)? 대한민국에서 유죄판결을 위한 입증 정도는 “합리적 의심이 없는” 정도가 맞는지? 유죄판결이 없는 경우, 공소장에서 주장하는 사실이나 관련 증거로 본건 사실 관계를 확정하는데 충분한지? 본건에 적용되는 입증의 정도는 무엇인지?

108. 한국에서는 오직 검사만이 기소권을 갖고 있습니다.²⁵⁶ 대한민국은 검찰의 주장이 여전히 자국 법원에서 “심리”되어야 한다고 주장하지만, 대한민국은 자국의 검찰이 형사 사건에서의 입증 정도를 충족할 정도의 증거가 갖추어 졌을 때, 즉 “합리적 의심이 없는”

²⁵³ *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador*, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, 2018. 8. 30., **Exh CLA-183**, 제 7.88 항 {H/183/444}.

²⁵⁴ *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador*, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, 2018. 8. 30., **Exh CLA-183**, 제 7.106-7.114 항 {H/183/451-453}.

²⁵⁵ *Chevron Corporation et ors v. Republic of Ecuador*, UNCITRAL(PCA Case No. 2009-23), 제 2 트랙에 대한 제 2 차 부분판정문, 2018. 8. 30., **Exh CLA-183**, 제 7.106-7.114 항 {H/183/445} {H/183/451-453}.

²⁵⁶ 형사소송법, 2018. 1. 7., **Exh C-315**, 제 246 조 {C/315/2} (“(국가소추주의) 공소는 검사가 제기하여 수행한다.”).

정도의 입증 기준이 충족되었을 때만 기소를 한다는 점을 잘 알고 있습니다.²⁵⁷ 한국의 검찰실무는, “검찰실무에서는 유죄판결을 받아내기에 충분할 정도로 증거가 갖추어진 경우라야 비로소 기소할 수 있고, 그 정도의 수준에 미치지 못하는 때에는 불기소(혐의없음)를 하고 있다”고 분명히 설명합니다.²⁵⁸ 검찰실무는 이러한 엄격한 기준을 미국 검찰이 적용하는 좀 더 완화된 기준(즉, “상당한 근거”)와 비교하며, 이러한 완화된 기준은 한국 사법제도와는 부합하지 않는다고 설명합니다.²⁵⁹

109. 한국 법제처 역시 일반 대중을 위해 마련한 법률 안내에서 위 검찰실무의 내용을 재확인합니다. 해당 안내에 따르면 “검사는 수사결과 범죄의 객관적 혐의가 충분하고, 소송조건을 구비하여 유죄판결을 받을 수 있다고 인정하는 때에는 공소를 제기”합니다.²⁶⁰ 유죄판결을 확보할 충분한 증거가 있는 상황에서만 기소하는 것이 실무이므로, 그 결과 한국의 유죄 판결율은 당연히 매우 높습니다. 2011년부터 2020년까지 무죄 선고율은 전체 사건의 1%도 되지 않았습니다.²⁶¹
110. 본 중재에서 적용되는 “개연성의 균형”이라는 입증기준은 ²⁶² 한국 검사들이 충족해야 하는 입증기준보다 낮은 것이므로, 중재판정부는 한국 검사의 사실 주장을 인용할 수 있는 것입니다. 대한민국이 인정하는 바와 같이, 중재판정부는 “판정부 앞에 있는 증거에 따르면 피치못할” 경우에만 한국의 형사 법원 및 검사와 사실 인정을 달리 할 수 있습니다.²⁶³ 그러나 대한민국은 관련 사건의 증인들과 기소의 근거가 된 문서들을 중재판정부에게 제공할 수 있는 위치에 있음에도 불구하고, 중재판정부로 하여금 한국 법원 및 검사들과 사실 인정을 달리할 수밖에 없게끔 만들거나 최소 달리 판단할 수 있을 만한 여지라도 주는 어떠한 새로운 증거도 제시하지 않았습니다. 즉 대한민국은 형사 법원과 검찰의 결론을 어떤 식으로든 부정하거나 탄핵하는 새로운 자료를 제시하지 않은 것입니다. 따라서 █████ 부회장에 대한 두 번째 형사절차가 진행 중임에도 불구하고(첫 번째 기소는 당연히 유죄 판결 및 징역형으로

²⁵⁷ 형사소송법, 2018. 1. 7., **Exh C-315**, 제 307조 제 2항 {C/315/2} (“(증거재판주의) 범죄사실의 인정은 합리적인 의심이 없는 정도의 증명에 이르러야 한다.”).

²⁵⁸ 검찰실무 I: 법률실무과목 (2018), **Exh CLA-196**, 제 14면 (강조표시 추가) {H/196/2}.

²⁵⁹ 검찰실무 I: 법률실무과목 (2018), **Exh CLA-196**, 제 14, 각주 10 {H/196/2}.

²⁶⁰ 찾기 쉬운 생활법령정보, 법제처, “공소제기” 관련, **Exh CLA-194**, 제 1면 (강조표시 추가) {H/194/1}.

²⁶¹ 대검찰청 (검찰통계시스템), **Exh CLA-193**, 제 1면 {H/193/1} 참조.

²⁶² 예를 들어, *Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v. Republic of Colombia* 사건(ICSID Case No. ARB/16/6), 판정문, 2019. 8. 27., **Exh CLA-121**, 제 669항 {H/121/153} 참조(“본 중재판정부는 증거의 우위라는 전통적인 기준을 벗어날 이유가 없다고 본다.”); *The Rompetrol Group N.V. v. Romania* 사건(ICSID Case No. ARB/06/3), 판정문, 2013. 5. 6., **Exh CLA-171**, 제 182-183항 {H/171/93-94} (중재판정부는 “통상적인 ‘개연성의 균형’ 기준을 적용”할 것이라고 밝힘); *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia* 사건(ICSID Case No. ARB/05/18 ARB/07/15), 판정문, 2010. 3. 3., **Exh CLA-133**, 제 229항 {H/133/87} 참조. 하기 제 168항; 재반박서면, 제 506항 {B/6/332} 도 참조. 대한민국은 어떠한 쟁점에 대해서도 다른 입증 기준이 적용되어야 한다고 다툼 바 없습니다.

²⁶³ 재반론서면, 제 163항 {B/7/89}.

결론났습니다), 중재판정부가 사실 관계에 있어 대한민국의 법원이나 검찰과 다른 판단을 할 근거는 없습니다.

3. 대한민국의 국제적 최소기준대우 위반

111. 앞서 언급한 바와 같이, 대한민국의 위법행위는 크게 다음 세 단계로 요약될 수 있습니다:

- a. 제 1 단계는 정부 고위관계자들이, 국민연금기금에 관한 국민연금의 투자 결정을 규율하는 독립성의 투자 원칙을 무시하고, 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시한 것이었습니다.²⁶⁴
- b. 제 2 단계는 청와대와 보건복지부가 본건 합병 표결을 기금운용지침에서 정하는 바와 같이 독립된 전문위원회가 아닌, 국민연금 자체 내부 투자위원회가 하도록 국민연금에 지시한 점, 그리고 투자위원회로 하여금 본건 합병을 승인하도록 국민연금에 지시한 것이었습니다.²⁶⁵
- c. 제 3 단계는 국민연금이 대통령과 보건복지부의 위법한 명령을 이행토록 하기 위해 국민연금의 █████ 본부장 및 기타 국민연금 관계자들이 취한 조치입니다.²⁶⁶

112. 아래에서 설명할 바와 같이 위 행위들은 협정 위반에 해당하는바, 바로 이러한 행위로 인해 (i) 불합리하고 (ii) 적법 절차의 고의적 위반에 해당하며, 나아가 (iii) 중대한 위법성으로 인해 촉발되어 달성된 본건 합병을 지지하기로 하는 결정이 초래되었기 때문입니다.

(i) 본건 합병을 지지하기로 한 국민연금의 결정은 불합리한 것이었습니다.

113. 법률가들은 어떠한 행위가 “객관적인 이유로 정당하지 않고 설명되지 않으면” “자의적”인 것이고, 따라서 불합리한 것이라고 합니다.²⁶⁷ 본건 합병을 지지하기로 한 국민연금의 결정은 적어도 불합리한 것이었음에는 틀림없습니다. 본건 합병에 대한 찬성 표결은 가상의 계산에 근거한 것이고, 국민연금의 내부 가치 평가 결과 국민연금 스스로도 합병으로 인해 기금의 가치가 수억 달러까지 손상될 수 있음을 확인했는데, 그러한 결정을 어느 누가 합리적으로 설명할 수 있을지 의문입니다.

114. 당시 증거들을 보면 해당 결정이 불합리했고, 국민연금의 수익성 투자 원칙에 위배되었다는 점에 대해서는 의문이 없습니다. 다시 확인하자면, 수익성 원칙은 “가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구”할 것을 요구합니다.²⁶⁸ 우선, 국민연금은 본건 합병비율이 삼성물산(즉 국민연금의 삼성물산 지분)을 막대하게

²⁶⁴ 상기 제 40 항 참조.

²⁶⁵ 상기 제 41 항 참조.

²⁶⁶ 상기 제 42 항 참조.

²⁶⁷ 상기 제 102 항도 참조.

²⁶⁸ 기금운용지침, Exh C-194, 제 4 조 {C/194/6}.

저평가하고 있다는 사실을 알고 있었습니다.²⁶⁹ 본건 합병을 발표하자, 리서치 팀장 [REDACTED]는 “[REDACTED] [REDACTED]”한다고 기록한 국민연금 내부 보고서를 작성하였습니다.²⁷⁰ 이는 [REDACTED] 본부장이 2015년 7월 삼성에 “국민연금이 합병에 찬성할 수 있도록 합병가액 할인, 할증을 통해 물산의 합병비율을 재조정해 달라”고 요청한 이유입니다.²⁷¹ 그러나 이미 확인된 바와 같이 삼성 측은 이를 거부하였고, 본건 합병비율은 조정되지 않았습니다.²⁷²

115. 그럼에도 불구하고, 국민연금은 여전히 합병에 찬성 표결하였습니다. 이는 정부고위층의 개입과 국민연금 리서치팀으로 하여금 합병비율을 정당화하도록 지시한 결과인데, 이 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불공정하다는 사실은 국민연금도 알고 있었습니다. 이러한 지시에도 불구하고, 리서치팀의 1차 가치평가 결과 적정 합병 비율은 1:0.64인 것으로 산출되었습니다.²⁷³ 이것은 삼성의 합병 비율인 1:0.35로 본건 합병을 진행할 경우, 기금에 수익 달러에 달하는 손실을 초래한다는 것을 의미했습니다.²⁷⁴ 이러한 1차 가치평가에 대하여, [REDACTED] 본부장은 리서치팀에게 “[REDACTED]”라고 지시하였습니다.²⁷⁵ 이러한 명백한 지시에 따라, 리서치팀은 수정된 합병 비율인 1:0.46을 도출하기 위해 며칠간 삼성물산과 제일모직의 가치를 극적으로 수정하였습니다.²⁷⁶ 그러나 이러한 왜곡된 재평가 결과 역시 삼성 측이 제안한 1:0.35 합병비율로 진행할 경우 국민연금기금이 최소 1,388억 원(약 1억 2,000만 달러)의 손실을 입는다는 사실을 보여줄 뿐이었습니다.²⁷⁷
116. 삼성물산과 제일모직의 가치평가를 더 이상 조작할 수 없게 되자, 리서치팀은 국민연금에 예상되는 손실을 상쇄하기 위하여 시너지 효과라는 것을 지어내어 그 손실을 메울 것을

²⁶⁹ 상기 제 24-42 항도 참조.

²⁷⁰ [REDACTED], “합병관련 삼성물산 저평가 논란 해소 방안”, [2015. 5. 26.], **Exh C-378**, 제 1939면 {C/378/1}.

²⁷¹ 검찰 제 2차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 54-55면 {R/316/55-56}. [REDACTED], 국민연금 CEO 면담내용, 2015. 7. 7., **Exh C-413**, 제 1-2면 {C/413/1-2}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 13면 {C/69/13} 도 참조.

²⁷² [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 13면 {C/69/13}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 80면 {C/79/80} 참조.

²⁷³ [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 5, 50면 {C/69/5} {C/69/50}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 21, 34, 55면 {C/79/21} {C/79/34} {C/79/55}; [기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가비교”, [2015. 6. 30.], **Exh C-393**, 제 26면 {C/393/1}. 상기제 42.a 항도 참조.

²⁷⁴ Boulton 제 2차 보고서, 제 8.5.3 항 {F5/1/79}. 재반박서면, 제 74항 {B/6/43} 도 참조.

²⁷⁵ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 9., **Exh C-487**, 제 7279면 {C/487/2}. [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 51-52면 {C/69/51-52}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 21, 34, 55면 {C/79/21} {C/79/34} {C/79/55} 도 참조.

²⁷⁶ [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 15, 51-52, 74면 {C/69/15} {C/69/51-52} {C/69/74}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 21-23면 {C/79/21-23}; [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., **Exh C-478**, 제 13-16면 {C/478/9-12}. 상기 제 42.a 항도 참조.

²⁷⁷ [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 15면 {C/69/15}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 23, 33, 35, 82면 {C/79/23} {C/79/33} {C/79/35} {C/79/82}.

지시받았습니다. 중재판정부가 심리에서 상세히 들었듯이,²⁷⁸ 이 임무를 부여받은 사람은 [REDACTED] 이었는데, 그는 한국 검찰 조사에서 [REDACTED],²⁷⁹ [REDACTED],²⁸⁰ 자신이 [REDACTED] 고 자인하였습니다.²⁸¹

117. 실제로 한국 법원은, 국민연금 기금이 입을 금전적 손실을 알면서도 본건 표결을 하여 기금에 손해를 가하였고,²⁸² 리서치팀은 “국민연금공단이 보유한 제일모직 지분가치 상승을 통한 이익으로 인한 손실 상쇄분 등까지 감안하더라도 어떤 계산을 통해서도 최소한 이 수치 이상의 손실이 발생한다고 분석”하였으며,²⁸³ 리서치팀은 [REDACTED] 고 인정했습니다.²⁸⁴ 이에 따라, 한국 법원은 [REDACTED] 본부장에 대해 직권남용으로 유죄 판결을 선고하면서, 그에게 “차이에 해당하는 가액 불상의 재산상 손해를 가[한]” 책임을 인정하였습니다.²⁸⁵ 물론 이러한 모든 행위는 청와대와 보건복지부의 지시에

²⁷⁸ 청구인 측 대리인 {Day1/60:16} – {Day1/63:6}. 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 59-61 {J/1/59-61} 도 참조.

²⁷⁹ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., Exh C-477, 제 9-16 면 {C/477/3} {C/477/10}. 상기 제 42.c 항도 참조.

²⁸⁰ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., Exh C-477, 제 16 면 {C/477/10}.

²⁸¹ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., Exh C-477, 제 12, 14-16 면 {C/477/6} {C/477/8-10}. 일반적으로 재판박서면, 제 428 항 {B/6/280-286} 참조.

²⁸² [REDACTED] 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 15, 63 면 {C/69/15} {C/69/15} (“리서치팀에서 적정 합병비율로 산정한 ‘1(제일모직):0.46(삼성물산)’의 합병비율을 기준으로 계산하였을 때, 삼성 측에서 제시한 ‘1(제일모직):0.46(삼성물산)’의 합병비율로 합병되면 국민연금공단이 보유하게 되는 합병 후 법인에 대한 지분이 0.44% 감소하여 국민연금공단이 보유하고 있던 제일모직 지분가치로 인한 이익상승분을 고려하더라도 최소 약 1,388 억 원 상당의 손실이 발생할 것이 라는 사실” 및 이러한 내용을 “보고 받게 되자, [REDACTED] 본부장은] 합병 찬성을 합리화하기 위하여 [REDACTED]에게 이 사건 합병 성사시 국민연금공단이 입게 되는 손실 약 1,388 억 원을 상쇄하기 위해 필요한 합병 시너지 효과로 인한 이익을 산출하여 보고하라고 지시”했음을 [REDACTED] 본부장이 알고 있었다는 것을 상기함)(강조표시 추가). [REDACTED] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 61 면 {C/79/61}; [REDACTED] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-773, 제 26 면 {C/773/12} (“[REDACTED] 는 위와 같이 합병시너지 수치, 매출증가율이 근거 없이 산정된 사실을 알고 있었음”)(강조표시 추가)도 참조.

²⁸³ [REDACTED] 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 9 면, 각주 2 {C/69/9} (강조표시 추가). 상계서, 제 15 면 {C/69/15} 도 참조.

²⁸⁴ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 9., Exh C-487, 제 7280 면 {C/487/3} (강조표시 추가). [REDACTED] 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 53-54 면 {C/69/53-54}; [REDACTED] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 23-25 면 {C/79/23-25}; [REDACTED] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-773, 제 26 면 {C/773/12}; [REDACTED] 제 1 회 특별검사 진술조서, 2016. 12. 26., Exh C-466, 제 18 면 {C/466/4} 도 참조.

²⁸⁵ [REDACTED] 에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 17-18 면 {C/69/17-18}. 상계서, 제 66-67 면 {C/69/66-67}; [REDACTED] 에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 59-60 면 {C/79/59-60} 도 참조.

따라 이루어진 것이었습니다.

118. 이처럼 압도적인 증거와 이에 따른 한국 법원의 판결에도 불구하고, 대한민국은 본 중재에서 국민연금의 본건 합병 찬성 표결은 (i) 국민연금의 장기적 이익과 (ii) 한국 경제 전반의 이익을 고려하여 평가되어야 한다고 주장하였습니다.²⁸⁶ 그러나 이러한 사후적 주장은 터무니없는 것입니다. 한국 법원의 그 어떤 판결도 이러한 고려 사항들로 인해 본건 합병 찬성 표결이 정당화될 수 있다고 판단한 바 없고, 당시 국민연금 관계자들이 이러한 사항들을 실제로 고려했다고 본 판결도 없습니다. 오히려 그 반대로, 한국 법원은 본건 합병 표결에 개입한 위법행위에 대해 █████ 장관과 █████ 본부장에게 유죄 판결을 내리고 구속수감하였는데, 오늘날 이들이 국민연금기금의 장기적 이익을 위하여 이같은 행동을 했다고 주장한다면 어불성설입니다. 대한민국이 이제 와서 주장하는대로 “장기적 이익”을 고려하여 정당화 할 수 있었다면, 애초에 국민연금이 가치평가 및 “시너지”를 조작할 필요가 없었을 것입니다.
119. 본건 심리에서 대한민국은 국민연금의 결정을 사후적으로 합리화하기 위한 새로운 논리를 들고 나왔습니다. 첫째, 주식매수청구권을 행사할 수 있는 합병의 경우, 국민연금은 현 거래 주가와 주식매수청구권 가격을 비교하는 단순명료한 분석을 통해 주식매수청구권의 가격이 높으면 합병에 반대 표결하고 주가가 높으면 합병에 찬성 표결한다고 주장합니다.²⁸⁷ 이러한 주장이 영성하고 부정확한 속임수에 불과하다는 점은 바로 밝혀졌습니다. 국민연금기금 운용규정 또는 운영지침의 어느 부분에도 위와 같은 판단 기준을 규정하고 있지 않으며, 표결 결정이 이루어진 경위 및 그 이유를 설명하는 당시 문서 또는 후속 증언 어디에도 위와 같은 분석에 대한 언급을 찾을 수 없습니다. 실제로, 합병에 대한 투표가 그러한 단순한 계산법에 의해 결정된다면, 합병 표결에 투자위원회 회의가 과연 필요한지조차 의문입니다. 아니나 다를까, 이러한 이론을 현실에 적용시킬 것을 요청 받자, 대한민국은 본건 합병 표결이 이루어지기 불과 몇 주 전 SK(주)의 주가가 해당 주식매수청구권 가격을 초과함에도 불구하고 국민연금이 SK 합병에 반대 표를 던졌다는 사실을 본건 심리에서 인정할 수밖에 없었는데, 이는 위 억지스러운 단순계산법과 명백히 모순되는 것이었습니다.²⁸⁸
120. 둘째, 대한민국은 투자위원회의 결정이, 본건 합병이 삼성그룹 전반에 대한 국민연금의 투자에 미치는 보다 광범위한 “포트폴리오” 영향을 고려한 것이라 주장하였습니다.²⁸⁹ 심리 종결 변론 때 언급한 바와 같이,²⁹⁰ 국민연금이 본건 합병을 지지하는 전체적인 “포트폴리오” 명분이 있었다면, 국민연금은 당초 그 정도로 가치평가를 변경하고 시너지 효과를 지어낼

²⁸⁶ 재반론서면, 제 296-298 항 {B/7/172-175}.

²⁸⁷ 피청구국 측 대리인 {Day2/41:7-16}. 청구인 측 대리인 {Day9/36:1-25} 도 참조.

²⁸⁸ 피청구국 측 대리인 {Day2/126:10-20}.

²⁸⁹ 반박서면, 제 17(a)항 {B/4/11} 참조. 청구인 측 대리인 {Day9/37:1-10} 도 참조.

²⁹⁰ 청구인 측 대리인 {Day9/37:1-18}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 55-56 {J/22/55-56}.

필요가 없었을 것입니다.²⁹¹ 당시 기록 어디에도 삼성 전체 포트폴리오에 대한 검토가 이루어졌다는 유의미한 언급은 없습니다. 실제로, 본건 합병이 국민연금의 삼성 포트폴리오 전체에 미치는 영향을 언급한 유일한 문서는 기금의 손실이 전체적으로 막대할 것임을 확인할 뿐이었습니다.²⁹² 그 때문에 대한민국은 가치평가와 시너지 효과를 날조하는 범죄행위까지 할 수밖에 없었던 것입니다.²⁹³

(ii) 국민연금의 결정은 고의적인 적법절차 위반을 통한 것이었습니다

121. 대한민국의 행위는 단순히 비합리적인 것이 아니라 고의적으로 적법절차를 무시한 것이었음이 드러났는데, 이는 국제법 위반에 해당합니다. 위반을 입증하는 사실관계를 말씀드리기에 앞서, 청구인은 협정상 보호의 범위에 관한 중재판정부 질의 제 5 호의 두 번째 부분을 다루고자 합니다:

중재판정부 질의 제 5 호 (나): 적법절차를 보장받지 못했다는 주장을 한다면, 그러한 절차는 누구에게 보장되어야 하는 절차인지?

122. 투자협정 결정례에 따르면, 협정보호 대상은 정부에 대해 적법절차를 기대할 자격이 있는 어떤 하위 범주의 적격 투자자로 제한되지 않고,²⁹⁴ 원칙적으로 그렇게 제한적으로 해석할 수도 없습니다. 적격 투자를 한 적격 투자자라하면 그 누구라도 정부 기관이 적법절차를 준수할 것으로 기대할 자격이 있으며, 만약 적법절차를 준수하지 않는다면 해당 적격 투자자는 해를 입을 것으로 예상할 수 있습니다.
123. 예를 들어 *Rumeli v. Kazakhstan* 사건에서, 중재판정부는 청구인들이 주주였던 단체와의 투자계약을 종료하기로 한 국가투자위원회(State Investment Committee)의 결정과 관련하여, 그러한 결정을 감사하기 위해 설립된 정부 워킹 그룹이 감사 과정에서 청구인들에게 적법절차를 보장하지 못했다고 판시했습니다. 해당 중재판정부는 워킹그룹의 결정이 터키-

²⁹¹ 예를 들어, [redacted] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 9., **Exh C-487**, 제 7280 면 {C/487/3}; [redacted] 특별검사 진술조서, 2017. 1. 2., **Exh C-477**, 제 16-17 면 {C/477/10-11} 참조. 상기 제 42, 115-116 항도 참조.

²⁹² 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015. 7. 8., **Exh C-225**, 제 3 면 {C/225/3} 참조(“삼성물산/제일모직 합병 제안이 유발한 기업지배구조 등에 관한 시장의 우려는 삼성 그룹에 대한 NPS의 전반적인 투자 위험에 상당한 부정적인 영향을 주고있는 것으로 보입니다. 당사는 본건 합병 제안이 발표된 이후 몇 주 동안 대부분의 삼성 그룹 계열사 주가가 상당한 하락세를 보였음을 강조하고자 합니다.”). 청구인 측 대리인 {Day9/37:1} – {Day9/39:6}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 57 {J/22/57} 도 참조.

²⁹³ 상기 제 42, 49 항 참조.

²⁹⁴ 예를 들어, *Waste Management, Inc. v. United Mexican States(II)* 사건(ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정문, 2004. 4. 30., **Exh CLA-16**, 제 98 항 {H/16/35-36} 참조(적법절차를 요구할 수 있는 투자자의 범주를 제한하지 않고 “그 행위가 임의적이고, 매우 불공정하며, 부당하거나, 특이하며, 차별적이며, 청구인을 지역 또는 인종적 편견에 노출시키거나, 또는 사법 절차의 명백한 자연적 정의의 실패 또는 행정 절차의 완전한 투명성 및 솔직성의 결여일 경우, 국가에 귀속되는 행위 및 청구인에게 유해한 행위에 의해 공정하고 공평한 처우의 최저기준이 침해된다”고 판단함).

카자흐스탄 BIT 에 따른 청구인에 대한 카자흐스탄의 의무에 위반되어 “투명성과 적법절차가 결여”되었다고 판시하였습니다.²⁹⁵ 중재판정부는 워킹그룹의 결정이 비록 청구인들이 주주에 불과한 단체와의 계약과 관련된 것이고, 청구인들이 감사에 참여한 바 없으며, 카자흐스탄 법에 따르면 청구인들에게 감사에 참여할 권리조차 없었음에도 불구하고 이와 같이 판단하였습니다.²⁹⁶ 오히려 해당 중재판정부는 적법절차를 위반할 경우 청구인들이 해를 입을 것이 예상되는 상황에서, 청구인들은 정부 기관이 적법절차를 준수할 것이라 응답 기대할 자격이 있다고 정당하게 판단하였습니다.

124. 이는 최소기준대우가 방지하려는 손해 중 하나가 절차적 결함 그 자체가 아니라, 절차적 보호 장치를 통해 예방하고자 하는 해로운 결과 – 즉 *Waste Management II* 판정문의 표현에 따르면 “적법절차의 결여로 인해 사법적 타당성을 해치는 결과” – 라는 통찰을 반영한 것입니다.²⁹⁷ 본건의 경우, 청구인에 대한 해로운 결과는 단지 예측 가능한 수준을 넘어서 적법절차 위반의 목적 그 자체였으므로, 본건에서 쟁점이 되고 있는 행위가 최소기준대우를 위반했다는 점에는 의심의 여지가 없습니다.
125. 근접성과 예견가능성의 문제는 인과관계 측면에서 자세히 다루겠지만,²⁹⁸ 본건에서 적절한 근접성과 예견가능성이 존재했다는 점에 대해서는 다툼의 여지가 없습니다. 기록에 따르면, 대한민국은 국민연금 안팎의 적법절차를 무시할 경우, *본건* 청구인이 상당한 피해를 입을 수 있다는 점을 알고 있었습니다. 실제로 정부 관계자들은 당시 국민연금의 의사결정 절차에 본인들이 개입하는 것이 *본건* 청구인의 “ISD” 제소를 촉발할 위험이 있다고 예상하였습니다.²⁹⁹ 이는 정부의 적법절차 위반으로 인해 예상치 못한 손실을 입은 익명의 투자자가 제기하는 청구와는 매우 상반되는 상황인 것입니다.
126. 상기하자면, 정부 적법절차의 위반은 궁극적으로 “[redacted]”는 [redacted] 대통령의 지시로 시작되었습니다.³⁰⁰ 이러한 대통령 지시는 국민연금 투자 의사 결정의

²⁹⁵ *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan* 사건(ICSID Case No. ARB/05/16), 판정문, 2008. 7. 29., **Exh CLA-14**, 제 617-618 항, *Dispositif*, 제 1 항 {H/14/169-170} {H/14/233}.

²⁹⁶ *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan* 사건(ICSID Case No. ARB/05/16), 판정문, 2008. 7. 29., **Exh CLA-14**, 제 513 항 {H/14/141} 참조.

²⁹⁷ *Waste Management, Inc. v. United Mexican States(II)* 사건(ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정문, 2004. 4. 30., **Exh CLA-16**, 제 98 항 {H/16/35-36}.

²⁹⁸ 하기 제 177-186 항 참조.

²⁹⁹ 예를 들어, 증인 [redacted] 에 대한 증인신문 녹취서([redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., **Exh C-511**, 제 55 면 {C/511/8} 참조. 증인 [redacted] 에 대한 증인신문 녹취서([redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 판결)(2 부), 2017. 6. 21., **Exh C-517**, 제 74 면 {C/517/5}; 재판박서면, 제 121 항 {B/6/87}; 상기 제 41.f, 57 항 및 하기 제 57, 133, 185 항도 참조.

³⁰⁰ [redacted] 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., **Exh C-488**, 제 6-7 면 {C/488/3-4}. 상기 제 40, 49 항도 참조.

합병건에서 입증된 바와 같이,³⁰⁹ 소수주주들을 희생시켜 삼성 일가에 이익을 주기 위해 만들어진 것으로 논란이 중심이 된 많은 합병 비율에 따라 재벌 그룹 내 두 회사가 합병하는 사안은 객관적으로 “곤란”하고, 중요하며, 논란이 많은 사안으로서, 전문위원회에 회부되어야 합니다.³¹⁰

129. 또한 청와대와 보건복지부가 투자위원회로 하여금 결정을 하도록 지시한 것이, 관련 법률이나 규정을 엄격하게 해석했기 때문이라고 볼만한 그 당시 증거도 없습니다.³¹¹ 오히려 증거에 따르면, 정부 관계자들은 본건 합병이 “곤란”한 사안이라고 판단하고 있었고³¹², 전문위원회가 결정하는 것이 적절한 사안이라는 점을 알고 있었습니다.³¹³ 따라서 보건복지부 관계자들은 전문위원회 위원들의 표결 성향을 헤아리기 위해 심혈을 기울였고, “전문위원회의...위원별로 성향을” 분석하는 구체적인 “전담 TF”를 설립하여³¹⁴ 전문위원회가 국민연금 표결을 결정한다면 본건 합병의 성공을 보장할 수 없다는 최종적인 결론을 내렸습니다.³¹⁵

309. [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 44 면 {C/69/44} (“SK 합병 사안은 삼성물산 사례와 정도의 차이가 있지만 본질에 있어 동일, 향후 재벌기업의 지배구조 변화시 겪어야 할 합병 관련 의결권 행사의 명확한 기준을 설정할 필요성을 고려할 때 전문위원회에 부의 필요”하다고 기록한 국민연금 공식 문건의 존재를 밝힘)(강조표시 추가).

310. 재판박서면, 제 418-419 항 {B/6/268-269} 참조. [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 15 면 {C/79/15}; [redacted], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 1 면 {C/420/1} 도 참조.

311. 예를 들어, [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 46-49 면 {C/69/46-49} 참조(2015. 7. 8. 국민연금 및 보건복지부 관계자 회의에서 “[redacted]이 ‘전문위원회 위원을 설득이라도 하겠으니 전문위원회에 부의하여 처리하겠다’는 입장을 유지하자, [redacted]은 다른 사람들을 나가게 한 다음 [redacted]과 단 둘이 있는 자리에서 ‘투자위원회에서 처리하는 것이 [redacted] 장관님의 의중이다’라고 확실하게 이야기하였다”고 판단함). [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18 면 {C/79/17-18} 도 참조.

312. 예를 들어, [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 47 면 {C/69/47} 참조(“보건복지부의 방침이 전문위원회에서 투자위원회로 선회한 후 [redacted]는 7. 8. 13:47 [redacted]에게 전화하여 이 사건 합병을 투자위원회에서 결정하라는 보건복지부의 입장을 전달하였고, 이에 [redacted]은 ‘저는 솔직히 말해서 이런 사안이야말로 판단이 곤란하므로 전문위원회에서 더 토의해야 될 사안인 것 같다’고 반박하였다.”)(강조표시 추가). [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18 면 {C/79/17-18} 도 참조.

313. [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 46-47, 58-59 면 {C/69/46-47} {C/69/58-59}; [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18 면 {C/79/17-18}. 청구인 측 대리인 {Day9/26:16-21} 도 참조.

314. [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 8, 46 면 {C/69/8} {C/69/46}. [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 16 면 {C/79/16}; [보건복지부], “의결권 행사 전문위원회 논의시 대응 시나리오”, [2015. 7. 6.], **Exh C-409**, 제 1-5 면 {C/409/1-5}; [보건복지부], “의결권행사 관련 쟁점별 대응방안”, [2015. 7. 6.], **Exh C-410**, 제 1-5 면 {C/410/1-5}; [보건복지부], “위원별 대응전략”, 일자 미상, **Exh C-586**, 제 1 면 {C/586/1} 도 참조.

315. [redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 46-47 면 {C/69/46-47}; [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 17-18 면 {C/79/17-18} 참조. 증인 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-497**, 제 26-29 면 {C/497/22-25}; 상기 제 41-49 항도 참조.

것이라고 말한 것, 즉 전문위원회의 존재 이유가 본건 합병과 같은 사안에 대해 국민연금의 표결을 결정하기 위함이라고 언급한 점을 보아도 알 수 있습니다.

133. 동시에 대한민국은, 이처럼 국민연금의 독립적인 의사결정에 개입하여 스스로의 적법절차 의무를 위반하게 되면 본건 청구인으로부터 협정상 투자자 보호 중재 절차에서 제소당할 위험이 있다는 사실을 인지하고 있었습니다.³²⁴ 이와 비슷한 이유로, 2015년 7월 14일 전문위원회가 본건 합병 관련 표결에 대한 투자위원회의 결정을 논의하기 위해 만난 자리에서, 보건복지부 국민연금재정과장 █████은 회의에 참석하여 █████ █████하면 ³²⁵정부 관계자들이 규정 위반에 대하여 “법적인... 책임을 져야”될 위험이 있다며 ³²⁶, █████ 하였습니다.
134. 요컨대, 중재판정부에 제출된 증거들을 종합하면 대한민국은 전문위원회를 우회하여 투자위원회가 삼성물산-제일모직 합병에 대한 국민연금의 표결을 결정하도록 명령함으로써, 국민연금을 규율하는 규제 체계를 의도적으로 무시하였고, 그 과정에서 스스로의 적법절차를 무시하여 청구인에게 예측가능한 불이익을 가하였다는 사실이 명백하게 확인됩니다.

(iii) 국민연금의 결정은 중대한 위법행위로 인해 촉발되고 달성된 것이었습니다

135. 더 큰 문제는, 본건에서 쟁점이 되고 있는 대한민국의 행위는 전직 대통령 본인으로부터 시작된 중대한 정부 범죄로 인해 촉발되어 달성되었다는 것입니다.³²⁷ 한국법원에서 이미 형사 사건 입증 기준을 충족하여 인정된 바에 따르면, █████ 대통령은 직권을 남용하여 삼성 일가의 승계 계획을 지원하는 대가로 뇌물을 요구하였습니다.³²⁸ 이와 같이 부정한 대가관계로 인해 █████ 대통령은 처벌을 받았고, 이러한 범죄를 이유로 5년간 복역한 후 최근에 와서야 건강상의 이유로 사면되어 석방되었습니다.
136. 나아가, 대한민국은 삼성 일가의 승계 계획을 지원하는 대가로 █████ 대통령이 자금 지원을 받았다는 명시적인 근거에 기해 █████ 부회장에 대한 형사 절차를 다시 진행하고

(강조표시 추가). [█████], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 2면 {C/420/2} 도 참조(“사회적 쟁점이 많은 사안에 대해 투자위원회에서 독자적으로 판단한다면 사실상 전문위원회를 무력화...”).

³²⁴ 예를 들어, 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., **Exh C-511**, 제 55면 {C/511/8}; 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 14., **Exh C-514**, 제 19면 {C/514/6}; 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(█████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 7. 4., **Exh C-520**, 제 24-37면 {C/520/4-11} 참조. 상기 제 41.f, 57, 125 및 하기 제 185 항도 참조.

³²⁵ █████ 검찰 진술조서, 2016. 11. 28., **Exh C-459**, 제 12면(강조표시 추가) {C/459/12}. 청구인 측 대리인 {Day4/28:22} - {Day4/29:20} 도 참조.

³²⁶ █████ {Day4/8:21-24} (강조표시 추가).

³²⁷ 상기 제 40, 49 항도 참조. 청구인 측 대리인 {Day1/144:25} - {Day1/146:12} 도 참조.

³²⁸ █████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 103, 111면 {C/286/42} {C/286/50}.

있습니다.³²⁹ 대한민국 검찰은 [REDACTED] 부회장에 대하여 다음과 같이 주장합니다:

합병 TF 등을 통하여 허위의 주주 설명자료, 조작된 합병비율 검토보고서, 시너지 효과를 조작한 회의자료 등을 국민연금에 제공하며 허위 내용을 설명하였고... 대통령이 피고인 [REDACTED]의 당면 현안인 이 사건 합병 성사를 위하여 국민연금의 의결권 행사에 영향력을 행사하도록 유도하였으며, 이에 대통령, 청와대, 복지부장관으로 이어지는 부당한 개입을 통해 최종적으로 국민연금의 합병 찬성 의결권을 확보하였다.³³⁰

137. 자국의 법원과 검찰의 명확한 입장에도 불구하고, 대한민국은 본건 중재에서 그와 반대되는 입장을 취하고 있습니다. 이를테면, [REDACTED] 대통령 관련 소송에서 인정된 본건 합병과의 부정한 대가성에 무슨 다툼의 여지라도 있는 것처럼 주장합니다. 또한 이를 위하여 [REDACTED] 대통령과 [REDACTED] 부회장 간의 두 차례 만남 중 하나가 본건 합병으로부터 수개월 전에 이루어졌고, 두 번째는 본건 합병 관련 표결 직후인 2015년 7월 말에 이루어졌다는 점을 강조합니다.³³¹
138. 그러나 대한민국이 이러한 거짓 연극을 통해 이를 수 있는 것은 아무것도 없습니다. 실제로, 한국의 대법원은 뇌물과 [REDACTED] 대통령의 승계 계획 지원 사이에 명확한 대가성이 존재한다고 판시하였습니다.³³² 앞서 언급한 바와 같이,³³³ 기록에 따르면 2014년 9월 15일 1차 면담 당시 청와대가 삼성 일가의 승계 문제를 청와대가 [REDACTED] [REDACTED]로 보았으며,³³⁴ 그러한 영향력을 행사하는 방법은 바로 국민연금이 삼성에 대해 보유한 지분을 이용하는 것이었습니다.³³⁵ 또한 증거에 따르면, 전문위원회가 SK 합병에 대해 반대 표결을하기로 결정한 2015년 6월 24일 바로 당일, 삼성은 국민연금의 의결권 행사에

³²⁹ 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 59 면 {R/316/60}; 청구인 측 대리인 {Day1/145:20} – {Day1/146:7} 참조.

³³⁰ 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 59 면 {R/316/60} (강조표시 추가).

³³¹ 피청구국 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 56 {J/14/56} 참조.

³³² [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 111 면 {C/286/50} 참조(“[한국동계스포츠영재]센터 지원과 관련하여서는 [REDACTED]의 승계작업에 도움을 달라는 취지의 부정한 청탁이 있었다고 인정되고...”). 상기 제 38 항도 참조.

³³³ 상기 제 40.a 항 참조. 청구인 측 대리인 {Day9/21:9} – {Day9/22:20}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 26 {J/22/26} 도 참조.

³³⁴ [REDACTED] 자필메모, 일자 미상, **Exh C-585**, 제 4 면 {C/585/2} 참조; [REDACTED] 검찰 진술조서, 2017. 7. 17., **Exh C-522**, 제 5 면 {C/522/3} ([REDACTED] 을 확인함). 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 27 {J/22/27} 도 참조.

³³⁵ 예를 들어, 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 56 면 {R/316/57}; [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-80**, 제 13, 27, 120 면 {C/80/13} {C/80/27} {C/80/120}; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 2738 판결([REDACTED]), **Exh R-178**, 제 16 면 {R/178/14}; [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-706**, 제 3 면 {C/706/2} 참조. 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 27 {J/22/27}; 재반박서면, 제 91 항 {B/6/50-51} 도 참조.

대한 [redacted] 대통령의 영향력을 강화하고자 [redacted] 대통령에게 자신들이 약속했던 지원을 다시 한번 상기시켰습니다.³³⁶ 앞서 기재한 바와 같이, 이로부터 불과 며칠이 지나지 않아 [redacted] 대통령은 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 하라는 결정적인 지시를 내렸습니다.³³⁷

139. 본건 합병 관련 표결 이후 며칠만에 이루어진 [redacted] 대통령과 [redacted] 부회장의 2015년 7월 25일 만남과 관련해서도, 사실관계는 대한민국의 편이 아닙니다. 한국 법원의 판단에 따르면 “합병에 결정적인 도움을 [준]” [redacted] 대통령이 해당 회의에서 [redacted] 부회장과 이러한 지원에 대하여 자연스럽게 논의하였을 것이고, [redacted] 부회장의 뇌물과 [redacted] 대통령의 승계 계획 지원 사이의 전체로서 *대가성*이 존재한다고 판시하였습니다.³³⁸ 따라서, 청구인은 [redacted] 대통령에 대한 기존 유죄 판결 및 대한민국이 최근 [redacted] 부회장을 기소하면서 본건 합병 지원에 *대가성*이 있었다고 추가로 주장한 사실을 종합하면(사건은 진행 중입니다), 본건 합병 관련 대한민국의 범죄 행위에 대한 증거는 충분하다는 점을 말씀 드립니다.

140. 다만 오해의 여지가 없도록 말씀드리건대, 본건에서 쟁점이 된 정부 행위가 부정한 거래의 결과였음을 입증하는 것이 협정 제 11.5 조상 청구가 인용되는데 필요한 조건은 아닙니다. 즉 *대가성* 또는 뇌물 여부가 입증될 필요는 없습니다. 청구인이 입증할 필요가 있는 사실은 오직 [redacted] 대통령의 지시와 이를 이행하는 과정에서 정부 권한이 남용되었다는 것입니다. 이러한 사실관계는 위에서 강조한 사실관계와 청구인의 기존 변론으로 이미 충분히 증명되었습니다. 실제로 대한민국의 행위가 직권남용에 해당하는 지에 대해 어떠한 의문이 있었다면, 그러한 의문은 정부 관계자들이 자신의 행위를 은폐하기 위해 들인 극단적이고 의도적인 노력을 보면 전부 해소가 될 것입니다. [redacted] 국장이 표현한 바와 같이, 이는 “삼척동자”도 숨길 필요가 있다는 것을 알만큼 명백한 수준의 권력 남용이었습니다.³³⁹

B. “위험의 감수”는 대한민국의 책임에 대한 항변이 되지 못합니다

재반박서면, SECTION IV.B{B/6/299-306}

141. 중재판정부 질의 제 9 호는 다음과 같이 질문합니다:

³³⁶ 검찰 제 2 차 [redacted] 공소장, **Exh R-316**, 제 56-57 면 {R/316/57-58}; [redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-706**, 제 3 면 {C/706/2}. 상기 제 40.a 항; 청구인 측 대리인 {Day9/22:21} – {Day9/23:2}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 28 {J/22/28} 도 참조.

³³⁷ 상기 제 40, 56 항 참조. [redacted] 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017. 1. 9., **Exh C-488**, 제 5-6 면 {C/488/2-3} 도 참조.

³³⁸ 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019 노 1962 판결(파기환송심), **Exh R-314**, 제 44-45 면 {R/314/14-15}; [redacted] 에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-285**, 제 236-237 면 {C/285/9-10}.

³³⁹ 증인 [redacted] 에 대한 증인신문 녹취서([redacted] 에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 3. 22., **Exh C-497**, 제 15 면 {C/497/15}.

중재판정부 질의 제 9 호: 위협의 감수에 대한 주장은 본 사건의 여러 가지 측면에 있어 어떤 연관성을 가지는지? 위협의 감수가 법적 책임에 대한 항변으로 주장되고 있는 만큼 이러한 항변에 대한 한미자유무역협정 아올리/혹은 일반국제법에 따른 법적 근거는 무엇인지?

142. 대한민국은 청구인이 한국에서의 기업지배구조 리스크를 알고 있었기 때문에 본건 합병에서 발생할 수 있는 리스크를 감수한 것이고, 따라서 정부의 위법행위가 입증된다 하더라도 대한민국이 국제법상 책임을 질 필요는 없다고 주장합니다.³⁴⁰
143. 청구인이 심리에서 진술한 바와 같이,³⁴¹ 대한민국의 이러한 주장은 협정 또는 국제관습법상 아무런 근거가 없습니다. 청구인이 주장하는 것은 대한민국의 *자의적인* 행위로 인해 청구인이 최소기준대우를 보장받지 못했다는 것입니다.³⁴² 본건은 정당한 기대와 관련된 청구가 아니며, 청구인이 한국에 투자할 때 인식하고 있던 정치적 리스크가 무엇이었는지는 본건의 어떤 측면에서도 살펴볼 필요가 없습니다.
144. 무엇보다도, 일반적인 기업지배구조 리스크와 본건에서 문제되는 정부 범죄 및 중대한 위법행위를 혼동하려는 대한민국의 시도는, 그 뚜렷한 노력이 보여주는 만큼 설득력 또한 없습니다. Milhaupt 교수가 심리에서 설명한 바와 같이, 이 두 가지는 근본적으로 구분되는 리스크입니다:
- 수준 높은 투자자라면 재벌의 기업지배구조 위협에 대해서 알고 있을 겁니다. 즉, 제가 설명한 터널링의 위험도 수준 높은 투자자라면 알고 있어야 하는 위험입니다.
- 대신 저는 청구인 주장의 중심에는 별개의 위험이 존재한다고 이해했고, 이는 정부의 부적절한 영향력이 주주들의 기업 거래를 승인하는 과정에서 작용했다는 점입니다.
- 제가 보기에는 이것은 매우 다른 위험입니다. 이는 기업지배구조 위험과는 매우, 매우 다릅니다.³⁴³
145. 본건은, 대한민국이 씌우려는 프레임과 같이 “‘다양한 국가기관이 기능하는 데서 오는’ 특질”이나 단순히 한국 법 제도의 “결점”으로 인해 발생한 리스크에 관한 것이 아닙니다. 또한 본건은 “변화하는” 규제 제도나 “현대의 금융, 상업 및 은행 실무의 현실을 빠르게

³⁴⁰ 피청구국 측 대리인 {Day2/120:20-22}; 반박서면, 제 516 항 {B/4/230}.

³⁴¹ 재반박서면, 제 442-451 항 {B/6/299-306}; 청구인 측 대리인 {Day9/4:18} – {Day9/5:1} 참조.

³⁴² 재반박서면, 제 409-441 항 {B/6/265-299} 참조.

³⁴³ Curtis Milhaupt {Day6/45:16} – {Day6/46:1}.

따라가는” 데에서 오는 리스크를 감수한 투자자에 관한 것도 아닙니다.³⁴⁴ 본건은 공직자의 악의적인 직권남용, 기망적이고 날조된 가치평가, 그리고 입증된 부패에 관한 사건입니다.³⁴⁵

146. 엘리엇이 투자를 할 당시에, 본건 합병을 일으킨 정부의 위법행위를 알았거나 예상할 수 있었다고 주장하는 것은 지극히 잘못된 것입니다. 이러한 주장은 근본적으로 협정상 의무의 존재를 부정하는 것에 지나지 않습니다. 오히려 증거에 따르면, 청구인은 국민연금과의 소통 및 리서치를 통해 국민연금이 합리적인 경제적 이익을 추구하고 국민연금 행사지침에 구현된 원칙에 따른 행위를 할 것이라고 합리적으로 믿게 되었습니다.³⁴⁶ 그러나 그 반대의 상황이 발생하였음은 지금 너무나 명백합니다.

C. 대한민국은 청구인에게 내국민대우를 제공하지 못하였습니다

수정 청구서면, SECTION VII.B{B/3/138-141}; 재반박서면, SECTION IV.C{B/6/306-328}

147. 대한민국의 행위는 차별적이기도 했는데, 이는 협정 제 11.3 조의 내국민대우 기준을 위반한 것입니다. 이례적으로 본건에서의 차별은 단지 결과적으로 불리한 대우를 하게 된 것이 아니라 고의적으로 불리한 대우를 한 것이고, 실제로 이것이 결정적인 작용을 하였습니다.³⁴⁷
148. 본건 합병을 승인시키라는 대통령의 부정한 지시를 이행하기 위해, 대한민국은 쟁점을 마치고 한국의 국가 대표 기업과 외국 펀드 간의 분쟁처럼 묘사했습니다. 이로써 대한민국은 자신의 차별을 본건 합병을 달성하기 위한 무기로 삼았습니다. 즉, 차별은 대한민국의 목적 달성을 위한 수단이었던 것입니다. 그리고 그 효과는 한국의 삼성 일가를 외국인인 엘리엇보다 우대하는 것이었는데, 삼성 일가는 청구인이 손해를 입은 만큼 현저한 이익을 얻게 되었습니다.
149. 다시 말하자면, 본건에서 이러한 차별적인 의도, 도구화 및 효과의 증거는 이례적으로 차고 넘칩니다. 대한민국의 차별적 어조는 대한민국의 최상단, 즉 ████████ 대통령이 본건 합병을 “삼성 같은 우리나라의 대표적인 기업에 대한 헤지펀드의 공격”으로 묘사한 것과 일관된

³⁴⁴ 재반론서면, 각주 771 {B/7/185} 참조. 상계서, 제 316-319 항 {B/7/183-185} 도 참조.

³⁴⁵ 상기 제 36, 38, 40-42, 135-140 항 참조.

³⁴⁶ 예를 들어, Smith 제 1 차 증인진술서, 제 25-29, 34-35, 39 항 {D1/1/10-12} {D1/1/13-14} {D1/1/15}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한 (일부 삭제), 2015. 6. 3., Exh C-187, 제 2-4 면 {C/187/2-4}; 국민연금이 엘리엇에 보낸 서한, 2015. 6. 15., Exh C-201, 제 1 면 {C/201/1} 참조. 재반박서면, 제 450 항 {B/6/302} 도 참조.

³⁴⁷ 또한 대한민국은 그 차별적 조치가 협정 부속서 II 의 대한민국의 유보목록에 따라 제 11.3 조의 내국민 대우의 범위에서 벗어나며 그 의무에서 제외된다고 주장합니다. 반박서면, 제 543, 545-554 항 {B/4/243-246}; 재반론서면, 제 353-360 항 {B/7/206-209} 참조. 청구인이 자신의 재반박서면에서 입증한 바와 같이, 대한민국의 조치는 정부 지분의 “처분”에 해당하지 않고, “공공의 목적”을 위해 취해지거나 유지되지 않았기 때문에, 대한민국의 부속서 II 주장은 전혀 타당하지 않습니다. 재반박서면, 제 476-499 항 {B/6/320-438} 참조.

것입니다.³⁴⁸ 이러한 대통령의 논조는 “해외 헤지펀드”³⁴⁹, 더욱 구체적으로는 “엘리엇”을 상대로 국민연금을 어떻게 “적극 활용하도록”해야 할지 기록한 수많은 정부 문건들과 일맥상통합니다.³⁵⁰ 이와 같은 편향은 [REDACTED] 본부장이 국민연금이 국가적 배신자로 낙인 찍히지 않도록 본건 합병에 찬성 표결하라고 투자위원회를 압박하는 등, 본건 합병을 지지하기 위한 수단으로 대한민국 정부 내에서 적극 활용되었습니다.³⁵¹

150. 차별에 관한 위 사실관계에는 다툼이 없으며, 다툼의 여지도 없습니다. 오히려, 대한민국은 자국 정부 관계자들의 행동과 진술이 “엘리엇 그룹의 행위 및 그 행위가 한국 시장에 미칠 수 있는 손해에 대한 합당한 반응”이라고 주장하면서, 이러한 노골적인 차별을 뻔뻔하게 정당화하려고 합니다.³⁵² 그러나 이와 같은 주장은 대한민국이 차별적 의도를 갖고 있었다는 사실을 더욱 분명하게 만들 뿐입니다. 대한민국이 말하는 “[엘리엇의] 행위”는 삼성 일가의 이익을 위해 삼성물산 주주들의 가치를 강탈하는 범죄적 거래에 대한 청구인의 합리적인 반대를 가리키는 것입니다.³⁵³ 그리고 대한민국이 주장하는 “손해”는 사실 한국 시장의 손해가 아니라 삼성 일가의 손해를 말합니다. 소위 차별을 한국 시장에서의 국익으로 포장하려는 대한민국의 시도는 참담하리만치 진부합니다.

151. 자신이 한 차별을 사실적으로 유의미하게 다투거나 정당화할 수 없게 되자, 대한민국은:

- a. 엘리엇이 불리한 대우를 받았는지 여부를 판단하는데 삼성 일가가 적절한 비교대상인지 다투려 하고; 또한³⁵⁴
- b. 삼성 일가를 우대하기 위한 대한민국의 노력에 부수적으로 손해를 입게 된 다른 한국 투자자들을 강조하려 합니다.³⁵⁵

³⁴⁸ “박근혜 대통령 1일 새해 간담회 전문”, *한겨레*, 2017. 1. 1., **Exh C-60**, 제 5-6 면 {C/60/5-6}. “靑, 박근혜 정부 문건 추가 브리핑 (전문)”, *YTN*, 2017. 7. 20., **Exh C-72**, 제 1 면 {C/72/1} 도 참조.

³⁴⁹ “靑, 박근혜 정부 문건 추가 브리핑 (전문)”, *YTN*, 2017. 7. 20., **Exh C-72**, 제 1 면 {C/72/1}. [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 3 면 {C/420/3} 도 참조.

³⁵⁰ 예를 들어, [청와대], “해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토”, 일자 미상, **Exh C-587**, 제 1 면 {C/587/1}; [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015. 7. 7. 또는 8.], **Exh C-420**, 제 3 면 {C/420/3}; 대통령비서실 경제수석, “삼성물산-제일모직 합병 관련분쟁 평가 및 시사점”, 2015. 7. 20., **Exh C-435**, 제 1-2 면 {C/435/1-2} 참조. *상기* Sections III.C 및 III.D; 재판박서면, 제 468 항 {B/6/314-316} 참조.

³⁵¹ 예를 들어, [REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 17, 55 면 {C/69/17} {C/69/55}; [REDACTED] 특별검사 피의자신문조서, 2016. 12. 26., **Exh C-464**, 제 45 면 {C/464/14} 참조. 재판박서면, 제 468(c)항 {B/6/315} 도 참조.

³⁵² 반박서면, 제 579 항 {B/4/255}.

³⁵³ 예를 들어, 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 15-25 면 {R/316/15-25} 참조. *상기* 제 35-39 항도 참조.

³⁵⁴ 반박서면, 제 566-573 항 {B/4/250-253}.

³⁵⁵ 반박서면, 제 560-565 항 {B/4/248-250}.

152. 이처럼 주의를 분산시키려는 대한민국의 시도 역시 아래 요약된 바와 같이 고려할 가치가 없습니다.
153. 양 당사자들은 내국민대우의 목적상 적절한 비교대상을 판단하는 법적 기준이 “구체적 사실관계에 대한 분석”이라는 데 동의합니다.³⁵⁶ 나아가 청구인은, 이와 같이 구체적인 사실에 대한 분석은 단순히 기계적 분석이 되어서는 안된다고 말씀드립니다. 특히 무슨 일이 일어난 것이고 그러한 일이 왜 일어났는지, 즉 현실을 무시하는 결과를 초래해서는 안 됩니다. 본건 합병에 대한 대한민국의 개입은 기 입증된 부패 행위에 더하여, 한국의 삼성 일가를 우대하기 위해 설계된 것이었습니다. 따라서 실제로도 그리고 법적으로도 청구인과 “유사한 상황”에 놓여 있는 적절한 비교 대상은 다른 삼성 일가인 것입니다.
154. 대한민국은 다르게 주장하고 있습니다만,³⁵⁷ 삼성 일가는 한국 기업 환경 내의 하나의 응집된 단위입니다. Milhaupt 교수가 설명한 바와 같이, 재벌 구조는 힘을 한 일가에 집중시키는 것을 구체적인 목적으로 하며, 이에 따라 하나의 집단으로 취급됩니다.³⁵⁸ 삼성과 삼성 일가 역시 그러한데, 이 점은 대한민국 역시 삼성물산-제일모직 합병에 대한 수사와 ³⁵⁹ [REDACTED] 부회장에 대한 검찰의 제 2 차 공소장 역시 인정하고 동일하게 취급하는 바입니다.³⁶⁰
155. 삼성 일가의 승계 계획(및 이를 도와준 대한민국의 행위)는, 하나의 단위로서의 삼성 일가에게 이익을 주려는 의도를 가지고 있었으며, 본건 합병 표결에 대한 대한민국의 개입으로 인해 삼성 일가가 하나의 단위로서 막대한 이익을 얻었다는 점에는 의심의 여지가 없습니다.³⁶¹ 삼성 일가가 지닌 대규모 제일모직 지분 및 상대적으로 적은 삼성물산 지분, 그리고 대한민국이 지지한 왜곡된 삼성 합병비율로 인하여, 삼성 일가는 합병법인에 대하여

³⁵⁶ 예를 들어, 반박서면, 제 566-573 항 {B/4/250-253}; 재반박서면, 제 456 항 {B/6/307-308} 참조.

³⁵⁷ 반박서면, 제 567 항 {B/4/250-251}.

³⁵⁸ 재반박서면, 제 461 항 {B/6/310-311}; Milhaupt 보고서, 제 15 항 {F6/1/6-7}.

³⁵⁹ 예를 들어, 2015 년도 국정감사 정무위원회 회의록, 2015. 9. 14., Exh C-50, 제 84-85 면 {C/50/84-85} 참조(“삼성 총수일가”를 언급함). 반박서면, 그림 12 {B/4/188} 도 참조.

³⁶⁰ 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, Exh R-316, 제 11 면 {R/316/11} 참조(“위 ‘상장 후 합병’을 통해 이루고자 한 효과는 「① 피고인 [REDACTED] 등 총수 일가가 추가 비용 없이 에버랜드 지분을 이용하여 물산에 대한 취약한 지분율을 제고하고, ② 피고인 [REDACTED]의 합병법인 지배를 통하여 물산이 보유한 삼성전자 주식(4.06%)을 안정적으로 확보함으로써 삼성전자에 대한 지배력을 보장하며, ③ 위 합병을 통한 자산 규모의 대폭적 증가를 통해 에버랜드의 금융지주회사 전환 이슈를 중국적으로 해소하여 피고인 [REDACTED]의 그룹 지배를 확고히한다.»는 것이었다.”)(강조표시 추가). 상계서, 제 9 면 {R/316/9} (삼성의 “총수 일가”를 정의함)도 참조.

³⁶¹ 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, Exh R-316, 제 20 면 {R/316/20} 참조(“이 사건 합병의 주된 동기와 목적은... [REDACTED] 일가가 모직 주식을 이용하여 최소 비용으로 지분율이 취약한 물산에 대한 지배력을 확보하고, 이를 통해 물산이 보유한 삼성전자 지분을 안정적으로 확보하는 한편,... [REDACTED]의 그룹 지배력을 강화하는 동시에 승계를 위한 후속 작업의 기반을 마련하는 것에 있었을 뿐, 모직에 흡수되어 소멸되는 물산 및 그 주주의 이익은 고려되지 않았다.”). 재반박서면, 제 461-464 항 {B/6/310-312} 도 참조.

불균형적으로 높은 지분을 받게 되었습니다.³⁶² 이처럼 투자자로서, 그리고 삼성그룹내 사실상 지배주주로서의 삼성 일가에 대한 유리한 대우는, 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치가 이전됨으로 인해 청구인이 입은 심각한 손실과 마땅히 비교되어야 합니다.³⁶³

156. 이에 대하여, 대한민국은 삼성물산 주주였으나 제일모직의 주주가 아니었던 다른 한국 투자자들 다섯을 들면서 “더 유사한” 비교대상이 있다고 주장합니다.³⁶⁴ 이를 토대로, 이와 같은 다른 한국투자자들이 더욱 적절한 비교대상이고, 이들 역시 제일모직 지분을 보유하지 않았으므로 청구인과 동일한 대우를 받았다고 주장합니다.³⁶⁵ 그러나 “더 유사한” 또는 “가장 유사한” 비교대상을 찾는 것은 협정의 문언상 근거가 없으며, 현실과도 맞지 않습니다.³⁶⁶ 제 11.3(1)조는 유사한 상황에 처한 비교대상을 찾을 것을 예정할 뿐, 그 이상도 그 이하도 아닙니다. 다시 말씀드리지만, 그 과정에서 고려해야 할 사항은 실제 현실, 즉 무슨 일이 일어났고 왜 일어났는지입니다. 본건에서 현실은, 본건 분쟁의 핵심에 놓인 범죄 계획이 삼성 일가를 우대하도록 고안되었고, 실제로 삼성 일가를 우대하였으며, 청구인은 대립 당사자로서 표적으로 특정되었다는 점입니다. 특정 사실에 대한 분석 결과 특정 내국인에게 이익을 주기 위해 청구인을 불리하게 대우했다는 점이 드러나는 경우 다른 비교대상을 찾을 필요가 없으며, 그러한 시도는 명백하고 자연스러운 비교대상으로부터 중재판정부의 주의를 돌리려는 속임수에 불과합니다. 국제법을 적용함에 있어, 중재판정부가 한국의 막강한 삼성 일가를 우대하기 위한 계획에 의해 단순히 부수적인 피해를 입은 다른 비교대상들을 기계적으로 특정함으로써 실제 현실을 외면할 필요는 없습니다.
157. 또한 그러한 제 3 의 피해자가 있었다고 해서 삼성 일가를 유리하게 대우한 결과에 대해 대한민국이 책임을 면제받는 것이 아닙니다. 오히려, NAFTA 에 따른 투자 청구의 맥락에서 명시된 바와 같이,³⁶⁷

³⁶² 검찰 제 2 차 █████ 공소장, **Exh R-316**, 제 69 면 {R/316/70} (“이 사건 합병의 결과로 피고인 █████은 합병 후 삼성물산의 주식 16.54%를 소유한 최대주주가 되고, 그 일가(█████ 2.86%, █████, █████ 각각 5.51%)와 계열사(삼성 SDI 4.77%, 삼성전기 2.64%, 삼성화재 1.38%) 등 특수관계인 주식까지 합산하면 합계 39,85%에 이르는 지분을 보유하게 되었으며,...이로써 당초 계획한 이 사건 합병 목적대로, 피고인 █████은 전혀 지분이 없던 물산에 대한 지배력을 강화하고 이에 따라 삼성물산을 통하여 삼성전자 주식 4.06%를 직접적으로 지배하게 되었으며, 모직의 삼성생명 지배관계에 있어 위협 요인이던 금융지주회사 전환 문제가 중국적으로 해소되었다.”)(강조표시 추가).

³⁶³ Boulton 제 2 차 보고서, 제 7.2.6 항 {F5/1/68} 참조.

³⁶⁴ 반박서면, 제 561 항 {B/4/248}.

³⁶⁵ 반박서면, 제 560-562 항 {B/4/248-249}.

³⁶⁶ 협정, **Exh C-1**, 제 11.3 조 {C/1/72-73}. 재반박서면, 제 457 항 {B/6/308} 도 참조.

³⁶⁷ 예를 들어, *United Parcel Services of America, Inc.(UPS) v. Government of Canada* 사건(ICSID Case No. UNCT/02/1), 본안에 관한 판정문 및 Ronald A. Cass 학장의 별도 의견, 2007. 5. 24., **Exh CLA-15**, 제 59-60 항 {H/15/31-34} 참조.

외국인투자자들이나 그들의 투자 뿐만 아니라 다른 내국인투자자들 또는 그들의 투자에 대해서도 차별이 존재한다는 것만으로는 위반이 완화되지 아니한다. [청구인이] 주장하듯이, NAFTA의 일방 당사국이 하나 또는 그 이상의 자국 투자자들 또는 투자에 대해 더 유리한 대우를 부여하였다는 사실을 입증하는 것으로 충분하다.

158. 즉 법률상 다른 국민들이 부수적으로 손해를 입더라도 차별은 발생할 수 있습니다.

V. 대한민국의 협정 위반행위는 청구인의 손실을 야기하였습니다

수정 청구서면, SECTION IV{B/3/41-84}; 재반박서면, SECTION V.A{B/6/329-364}

159. 청구인이 변론에서 진술하고 아래에서 다시 요약하는 바와 같이, 국민연금은 대한민국의 행위가 없었다면 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이고, 본건 합병은 승인되지 않았을 것이며, 청구인은 위반의 법적 (실제로 의도된) 결과로서 손해를 입지 않았을 것입니다.

A. 대한민국의 위반행위가 없었다면 청구인의 손실이 없었을 것입니다

160. 청구인이 심리에서 설명한 바와 같이,³⁶⁸ 본건의 사실적 인과관계는 다음과 같은 세 가지 인과고리로 요약될 수 있습니다:

- a. 대한민국의 위법한 개입으로 인해 국민연금은 본건 합병에 찬성 투표하였습니다.
- b. 국민연금의 찬성 표결로 인해 본건 합병이 승인되었습니다.
- c. 본건 합병은 청구인의 손실을 야기했습니다.

1. 대한민국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였습니다

161. 아래에서 설명하는 바와 같이, 다음 두 가지 측면에서 대한민국의 위법한 개입은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결의 사실적 원인이었습니다.

- a. 첫째, 독립적인 전문위원회를 우회하라는 지시가 없었다면, 결정은 전문위원회에 회부되었을 것이고, 전문위원회는 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이며;
- b. 둘째, 대한민국의 부적절한 지시 및 가치평가와 시너지 효과 조작이 없었다면, 투자위원회로서도 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것입니다.

162. 청구인이 아래에서 위 두 가지 인과관계에 대하여 차례로 설명 드리는 바와 같이, 어느 쪽에 의하더라도 국제법상 인과관계는 충분히 성립됩니다.

³⁶⁸ 청구인 측 대리인 {Day1/149:18} – {Day1/150:2}. 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 132 {J/1/132}도 참조.

것입니다.³⁸³ 그러한 행위가 없었다면, 투자위원회는 본건 합병에 찬성 투표를 하지 않았을 것입니다.

167. 대한민국은 자국 정부관계자들의 행위가 본건 합병을 실제로 초래하였다는 점이 증거로 충분히 입증되었음에도 불구하고, 청구인이 반대의 시나리오, 즉 대한민국의 국제법상 의무 위반이 없는 가정적 시나리오에서의 인과관계를 증명하지 못했다고 주장합니다.³⁸⁴ 구체적으로, 대한민국이 협정을 위반하지 않아 전문위원회로 하여금 본건 합병을 결정하도록 했어도, 전문위원회가 본건 합병을 부결했을 것이라는 점이 입증되지 않는다는 주장입니다.³⁸⁵
168. 대한민국의 가설은 법적으로도 사실적으로도 모두 틀렸기 때문에 고려할 필요가 없습니다. 국제법상 청구인은 국가의 불법행위가 아니었다면 다른 어떤 행위자에 의해서 어떠한 피해도 입지 않았을 것이라는 “모든 개연성”까지 입증할 의무가 없습니다.³⁸⁶ 청구인이 심리에서 말씀드린 바와 같이,³⁸⁷ 피해자가 말기 질환으로 결국 사망했을 가능성을 배제할 수 없다는 이유만으로 살인에 대한 책임이 면제되지는 않습니다. 국제법이 청구인에게 입증을 요구하는 것은 오직 “개연성의 균형(balance of probabilities)”에 따라 대한민국의 위반 행위가 없었다면 청구인이 피해를 입지 않았을 확률이 더 높았다는 점 뿐입니다.³⁸⁸ 본건에서 본 중재판정부에 제출된 증거는 대한민국의 불법적인 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하지 않았을 가능성이 더 높았다는 점을 넉넉히 증명하고 남습니다.
169. 이러한 측면에서, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결하지 않았을 것이라는 점을 청구인이 입증하지 못하였다는 대한민국의 주장은 앞뒤가 뒤바뀐 주장입니다. 대한민국은 본 중재의 증인으로 12 명의 투자위원회 위원 중 일부를 신청할 수 있었지만, 신청하지 않기로 했습니다.³⁸⁹ 이러한 선택은 그 자체로 많은 것을 시사하지만, 실제로 투자위원회 위원들은

³⁸³ 예를 들어, ██████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 23-25, 34-36 면 {C/79/23-25} {C/79/34-36}; ██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 52-55 면 {C/69/52-55}; ██████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-773**, 제 26, 30 면 {C/773/12-13}; 검찰 제 2 차 ██████████ 공소장, **Exh R-316**, 제 54-59 면 {R/316/55-60} 참조. 하기 제 169-170 항도 참조.

³⁸⁴ 재반론서면, 제 431-436, 444, 451 항 {B/7/242} {B/7/247} {B/7/252} 참조.

³⁸⁵ 재반론서면, 제 451-452 항 {B/7/252}. ██████████ 제 2 차 증인진술서, 제 3-6 항 {E/2/3-4} 도 참조.

³⁸⁶ 반박서면, 제 469 항 {B/4/209-210} (*Bilcon of Delaware, Inc. and others v. Government of Canada* 사건(UNCITRAL), 손해배상에 대한 판정문, 2019. 1. 10., **Exh RLA-90**, 제 168-175 항 {I/90/51-54} 을 인용함).

³⁸⁷ 청구인 측 대리인 {Day9/32:15-22}.

³⁸⁸ 예를 들어, *Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v. Republic of Colombia* 사건(ICSID Case No. ARB/16/6, 판정문), 2019. 8. 27., **Exh CLA-121**, 제 669 항 {H/121/153}; *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia* 사건(ICSID Case No. ARB/05/18 및 ARB/07/15), 판정문, 2010. 3. 3., **Exh CLA-133**, 제 229 항 {H/133/87-88}. 상기 제 110 항; 재반박서면, 제 506 항 {B/6/332}; 청구인 측 대리인 {Day9/32:23} - {Day9/33:1} 도 참조.

³⁸⁹ 청구인 측 대리인 {Day9/33:12-25}.

허위로 조작된 가치평가를 보지 않았다면 자신들이 어떻게 표결하였을지를 이미 명확히 밝힌 바 있습니다.

- a. [redacted] 대체투자실장은 2017년 4월 [redacted]에 대한 소송에서, [redacted] [redacted]이라고 증언하였습니다.³⁹⁰ 본건 심리에서 ³⁹¹ 대한민국은, 동일한 소송에서 [redacted]이 본건 합병에 찬성 표결한 “가장 큰 이유”가 “[redacted] [redacted]”이라고 진술한 부분을 강조하였습니다.³⁹² 그러나 이러한 진술은 [redacted]의 기존 증언을 바꾸는 것이 아닙니다. [redacted]은 조작된 시너지 분석이 자신의 투표에 결정적인 영향을 미쳤음을 여러 차례 증언한 바 있습니다. 실제로 “[redacted]”에 대한 답변을 하기에 앞서 [redacted]은 “[redacted] [redacted] [redacted]”이라고 명시적으로 확인하였습니다.³⁹³ 또한, [redacted]은 2017년 6월 [redacted] 부회장 1차 형사 사건에서 자신이 “[redacted] [redacted] [redacted]”이라는 증언을 반복하였습니다.³⁹⁴
- b. [redacted] 주식운용실장은 특별검사에게 “[redacted] [redacted] [redacted]” 이유를 설명한 후, “[redacted] [redacted]”라고 진술하였습니다. ³⁹⁵ 반박서면에서 ³⁹⁶ 대한민국은 [redacted]도 자신이 [redacted] [redacted]고 진술하였음을

³⁹⁰ 증인 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 10., **Exh C-500**, 제 12면 {C/500/3}.

³⁹¹ 피청구국 측 대리인 {Day2/58:23} – {Day2/59:16}, {Day2/60:1} – {Day2/61:9}; 피청구국 측 개시 프레젠테이션, Demonstrative C{J/15/2}.

³⁹² 증인 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 10., **Exh C-500**, 제 53면 {C/500/9}.

³⁹³ 증인 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 10., **Exh C-500**, 제 48면 {C/500/8} (강조표시 추가).

³⁹⁴ 증인 [redacted] 및 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 20., **Exh C-515**, 제 6면 {C/515/10} (강조표시 추가). 상계서, 제 25-26면 {C/515/12-13} 도 참조.

³⁹⁵ [redacted] 제 2회 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-471**, 제 7면 {C/471/2} (강조표시 추가). 증인 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서([redacted]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 5., **Exh R-291**, 제 55면 {R/291/12} 도 참조([redacted]라고 증언함).

³⁹⁶ 피청구국 측 대리인 {Day2/61:10-20}; 피청구국 측 개시 프레젠테이션, Demonstrative C, 슬라이드 3 {J/15/3}.

지적하였습니다.³⁹⁷ 그러나 [REDACTED]가 다른 요소들도 고려했다는 사실은, 조작된 시너지 분석이 아니었다면 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 그의 단정적인 증언과 상충되는 것이 전혀 아닙니다.

- c. [REDACTED] 투자운용실장은 특별검사에게, 시너지 효과가 [REDACTED] [REDACTED]이라고 진술했습니다.³⁹⁸ [REDACTED]은 시너지 예측이 완벽하지 않을 수 있다는 점을 이해했을 수는 있지만, [REDACTED] [REDACTED]고 증언하였습니다.³⁹⁹ 그로서는 데이터가 날조되었다는 사실은 상상조차 할 수 없었습니다.
- d. [REDACTED] 해외대체투자실장은 특별검사에게 “[REDACTED] [REDACTED]”이라고 진술했습니다.⁴⁰⁰
- e. [REDACTED] 패시브 팀장은 특별검사에게 진술할 당시에 [REDACTED] [REDACTED]라고 명백하게 진술하였고, [REDACTED] [REDACTED]이라고 재차 확인하였습니다.⁴⁰¹
- f. [REDACTED] 리스크관리 팀장은 특별검사 진술조서에 수기로 “[REDACTED] [REDACTED]”고 적었고, 또한 [REDACTED] [REDACTED]고 덧붙여 적었습니다.⁴⁰² 위 진술에 대해 의문을 제기하기 위해 대한민국은 본건 합병에 대한 결정을 내리기 위해 국민연금의 포트폴리오도 고려했다는 [REDACTED]의 진술을 인용합니다.⁴⁰³ 다시 말씀드리지만, [REDACTED]은 시너지 효과와 별도로 다른 요소들을 고려하였으나, 이는 시너지 효과가 자신의 투표에

³⁹⁷ 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 5., **Exh R-291**, 제 55 면 {R/291/12}.

³⁹⁸ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-472**, 제 10-11 면 {C/472/2-3} (강조표시 추가).

³⁹⁹ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-472**, 제 11 면 {C/472/3}. [REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-773**, 제 26, 30 면 {C/773/12-13} 도 참조.

⁴⁰⁰ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-474**, 제 17 면 {C/474/3} (강조표시 추가).

⁴⁰¹ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., **Exh C-473**, 제 22 면 {C/473/5} (강조표시 추가).

⁴⁰² [REDACTED] 제 2 회 특별검사 진술조서, 2016. 12. 27., **Exh C-467**, 제 14 면 {C/467/6} (강조표시 추가).

⁴⁰³ 피청구국 측 대리인 {Day2/63:1} - {Day2/64:3}; 피청구국 측 개시 프레젠테이션, Demonstrative C, 슬라이드 7 {J/15/7}.

2. 본건 합병에 대한 국민연금의 표결로 인해 본건 합병이 승인되었습니다

172. 두 번째 인과관계는 더욱 단순합니다. 본건 합병은 임시주주총회에 출석하여 의결권을 행사하는 주주 중 3분의 2의 찬성을 필요로 하는데, 이는 당일 참석한 132,355,800 표 중 88,237,200 표입니다.⁴¹¹ 본건 합병은 결국 찬성 92,023,660 표로 통과되었습니다.⁴¹² 국민연금이 보유한 삼성물산 주식 17,512,011 주를 고려할 때, 국민연금이 본건 합병안에 반대 표결을 하였거나 기권을 하였다면, 본건 합병에 찬성하는 주식은 본건 합병 승인에 필요한 66.67%에 크게 못 미치는 56.30% 또는 64.88%가 되었을 것입니다.⁴¹³ 따라서 단순 산수로만 봐도 본건 합병은 국민연금의 찬성표결 때문에 승인된 것이고, 이 점은 대한민국의 자체 분석에서도 드러난 사실입니다.⁴¹⁴
173. 물론 이것은 전혀 놀라운 사실도 아니었습니다. 삼성물산의 최대주주로서 국민연금의 표결이 결정적일 것임은 이미 잘 알려져 있었습니다. 실제로 청와대,⁴¹⁵ 보건복지부⁴¹⁶ 및 국민연금 관계자들과⁴¹⁷ 삼성 측 관계자들이 기록한 바와 같이, 국민연금이 캐스팅 보트를 쥐고 있었기 때문에 대한민국은 국민연금이 찬성 표결을 하도록 노력을 기울인 것입니다.⁴¹⁸ 아마도 더 중요한 것은, 국민연금이 캐스팅 보트를 쥐고 있었다는 점이 ██████████에 대한 서울고등법원의 판결⁴¹⁹에서도 도출된 결론이며, 마찬가지로 한국 검찰 역시 ██████████ 부회장에 대한 공소장에서 같은 입장을 유지하고 있습니다.⁴²⁰

⁴¹¹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **Exh R-20**, 제 4 면 {R/20/4}. 수정 청구서면, 제 83 항 {B/3/41} 도 참조.

⁴¹² 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **Exh R-20**, 제 4 면 {R/20/4}.

⁴¹³ 청구인 측 개시 프레젠테이션, 슬라이드 33 {J/1/33}. 수정 청구서면, 제 83 항 {B/3/41} 및 표 2 {B/3/42}; 재반박서면, 제 514 항 {B/6/342} 도 참조.

⁴¹⁴ 반박서면, 그림 12 {B/4/188} 참조.

⁴¹⁵ [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 일자 미상, **Exh C-588**, 제 41 면 {C/588/1}. 재반박서면, 제 513(e)항 {B/6/341} 도 참조.

⁴¹⁶ [보건복지부], “삼성물산-제일모직 합병관련 국민연금 의결권행사 상황보고”, [2015. 7. 9.], **Exh C-424**, 제 5215 면 {C/424/1}. 재반박서면, 제 513(e)항 {B/6/341} 도 참조.

⁴¹⁷ 증인 ██████████에 대한 증인신문 녹취서(██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 4. 26., **Exh C-508**, 제 27 면 {C/508/10}; ██████████ 검찰 진술조서, 2016. 11. 25., **Exh C-457**, 제 17 면 {C/457/5}. 재반박서면, 제 513(e)항 {B/6/342} 도 참조.

⁴¹⁸ “Elliott Associates (EA) 대응방안” 제목의 삼성 내부 문건, 2015. 6. 4., **Exh R-338**, 제 2 면 {R/338/2} 참조(“██████████”). 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 19 {J/22/19} 도 참조.

⁴¹⁹ ██████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 9 면 {C/79/9} 참조(“[국민연금공단]은 의결권행사 방향에 따라 이 사건 합병의 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 캐스팅보트(Casting Vote)를 가지게 되었다”).

⁴²⁰ 검찰 제 2 차 ██████████ 공소장, **Exh R-316**, 제 52 면 {R/316/53} (“피고인들은...국민연금의 의결권 확보가 가장 중요하다는 점을 공유하며...국민연금은 이 사건 합병 성사에 관한 사실상의 캐스팅보트 까지 가지게 되었다”).

174. 서면에서 대한민국은, 본건 합병의 결과가 다른 주주들에 의해 결정되었다고 주장합니다.⁴²¹ 이는 산술적 오류일 뿐만 아니라 법적으로도 무의미한 주장입니다. 설령 임시주주총회에서 복수의 캐스팅 보트로 인해 본건 합병이 통과되었다고 가정하더라도, 대한민국은 그 불법행위에 대한 책임을 면할 수 없습니다. 국제 법원과 중재판정부들이 오랫동안 판시해온 바와 같이, 쟁점이 되는 위법행위가 손해를 야기한 여러 원인 중 하나에 불과하더라도 사실상 인과관계는 인정되기 때문입니다.⁴²² 따라서, 국제법상 국민연금의 찬성 표결이 본건 합병의 승인으로 이어졌다는 점에는 의심의 여지가 없습니다.

3. 본건 합병은 청구인의 손실을 야기하였습니다

175. 마지막으로, 삼성물산과 제일모직 간의 합병은 청구인과 다른 삼성물산 주주들로부터 부회장과 다른 제일모직 주주들에게 가치를 영구적으로 이전함으로써 청구인에게 손해를 입혔습니다.⁴²³ 당시 삼성물산의 주가는 약탈적 합병의 위협과, 왜곡된 합병비율을 도출하기 위해 주가를 조작한 삼성의 노력으로 인해 저평가 되어 있었기 때문에, 위와 같은 불리한 조건의 합병이 없었더라면 청구인은 삼성물산의 내재가치를 반영한 상당하고 즉각적인 주가 상승의 혜택을 보았을 것입니다. 바로 이것이 청구인이 배상을 구하는 손실, 즉 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게로의 영구적인 가치 이전을 강제한 본건 합병으로 인해 발생한 손실입니다.⁴²⁴

176. 청구인의 손실에 대한 구체적인 내용은 청구인의 서면 및 아래 **Section VI**에 자세히 다시 설명되어 있습니다. 그러나 사실 인과관계와 관련해서 강조될 필요가 있는 점은, 본건 합병 당시 뿐만 아니라 이후 논평에서도 본건 합병으로 인해 삼성물산 주주들이 막대한 손실을 입었다는 인식이 널리 퍼져 있었다는 점입니다.⁴²⁵ Milhaupt 교수가 설명한 바와 같이, 본건 합병은 지배주주의 이익을 위해 비지배지분 소수주주들로부터 기업 가치를 박탈하는 거래인 터널링의 교과서적인 사례였습니다.⁴²⁶ 심리에서 피청구국측 전문가인 배기홍 교수도 이에 동의하였습니다.⁴²⁷ 그러나 Dow 교수는, 대한민국 및 한국 자본시장과 관련된 쟁점에

⁴²¹ 반박서면, 제 389, 417 항 {B/4/174} {B/4/186} 참조.

⁴²² H. Hart and T. Honoré, *Causation in the Law* (2nd ed., 1985), **Exh CLA-125**, 제 235-236 면 {H/125/35-36} 참조. *Saluka Investments B.V. v. Czech Republic* 사건, UNCITRAL, 부분판정문, 2006. 3. 17., **Exh CLA-159**, 제 471-481, 504 항 {H/159/96-98} {H/159/102}; 재반박서면, 제 519 항 {B/6/345-349} 및 그 인용 증거도 참조.

⁴²³ 청구인 측 대리인 {Day1/149:25} – {Day1/150:2}.

⁴²⁴ 하기 제 250-254 항 참조.

⁴²⁵ 예를 들어, 한국기업지배구조원, “2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015. 7. 3., **Exh C-402**, 제 3 면 {C/402/3} 참조. 청구인 측 대리인 {Day1/159:23-25}; 재반박서면, 제 537 항 {B/6/356} 도 참조.

⁴²⁶ Milhaupt 보고서, 제 18 항 {F6/1/7-8}; Curtis Milhaupt {Day6/9:12} – {Day6/14:17} 참조.

⁴²⁷ 배기홍 {Day6/95:1-3} (“삼성물산에만 지분을 보유하고 있는 삼성물산 주주의 관점에서 본다면 맞습니다, 해당 합병은 터널링 거래와 일치한다고 생각합니다.”).

한해서는 배기홍 교수 및 다른 전문가들을 원용한다고 인정하면서도,⁴²⁸ 알 수 없는 이유로 배기홍 교수와 Milhaupt 교수에 반대하는 것이 적절하다고 판단하였습니다.⁴²⁹ 그러나 본건에서 계획되고 실행된 것은 터널링입니다.⁴³⁰ 실제로, 삼성 일가의 승계 계획은 (삼성 일가의 구성원들이 지배하지 않는) 삼성물산 주주들로부터 (삼성 일가의 구성원들이 지배하는) 제일모직 주주들에게 가치를 이전시키는 것에 달려 있었으므로, 청구인과 같은 삼성물산 주주들에게 손해를 입히는 것이 본건 합병의 구체적인 목표였습니다.⁴³¹

4. 대한민국의 협정 위반은 청구인 손실의 법적 (그리고, 의도된) 원인이었습니다

177. 중재판정부는 질의 제 7호에서 다음과 같이 질문했습니다:

중재판정부 질의 제 7 호: 국민연금의 행위를 대한민국에 귀속시키는 문제와 별도로, 본건 합병 표결에 대한 대한민국 공무원 및/또는 국민연금의 개입과 청구인이 주장하는 손실 또는 손해 사이에 충분한 인과관계가 있는지? 그러한 충분성 여부는 어떻게 결정되는지?

178. 청구인은 우선 본건에서의 해당 기준을 적용하기에 앞서, 인과관계의 충족 여부를 판단하는 기준을 설명드리고자 합니다.

(i) 손실이 너무 멀지 않거나, 예측 가능하거나, 의도적으로 가해진 경우, 위반과 손실 사이의 인과관계는 국제법상 충분히 성립됩니다

179. 청구인이 법적인과관계를 입증해야 한다는 것은 양측의 공통된 의견입니다.⁴³² 법적인과관계에 따르면 청구인은 피청구국의 불법행위와 청구인의 손실 사이에 충분한 인과관계가 존재함을 입증해야 하는데, 이는 신청인의 손실이 “배상의 대상이 되기에 너무 ‘먼’ 경우”에 해당하지 않을 것을 의미합니다.⁴³³ 이러한 측면에서, 개연성에 대한 문제는 손실의 예견가능성과 불가분적으로 연관되어 있습니다: “불법행위자가 연속적인 고리를 통해 그 불법 행위가 결국 손실로 이어질 것임을 예견할 수 있었다면 인과관계의 고리는 근접한 것으로 간주되어야” 합니다.⁴³⁴ 또한 국제 법원과 중재판정부들은 쟁점이 되는 손실이

⁴²⁸ 예를 들어, James Dow {Day8/45:14-16} {Day6/123:6-12} 참조.

⁴²⁹ James Dow {Day8/108:4-14} (“답. . . 저는 월요일 해당 합병이 전형적인 터널링 사례라고 한 Milhaupt 교수님의 주장에 전혀 동의하지 않습니다. 문. 그렇다면 당신은 한국 터널링 거래 관련 전문가이신 배기홍 교수님과도 동의하지 않습니까 답. . . . 동의하지 않습니다.”).

⁴³⁰ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.1-2.6.7 항 {F5/1/18-20} 참조.

⁴³¹ 상기 제 155 항; 재반박서면, 제 543 항 {B/6/359} 참조.

⁴³² 반박서면, 제 400-407 항 {B/4/177-181}; 재반박서면, 제 521 항 {B/6/349} 참조.

⁴³³ ILC 규정 해설서, Exh CLA-38, 제 31 조, 해설 10, 제 93 면 {H/38/64}. 미국 측 비분쟁 당사자 제출서, 제 11 항 {B/5/4} 도 참조.

⁴³⁴ Joseph Charles Lemire v. Ukraine 사건(ICSID Case No. ARB/06/18), 판정문, 2011. 3. 28., Exh RLA-56,

의도적으로 발생하였다는 사실만으로 예견가능성 및 근접성 요건이 충족될 수 있다고 확인했습니다.⁴³⁵

180. 이와 동시에, ILC 규정 해설서는 “손실의 근접성 문제”에 대한 “단일한 구두 공식”이 존재하지 않으므로, 충분한 “인과관계가 모든 국제적 의무 위반에 대하여 반드시 동일하지는 않[음]”을 명확히 하고 있습니다.⁴³⁶ 따라서, 법적인과관계는 인과관계의 단계수와 같은 기계적인 기준에 의존하지 않습니다. 오히려, 손실의 예견가능성 및 국가의 불법행위의 고의성 등 구체적인 요소들을 고려하여 해당 사건의 구체적인 사정을 분석하도록 요구합니다.

(ii) 청구인의 손실은 대한민국의 위반에 의한 직접적이고, 예견가능하며, 고의적인 결과였습니다

181. 청구인은, (i) 직접적이고 연속적인 인과관계 및 (ii) 청구인의 손실이 예견 가능했을 뿐만 아니라 대한민국이 그러한 손실을 실제로 예상했다는 점, 그리고 (iii) 청구인의 손실이 청구인 등 삼성물산 주주들에게 손해를 끼치면서 삼성 일가에 이익을 주기 위한 부정한 계획에 의해 의도적으로 발생된 점을 근거로, 대한민국의 위반과 청구인의 손실 사이에 충분한 인과관계, 즉 법적인과관계를 입증하였습니다.

182. 첫째, 청구인이 위에서 설명한 바와 같이, 본건에는 직접적이고 연속된 인과관계가 존재합니다.⁴³⁷ 다시 요약하자면, ████████ 대통령의 본건 합병 승인에 관한 부당한 지시와 이러한 지시가 달성될 수 있도록 이후 대한민국 정부관계자들(국민연금 관계자들 포함)이 보여준 위법한 작위 및 부작위로 인하여, 국민연금은 본건 합병에 찬성 표결하게 되었습니다.⁴³⁸ 그리고 국민연금의 찬성 표결의 직접적인 결과로서 본건 합병이 승인되었습니다.⁴³⁹ 본건 합병의 직접적인 결과로서, 청구인은 본건 합병이 무산되었을 경우 “██████”했을 주가에 의해 실현되었을 것으로 예상되는, 청구인이 삼성물산에 투자한 가치의 실질적인 증가분(삼성 일가 및 기타 제일모직 주주들에게 이전되었을 때)과 이러한 가치를

제 170 항 {I/56/52}. *Eritrea-Ethiopia Claims Commission* 사건, 본안 전 항변 관련 판결문(No. 7), UN 국제 중재 판결 보고서 26 권 10, 2007. 7. 27., **Exh CLA-116**, 제 13 항 {H/116/16} 도 참조.

⁴³⁵ *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia* 사건(ICSID Case No. ARB/05/18 및 d ARB/07/15), 판결문, 2010. 3. 3., **Exh CLA-133**, 제 469 항 {H/133/161-162}; *Responsibility of Germany for damages caused in the Portuguese colonies of the South of Africa*(책임 원칙 관련 판결문)(*Portugal v. Germany* 사건), 국제 중재 판결 보고서 2 권 1011, 1928. 7. 31., **Exh CLA-156**, 제 1031 면 {H/156/1}. ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 31, 해설 10, 제 93 면 {H/38/64}; 재반박서면, 제 530 항 {B/6/353} 도 참조.

⁴³⁶ ILC 규정 해설서, **Exh CLA-38**, 제 31 조, 해설 10, 제 93 면 {H/38/64}. 미국 측 비분쟁 당사자 의견서, 제 11 항 {B/5/4} 도 참조.

⁴³⁷ 상기 제 160 항 참조.

⁴³⁸ 상기 제 161 항 참조. 상기 제 40-42 항도 참조.

⁴³⁹ 상기 제 172-174 항 참조.

실현할 수 있는 기회를 영구적으로 박탈당하게 되었습니다.⁴⁴⁰

183. 대한민국은 “인과관계를 단절시킬 수 있는 주요한 사건들이 중간중간 개입되어 있[다]”고 주장하며, 위반에 대한 자신의 국제적 책임을 면하고자 합니다.⁴⁴¹ 그러나 이와 같은 가정적 사실에 기한 주장은 앞서 살펴본 바와 같이 사실적 근거가 없습니다.⁴⁴² 나아가 외부 사건이 인과관계를 “단절시킬 수 있다”는 가정은 쟁점과 법적으로 무관한 것입니다.⁴⁴³ 실제로 그러한 사건은 발생하지 않았으며, 이는 아마도 국민연금의 의사 결정에 대한 대한민국의 광범위한 개입 때문일 것입니다.
184. 대한민국은 지푸라기라도 잡는 심정으로, 재판박서면에서 본건 합병비율이 인과관계를 단절시키는 대체 또는 개입 사건을 구성한다고 주장하였습니다.⁴⁴⁴ 청구인이 심리에서 논증한 바와 같이,⁴⁴⁵ 이는 터무니없는 주장입니다. 본건 합병비율이 산정된 것은 2015년 6월인데, 이는 ████████ 대통령이 삼성물산-제일모직 합병에 “적극적으로 개입”하기로 결정하기⁴⁴⁶ 약 한 달 전이며, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결함으로써 본건 합병비율을 승인, 그에 따라 청구인에게 손실을 초래하기 약 6주 전입니다.⁴⁴⁷⁴⁴⁸ 게다가 앞서 설명한 바와 같이, 대한민국의 부정확한 계획의 주된 요지는 삼성 일가의 승계 계획을 추진하기 위해 본건 합병비율을 활용하여 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치를 이전하는 것이었습니다.⁴⁴⁹ 따라서, 본건 합병비율을 강조함으로써 대한민국은 국제법상 자신의 책임을 회피하기 보다 오히려 이를 확인하고 있는 것입니다.
185. 둘째, 본건에서 인과관계는 청구인의 손실이 예측가능했다는 점에 의해 더욱 공고해집니다. 앞서 언급한 바와 같이,⁴⁵⁰ 본건은 국가가 자신의 행위로 인한 본 청구인의 손실을 실제로 예견하였다는 압도적 증거가 있는 매우 드문 사건입니다.⁴⁵¹ 실제로 자신들의 행위가

⁴⁴⁰ 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 8., **Exh C-510**, 제 15면 {C/510/12}. 상기 제 175-176 항 및 하기 제 234 항도 참조.

⁴⁴¹ 반박서면, 제 477 항 {B/4/216} 참조.

⁴⁴² 상기 제 167 항 참조.

⁴⁴³ 재판박서면, 제 523 항 {B/6/350} 참조.

⁴⁴⁴ 재판론서면, 제 470-480 항 {B/7/259-262}.

⁴⁴⁵ 청구인 측 대리인 {Day1/163:16} - {Day1/164:10}.

⁴⁴⁶ ████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-286**, 제 86-90면 {C/286/32-36}.

⁴⁴⁷ 검찰 제 2 차 ████████ 공소장, **Exh R-316**, 제 25면 {R/316/25}.

⁴⁴⁸ ████████에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 27-28면 {C/79/27-28}; ████████에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 56-57면 {C/69/56-57}. 청구인 측 대리인 {Day1/164:4-10} 도 참조.

⁴⁴⁹ 상기 제 155-176 항 참조.

⁴⁵⁰ 상기 제 41.f, 57, 125, 133 항; 재판박서면, 제 121, 521, 528-532 항 {B/6/87-88} {B/6/349} {B/6/352-354} 참조.

⁴⁵¹ 예를 들어, 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(██████████에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 6. 14.,

청구인을 특정해서 겨냥하고 있었기 때문에, 대한민국 정부관계자들은 본 협정상 청구가 제기될 것이라는 사실마저 정확하게 예상하고 있었습니다.⁴⁵²

186. 관련하여 *마지막으로*, 대한민국은 의도적으로 청구인의 손실을 야기하였습니다. 대한민국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하도록 하기 위해 의도적으로 자신의 협정 의무를 위반하였습니다. 국민연금의 캐스팅 보트로 인해, 대한민국은 본건 합병이 승인되도록 하였습니다. 그리고 이러한 고의적인 행위의 결과로써, 대한민국은 삼성 일가의 승계 계획이 삼성물산 주주들에게 불리하게 이루어질 수 있도록 보장해주었습니다. 본건에서의 막대한 기록은 [REDACTED] 대통령, [REDACTED] 장관, [REDACTED] 본부장과 여러 관계자들이 이러한 목표를 잘 알고 있었고, 이를 달성하기 위한 대한민국의 행위는 청구인을 염두에 두고 특별히 설계되었으며, 결과적으로 청구인이 입게 될 손실을 예견하고 있었음을 보여줍니다.⁴⁵³ 이러한 상황에서, 대한민국의 협정 위반과 청구인이 입은 손실 사이에 충분한 인과관계가 있음은 의심의 여지가 없습니다.

VI. 청구인의 손해배상액 산정

187. 양 당사자들이 제시한 손해액 산정에 대한 분석은 본건 합병 당시 삼성물산의 거래 주가에 NAV 또는 부문별평가가치 합산(이하 **“SOTP”**) 가치로부터 상당한 할인이 반영되었다는 전제에서 출발한다는 점에서 일치합니다.⁴⁵⁴ 이에 대한 당시 시장참여자와 애널리스트들도 같은 의견이었으며⁴⁵⁵ 이는 2015년 5월 초 삼성물산이 합병비율의 적정성을 검토하기 위해 선임한 한국 딜로이트 역시 마찬가지였습니다.⁴⁵⁶ Dow 교수, 배기홍 교수, Milhaupt 교수 및

Exh C-514, 제 19 면 {C/514/6}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 7. 4., **Exh C-520**, 제 41 면 {C/520/13} 참조.

⁴⁵² 예를 들어, 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 7. 4., **Exh C-520**, 제 24, 28, 30-33, 37 면 {C/520/4-11}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울고등법원 판결), 2017. 9. 26., **Exh C-525**, 제 12 면 {C/525/6}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 17., **Exh C-511**, 제 55 면 {C/511/8}; 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서([REDACTED]에 대한 서울중앙지방법원 판결)(2 부), 2017. 6. 21., **Exh C-517**, 제 74 면 {C/517/5} 참조.

⁴⁵³ 상기 제 55-58 항 참조.

⁴⁵⁴ 해당 용어들은 본 증제에서 혼용하여 사용됩니다. Dow 프레젠테이션, 슬라이드 18 {J/24/18} 참조.

⁴⁵⁵ 예를 들어, ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., **Exh C-30**, 제 2, 14 면(삼성물산 주식당 NAV로서 110,234 원에 도달함) {C/30/2} {C/30/14}; Glass Lewis Report, 2015. 7. 1., **Exh C-43**, 제 2, 7-9 면(주당 91,150 원 (13,4173 억원 / 1 억 4,720 만주)) {C/43/2} {C/43/8-9}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 4 대 회계법인의 가치평가 보고서 첨부(삭제), **Exh C-187**, 제 2, 29 면(주당 100,597 원 - 114,134 원) {C/187/2} {C/187/29} 참조; Dow 제 2 차 보고서, Fig. 4, 제 12 면 {G3/1/17} 도 참조(삼성물산의 평균 애널리스트 목표 가격이 그 시장 가격을 초과함을 나타냄).

⁴⁵⁶ 삼성물산 회람용 딜로이트 가치평가보고서 초안, 2015. 5. 21. (이하 **“5월 21일자 딜로이트 보고서”**), **Exh C-775**, 제 2, 6 면(주식당 NAV로서 97,129 원에 도달함 (14 조 3 천억 원 / 147,227,207 주)) {C/775/3} {C/775/7}.

Mr. Boulton 도 역시 같은 의견입니다.⁴⁵⁷ 또한, 이러한 할인의 원인 중 삼성물산의 삼성 재벌 내 지위로 인하여 약탈적 거래 또는 “터널링” 거래의 피해자가 되기에 취약했다는 점이 이러한 할인을 중 상당 부분을 차지하는 원인이라는 점에 대해서도 전문가들의 의견은 일치합니다.⁴⁵⁸

188. 이러한 동일한 출발점에도 불구하고, 손해액에 대한 당사자들의 결론은 근본적으로 상이합니다: 청구인과 Mr. Boulton 은 손해액이 원금 미화 3 억 7,090 만 달러 내지 4 억 7,560 만 달러에 달한다고 ⁴⁵⁹ 하고, 대한민국과 Dow 교수의 경우 손해액이 전혀 없다는 입장입니다.⁴⁶⁰
189. 청구인은 이처럼 극단적으로 상반되는 결론으로 이어지는 손해액 산정에 관한 쟁점에 대한 기타 의견 대립과 중재판정부의 구체적인 질의사항을 다음과 같이 다룹니다:
- a. **Subsection A** 에서 청구인은 청구인의 손실을 산정하기 위해서는 삼성물산의 거래 주가 이외의 것을 기초로 한 가치평가가 필요하다는 주장을 요약합니다.
 - b. **Subsection B** 에서 청구인은 Mr. Boulton 의 SOTP 평가가 대한민국과 대한민국의 전문가들이 제시한 제한적인 비판에도 불구하고 타당함을 보여줍니다.
 - c. **Subsection C** 에서 청구인은 “지주회사 할인을 현상”에 대한 Mr. Boulton 의 분석이 타당할 뿐만 아니라, 삼성물산 주식 거래에서 확인되는 할인을 지주사 할인과 삼성물산이 터널링 거래의 피해자가 될 구체적인 리스크로 인한 초과 할인으로 설득력 있게 분리하고 있음을 보여줍니다.
 - d. **Subsection D** 에서 청구인은 합당한 가정적 시나리오는 본건 합병이 부결되는 시나리오임을 입증합니다.
 - e. **Subsection E** 에서 청구인은 이러한 가정적 시나리오에서 청구인이 삼성물산 투자를 통해 실현할 수 있었던 가치를 고려하였으며, 이를 통해 삼성물산의 주가가 삼성물산의 내재가치에서 지주사 할인을 차감한 값에 근접할 정도로 즉각적으로

⁴⁵⁷ 예를 들어, Dow 프레젠테이션, 슬라이드 27, 32 {J/24/27} {J/24/32}; Dow 제 1 차 보고서, 제 145-147 항 {G1/1/67-68}; Dow 제 2 차 보고서, 제 49-50 항 {G3/1/25-26}; 배기홍 보고서, 제 54-55 항 {G5/1/30}; 배기홍 {Day6/84:6-15}; Milhaupt 보고서, 제 61 항 {F6/1/22}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.2.2 항 {F5/1/39} 참조.

⁴⁵⁸ 참조, 예를 들어, Dow 프레젠테이션, 슬라이드 27, 32 {J/24/27} {J/24/32}; James Dow {Day8/20:19-24} {Day8/21:2-6} {Day8/24:23-24} (“지배구조가 할인의 주된 요인”이라는 Mr. Boulton 의 견해에 동의함); 배기홍 프레젠테이션, 슬라이드 8 {J/20/8}; 배기홍 {Day6/84:6-13}; Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 7 {J/19/17}; Milhaupt 보고서, 제 73-75 항 {F6/1/27-28}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.4.2, 2.5.3, 6.2.5 항 {F5/1/15-16} {F5/1/40}.

⁴⁵⁹ 본 수치는 미국 달러화와 한국 원화 사이의 환율 변동을 반영하는 청구인 측 대리인 종결 서면 {Day9/78:17-20}에 기재된 수치의 업데이트입니다. 본 수치는 2022. 4. 13.자 환율로 산출됩니다.

⁴⁶⁰ Dow 제 1 차 보고서, 제 33 항 {G1/1/15}; Dow 제 2 차 보고서, 제 53 항 {G3/1/27}; 피청구국 측 대리인 {Day9/125:24} - {Day9/126:7} 참조.

크게 상승하였을 것임을 입증합니다.

f. **Subsection F** 에서 청구인은 추정 거래 이익에 대해 대한민국이 제기한 부수적인 쟁점과 *RosInvestCo* 와의 부적절한 비교는 손해액 산정에 대한 명확한 분석을 모호하게 하고 있으며, 본건에서 지급되어야 하는 손해액의 산정과 무관함을 입증합니다.

g. **Subsection G** 에서 청구인은 중재판정부 질의 제 8 호를 다룹니다.

h. **Subsection H** 에서 청구인은 본 청구에 대한 이자를 다룹니다.

A. 청구인의 손해를 산정하려면 단순히 거래 주가가 아닌 가치평가 분석을 수행할 필요가 있습니다

190. 삼성물산 주식이 거래되는 *가격*이 회사의 전체 *가치*를 반영하지 않는다는 데에는 손해액 산정 전문가들의 의견의 일치하고 있으며, 이것이 즉 “할인율”의 정의이기도 합니다. 그럼에도 불구하고 손해액 산정 전문가들은 본건의 손해 산정의 첫 단계로 삼성물산의 가치평가 수행이 필요한지 여부에 대해서는 동의하지 않습니다. Mr. Boulton 은 가치평가 분석이 필요하다고 주장합니다.⁴⁶¹ Dow 교수는 삼성물산이 거래 주가만을 기준으로 평가되어야 하므로, 본질적으로 어떠한 가치평가 분석도 필요하지 않다고 주장합니다.⁴⁶²

191. 당사자들과 전문가들은 가치평가 분석에 관하여 동의하지 않지만, 분석의 시점이 주주의결권 행사 전날인 2015년 7월 16일을 가치평가일의 기준으로 삼성물산의 가치를 고려하는 것이 적절하다는 점에 동의합니다.⁴⁶³

192. 가치평가 분석과 관련하여, 청구인은 다음을 주장합니다:

a. 청구인은 확인된 주가 할인이 삼성 일가가 터널링의 목적을 달성할 수 있게 한 수단이라 밝힌 Mr. Boulton 과 Milhaupt 교수의 전문가 증언을 제출하였습니다.⁴⁶⁴ 본건 합병은 의도적으로 고평가된 제일모직과 의도적으로 저평가된 삼성물산의 주가를 토대로 한, 다시 말해 약탈적 합병의 위험을 반영한 합병비율을 사용하여 제안되고 결정되었습니다. 또한, 대한민국 검찰이 제출하고 대한민국 법원이 채택한 증거에

⁴⁶¹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.2-3.3 항 {F5/1/26-28}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 25 {J/21/25}.

⁴⁶² Dow 제 1 차 보고서, 제 29 항 {G1/1/14}; Dow 제 2 차 보고서, 제 93 항 {G3/1/45}; James Dow {Day8/18:3-7}.

⁴⁶³ Dow 제 2 차 보고서, 제 101 항 {G3/1/48} (“불확실성이 해소되기 전 마지막 날이 2015년 7월 16일이기 때문에 본인은 가정적 상황에서의 가치평가일이 이 날로 설정되어야 한다고 봅니다.”); James Dow {Day8/19:9-13}.

⁴⁶⁴ 예를 들어, Boulton 제 1 차 보고서, 제 2.1.2 항 {F3/1/11}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.10 항 {F5/1/20}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 10-14 항 {J/21/10-14}; Milhaupt 보고서, 제 61 항 {F6/1/22} 참조. 서울고등법원 2016. 5. 30.자 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정, Exh C-53, 제 13-14 면 {C/53/13-14} 도 참조.

따르면 이러한 본건 합병비율은 “치밀하게 준비”되었으며, 삼성 일가의 터널링 목적을 위하여 합병의 시기 역시 조정되었습니다.⁴⁶⁵ 따라서 [redacted] 부회장은 국민연금의 도움을 받아 본건 합병을 통과시킴으로써 제일모직의 더 큰 지분을 활용하여 신설 삼성물산의 지분을 더 많이 취득할 수 있었습니다.⁴⁶⁶ 이는 필연적으로 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치를 이전시키고, 삼성물산 주주들에게 막대하고도 돌이킬 수 없는 손실을 발생시켰습니다.⁴⁶⁷ 특히 본건 합병으로 인하여 삼성물산 주주들은 삼성물산 가치 중 “할인율” 부분을 빼앗기게 되었습니다.⁴⁶⁸

- b. 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 이러한 손실을 야기할 것이라는 점은 당시 시장 분석가들에게 널리 인정되었으며, 이는 독립된 자문사들이 국민연금을 포함한 삼성물산 주주들에게 본건 합병에 반대 표결할 것을 광범위하게 권고한 근거가 되었습니다.⁴⁶⁹ 본건 합병에 찬성한 국민연금의 캐스팅보트는⁴⁷⁰ 삼성물산 주가에 반영된 할인율을 고착화시켜, 터널링의 위험을 삼성물산 주주들의 실질적이고 돌이킬 수 없는 손실로 현실화시켰습니다.⁴⁷¹

⁴⁶⁵ 서울고등법원 2016. 5. 30.자 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정, **Exh C-53**, 제 20-21 면 {C/53/20-21}. 상계서, 제 18-22 면 {C/53/18-22}; 검찰 제 2 차 [redacted] 공소장, **Exh R-316**, 제 10-11, 17-21 면 {R/316/10-11} {R/316/17-21}; 서울중앙지방법검찰청 보도 자료, “삼성그룹 불법합병 및 회계부정 사건 수사결과”, 2020. 9. 1., **Exh C-698**, 제 5, 9, 12-13 면 {C/698/5} {C/698/9} {C/698/12-13}; 수정 청구서면, 제 42-43 항 {B/3/20-21}; 재반박서면, 제 572-575 항 {B/6/371-374}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.3.5-3.3.6 항 {F5/1/27-28} 도 참조.

⁴⁶⁶ 수정 청구서면, 제 43-45 항 {B/3/21-23}; 서울고등법원 2016. 5. 30.자 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정, **Exh C-53**, 제 13-14 면 {C/53/13-14}; 한국기업지배구조원, “2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015. 7. 3., **Exh C-402**, 제 3 면 {C/402/3}; Glass Lewis 보고서, 2015. 7. 1., **Exh C-43**, 제 7-8 면 {C/43/7-8}.

⁴⁶⁷ 수정 청구서면, 제 44 항 {B/3/22}; 재반박서면, 제 538-541 항 {B/6/356-358}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.1, 2.6.10, 7.1.1-7.2.6 항 {F5/1/18} {F5/1/20} {F5/1/67-68}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 10-14 {J/21/10-14}; 한국기업지배구조원, “2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015. 7. 3., **Exh C-402**, 제 3 면 {C/402/3}; Glass Lewis 보고서, 2015. 7. 1., **Exh C-43**, 제 8 면 {C/43/8}; ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., **Exh C-30**, 제 1-2 면 {C/30/1-2} 참조.

⁴⁶⁸ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.10, 2.6.13, 7.1.1-7.2.6 항 {F5/1/20-21} {F5/1/67-68}; ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., **Exh C-30**, 제 1-2 면 {C/30/1-2}.

⁴⁶⁹ 예를 들어, 한국기업지배구조원, “2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015. 7. 3., **Exh C-402**, 제 3 면 {C/402/3}; ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015. 7. 3., **Exh C-30**, 제 1-2 면 {C/30/1-2}; Glass Lewis 보고서, 2015. 7. 17., **Exh C-43**, 제 9 면 {C/43/0} 참조.

⁴⁷⁰ 재반박서면, 제 163-164 항 {B/6/130-132}; 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 18-19 {J/22/18-19}; [redacted] 에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 9 면 {C/79/9}; [보건복지부], “삼성물산-제일모직 합병관련 국민연금 의결권행사 상황보고”, [2015. 7. 9.], **Exh C-424**, 제 5215 면 {C/424/1}. 상기 제 49.f, 172-174, 186 항도 참조.

⁴⁷¹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.13 항(“본건 합병의 종결은 사실상 삼성물산의 본건 합병 전 시장주가를 고정시켰고, 그러한 저평가가 해소되지 못하게 하였으며 그 결과 즉각적이고 회복할 수 없는 손해를 발생시켰습니다.”) {F5/1/20-21}; 재반박서면, 제 538-541 항 {B/6/356-358}.

- c. 본건 합병의 결과로 삼성물산 주주들이 얼마나 손해를 입었는지 판단하는 손실의 산정은 먼저 본건 합병, 특히 합병비율에서, 삼성물산이 얼마나 저평가되어 있었는지를 판단해야 합니다. 그리고 삼성물산의 주가만을 유일한 지표로 사용하여 이를 계산하는 것이 불가능함은 명백합니다. 이에 따라 Mr. Boulton 은 가치평가 분석이 필수적이라고 결론지었습니다.⁴⁷²

193. 반면 대한민국은:

- a. Dow 교수는 삼성물산의 가치를 특정 일자에 거래된 주식 가격 외의 방법을 통해 확인이 필요하거나 나아가 확인이 가능하다는 사실마저 부정합니다. 그는 가치에 대해 “우리는 시장의 말을 받아들일 수 있다”는 입장입니다.⁴⁷³
- b. 그는 삼성물산 주식이 준강형 효율적 시장에서 거래된다는 판단에 근거하여 거래 주가에 전적으로 의존하고 있습니다.⁴⁷⁴
- c. 따라서 Dow 교수는 삼성물산에 대한 독립적인 가치평가를 제시하지 않습니다.

194. 청구인은 심리 및 앞선 서면에서 다음과 같은 이유 등을 근거로 “시장이 왕”이라는 Dow 교수의 입장이 증거상 자명한 문제점이 있음을 지적하였습니다:

- a. 이는 가격과 가치 사이의 차이를 확인하고 그 차이가 감소하면 이익을 얻는 청구인의 사업(그리고 실제로는 모든 전문 투자자들의 사업)의 존재 이유 자체를 부정합니다.⁴⁷⁵
- b. 이는 삼성물산의 거래 가격이 내재가치에 비해 현저히 저평가되었다는 공통된 의견을 무시해 버립니다.⁴⁷⁶
- c. 이는 삼성물산을 저평가하고 제일모직을 고평가 하여 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치 이전을 실현시키는 합병비율로 본건 합병을 달성하기 위해 삼성물산과 제일모직 양사의 주가와 이사회 결의 시기를 “치밀하게 준비”한 삼성의 체계적인 계획에 대한 명백한 증거를 무시합니다.⁴⁷⁷ Dow 교수는 터널링

⁴⁷² Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.1.1-3.4.3 항 {F5/1/26-28}.

⁴⁷³ 피청구국 측 대리인 {Day2/157:18} – {Day2/159:2}; Dow 제 1 차 보고서, 제 74 항 {G1/1/38}; Dow 제 2 차 보고서, 제 93 항 {G3/1/45}; Dow 프레젠테이션, 슬라이드 23 항 {J/24/23}.

⁴⁷⁴ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 23 {J/24/23}. Dow 제 1 차 보고서, 제 74 항 {G1/1/38}; Dow 제 2 차 보고서, 제 93 항 {G3/1/45} 도 참조.

⁴⁷⁵ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 5, 7-10, 16 항 {D1/2/3-5} {D1/2/9} 및 Smith 제 1 차 증인진술서, 제 14 항 {D1/1/6}; 청구인 측 대리인 {Day1/18:12-17} 참조. 또한 Dow 교수는 가격과 가치의 차이가 존재하며 이것이 투자자들에 의해 파악된다는 것을 인정합니다. Dow 제 2 차 보고서, 제 136 항 (“본인은 펀드운용업체가...잠재적인 잘못된 가격책정 기회들을 식별하여...중요한 역할을 하는 것에 동의합니다.”) 참조.

⁴⁷⁶ 상기 제 187 항 참조.

⁴⁷⁷ 상기 제 192.a.항 참조.

따라서 삼성물산의 가치평가를 인위적으로 낮추는 것만이 삼성이 요구한 합병비율을 정당화할 수 있는 유일한 전략이었습니다. 증거를 종합해보면, 삼성물산과 제일모직의 거래주가는 두 회사의 실제가치와 아무런 관련이 없음을 보여주고 있습니다.

199. 또한 대한민국 검사들이 수집한 증거에 의하면, 본건 중재에서 본건 합병으로 인해 삼성물산 주주들이 진실로 손실을 입었는지를 다투는 대한민국의 입장은 유지될 수 없습니다. 대한민국은 “외부 애널리스트들이 삼성물산의 NAV 을 다양하게 평가했기” 때문에 “본건 합병이 [삼성물산 소액주주 가치를] ‘크게 훼손’시켰는지는 분명하지 않다”고 주장했습니다.⁴⁹¹ 그러나 대한민국이 최근에 제출한 증거에 따르면, 이러한 평가가치들 중 낮은 쪽을 지지하기 위해 대한민국이 참고하는 (딜로이트와 KPMG 에게 받은) 가치평가는 합병발표 이전 삼성물산과 제일모직이 의뢰한 것이며,⁴⁹² 일관성을 보장하기 위해 협업이 이루어졌었으며,⁴⁹³ 삼성의 강압하에 작성되어 명백히 신뢰할 수 없는 최종 가치평가로 이어졌음을 보여줍니다.⁴⁹⁴

491 재반론서면, 제 298(a)항 {B/7/174-175}.

492 검찰 제 2 차 [redacted] 공소장, **Exh R-316**, 제 24 면 {R/316/24}.

493 [redacted] (딜로이트) 및 딜로이트 팀원들 간 2015. 5. 19.자 이메일, **Exh C-777**, 제 2 면 {C/777/2} (해당 이메일에서 [redacted] 은 [redacted] [redacted] 고 설명하였고 아울러 더 나아가 [redacted] 고 설명하였습니다); “‘물산+모직’ 합병비율 보고서 작성 과정서 삼성 개입 없었다”, *뉴데일리 경제*, 2022. 3. 17., **Exh R-387**, 제 2 면 {R/387/3} (오용진이 “이미 삼성의 평가팀과 전화해서 삼성 진행상황을 안진 내부에 공유” 하였고 아울러 “반대편(삼성)이 제일모직 가치평가를 18 조원 정도로 보고 있다고 전해 알게 됐다”는 딜로이트 회계사 장준호의 법정 진술에 대한 보도).

494 검찰 제 2 차 [redacted] 공소장, **Exh R-316**, 제 23-24 면 {R/316/23-24} (딜로이트 측이 삼성 KPMG 의 “평가 결과에 맞추도록 유도”되었다고 적시); 검찰 제 2 차 [redacted] 공소장, **Exh R-316**, 제 7 면 {C/779/3} ([redacted] 이고 그래서 [redacted] 하였다고 설명), 제 8 면 {C/779/4} ([redacted] 을 설명), 제 10 면 {C/779/5} ([redacted] 고 인정), 및 제 16 면 {C/779/9} ([redacted] 을 인정). 삼성 측의 강압적인 압박의 결과로 딜로이트의 가치평가 수치는 반복적일 뿐만 아니라 급격하게 변하였습니다. *비교* 5. 21. 딜로이트 보고서, **Exh C-775**, 제 10 면 {C/775/10} ([redacted]) 및 삼성물산을 위한 딜로이트 가치평가보고서 수정본, 2015. 5. 22., **Exh C-778**, pp. 5-6 {C/778/4-5} ([redacted]). 2015. 5. 19.자 [redacted] (딜로이트)이 딜로이트 팀원들에게 발송한 이메일, **Exh C-776** {C/776} (“[redacted] ” 같다고 보아 그의 팀원들에게 [redacted] 을 지시하였고, 아울러 [redacted] 고 인정)도 참조; [redacted] (딜로이트) 및 딜로이트 팀원들 간 2015. 5. 19.자 이메일, **Exh C-777**, 제 2 면 {C/777/2} ([redacted] 이라고 인식)도 참조.

B. 중재판정부는 MR. BOULTON 의 SOTP 방법론을 근거로 삼성물산의 가치를 평가해야 합니다

200. Dow 교수는 “시장이 왕”이기 때문에 가치평가 분석이 필요하지 않다고 볼 뿐만 아니라, 가치평가 프로젝트 전체가 “판단”을 수반하기 때문에 필연적으로 “주관적”이라고 비판하고 있습니다.⁴⁹⁵ 중재판정부는 이러한 허무주의적인 입장을 두 가지 이유로 부정하여야 합니다. 첫째, 이는 Dow 교수가 수행했어야 할 업무에 대한 무책임한 포기를 보여줍니다. 청구인의 주장은, 국민연금이 삼성물산과 제일모직의 내재가치가 반영되지 않은 주가를 토대로 하는 본건 합병을 성사시켜, 삼성물산의 불공정하고 일시적인 저평가를 영구적으로 확정함으로써 손해를 끼쳤다는 것입니다. 이러한 손실의 산정은 삼성물산의 주가가 회사의 진정한 가치를 반영하지 못하였는지 여부 및 이를 어느 정도로 반영하지 못하였는지에 대한 평가를 필연적으로 수반합니다. 위반행위로 인해 필요해진 가정적 시나리오에 따른 손해액 주장도 판단을 요합니다.⁴⁹⁶ Dow 교수가 이러한 손해액 산정 제공을 거부하는 것은 주목할 만합니다.
201. 둘째, SOTP 가치평가가 “주관적” 이거나 신뢰할 수 없다는 Mr. Boulton 에 대한 비판은 무의미합니다. Dow 교수가 결국 심리에서 인정한 바와 같이, SOTP 접근법은 업계에서 “절대적으로 표준적인 방식[]”이고 “완벽하게 정상적”이며,⁴⁹⁷ 실제로 당시에 삼성물산과 제일모직의 가치를 평가하는 애널리스트들에 의해 널리 활용되었습니다.⁴⁹⁸ SOTP 가치평가 방법론 자체가 매우 널리 받아들여지고 있다는 사실 자체가 오직 주가가 가치평가의 타당한 근거라는 Dow 교수의 기계적인 관점을 반박합니다. Dow 교수의 관점이 사실이라면 애널리스트들이 이러한 분석을 수행할 필요가 전혀 없기 때문입니다. 당연하게도, 대한민국과 Dow 교수는 Mr. Boulton 의 구체적인 평가 판단에 대해 정면으로 이의를 제기하는 경우가 거의 없습니다. 대부분의 경우, 대한민국은 Mr. Boulton 의 가치평가 분석이 기망당하고 왜곡된 시장의 단기적인 “지혜”에만 의존하지 않고 자신의 전문지식(이는 당시 다른 시장 참여자들에 대한 분석을 포함한 가용 데이터에 적용되었습니다)을 사용했다는 사실에만 단순히 의지하고 있습니다.⁴⁹⁹ 이는 제대로 된 비판조차 아닙니다.
202. 방법론과 관련하여, 대한민국은 Mr. Boulton 이 자신의 SOTP 가치평가를 수행할 당시

⁴⁹⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 131-132 항 {G3/1/61}; James Dow {Day8/13:22}.

⁴⁹⁶ Mr. Boulton 이 설명한 바와 같이, “가치평가를 업으로 하는 사람이라면 주관적 선택의 요소가 있다는 것에 동의할 것입니다”({Day7/120:14} – {Day7/121:5}). 그러나 이것은 전문적인 판단을 해야 하는 책임을 회피할 수 있는 근거가 되지 못합니다.

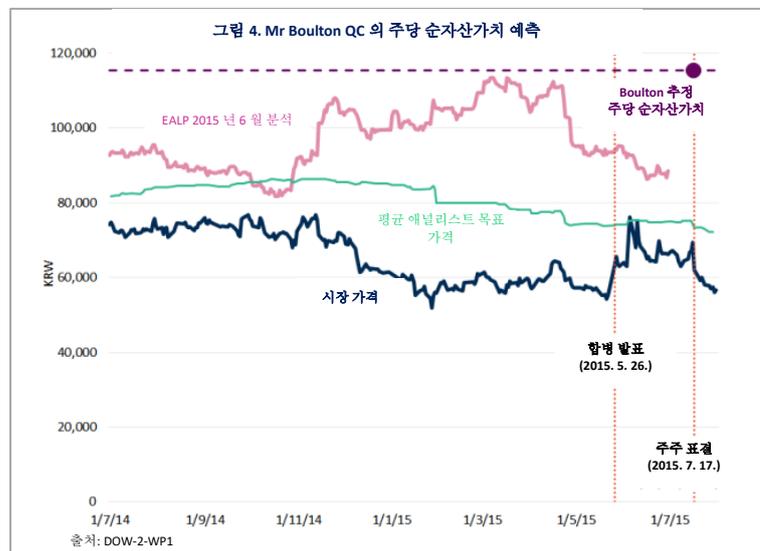
⁴⁹⁷ James Dow {Day8/12:9-12}. 상계서, {Day8/11:12} – {Day8/12:3}, {Day8/48:14} – {Day8/49:4}, {Day8/52:2-8}; Dow 제 2 차 보고서, 제 70(e)항 {G3/1/33} 도 참조.

⁴⁹⁸ James Dow 항 {Day8/48:21} – {Day8/49:4}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 4.2.5 항 {F5/1/30} 및 그 인용 예시도 참조. 아래에서 자세히 논의한 바와 같이, SOTP 접근법에 대한 배기홍 교수의 비판도 마찬가지로 설득력이 없습니다.

⁴⁹⁹ 청구인 측 대리인 {Day9/71:5-9}.

삼성물산이 보유한 상장 투자 자산에 대한 (양도)세액을 공제하지 않은 점을 문제삼으며, 마치 가치평가에 오류가 있다는 듯한 입장을 취하였습니다.⁵⁰⁰ 그러나 Mr. Boulton 이 설명한 바와 같이, 다른 애널리스트들과 마찬가지로 그는 상장 투자 자산에서만 세금을 차감하는 대신 삼성물산의 전체 SOTP 가치평가에 지주사 할인율을 적용하였습니다.⁵⁰¹ 상장 투자자산에서 세금을 차감하고 SOTP 가치평가에도 장외 할인을 적용했다면 중복 할인 효과가 발생하기 때문입니다.

203. 또한 Mr. Boulton 의 SOTP 가치평가를 과장된 이상치로 묘사하려는 대한민국의 시도는 아무런 근거가 없습니다. 대한민국과 Dow 교수는 Mr. Boulton 의 계산을 다른 애널리스트들이 추산한 평균 가격과 대조하여 이를 시도하고 있습니다. Dow 교수의 제 2 차 보고서의 그림 4 는 “객관적 관점에서 Mr Boulton QC 가 내린 결론을 분석”하고 있다고 합니다.⁵⁰²



204. 본 그림 4 를 인용하면서, 대한민국 측 대리인은 심리 과정에서 Mr. Boulton 의 가치평가, “평균적인 애널리스트”의 가치평가와 청구인의 2015 년 6 월 서류에 근거한 가치평가사이의 차이를 언급하였습니다.⁵⁰³ 그러나 대한민국의 설명은 (i)그림 4 에 표시된 Mr. Boulton 의 계산 결과값은 지주사 할인율에 대한 금액을 차감하기 전가치평가를 반영한 반면, 그림의 나머지 부분에서 추적된 값은 할인율 적용 이후의 가치평가라는 사실, (ii) Mr. Boulton 의 계산이

⁵⁰⁰ 예를 들어, Richard Boulton {Day7/121:15} – {Day7/123:10} 참조.

⁵⁰¹ Richard Boulton {Day7/183:18} – {Day7/186:5} 참조(“애널리스트들은 투자를 청산하는 것을 전제로 주식을 보지 않습니다. 그들은 시장 가격으로 투자의 가치를 평가한 후 할인율을 적용하고 있으며, 이는 제가 투자를 전체 가격으로 평가한 다음 자산별평가 가치 합산 기법으로 디스카운트를 적용하는 것과 같습니다.”). Boulton 제 2 차 보고서, Section 6.7 {F5/1/60-64} 도 참조(세금을 명시적으로 고려하는 자산 매각 전략 분석을 참조하여 지주사 할인율 계산을 검증함).

⁵⁰² Dow 제 2 차 보고서, 제 27, 29 항 {G3/1/16-17}.

⁵⁰³ 피청구국 측 대리인 {Day7/124:22} – {Day7/125:4}.

그림이 잘못 보여주는 것처럼 특정 기간에 대한 것이 아닌 2015년 7월 16일에 대한 가치평가라는 사실 및 (iii) Mr. Boulton의 계산이 제거하려고 하는 약탈적 합병의 우려에서 비롯된 저조한 주가가 다른 평균치에 반영되었다는 사실을 호도하고 있습니다.⁵⁰⁴ Mr. Boulton이 반대신문에서 분명히 했듯이:

만약 일대일 비교를 한다면 할인율이 적용되었고 합병이 통과되지 않았다는 가정 하의 가격을 보아야 하는데, 마지막 줄을 제외한 모든 가격은 합병이 잠재되고 가능한 합병 기간입니다. 즉 합병이 주가에 영향을 미치고 있습니다. 그래서 단순히 제 수치가 더 높다는 점을 강조하기 위해 위 두 가지 요소를 무시하고 비교를 하는 것은 분석이 아닌 변론에 불과합니다.⁵⁰⁵

205. 오해의 소지가 있는 변론이라는 점 외에도, Mr. Boulton의 SOTP 가치평가에 대한 주된 비판은 본래 대한민국 지주사의 가치평가에 영향을 미치는 요소들을 반영하는 어떠한 할인율도 포함되지 않았다는 점이었습니다. Dow 교수는 자신의 제 1차 보고서에서 두 지주사만을 기초로 평균 약 43%의 지주사 할인율을 제안하면서,⁵⁰⁶ 삼성물산 주식이 거래되었던 약 40%의 할인율이 불변의 진리인 양 주장했습니다. 이에 대해 Mr. Boulton은 대한민국의 다양한 지주사와, 특히 삼성물산의 특징을 참조하여 위 수치를 검증하였습니다.⁵⁰⁷
206. Dow 교수는 이제와서는 Mr. Boulton의 계산이 이와 같이 광범위한 비교 대상 기업들의 지주사 할인율과 일치하지 않는다고 답변하고 있습니다. Mr. Boulton의 추정치는 “상향 왜곡”된 것이고, 이는 지주사 프리미엄을 보유한 재벌을 포함하고 있기 때문이라는 것이 Dow 교수의 주장입니다. Dow 교수의 해법은 단순히 그러한 지주사들을 “이례적”이라면서 배제하는 것입니다.⁵⁰⁸ 달리 말하면, Dow 교수는 자신의 제 1차 전문가 보고서에서 Mr. Boulton의 실수가 한국 시장의 지주사 할인율과 관련된 데이터를 ~~배제~~하는 점에 있다고 주장했습니다. 해당 데이터와 직면하자, Dow 교수는 이제 Mr. Boulton이 *너무 많이 포함시켰다*고 주장합니다. Dow 교수의 분석이 적절하지 않음은 명백합니다.
207. 마지막으로, Dow 교수는 삼성물산의 할인율이 어떤 평균값으로도 회귀하는 경향이 없다고

⁵⁰⁴ Richard Boulton {Day7:125:5} – {Day7/126:1}.

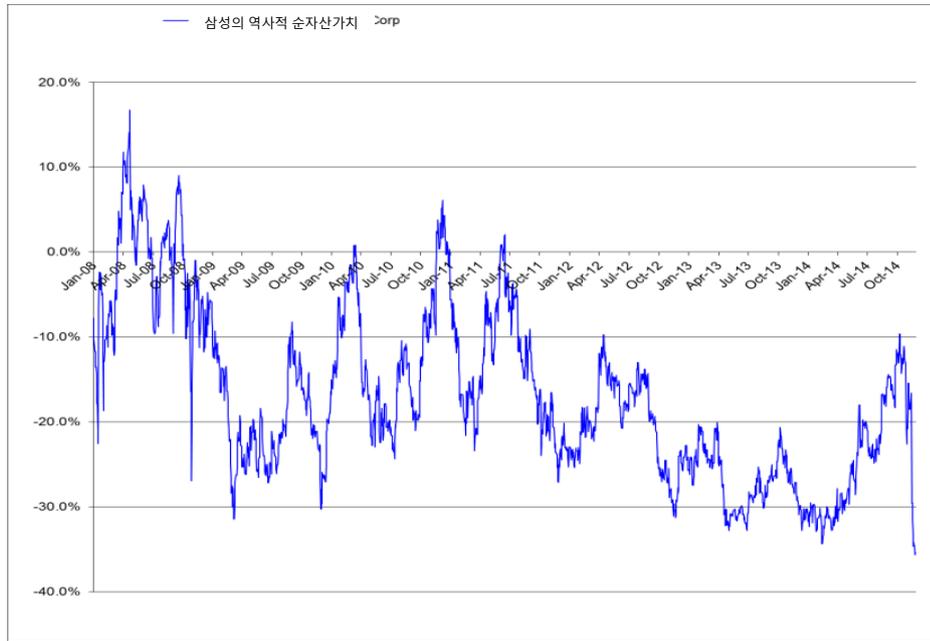
⁵⁰⁵ Richard Boulton {Day7/125:17} – {Day7/126:1}.

⁵⁰⁶ Boulton 제 2차 보고서, 그림 6 {F5/1/49}.

⁵⁰⁷ Boulton 제 2차 보고서, Sections 6.4-6.5 {F5/1/48-56}.

⁵⁰⁸ Dow 제 2차 보고서, 제 184(c)항 {G3/1/87}.

주장합니다.⁵⁰⁹ 그러나 이것이야말로 Mr. Boulton 이 주목한 점입니다.⁵¹⁰ 만약 본건 합병 전까지 관측되고 본건 합병비율에 “반영”된 할인율이 (대한민국과 Dow 교수가 주장하는 바와 같이⁵¹¹) 영구적인 지주사 할인율 때문이라면, 이러한 할인율의 규모는 본건 합병 이후에도 지속되어야 합니다. 그러나 Dow 교수가 자신의 프레젠테이션에 기재한 수치를 보더라도 할인율은 계속 변화하고 있었음이 분명하며, 심지어는 언제나 존재한 것도 아니었음이 증명됩니다.⁵¹² 이는 일반적인 지배구조 요소와 한국 지주사에 적용되는 관련 요소들만으로는 본건 합병 이전에 SOTP/내재가치와 삼성물산 주식의 시가 사이에 관측된 할인율을 충분히 설명할 수 없음을 시사합니다. 동일한 가격 기록을 살펴보면 삼성물산의 SOTP/내재가치 할인율의 장기적 평균은 역사적으로 15%에 달한다는 점도 알 수 있습니다.⁵¹³



208. 이에 따라 관측된 할인율의 약 40% 중 일부는 지주사 할인율로 공정하게 설명될 수 있고 지속될 수도 있지만, 관측된 모든 할인율을 설명하지는 못함을 확인해 주고 있습니다.

⁵⁰⁹ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 33 {J/24/33}; James Dow {Day8/25:11} – {Day8/26:21}; Dow 제 1 차 보고서, 부록 D{G3/1/111-112}.

⁵¹⁰ Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 30 {J/21/30} (“SCT 주가와 NAV 의 역사적인 단절은 일반적인 지배구조나 시장 요인이 SCT 주가의 핵심 동인이 아니라는 증거임”을 관찰함.); Richard Boulton {Day7/25:8-23}.

⁵¹¹ 예를 들어, James Dow {Day8/26:23-25}; 피청구국 측 대리인 {Day2/169:19} 참조.

⁵¹² Dow 프레젠테이션, 슬라이드 33(엘리엇, 삼성물산 순자산가치 분석, 2015. 6. 30.에서 발췌, Exh C-395, “MACRO” 탭) {J/24/33}. 재반박서면, 제 16-17 면 {B/6/20-21} 도 참조.

⁵¹³ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 17 항 {D1/2/9-10} 도 참조(“분석 결과 2007 년 7 월부터 2014 년 11 월까지 삼성물산 주식은 34.3%의 할인율에서 25.8% 프리미엄까지 평균적으로 16%의 할인율에 거래된 것으로 평가되었습니다.”).

C. **MR. BOULTON**의 초과 할인율 계산은 분석적으로 견고합니다

209. 그리하여 Mr. Boulton은 관찰된 할인율이 이처럼 역사적 평균보다 현저히 높게 나타날 수 있는 원인을 분석하였습니다. 그는 해당 할인율이 주가에 영향을 미치는 행위들과 삼성물산이 약탈적 거래의 대상이 된다는 리스크에 대한 시장의 평가 모두를 포괄하는 의미의 터널링에서 비롯된다고 결론짓습니다. 또한 Mr. Boulton은 본건 합병 다음 날, 신설 삼성물산(즉, **합병법인**)에 대한 약탈적 거래 리스크가 (거래가 완료되었기 때문에) 사라졌지만, 그 외에는 아무것도 바뀌지 않았음을 확인하였습니다: 즉, 합병법인은 여전히 삼성 재벌 내 지주사로 남았습니다. 본건 합병 후 존속하는 합병법인의 거래가격과 그 내재가치 사이의 할인은 논리적으로 터널링에 대한 위협에 기인할 수 없으며, 진정한 지주사 할인율을 나타냅니다. 이를 통하여 Mr. Boulton은 본건 합병 이전에 관측된 할인율 중 지주사 할인율을 반영한 부분과 본건 합병과 관련된 터널링에 기인한 부분을 계량화할 수 있게 되었습니다. 이로써 그는 초과 할인율을 아래와 같은 간단한 계산으로 계량화하여 설명하였습니다:

- a. *첫째*, 그는 본건 합병에 관한 요인에 기인하는 삼성물산 주식의 가격 *저평가*가 제일모직 주식의 가격 *고평가*에 반영되어야 함을 인지하고 있습니다. 따라서 Mr. Boulton의 첫 번째 단계는 서로의 초과 할인율과 초과 할증율을 상쇄시키고 결합기업의 순시장가격을 산출하기 위해, 두 회사의 주가를 합산하는 것입니다.⁵¹⁴ Mr. Boulton의 분석의 이러한 측면에 대해 반대신문 과정에서, 피청구국 측 전문가들도 아무런 이의를 제기하지 아니하였습니다.
- b. 초과 할인율을 계량화하는 *두 번째* 단계는 삼성물산과 제일모직의 SOTP 가치평가를 합산하여 결합기업의 순 SOTP 가치를 산출하는 것입니다.⁵¹⁵ 이는 단순한 산술의 문제입니다.
- c. *마지막으로*, Mr. Boulton은 다시 한번 간단한 산술로 합병법인의 SOTP 가치를 시장 가격과 비교합니다. 그 결과 도출된 비율의 차이는 합병법인에 대한 지주사 할인율, 즉 한국 시장 및 재벌 기업들의 지속적인 특성에 기인하기 때문에 본건 합병이 ‘반대’ 표결되더라도 유지될 것으로 예상되는 SOTP 가치와 시가 사이의 할인율 부분을 의미합니다.⁵¹⁶
- d. Mr. Boulton은 이러한 수치를 여러 날짜에 걸쳐 평가했습니다. 본건 합병 발표 전날과 본건 합병 완료일을 기준으로 산정했을 때, 지속이 예상되는 지주사 할인율은 평균 약

⁵¹⁴ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.4 항 {F5/1/52-53}.

⁵¹⁵ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.5 항 {F5/1/53}.

⁵¹⁶ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.5-6.5.6 항 및 그림 7 {F5/1/53}.

5%입니다.⁵¹⁷ 또한 Mr. Boulton 은 좀 더 보수적인 접근으로, 자신의 최초 계산 후 30 일 내 내재된 최대 지주사 할인율이 약 13.9%였다는 점을 발견하였습니다.⁵¹⁸

210. 이를 근거로, Mr. Boulton 은 본건 합병비율에 반영되어 있다고 확인된 약 40%의 할인율 중에서 5% 내지 15%가 지주사 할인율을 반영한 것으로 보는 것이 적절하다는 결론을 내렸습니다.⁵¹⁹ 그 이상의 할인율은 주가에 영향을 끼치려는 삼성의 시도가 직접적인 원인이거나 약탈적 합병에 대한 시장의 두려움을 간접적인 원인으로 하는 초과 할인율입니다.
211. Mr. Boulton 의 합병법인 분석에 대한 대한민국의 반대신문은 그의 가정이나 방식에 대해 다투기보다 오히려 Mr. Boulton 이 한국 자본시장에 대한 전문성을 주장하지 않고도 어떻게 이러한 초과 할인율을 계량화할 수 있는지 여부에 집중되었습니다.⁵²⁰ 한편 본건 합병 직후의 신설 삼성물산에는 합병 이전 (구) 삼성물산에게 적용되었던 터널링 리스크가 적용되지 않는다는 것이 ⁵²¹ 배기홍 교수의 “괴리” 분석의 전제라는 점은 아래에서 살펴보도록 하겠습니다.⁵²² 이는 명백한 사실이기도 합니다: 이미 부정은 저질러졌습니다. 그리고 Mr. Boulton 이 주장한 바와 같이, 잔여 지주사 할인율을 계량화하는 것은 “가치평가의 질문”이며, Mr. Boulton 이 한국 자본시장에서 특별한 전문성을 요구하지 않고 충분히 수행할 수 있는 계산을 수반하며 대한민국도, 피청구국 측 전문가들도 의문을 제기하지 않았습니다.⁵²³
212. 결과적으로 Mr. Boulton 은 가정적 시나리오에서 SOTP/NAV 를 계산하기 위해서는 삼성물산의 내재적 가치에 최대 5% 내지 15%의 할인율이 적용되어야 한다고 결론지었습니다. 이는 주당 한화 98,083 원 내지 109,622 원의 SOTP/NAV 가치를 의미합니다.⁵²⁴ 최근에야 제출된 증거에 따르면, 딜로이트가 삼성으로부터 터널링 합병을 정당화하기 위한 삼성물산에 대한 가치평가를 지시받은 후 수행한 최초의 계산은 주당 한화 97,129 원이었습니다.⁵²⁵ 반면 딜로이트가 인정한 바와 같이, 이는 거래된 주가에 기반한 법정 산식과 비교시 합병비율 측면에서 “완전히 반대되는 결과”를 산출했지만,⁵²⁶ 동시에 Mr.

⁵¹⁷ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.7-6.5.13 항 및 그림 8 {F5/1/53-55}.

⁵¹⁸ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.14-6.5.16 항 및 그림 9 {F5/1/55-56}.

⁵¹⁹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.17-6.5.19 항 {F5/1/56}.

⁵²⁰ Richard Boulton {Day7/146:12} – {Day7/149:9}, {Day7/150:14} – {Day7/152:2} 참조.

⁵²¹ 배기홍 보고서, 제 54-63 항 {G5/1/30-34}.

⁵²² 하기 제 220-226 항 참조.

⁵²³ Richard Boulton {Day7/148:10} – {Day7/149:9}.

⁵²⁴ Boulton 제 2 차 보고서, 그림 66 {F5/1/169}.

⁵²⁵ 5. 21. 딜로이트 보고서, Exh C-775 {C/775}. 이 수치는 딜로이트의 SOTP/NAV 가액 14 조 3000 억원을 당시 발행된 삼성물산 주식 147,227,207 주로 나눈 값입니다. (보고서 초안 2, 6 페이지 참조{C/775/3} {C/775/7}).

⁵²⁶ 5. 21. 딜로이트 보고서, Exh C-775, 제 2 면 {C/775/3}.

Boulton 이 매긴 삼성물산의 가치평가 범위를 뒷받침하고 있습니다.

D. 적합한 가정적 시나리오는 합병이 이루어지지 않는 것입니다

213. 앞서 요약한 바와 같이, 청구인의 손해액 분석의 첫 단계는 본건 합병에서 삼성물산이 얼마나 저평가되었는지를 판단하기 위해 본건 합병 표결 직전의 삼성물산을 가치 평가하는 것입니다. 대한민국의 협정 위반으로 인해 발생한 손실에 대한 배상을 결정함에 있어 중재판정부가 해야 할 일은 만약 대한민국이 협정을 위반하지 않았다면 청구인이 삼성물산 주식에 대한 투자로 실현할 수 있었던 가치를 확인하는 것입니다. 청구인은 삼성물산 주식을 매도함으로써 삼성물산 주식에 대한 투자 이익을 실현하였을 것이므로, 대한민국이 협정을 위반하지 않았다면 본건 합병 의결권 행사와 삼성물산 주가에 어떤 영향을 미쳤을 지가 논점이 됩니다. 이것이 표준적인 가정적 분석법입니다.
214. Mr. Boulton 은 가정적 분석을 수행함에 있어 대한민국의 협정 위반으로 인해 본건 합병이 승인되었다는 청구인의 전제를 채택하였습니다. 이에 대한 가정적 시나리오가 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하고, 그에 따라 본건 합병이 무산되는 경우임은 명백합니다.⁵²⁷
215. 가정적 분석에 대한 대한민국의 일차적인 반응은 가정적 분석을 무시하는 것입니다. Dow 교수는 자신의 서면 보고서에서 우선 적절한 가정이 무엇인지를 다루는 것을 거부하며, 대신 대한민국이 협정을 위반하지 않았더라도 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결을 했거나⁵²⁸ 어찌되었건 본건 합병이 승인되었을 수도 있었다는 법적 및 사실관계에 대한 주장을 펼칩니다.⁵²⁹ 그의 전문성을 벗어날 뿐만 아니라 모든 증거와 주주 총회의 결과에 대한 기본 산술에 반하는 이러한 주장은 앞서 반박된 바 있습니다.⁵³⁰ 더 나아가 심리에서 언급된 바와 같이, Dow 교수가 오직 자신이 답하고자 하는 문제만을 선택적으로 답할 수는 없습니다.⁵³¹ Dow 교수가 청구인이 제시한 가정을 다루기를 거부한 것은 그가 수행할 의무가 있는 분석을 거부한 또 하나의 예시입니다.⁵³² 잘못된 가정적 시나리오에 대한 그의 입장은 중재판정부에 아무런 도움이 되지 않으며 배척되어야 합니다.

⁵²⁷ Boulton 제 2 차 보고서, Sections 3.2-3.3 {F5/1/26-28}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 26-27 {J/21/26-27}.

⁵²⁸ Dow 제 2 차 보고서, 제 99 항 {G3/1/47-48} 참조.

⁵²⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 100 항 {G3/1/48} 참조.

⁵³⁰ 상기 Section V 참조.

⁵³¹ 청구인 측 대리인 {Day9/71:19} – {Day9/72:13} 참조.

⁵³² James Dow {Day8/160:15-17} 참조(“재판부가 저에게 가정적 조건에서 어떤 일이 발생했을지에 대한 예측을 기대하는 것은 적절하지 않다고 생각합니다.”). 상계서, {Day8/160:20} – {Day8/161:9}, {Day8/162:19-24} {Day8/198:12-20} {Day8/200:7-17} 도 참조.

E. 본건 합병의 부결은 삼성물산 주가의 즉각적이고 상당한 상승을 초래했을 것입니다

216. 대한민국과 대한민국의 전문가들은 본건 합병이 부결되었을 경우 삼성물산 주가가 어떻게 되었을지에 대한 질문에 대한 명확한 답을 회피하고 모호하게 논점을 흐리기 위해 노력합니다. Dow 교수는 우선 불가지론을 주장하고, 견해를 표명하도록 했을 때는 근거 없는 추측을 남발하다가, 마침내는 잘 모르겠다며 본건 합병의 부결이 삼성물산의 주가에 미쳤을 영향에 대해 어떠한 종류의 신뢰성 있는 예측도 그저 불가능할 뿐이라고 주장합니다.⁵³³ 배기홍 교수는 예측을 뒷받침하는 분석의 힘에 대해 좀더 자신감이 있습니다. 그러나 그는 왜곡된 분석을 통하여 본건 합병의 무산이 어쨌거나 삼성물산의 주가를 하락시켰을 것이라고 역시 주장을 펼칩니다.⁵³⁴

217. 청구인은 이어지는 항목에서 중재판정부가 이러한 접근법을 모두 배척하고, 그 대신에 Mr. Boulton 의 실증적으로 견고한 분석과 적절한 가정적 시나리오에서 삼성물산의 주가가 즉각적으로 상당히 상승하였을 것이라는 Mr. Boulton 의 결론을 인용하여야 하는 이유를 설명합니다.

1. 본건 합병의 무산이 삼성물산 주가에 미쳤을 영향에 대한 Dow 교수의 추측은 근거가 없습니다

218. 본건 중재에서 다루어야 할 실제 가정인, 대한민국이 협정을 위반하지 않아 본건 합병이 부결되었다는 가정을 분석하도록 압박을 받자, Dow 교수는 자신의 서면 보고서에서 삼성물산의 주가에 미치는 영향을 “알 수 없다”고 주장합니다.⁵³⁵ 이는 그 자체로 어떠한 의견도 없다는 것으로, 중재판정부에서는 이를 더이상 고려할 필요도 없습니다.

219. Dow 교수는 심리에서 이보다 더 나아가, 삼성물산 주주들과 광범위한 시장이 여전히 삼성의 복잡한 기업 구조와 관련 기업 지배구조 이슈에 부딪혔을 것이기 때문에, “별로 달라지는 것은 없었을 것”이라는 근거 없고 설득력 없는 추측을 제시하였습니다.⁵³⁶ 중재판정부는 최소한 세 가지 이유로, 이와 같이 뒤늦게 제시된 짜맞추기 억측을 배척해야 합니다:

- a. 첫째, 이러한 생각들은 대한민국이 협정을 위반하지 않았다면 국민연금이 어떻게 표결했을지에 관한 그의 추측과 마찬가지로 Dow 교수의 전문 분야와 상관이 없습니다.⁵³⁷

⁵³³ 예를 들어, James Dow {Day8/200:22} – {Day8/204:15} 참조.

⁵³⁴ 예를 들어, 배기홍 프레젠테이션, 슬라이드 21 {J/20/21} 참조.

⁵³⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 102 항 {G3/1/48}; James Dow {Day8/156:11-21}.

⁵³⁶ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 26-27 {J/24/26-27}.

⁵³⁷ James Dow {Day8/45:14-16} (“문. 그렇다면 한국이나 한국 경제에 대한 특정 전문 지식이 없습니까? 답. 예, 그렇습니다.”).

- b. 둘째, 가정적 상황에서 시장이 삼성물산을 어떻게 보았을지에 관한 Dow 교수의 추측은 증거에 의해 입증되지 않았을 뿐만 아니라, 심리에서 지적인 바와 같이⁵³⁸ 본건 합병이 부결되었다면 어떻게 되었을지에 대해 삼성과⁵³⁹ 국민연금을⁵⁴⁰ 포함한 당시의 관찰자들이 실제로 **생각했던** 바, 즉 삼성물산의 주가가 “” 것이라고 생각했다는 증거가 보여주는 내용과 정면으로 배치됩니다.⁵⁴¹
- c. 셋째, 역시 심리에서 지적인 바와 같이, Dow 교수의 추측은 삼성물산 주주들에 의한 본건 합병의 부결이라는 패러다임의 변화를 일으키는 사건의 의미를 완전히 간과하고 있습니다.⁵⁴² “별로 달라지는 것은 없었을 것”이라는 Dow 교수의 막연한 추측과는 달리, 본건 합병의 부결은 국민연금이 주도하는, 재벌 일가와 연계되지 않은 주주 집단의 부정적 지배권 행사를 상징적으로 보여주었을 것이기 때문입니다.⁵⁴³

2. 이 가정에 대한 배기홍 교수의 분석은 근본적인 오류가 있으므로 중재판정부는 이를 배척하여야 합니다

220. 배기홍 교수는 이른바 “괴리”에 대한 근시안적이고 기술적으로 잘못된 분석을 제시하며, 삼성물산 주주들에 의한 터널링 합병의 부결이 어떻게든 주가를 하락시켰을 수 있다고 하며, 따라서 청구인이 가정적 시나리오에서 이익을 얻지 못했을 것이라고 주장합니다.⁵⁴⁴ 즉, 배기홍 교수는 9 조 원의 절도를 당한 피해자가 된 것이⁵⁴⁵ 삼성물산 주주들에게 좋은

⁵³⁸ James Dow {Day8/159:2} – {Day8/161:9}.

⁵³⁹ 시장 전망 분석(案), 2015. 6. 10., **Exh C-759**, 제 37773 면 {C/759/2}.

⁵⁴⁰ 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015. 7. 10., **Exh R-128**, 제 6 면 {R/128/7} (국민연금 리서치 팀장 가 “엘리엇 공시 이후 합병 성사 가능성이 100% 는 아닌 것으로 보여 제일모직을 일부 줄이고 삼성물산을 늘렸음. 합병 무산시 지분경쟁 가능성도 있어 보여, 제일모직 대비 삼성물산의 주가가 강세를 보일 것으로 판단하였기 때문임.”); 서울고등법원 2016. 5. 30.자 2016 라 20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정, **Exh C-53**, 제 17-18 면 {C/53/17-18} (“합병이 무산된다면...상승여력이 40%에 이를 것으로 보인다”라는 한화투자증권의 예측을 인용함).

⁵⁴¹ 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 8., **Exh C-510**, 제 15 면 {C/510/12} (“”).

⁵⁴² 청구인 측 대리인 {Day1/190:19} – {Day1/192:10}.

⁵⁴³ Curtis Milhaupt {Day6/13:23} – {Day6/16:2}, {Day6/42:25} – {Day6/43:6}; Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 8 항 {J/19/8} (본건 합병의 무산은 “한국 기업 지배구조에 관하여 매우 중요한 사건이었을 것”이라고 설명함); Milhaupt 보고서, 제 83-89, 93 항 {F6/1/30-34}; Richard Boulton {Day7/24:6-24} (“만약 가능성에 영향을 미치는 요소가 주가에 10% 영향을 미칠 수 있다면 (이들 중 몇몇이 그러하듯이) 최종적인 뉴스, 즉 합병이 통과되지 않는 것은 더 극적인 효과를 낼 것입니다.”); Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.10, 3.3.4, 5.3.1-5.3.4, 6.5.10 항 {F5/1/13-14} {F5/1/27} {F5/1/38} {F5/1/54}. James Dow {Day8/165:23} – {Day8/166:1} 도 참조.

⁵⁴⁴ 배기홍 보고서, 제 60-63 항 {G5/1/32-34}. Dow 교수는 이러한 의견을 직접적으로 부정하지 않지만, 그가 반대신문 과정에서 명확히 했듯이, 본건 합병비율에 대한 그의 믿음이 “터널링” 합병 가능성을 배제하므로 개념적으로 불가능하다고 판단합니다. James Dow {Day8/187:4-6}.

⁵⁴⁵ Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 6, 14 항 {J/21/6} {J/21/14}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 7.2.6 항 {F5/1/68}.

일이었다고 주장합니다.

221. 이 분석의 부조리함은 반대신문 도중에 드러났습니다. 배기홍 교수의 주장을 간단히 말하자면, 합병이 삼성물산 주주들의 “매우 상당한 정도의 부를 편취”하는 “가치 파괴적인 거래”임에 동의하면서도, 합병이 부결되더라도 [REDACTED] 부회장과 삼성이 가치를 다시 흠칠 수 있는 동기와 수단을 가지고 있으므로 “소수주주에게 나쁜 소식이었을 것”이라는 주장입니다.⁵⁴⁶ 물론 이러한 주장은 그 누구도 아닌 [REDACTED] 부회장 본인이 [REDACTED] 고 했다는 당시 증거와 정면으로 충돌합니다.⁵⁴⁷
222. 배기홍 교수는 자신의 전문가 보고서에서 본건 합병이 부결될 경우 “괴리”(터널링 리스크를 암시하는 의결권과 현금흐름 권리 사이의 격차)가 그대로 유지되었을 것이지만 본건 합병이 성사되면 괴리가 제거되었을 것이라고 계산함으로써, 이와 같은 주장이 마치 더 정교한 방식인 것처럼 제시합니다.⁵⁴⁸ 그러나 여기에는 본건 합병 이후 괴리 감소의 실제 의미에 대한 인식이 완전히 누락되어 있습니다: 금고가 비워지면 흠칠 것도 남아 있지 않습니다. 배기홍 교수는 리스크의 실현(터널링 리스크의 실제 발생시 삼성물산 주주들에게 가해진 손해)보다 리스크의 신호(괴리 비율)를 분석적으로 우선시하고 있습니다.⁵⁴⁹ Milhaupt 교수가 밝혔듯이, 괴리를 줄이는 것은 추상적으로는 장래의 기업 지배구조 리스크를 줄일 수 있지만 “만약 터널링이 재벌의 주요 기업지배구조 문제라면... 터널링이 동시에 그 문제에 대한 해결책이 될 수는 없다”는 것입니다.⁵⁵⁰
223. 배기홍 교수의 두 번째 주장은 삼성물산과 삼성 일가가 삼성물산이 소유한 삼성전자의 지분 등 삼성의 상장 계열사 지분을 청산할 명시적인 의도가 없었기 때문에, 청구인은 자신의 삼성물산 주식을 매도함으로써 Mr. Boulton 이 산정한 가치를 실현하지 못했을 것이라는 것입니다.⁵⁵¹ 중재판정부의 질문에 대하여, 배기홍 교수는 삼성물산의 삼성전자 및 삼성 SDS 지분을 가상의 건설회사가 자산의 절반을 “매우 비싼 그림”에 투자하였으나 매각 의사가 없는 것에 비교하였습니다.⁵⁵² 배기홍 교수는 투자 목적으로 보유하는 그림의 가치가 없지만(즉, 내재가치에 할인율이 적용됨), 이는 “시장가격으로 평가되어서는 안된다”고

⁵⁴⁶ 배기홍 {Day6/98:1-2} {Day6/122:12-16} {Day6/115:1-18}.

⁵⁴⁷ [REDACTED], 국민연금공단 이사장 회의 기록, 2015. 7. 7., **Exh C-413**, 제 1 면 {C/413/1}. 시장 전망 분석(案), 2015. 6. 10., **Exh C-759**, 제 37773-37774 면 {C/759/2-3} 도 참조.

⁵⁴⁸ 배기홍 보고서, 제 54-63 항 {G5/1/30-34}.

⁵⁴⁹ Curtis Milhaupt {Day6/16:17-25} (“괴리는 단순히 잠재적인 이해 상충을 나타냅니다. 그 자체로는 소수주주에게 해를 끼치지 않습니다. 지배주주 일가가 이해상충적인 행위를 할 때 피해가 발생합니다.”); Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 9 {J/19/9}. Milhaupt 보고서, 제 55-56 항 {F6/1/19-20} 도 참조.

⁵⁵⁰ Curtis Milhaupt {Day6/17:1-19}.

⁵⁵¹ 배기홍 보고서, 제 66-73 항 {G5/1/35-38}; 배기홍 {Day6/89:3-6}.

⁵⁵² 배기홍 {Day6/139:5} – {Day6/140:2}.

강조하였습니다.⁵⁵³

224. 여기에서의 시장 가격 책정에 대한 배기홍 교수의 항변이 (Dow 교수를 통해) 대한민국이 시장 가격에 대하여 부여하려는 우월적 지위와 상충된다는 점은 차치하더라도,⁵⁵⁴ 이와 같은 그림 비유는 여러 가지 이유로 잘못되었습니다. 첫째, 배기홍 교수의 접근 방식은 지주사 할인율을 이중 계산하는 효과가 있는데, 바로 지주사 할인이 삼성 일가의 존재에 대한 시장의 평가를 반영하는 것이기 때문입니다.⁵⁵⁵
225. 둘째, 삼성 일가가 삼성전자와 같은 회사에 대한 삼성물산 보유 지분을 청산하지 않았을 것이라는 배기홍 교수의 주장은 청구인이 입은 손해인 삼성물산의 SOTP/내재가치와 그 거래 가격 간의 할인율이 본 합병이 부결되는 가정적 시나리오에서 어떻게 변화했을지에 대한 평가와 무관합니다. 즉 적합한 질문은 삼성이 소수주주의 이익을 침해할 리스크가 완화되었는지 여부입니다. 배기홍 교수의 자체 분석에서 터널링 리스크가 차지하는 본질적 역할을 고려할 때, 이러한 리스크의 상당한 감소는 회사 주가에 미치는 할인율을 상당히 줄이는 결과로 이어져야 합니다. 그러나 배기홍 교수는 본건 합병에 대한 ‘반대’ 표결이 장래의 터널링 시도에 대한 억제적 효과를 가지지 못할 것이라고 주장합니다.⁵⁵⁶ 청구인 측 한국 자본시장 전문가인 Milhaupt 교수가 반복적으로 명확히 밝혔듯이, 이러한 주장은 현실을 부정하는 억지일 뿐입니다.⁵⁵⁷
226. 배기홍 교수의 마지막 책략은 현대 합병과의 부적절한 비교입니다. 그는 현대모비스 지배구조 개편을 분석하고, 해당 합병의 부결 후 가격 하락이 “합병 부결시 삼성물산 주가에 어떤 영향이 있었을지를 추측할 수 있는 좋은 벤치마크가 될 수 있다”며, 즉 “삼성물산 주가는 실제로 하락하였을 것”이라고 합니다.⁵⁵⁸ Mr. Boulton 이 경고한 바와 같이, 가정적 시나리오에서 삼성물산에게 어떤 일이 발생했을 지에 대하여 현대모비스와 현대글로벌의 합병 철회는 적절한 유사 사례가 아니므로 이를 벤치마크로 사용하는 것은 “매우 잘못되었”으며 “정말 위험”합니다.⁵⁵⁹ 현대자동차의 주식을 보유하고 있던 현대모비스는

⁵⁵³ 배기홍 {Day6/140:8-11}.

⁵⁵⁴ 배기홍 교수는 이후에 재차 자신의 입장을 변경하였습니다. 배기홍 {Day6/143:12-13} 참조.

⁵⁵⁵ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.3.15-6.3.20 항 {F5/1/43-44} 참조. Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 34 {J/21/35}; Richard Boulton {Day7/26:16} – {Day7/27:12} 도 참조(“평가자들은 주관적인 의도를 보지 않습니다. 제가 집을 팔 생각은 없지만, 만약 부동산 중개인이 제 집의 가치가 백만 파운드라고 한다면, 비록 저의 의도가 그 집을 저의 가족 주택으로 보유하는 것이라고 하더라도 그 집은 여전히 백만 파운드의 가치가 있습니다.”).

⁵⁵⁶ 예를 들어, 배기홍 보고서, 제 76-82 항 {G5/1/40-43} 참조.

⁵⁵⁷ Curtis Milhaupt {Day6/13:23} – {Day6/16:2}, {Day6/17:21} – {Day7/18:24}, {Day6/23:6-22}, {Day6/42:25} – {Day6/43:6}; Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 8 항 {J/19/8}; Milhaupt 보고서, 제 83-89, 93 항 {F6/1/30-34} 참조. Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.10, 3.3.4, 5.3.1-5.3.4, 6.5.10 항 {F5/1/13-14} {F5/1/27} {F5/1/38} {F5/1/54} 도 참조.

⁵⁵⁸ 배기홍 보고서, Section VI.C(제목) 및 제 86 항 {G5/1/43} {G5/1/45}.

⁵⁵⁹ Richard Boulton {Day7/28:9} – {Day7/29:16}; Boulton 프레젠테이션, 슬라이드 35 {J/21/35}.

실제로 과거에 현대모비스에서 분할되었고 시장 가격이 없었으므로, 해당 거래에서의 합병비율은 해당 법인의 내재가치를 토대로 산정되었습니다.⁵⁶⁰ 현대 합병은 본건 합병 부결시 삼성물산 주가가 어떻게 변동했을지에 대한 아무런 정보도 제공하지 않습니다.

3. 중재판정부는 Mr. Boulton 의 견고한 가정적 분석을 인용해야 합니다

227. 배기홍 교수의 괴리 분석이 실제로는 Mr. Boulton 의 합병법인 분석의 전체를 오히려 뒷받침한다는 점이 증명된 이상, 결국 남는 것은 Dow 교수의 불가지론에 기반한 “무너뜨리자”는 허무주의입니다. 그러나 주주 의결권 행사를 통해 본건 합병이 무산되면 삼성물산 주가가 어떻게 반응하였을지를 우리가 합리적으로 예측할 수 없다며 그저 포기해버리는 Dow 교수의 주장은 명백하게 잘못되었습니다. 실제로, 중재판정부는 확고한 근거들에 비추어 그러한 예측을 확인할 수 있습니다: (i) 본건 합병의 부결 소식이 주가에 “즉각적”으로 반영된다는 시계열 예측을 결정하는 시장 효율성에 관한 양 당사자의 전문가들의 의견 일치,⁵⁶¹ (ii) (배기홍 교수의 자체 괴리 분석에서 설명하는 바와 같이) 터널링 리스크가 제거됨으로 인해 본건 합병이 결정된 때에 실제로 사라졌던 것으로 관찰되는 40% 할인율의 부분을 분리시키는 Mr. Boulton 의 합병법인 분석과,⁵⁶² (iii) 지속적인 지주사 할인율의 규모에 대한 교차 검증으로서 삼성물산의 내재가치에 대한 역사적인 할인율의 평균입니다.⁵⁶³
228. 시장 가격에 대한 자신의 견해에 매몰됨으로써, Dow 교수는 가정적 시나리오에서 삼성물산의 주가에 대한 독자적인 분석을 회피합니다. 그는 반대 신문에서 “중재판정부가 가정적 [시나리오에서] 무슨 일이 발생했을지에 대해 제가 예측하기를 원하면 안 된다고 생각합니다”라고 솔직히 말한 바 있습니다.⁵⁶⁴ 대신 Dow 교수는 Mr. Boulton 의 방법론에 대한 비판에 집중합니다. 이러한 각각의 비판은 핵심을 놓치고 있습니다.
229. Dow 교수의 제 2 차 보고서는 Mr. Boulton 의 가치평가가 삼성물산의 주가에 지속적인 영향을 주는 *장래의* 약탈적 거래 리스크를 포함하지 않기 때문에 “논리적으로 일관성이 부족하다”는 주장으로 시작합니다.⁵⁶⁵ 배기홍 교수를 따르면서 시장의 “논리”에 대한 Dow 교수의 입장을 인정하기 위해서는 대한민국에서 가장 유력한 재벌가에 대한 국민연금의 반대가 아무런

⁵⁶⁰ Richard Boulton {Day7/29:2-6}. Milhaupt 프레젠테이션, 부속서 III, 슬라이드 15 {J/19/15}; Curtis Milhaupt {Day6/20:7} – {Day6/21:5} 도 참조.⁵⁶¹ James Dow {Day8/171:8-11} {Day8/171:21} – {Day8/172:2}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 5.3.2 항 {F5/1/38}.

⁵⁶¹ James Dow {Day8/171:8-11} {Day8/171:21} – {Day8/172:2}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 5.3.2 항 {F5/1/38}.

⁵⁶² 상기 제 209-211 항 참조.

⁵⁶³ Smith 제 2 차 증인진술서, 제 17 항 {D1/2/9-10} (“분석 결과 2007 년 7 월부터 2014 년 11 월까지 삼성물산 주식은 34.3%의 할인율에서 25.8% 프리미엄까지 평균적으로 16%의 할인율에 거래된 것으로 평가되었습니다.”).

⁵⁶⁴ James Dow {Day8/160:15-17}.

⁵⁶⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 169-172 항 {G3/1/79-81}.

영향력이 없었을 것이라고 가정해야 합니다. Milhaupt 교수의 분석은 그러한 주장이 타당하지 않음을 보여줍니다.⁵⁶⁶

230. 이어 Dow 교수는 Mr. Boulton 의 접근법에 따를 경우 합병 승인 가능성에 영향을 미치는 뉴스에 따른 삼성물산과 제일모직의 주가 실적에 대한 소위 “독자적인 시장 분석”으로 Mr. Boulton 의 예상 주가 변동에 대한 분석의 “실증적” 기반을 공격합니다.⁵⁶⁷ 반대신문에서 나타난 바와 같이, 실제로 이 시장 테스트는 원칙없이 입맛에 맞게 선별된 날짜들에 행해졌을 뿐만 아니라 심지어는 Dow 교수 스스로의 사례 연구 방법론조차 일관되게 적절히 적용하지 못하여 오류투성으로 점철되었습니다.⁵⁶⁸
231. Dow 교수는 삼성엔지니어링과 삼성중공업 사이의 합병 중단에 대한 주가 반응과, 또 배기홍 교수도 다룬 현대자동차 그룹 내에서 지배구조 개편안을 인용하면서, Mr. Boulton 의 가정적 분석이 “사실관계와 불일치”한다는 결론을 내립니다. Dow 교수는 이 두 경우 Mr. Boulton 이 가정적 시나리오에서 발생했을 가능성이 있다고 판단한 즉각적인 주가 상승이 드러나지 않았다고 보았습니다.⁵⁶⁹
232. 그러나 Dow 교수는 이러한 합병들이나 본건의 *사실관계*를 다루려고 하지 않습니다. 현대의 사례와 본건 합병 간의 차이점은 위에서 설명한 바 있습니다.⁵⁷⁰ 삼성엔지니어링 및 삼성중공업 거래와 관련하여서는 본 합병안이 주주들의 승인을 받았지만 주주들이 의결권을 행사한 지 1 개월 이상 지난 후에 회사의 이사회에서 주식매수청구권의 행사를 이유로 합병을 포기하였다는 사실을 Dow 교수는 간과하고 있습니다.⁵⁷¹ 그리고 무엇보다도 중재판정부에서는 터널링 합병의 위협이 현실화되어 삼성물산 주가에 실제로 일어났던 것을 토대로 하여 가정적 관점에서 삼성물산의 초과 할인율이 어떻게 되었을지를 예측할 수 있기 때문에, 다른 재벌 기업의 주식 이동이라는 부적절한 비교를 원용할 필요가 없습니다. 이것이 바로 Mr. Boulton 의 합병법인 분석이 보여주는 것입니다.
233. 마지막으로, 앞서 언급한 바와 같이, Mr. Boulton 이 삼성물산의 주가에 대한 잔여 지주사 할인율로 계산한 5~15%의 범위는 삼성물산의 장기적인 역사적 평균 NAV 대비 할인율인 약

⁵⁶⁶ Curtis Milhaupt {Day6/13:23} – {Day6/16:2}, {Day6/17:21} – {Day7/18:24}, {Day6/23:6-22}, {Day6/42:25} – {Day6/43:6}; Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 8 항 {J/19/8}; Milhaupt 보고서, 제 83-89, 93 항 {F6/1/30-34} 참조. Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.10, 3.3.4, 5.3.1-5.3.4, 6.5.10 항 {F5/1/13-14} {F5/1/27} {F5/1/38} {F5/1/54} 도 참조.

⁵⁶⁷ Dow 제 2 차 보고서, 제 174-180 항 {G3/1/81-85}.

⁵⁶⁸ James Dow {Day8/130:22} – {Day8/156:2} 참조.

⁵⁶⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 190-201 항 {G3/1/89-93}.

⁵⁷⁰ 상기 제 226 항 참조.

⁵⁷¹ Milhaupt 프레젠테이션, 부속서 III, 슬라이드 15 {J/19/15}; “삼성중공업-삼성엔지니어링 합병 무산”, 한겨레, 2014. 11. 19., Exh R-72 {R/72/1}; “삼성중공업, 삼성엔지니어링과의 합병무산...주가 급락”, 중앙데일리, 2014. 11. 19., Exh R-70 {R/70/1}.

15%과 맞아떨어집니다.⁵⁷² 이는 가정적 시나리오의 예상 주가 변동에 대한 Mr. Boulton 의 계산이 충분한 근거가 있다는 교차 검증을 제공합니다.

F. 거래 이익 추정과 ROSINVESTCO 에 관한 대한민국의 주장은 논점을 흐릴 뿐입니다

234. 결과적으로, 본 사건의 손해액 쟁점은 간명합니다. Mr. Boulton 의 의견은 관련 시장과 삼성물산의 주요 특징들에 대한 광범위한 공감대를 기초로 하고 있습니다. 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 수 조원의 가치를 이전한 본건 합병이 만약 부결되었을 경우 삼성물산의 주가는 오직 한 가지 영향(국민연금이 언급한 바와 같이 “”)만을 받을 수 있었음을 국민연금과 삼성 등 관심을 기울이던 모든 사람들이 알고 있었다는 점은 당시 증거로 뒷받침됩니다.⁵⁷³ 이러한 현실에 부딪히자, 삼성물산의 그 어떠한 대체 가치평가도 제시하지 않은 채 손해에 대한 모 아니면 도 접근법을 선택함으로써, 대한민국의 손해 산정에 대한 입장은 지엽적인 주장들로 국한됩니다. 특히 대한민국은 거래 이익에 관한 잘못된 주장을 반복하고 본건과 RosInvestCo 사건 간의 왜곡되고 본질적으로 존재하지도 않는 유사성을 이끌어 내려는 허튼 노력을 할 수 밖에 없습니다. 아래에서 입증하는 바와 같이, 이러한 쟁점들은 관련성이 없으며 간단히 배척될 수 있습니다.

1. 거래이익 추정에 관한 대한민국의 주장은 잘못되었고 본건과 관련성도 없습니다

235. 중재판정부가 알고 있는 바와 같이, 청구인의 청구는 청구인이 삼성물산 주식에 대한 투자로 입은 즉각적인 거래 손실이 아닌 본건 합병으로 인한 손해, 즉 대한민국이 협정을 위반하지 않았다면 청구인이 삼성물산 주식으로 실현했을 이익에 대한 것입니다.

236. 대한민국은 최종 구두 변론에서 본건 합병의 부결 후 삼성물산 주가가 명백하게 상승했을 것이라는 점으로부터 주의를 돌리기 위해 청구인의 거래 결과가 “본건의 시작이자 끝”이라는 잘못된 주장을 하였습니다.⁵⁷⁴ 실제로, 사실관계들은 본 중재판정부에 제기된 청구가 보수적임을 입증할 뿐입니다.

237. 청구인이 자신의 삼성물산 주식에 대해 거래 손실을 입었다는 사실에 대해서는 다툼이 없습니다.⁵⁷⁵ 다툼은 이러한 손실의 정확한 규모에 대한 것입니다. Mr. Smith 의 제 4 차 증인진술서에 기재된 바와 같이, 청구인은 6,856 억 원을 투입하여 삼성물산 주식

⁵⁷² 상기 제 207 항 참조.

⁵⁷³ 증인 에 대한 증인신문 녹취서(에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017. 5. 8., **Exh C-510**, 제 15-16 면 {C/510/12-13}.

⁵⁷⁴ 피청구국 측 대리인 {Day9/86:25} – {Day9/87:1}.

⁵⁷⁵ 피청구국 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 39 {J/23/39} 참조.

11,125,927 주를 취득하였고,⁵⁷⁶ 이를 처분하면서 5,823 억 원을 회수하였습니다.⁵⁷⁷ 따라서, 청구인은 자신의 삼성물산 주식에 대하여 1,039 억 원(약 미화 8,700 만 달러)의 거래 손실을 입었습니다.⁵⁷⁸

238. 대한민국은 이런 거래 손실 금액을 낮게 산정했는데, 이는 청구인이 삼성물산과의 합의 계약에 따라 *대한민국에 납부한 540 억 원의 세금을* 청구인의 ‘수령 총액에 포함한 결과로 보입니다.⁵⁷⁹ 합의 계약이 본건 합병의 과정에서 과세 대상 회사의 환매 주식을 수반하였기 때문에 청구인은 해당 금액을 받지 않고 *대한민국에게* 지급하였으므로, 이러한 세금은 청구인의 거래 손실 계산에 포함되지 않아야 합니다.
239. 청구인이 심리에서 확인한 바와 같이, 엘리엇은 제일모직 스왑에서 거래 이익을 얻었습니다.⁵⁸⁰ Mr. Smith가 설명한 바와 같이, 엘리엇은 때때로 과대평가되었다고 판단한 증권에 “숏” 포지션을 취하여 이익을 추구합니다.⁵⁸¹ 엘리엇의 제일모직 숏 스왑은 Mr. Smith가 확인한 바와 같이, “합병 실패 후 제일모직에 대한 상당한 정도의 과대평가가 빠르게 소멸되리라 예상했는데, 그럴 경우에 수익을 창출하고자”한 숏 스왑 포지션의 예시입니다.⁵⁸²
240. 제일모직 숏 스왑은 청구인의 삼성물산 포지션에 대한 보호를 상쇄시키기 위한 거래가 아니었습니다. Dow 교수가 인정한 바와 같이, 본건 합병의 결과와 관련하여 제일모직 숏 스왑은 삼성물산 주식과 동일한 위험에 엘리엇을 노출시켰습니다.⁵⁸³ 이처럼 청구인의 청구가 대한민국의 위법한 개입으로 인해 합병이 승인되지 않았다면 엘리엇이 제일모직 숏 스왑에서 얻었을 막대한 이익은 손해액으로 청구하지 않았다는 점에서 보수적임을 또다시 확인할 수 있습니다. Mr. Smith가 표현한 바와 같이:

위의 첫 번째 포인트, 즉 합병이 실패했을 때 제일모직의 숏 스왑이 수익으로 이어질 것이라는 예상과 관련되어 있기에 엘리엇의 관련 수익은 상당했을 것입니다. 그러나 이번 중재에서

⁵⁷⁶ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 18 항 {D1/4/5}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 66(i)-(ii)항 {D1/2/30-31}; 금융감독원에 대한 EALP 의 답변서(거래확인서 첨부), 2015. 9. 18., **Exh C-442** {C/442} 도 참조; 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015. 1. 27.~6. 4.), **Exh C-384** {C/384} 도 참조.

⁵⁷⁷ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 18 항 {D1/4/5}. Smith 제 2 차 증인진술서, 제 66(i)-(ii)항 {D1/2/30-31} 도 참조. 주식매수가격 및 이전에 관한 합의서, **Exh C-450**, 제 2.2(a)조 {C/450/4-5}; BAML 위탁금 명세서(EALP), 2016. 3. 1. - 5. 1., **Exh C-449** {C/449}; EALP, 삼성물산 주식 처분 내역, 2015. 9. 15. - 10. 1., **Exh C-672** {C/672}; EALP 의 삼성물산 non-Putback 주식 처분에 대한 스프레드시트, 2014. 9. 15. - 10. 1., **Exh C-443** {C/443}.

⁵⁷⁸ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 18 항 {D1/4/5}.

⁵⁷⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 151 항 {G3/1/70-71} 참조.

⁵⁸⁰ 청구인 측 종결 프레젠테이션, 슬라이드 82 {J/22/82}.

⁵⁸¹ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 8 항 {D1/4/2-3}.

⁵⁸² Smith 제 4 차 증인진술서, 제 11 항 {D1/4/3-4}.

⁵⁸³ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 11 {J/24/11}.

엘리엇의 주장에는 이런 제일모직 슷 스왑 포지션으로부터
창출할 잠재적인 이익이 포함되지 않은 것으로 알고 있습니다.⁵⁸⁴

241. 이 때 엘리엇은 제일모직 슷 스왑으로 다른 목적을 달성할 수 있었으며, 엘리엇은 이러한 슷 스왑으로 495 억 원(약 미화 4,150 만 달러)의 수익을 얻었습니다.⁵⁸⁵
242. 총체적으로, 엘리엇의 거래 손실은 미화 4,550 만 달러, 즉, 제 237 항의 수치에서 제 241 항의 수치를 차감한 금액입니다. 앞서 언급하였듯이, 이러한 거래 손실은 “엘리엇이 삼성의 합병 제안이 거부되었을 때 삼성물산의 NAV 를 늘리고 삼성물산 거래 주가로 NAV 에 대한 할인율을 줄여서 달성할 것으로 기대했던 알파 움직임에 대한 수익을 고려하지 않습니다”.⁵⁸⁶ 이는 삼성물산 주식과 제일모직 슷 스왑에서 실현되지 못한 이익입니다. 그리고 본 중재에서 거래 손실은 신청인의 손해배상 청구에 포함되지 않습니다. 그러한 이유로 중재판정부는 이를 더이상 고려할 필요가 없습니다.

2. 본건은 *RosInvestCo* 사건이 아닙니다

243. 심리에서 대한민국과 Dow 교수는 확인되는 삼성물산 주가 할인율에 삼성의 음모와 시장의 정부 개입 인식 정도가 각각 어느 비중이었는지를 분석하는 것이 중재판정부의 금액 산정 분석의 일부일 수 있다고 주장합니다.⁵⁸⁷ 실제로 대한민국과 Dow 교수는 여기서 헤어 나오지 못하고, 중재판정부가 삼성물산의 가치평가와 관련하여 (Dow 교수가 제시한 분석의 도움 없이)⁵⁸⁸ 정부의 위법 행위가 시장에 미친 영향을 제거하기 위해 삼성물산의 거래 가격을 어떻게 “조정”하는 것이 적절할지 판단해야 한다고 하였습니다. 이러한 모든 논의는 *RosInvestCo* 사건과 본건을 비교하고자 하는 대한민국의 지속적인, 그러나 무의미한 노력으로 보이며, 이는 근본적인 사실관계에 대한 오인을 전제로 하였습니다. 따라서 이는 매우 간단하게 다루어질 수 있습니다.
244. 첫째, 사실 관계입니다. 본 중재에서 문제되는 정부의 위법 행위가 청구인의 삼성물산 투자 취득 이후에 발생하였음을 기억하시기 바랍니다. 또한 거래 주가가 삼성물산 가치의 가장 신뢰성 있는 지표라는 Dow 교수의 최초 의견을 반박하기 위해 청구인은 삼성이 주가를 “치밀하게 준비”했음에 대한 충분한 증거를 제시하였음을 상기시켜 드립니다.⁵⁸⁹ 이후 검찰의 기소 과정에서 공개된 증거를 통하여 주가가 꽤 오랜 시간 동안 삼성의 적극적인 관리 대상이 되었음은 본 중재 말미에 드러났습니다. 대한민국이 삼성의 전략을 최소한 알고

⁵⁸⁴ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 12 항 {D1/4/4}.

⁵⁸⁵ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 19 항 {D1/4/5}.

⁵⁸⁶ Smith 제 4 차 증인진술서, 제 21 항 {D1/4/5}.

⁵⁸⁷ James Dow {Day8/122:10} – {Day8/125:3}.

⁵⁸⁸ James Dow {Day8/123:6-7} (“그것을 푸는 것은 제가 할 일이 아닙니다. 그것은 중재판정부를 위한 것이지만, 저는 모르겠습니다.”).

⁵⁸⁹ 상기 제 192.a.-194.c. 항 참조.

있었고, 예를 들어 국민연금의 표결을 조작하기 위해 [REDACTED] 본부장이 본건 합병에 유리한 언론 분위기를 만들도록 삼성에 구체적으로 도움을 구하는 등 실제 직접 관여했음이 밝혀지기는 하였으나,⁵⁹⁰ 이러한 노력과 대한민국의 관여는 본건 합병이 종결된 한참 후까지 은폐되었습니다.⁵⁹¹

245. 심리에서는 특히 2015년 7월 10일에 진행된 본건 합병에 대한 투자위원회 표결에 대한 시장의 인식에 논의의 초점이 맞춰졌습니다. 종결 변론에서, 중재판정부는 국민연금의 본건 합병 찬성 투표의 발표 시기에 대해 질의하였습니다.⁵⁹² 기록상 증거는 투자위원회가 2015년 7월 10일 회의에서 본건 합병에 찬성 표결하기로 했다는 소문이 있었으나 국민연금은 입장 확인을 거부하였음을 보여줍니다. 당시 국민연금 대변인은 “우리는 결정을 내렸지만 주주총회가 끝날 때까지 결정 내용에 대해 공개할 수 없다”고 말했습니다.⁵⁹³ 이는 주주의결권 행사 이후까지 전문위원회 보도 자료의 내용과 시기를 통제하려는 보건복지부의 노력과도 부합합니다.⁵⁹⁴ 따라서, 그 다음 주인 2015년 7월 13일 삼성물산 주가에 반응이 거의 없었음은 놀랍지 않습니다.⁵⁹⁵
246. 투자위원회가 표결을 하였다는 시장에서의 소문과 해당 표결 결과에 대한 확인되지 않은 보도가 국민연금의 표결 방식이나 본건 합병 표결이 어떻게 진행될지에 대한 “지식”에 해당하는지에 대해서는 논란의 여지가 있습니다.⁵⁹⁶ 그러나 해당 정보가 삼성물산 주가에 영향을 미치는지 여부는 본건에서 중재판정부가 수행하여야 하는 손해액 분석과 무관하다는 것은 논쟁의 여지가 없습니다. 본건 합병이 발표된 2015년 5월 26일 당시 삼성의 장기 계획⁵⁹⁷의 영향을 반영한 주가를 사용하여 합병비율이 정해졌으나, 이 주가는 정부와

⁵⁹⁰ 검찰 제 2 차 [REDACTED] 공소장, **Exh R-316**, 제 52 면 {R/316/53} (“투자위원회 심의일로 예정된 2015. 7. 10. 전후로 합병이 국익에 유익하다는 취지의 언론보도도 필요”라는 [REDACTED] 본부장의 발언을 인용함).

⁵⁹¹ 수정 청구서면, 제 138 항 {B/3/76}; Smith 제 1 차 증인진술서, 제 67 항 {D1/1/25-26}; 청구인의 불리한 추정 신청서, 2021. 7. 14., 제 32(iv)항 참조. 청구인의 한국에 대한 서신(및 부속서), 중재판정부 참조, 2020. 11. 12., 제 4 면 부속서 I.D.15 도 참조.

⁵⁹² 중재판정부 {Day9/80:21} – {Day9/81:2}.

⁵⁹³ “국민연금의 삼성 합병에 대한 결정”, *코리아타임스*, 2015. 7. 10., **Exh C-229**, 2015. 7. 10., 제 1-2 면 {C/229/1-2}.

⁵⁹⁴ [REDACTED] 검찰 진술조서, 2016. 11. 28., **Exh C-459**, 제 12-13 면 {C/459/12-13}; [REDACTED] 제 2 회 특별검사 진술조서, 2017. 1. 7., **Exh C-486**, 제 23 면 {C/486/3} 참조.

⁵⁹⁵ 삼성물산 및 제일모직 주가 2014. 1. 1~2015. 12. 31, **Exh C-256**, 제 11 면 {C/256/11}; Dow 제 1 차 보고서, 제 42 면, 그림 10 {G1/1/46}.

⁵⁹⁶ 종결 변론 당시, 청구인 측 대리인은 국민연금이 7월 17일 주주총회 이전에 투자위원회가 어떻게 표결했는지에 대한 국민연금의 공식 확인이 없음을 언급하였습니다. 청구인 측 대리인 {Day9/81:14-25}. 그러나 그 이전에 떠돌던 투자위원회 표결에 관한 시장 소문이 있었다는 점에는 의문이 없습니다. 예를 들어, “국민연금의 삼성 합병에 대한 결정”, *코리아타임스*, 2015. 7. 10., **Exh C-229**, 제 1-2 면 {C/229/1-2}; “국민연금, ‘삼성물산-제일모직 합병’ 찬성 결론”, *YTN 뉴스*, 2015. 7. 11., **Exh R-131**, 제 1-2 면 {R/131/1-2} 참조.

⁵⁹⁷ 종결 과정에서 중재판정부에 대한 다른 변론에서, 삼성의 승계 계획과 이것이 삼성물산 주가에 미치는

국민연금의 배후 음모에 대한 정보를 반영할 수 없었기 때문입니다. 또한 본 중재에서 보상을 구하는 손실의 원인인 왜곡된 주가를 기초로 한 합병비율로 본건 합병이 이루어지도록 한 것은 바로 국민연금의 캐스팅 보트입니다.

247. 이러한 사실관계의 전후 역시 *RosInvestCo* 에 대한 비교가 성립할 수 없는 이유입니다. 청구인의 삼성물산 주식 매수는 2015년 7월 10일 투자위원회 표결 이후 또는 대한민국의 협정 위반 조치 이후에 전혀 발생하지 않았기 때문에, 청구인이 투자한 가격은 이러한 사실을 알고 있는 시장의 영향을 받을 수 없었습니다. 따라서, Dow 교수가 여러 차례 비교를 시도하는 바와 달리, 대한민국과 Dow 교수의 주장은 협정상 청구의 근거가 된 정부의 위법행위를 이미 고려한 가격으로 투자를 매입한 투자자의 독립된 문제를 다룬 *RosInvestCo* 결정례로 뒷받침되지 않습니다. 대한민국이 삼성의 터널링 계획에 관여한 사실은 수년만에 드러나게 되었으며, 그 상세 내용은 지금도 계속 밝혀지는 중입니다.
248. 결국 Dow 교수가 본 쟁점에 대해 제시한 주장은 손해산정 또는 경제적 관점의 주장이 아닌 법리적, 그것도 오류가 있는 주장입니다. Dow 교수는 청구인이 약탈적 합병에 대한 시장의 기대로 인해 침해된 가격으로 자신의 주식을 매수했으므로, 청구인이 본건 합병이 성사될 것인지 여부에 대해 본질적으로 “투기”를 하였으며, 도박에서 졌으니 이에 대해 이의를 제기할 수 없다고 주장합니다. 공정한 위임장 경쟁의 맥락에서나 성립할 수 있는 이러한 주장은 본건에서는 적용되지 않으므로 이는 중재판정부가 고려할 필요도 없는 문제입니다. 본건에서 발생한 사건은 대통령으로부터 이어지는 대한민국 관계자들의 지시에 따라 국민연금이 삼성 측의 터널링 계획 진행에 적극적으로 참여하여, 국민연금 자신에게 실제로 해가 되는 본건 합병에 찬성 투표함으로써 삼성물산 주주들에게 손해를 입힌, 투자자들에 대한 자신의 국제적 의무를 명백하고도 고의적으로 위반한, 은밀하게 조작된 판이었습니디. 본건은 *RosInvestCo* 사건과 본질적으로 다릅니다.

G. 중재판정부 질의 제 8 호

249. 청구인은 이제 결론으로써 중재판정부 질의 제 8 호를 다루고자 합니다:

중재판정부 질의 제 8 호: 책임 및/또는 원인 및/또는 손해 산정 측면에서, 주장되는 협정 위반의 효과가 청구인의 투자 가치의 감소가 아닌 청구인이 삼성물산의 주식에서 기대한 가치 증가의 상실인지. 적용되는 가치평가 방법(시장 가치/SOTP)에 따라 그 답이 달라지는지.

영향에 대해 의문이 제기되었습니다. 최근에 검찰에서 공개한 문건을 보면 [REDACTED] 알 수 있습니다. 삼성, “Project-G 최종보고서 (요약본)”, 2012. 12., Exh C-774, 제 1, 10 면 {C/774/1-2}.

250. 본건의 경우, 가정적 시나리오에서 발생하게 될 가치 감소와 이익 손실은 동전의 양면과 같으며 둘 다 분석의 핵심 요소입니다. 대한민국의 협정 위반의 효과는 청구인의 삼성물산 주식 가치 중 “할인율” 부분을 제일모직 주주들에게 영구적으로 이전하는 것이며, 이러한 가치는 삼성물산(및 제일모직)의 SOTP/내재가치를 통하여 수량화할 수 있습니다. 만약 국민연금의 표결로 인해 본건 합병이 발생하지 않았다면 해당 가치 이전이 이루어지지 않았을 것이며, 또한 청구인은 터널링 합병 위협의 소멸이 반영되어 즉시 주가가 내재가치로 상승한 시점에 삼성물산 주식에 대한 자신의 투자와 관련하여 즉각적인 이득으로 해당 가치를 실현할 수 있었습니다. 대한민국의 위반으로 인하여 지급하여야 할 손해는 전형적인 가정적 분석에 따르면, 위반이 발생하지 않았을 경우 삼성물산 주가의 예상 상승을 기준으로 측정되어야 합니다. 그러나 본 질문의 구체적인 손해액 산정으로 넘어가기에 앞서, 청구인은 “가치 상실” 또는 “가정적 시나리오에서 예상되는 이익의 상실”(본 사안은 청구인이 구체적 및 법적으로 보호되는 기대를 기초로 주장하는 것이 아닙니다)로 사안을 구성하는 것이 책임 또는 인과관계에 대한 문제와는 관련이 없음을 확인합니다.
251. 위에서 설명하고 이전 서면에서 설명한 바와 같이, 본건 합병의 결과는 삼성물산의 거래 주가와 SOTP/내재가치(제일모직의 주가 상승으로 확대됨) 사이의 할인율을 고착시키고 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 이러한 가치를 영구적으로 이전시켰습니다.⁵⁹⁸ Mr. Boulton 은 삼성물산과 제일모직 양사의 가치평가 분석을 수행했기 때문에 가치 이전을 측정하고 삼성물산 주주들에 대한 경제적 결과를 측정할 수 있으며, 신설 삼성물산 주식을 명목상 받는 것은 “[제일모직과 삼성물산의 상대적 내재가치에 따라] 본건 합병이 이루어졌더라면 그들이 받았을 지분의 절반에도 미치지 못하는 것입니다... 이는 EALP 가입은 손해가 598,082,000,000 원에서 668,444,000,000 원에 이른다는 사실을 보여줍니다.”⁵⁹⁹
252. 국민연금은 자체적으로 유사한 가치평가 분석을 수행하였습니다. 2015 년 6 월 30 일자 가치평가에서 국민연금 리서치팀은 [REDACTED] 라고 판단하였습니다. 국민연금은 [REDACTED] 을 “[REDACTED]” 합병비율로 산정하였습니다.⁶⁰⁰ 이러한 기준으로 본건 합병이 진행되었다면 삼성물산 주주들은 실제 합병비율 하에서 받은 26%가 아니라, 합병 법인의 약 39%를 수령하였을 것입니다. 간단한 산술로 볼 때, 국민연금의 중립 합병비율은 청구인이 합병 법인의 주식 300 만주 이상을 추가로 받을 권리를 부여하였을 것입니다. 이는 약탈적 비율인 1:0.35 로 본건 합병을 통과시킨 합병 기업의 첫 날 거래 가격을 기준으로 약 5,480 억원의 손실을 야기했음을

⁵⁹⁸ 상기 제 192, 194 항 참조. 재판박서면, 제 538-543 항 {B/6/356-359}; Boulton 제 1 차 보고서, 제 2.1.2, 4.1.2, 6.3.1 항 {F3/1/11} {F3/1/22} {F3/1/55}; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.10, 7.1.1-7.3.4 항 {F5/1/20} {F5/1/67-69} 도 참조.

⁵⁹⁹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.7, 2.6.9 항 및 Section 7 {F5/1/19-20} {F5/1/67-69}.

⁶⁰⁰ [기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가비교”, [2015. 6. 30.], Exh C-393, 제 26 면 {C/393/1}.

의미합니다. Mr. Boulton 은 실제로 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 손실을 발생시켰음을 입증하고 그 손실의 규모를 판단하기 위해 삼성물산의 내재가치를 참조하여 이러한 가치 이전 분석을 수행하였습니다.

253. 본건 합병으로 인해 발생한 손실에 대한 배상으로 대한민국이 지급할 것을 명령해야 할 손해를 산정하기 위해서는, 만약 협정이 위반되지 않았다면 청구인이 삼성물산 투자를 위해 실현할 수 있었던 가치가 얼마인지가 구체적으로 문제됩니다. 또한, 본 투자에서 이익을 실현하기 위한 청구인의 방법은 청구인이 매수한 것보다 더 높은 금액으로 주식을 매도하는 것이었기 때문에, 이는 본건 합병 전에 확인된 주가와 SOTP/내재가치 사이의 할인율이 합병 결의가 부결된 직후에 감소할지 여부와 감소된다면 얼마나 감소될지 그 금액을 고려해야 합니다. 당연하게도, 할인율을 계산하기 위해서는 여전히 주가와 잠재적으로 구별될 수 있는 삼성물산의 가치라는 개념이 있어야 합니다. 따라서 Mr. Boulton 의 SOTP 가치평가는 여전히 분석의 핵심입니다.
254. 고로 청구인은 대한민국의 위반의 효과가 청구인의 삼성물산 주식 투자에 대한 내재가치 중 “할인율” 부분을 ████████ 부회장과 기타 제일모직 주주들에게 이전시키고, 가정적 시나리오에서 청구인이 해당 주식으로 실현했을 이익을 박탈하는 것이라고 주장합니다. 청구인과 청구인측 전문가는 후자를 참조하여 손해배상을 측정하였고, 그렇게 함으로써 삼성물산 주가에 대한 할인율이 본건 합병에 대한 반대 표결의 즉각적인 결과로 완전히 제거되는 것을 막으리라 예상될 수 있는 지주사 할인율 및 기타 시장 전반의 요소들을 모두 고려합니다. 이러한 방식으로, 4,548 억 8,200 만원 내지 5,832 억 6,600 만원(미화 3 억 7,330 만 달러 내지 4 억 7,870 만 달러) 범위의 손해배상 청구는 이론상 청구인이 청구할 수 있는 최대치인 “가치 이전”을 양보했다는 점에서 실질적으로 보수적입니다.⁶⁰¹
255. Mr. Boulton 의 분석과 청구인의 주장은 가정적 시나리오에서 청구인이 실현할 수 있었던 다른 이익원을 배제한다는 점에서도 보수적입니다.
- a. 이러한 주장은 삼성그룹을 개선하기 위한 엘리엇의 제안이 향후에 잔여 지주사 할인율 축소⁶⁰² 및/또는 삼성물산 NAV 증가에 미칠 영향을 반영하지 않습니다.⁶⁰³
 - b. Mr. Boulton 은 삼성그룹의 기업 지배구조 개선을 통해 삼성물산의 NAV 를 증가시켰을 긍정적 전망에 관하여 동일한 신호로부터 이익을 얻었을 삼성물산의

⁶⁰¹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 7.3.4, 10.3.4 항 {F5/1/69} {F5/1/86}.

⁶⁰² Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.9.7 항 및 부록 6-5.4 {F5/1/66} {F5/1/216-217}.

⁶⁰³ James Smith {Day3/84:9} – {Day 3/85:22} (지배구조 개편안이 어떻게 할인율을 줄이고 삼성물산의 NAV 를 증가시키는지 설명함).

상장 투자 자산 가격에 ‘반대’ 표결이 미쳤을 영향을 평가하지 않습니다.⁶⁰⁴

- c. 시장은 삼성 일가가 회사에 미치는 영향력의 감소에 관한 새로운 정보를 얻었을 것이기 때문에 사실상 삼성물산의 지주사 할인율이 ‘반대’ 표결 이후 더욱 감소할 것임에도 불구하고, Mr. Boulton 은 가정적 시나리오에서 삼성물산과 제일모직이 비슷한 지주사 할인율로 거래되었을 것이라 보수적으로 가정합니다.⁶⁰⁵
- d. Mr. Boulton 의 분석은 삼성물산의 건설 운영 사업에 대한 평가에서 2015~2018 년 사이 2 조원 이상의 수익을 창출할 것으로 예상되는 계약인 Qatar Facility D IWPP 계약을 제외시켰습니다.⁶⁰⁶
- e. 그리고 앞서 언급했듯이 Mr. Boulton 은 자신의 합병 기업 분석에서 잔여 지주사 할인율을 평가함에 있어 후자의 수치가 본건 합병 발표 30 일 전과 합병 완료 후에 확인된 할인율을 초과함에도 불구하고, 5-15%의 범위를 채택하고 있습니다.⁶⁰⁷

256. 또한 거래된 주식 가격이 삼성물산의 가치를 평가하기 위한 유일한 근거로 사용될 경우 손실 주장과 본건에서 주장되는 손해는 절대 의미 있게 평가될 수 없으며, 이는 옳지 않습니다. 거래 주가는 할인율의 정도를 결정하는 주식의 절반에 불과하며, 나머지 절반은 펀더멘탈에 기반한 SOTP 가치평가와 같은 가치평가입니다. 할인율의 측정은 가치 이전을 측정하고 가정적 시나리오에서 주가 변동(그리고 이에 따라 실현되었을 이익)을 예측하는 합리적인 체계를 수립하기 위한 핵심입니다. 제일모직 주주들에게 이전되는 가치를 계량화하고 가정적 시나리오에서 삼성물산 주가의 향후 변동률을 측정하기 위해서는 조작된 시장 가격의 이면을 검토해야 합니다.

H. 이자

257. 당사자들은 전액 보상의 원칙이 적용된다는 데 동의합니다.⁶⁰⁸ 당사자들은 또한 해당 원칙을 적용하기 위해서는 이자가 복리로 계산되어야 한다는 데 동의합니다.⁶⁰⁹ 또한 청구인은 객관적인 기준인 한국의 상사 법정이율을 기준으로 중재판정 전후 5%의 이자율을 청구합니다.⁶¹⁰ 이것은 보수적인 기준입니다. 논리적 결론을 따르자면, 완전 보상의 원칙에 의해 청구인은 통상적인 사업 운영에서 얻을 수 있었을 수익률을 반영하는 비율로 이자를

⁶⁰⁴ Richard Boulton {Day7/23:4-16} (“예를 들어, 저는 시장에 전달된 신호가 기업지배구조가 개선되고 시장에서 일반적으로 할인율이 감소했다는 것을 의미했는지에 대해 생각하고 있지 않습니다.”).

⁶⁰⁵ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.10 항 {F5/1/54}.

⁶⁰⁶ Boulton 제 1 차 보고서, 제 5.3.20-5.3.23 항 {F3/1/36-37}.

⁶⁰⁷ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.11-6.5.18 항 {F5/1/54-56} (13.9%의 상한을 표시함)

⁶⁰⁸ 반박서면, 제 609 항 {B/4/266}.

⁶⁰⁹ 재반박서면, 제 615 항 {B/6/389}; 재반론서면, 제 526 항 {B/7/280}.

⁶¹⁰ 수정 청구서면, 제 265 항 {B/3/145}; 재반박서면, 제 611 항 {B/6/388}. 청구인은 이자가 전액 보상의 원칙에 따라 매월 복리되어야 한다고 주장합니다: 수정 청구서면, 제 265 항 {B/3/145} 참조.

받을 수 있으며, 그 경우 해당 비율은 2015년 7월 17일부터 2020년 3월 31일까지 평균 연 6.86%입니다.⁶¹¹ 이와는 대조적으로, 대한민국이 주장하는 대한민국의 대출 금리율은 청구인을 완전히 보상하지 않습니다: 이는 대한민국의 관점에서 지연에 대한 재정적 영향을 평가하기 때문에 청구인의 실제 손해와는 아무런 관련이 없습니다.⁶¹²

258. 삼성물산 가치에 대한 적절한 분석은 중요하며, 이러한 분석은 다음과 같이 최대 미화 4억 7,560만 달러 및 이자의 손해배상을 보수적이고 확고하게 뒷받침합니다:

	백만 원	US\$ ⁶¹³
5% 지주사 할인율		
EALP의 순손실	583,266	475,609,556
판정 전 이자 (2022년 4월 13일까지)	257,987	210,368,995
15% 지주사 할인율		
EALP의 순손실	454,882	370,902,603
판정 전 이자 (2022년 4월 13일까지)	206,592	168,451,402

VII. 신청 취지

259. 청구인은 앞서 언급된 이유들에 따라, 중재판정부가 대한민국의 예비적 항변을 기각하고 이어 다음과 같이 결정하여 줄 것을 신청합니다:

- a. 대한민국이 협정을 위반하였음을 선언한다;
- b. 대한민국에 대하여, 대한민국의 위반행위에 의하여 야기된 청구인의 손해액 미화 475,609,556 달러를 청구인에게 배상할 것을 명한다;
- c. 대한민국에 대하여, 위 (b)의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 2015년 7월 16일부터 중재판정일까지의 기간 동안 매달 복리로 계산된 2022년 4월 13일 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 210,368,995 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;

⁶¹¹ Elliott Management Corporation, 실사질의서(삭제본), 2020. 4. 1., **Exh C-561** {C/561/3}.

⁶¹² 재반박서면, 제 612 항 {B/6/388}, I. Marboe, Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law (2nd ed., 2017), **Exh CLA-129**, 제 6.110 항 {H/129/137}을 언급함.

⁶¹³ 2022. 4. 13. USD:KRW 기준 환율

- d. 완납시까지 매달 복리로 계산된 연 5%의 비율에 따른 중재판정 후 이자를 청구인에게 지급한다;
- e. 대한민국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전부 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 비용을 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- f. 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.

상기 내용을 정중하게 제출합니다.



Constantine Partasides QC

Dr. Georgios Petrochilos QC

Elizabeth Snodgrass

Simon Consedine

Nicola Peart

YiKang Zhang

Julia Sherman

Zach Mollengarden

Three Crowns LLP

Beomsu Kim

Young Suk Park

Eun Nyung (Ian) Lee

KL Partners

Michael S. Kim

Andrew Stafford QC

Robin J. Baik

S. Nathan Park

Kunhee Cho

S. Michael Bahn

KOBRE & KIM LLP

2022년 4월 13일

