

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

엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.

를 청구인으로

-v-

대한민국

을 피청구국으로 하는

피청구국의 심리 후 주장서면

 Freshfields Bruckhaus Deringer

42-01 Ocean Financial Centre
10 Collyer Quay
Singapore 049315

Lee
&KO

대한민국 서울시 중구 소공동 남대문로
63 (우편번호: 04532)

목차

I.	서론.....	1
II.	선결문제 쟁점	6
	A. 청구인은 문제되는 행위가 협정상 정의된 “조치”에 해당함을 입증하지 못하였습니다.	6
	1. 해당 행위는 협정상의 조치에 해당하여야 합니다.....	6
	2. 이러한 행위가 조치라고 가정하더라도, 이는 청구인과 관련이 없습니다.	8
	B. 청구인은 국민연금의 행위가 한국에 귀속될 수 있음을 입증하지 못하였습니다.....	14
	1. 제 11.1.3 조의 범위는 협정상 귀속의 근거를 제한합니다....	14
	2. 청구인은 국민연금의 행위가 제 11.1.3(a)조에 따라 행위귀속될 수 있음을 입증하지 못했습니다.....	17
	3. 청구인은 국민연금의 행위가 협정 제 11.1.3(b)조에 따라 한국에 귀속될 수 있다는 사실을 입증하지 못했습니다.	22
III.	본안.....	24
	A. █████ 공소장의 혐의 및 형사재판 담당 법원 판결의 증거력.....	24
	B. 청구인은 협정이 보장하는 최소대우기준을 한국이 위반하였음을 입증하지 못하였습니다.	29
	1. 적용되는 대우 기준에 대하여 다툼이 없습니다.....	29
	2. 청구인이 MST 위반 사실을 입증하지 못하였습니다.....	32
	C. 청구인이 감수한 위험은 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반에 대한 항변으로 기능합니다.	43
	D. 한국은 청구인에게 내국민대우를 하였습니다.....	57
IV.	인과관계.....	57
	A. 손해배상책임에 대한 인과관계가 입증되지 않았습니다.....	58

B.	손해에 대한 인과관계도 입증되지 않았습니다.....	64
V.	손해.....	68
A.	청구인은 자신의 투자에 대해 총 25 억원의 거래 수익을 올렸습니다.....	72
B.	중재판정부는 시장 가격에 기반하여 가정적 상황에서 청구인의 삼성물산 주식을 평가해야 합니다.....	78
1.	가정적 상황에서 청구인 삼성물산 주식의 FMV 는 시장 가격에 근거하여 결정되어야 합니다.	80
2.	조작 혐의는 확인 가능한 FMV 를 채택하지 않는 것을 정당화하지 않습니다.	85
3.	“내재가치”는 FMV 를 결정하기에 적절하고 신뢰할 수 있는 방법이 아닙니다.	99
4.	청구인의 진정한 청구는 청구인이 가치평가일 이후 가치 증가 가능성을 실현할 수 있는 투기적인 가능성을 상실하였다는 것입니다.	109
5.	청구인은 가정적 상황에서 청구금액을 실현할 수 있었을 것임을 입증하지 못하였습니다.....	112
6.	가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 추산하기 위한 모든 SOTP 가치평가는 약 40%의 현실적인 디스카운트를 적용해야 합니다.	140
C.	청구인은 본건 합병 발표 이후 매수한 주식 340 만주에 대해 손해배상을 받아서는 안 됩니다.....	153
D.	청구인에게 주식매수가격결정으로 배상 받은 금액을 추가로 공제하도록 명령하여야 합니다.....	155
VI.	신청 취지	157

I. 서론

1. 본건 합병¹의 승인을 이유로 한 청구인의 손해배상청구는 심리에서 다음과 같이 이유가 없는 것으로 밝혀졌습니다: 청구인은 본건 합병의 승인 이후에 투자손실을 입은 것이 아니라, 오히려 이익을 얻었습니다. 청구인은 이원적인 입장을 취하여 이와 같은 이익을 얻었는데, 심리가 상당부분 진행되기 전까지 한국과 중재판정부로부터 위 사실을 숨겼습니다.
2. 심리 1 일차 자정이 되고서야 시작된 일련의 뒤늦은 문서 제출과, 청구인의 주요 사실관계 증인에 대한 2차 반대신문을 불가피하게 한 새로운 증인진술서 제출을 통하여, 한국과 중재판정부는 청구인이 본건 합병에 이르기까지 제일모직의 스왑에 막대한 투자를 하였다는 사실을 드디어 알게 되었습니다. 이러한 스왑으로 인하여 청구인은 본건 합병의 승인 이후에 이익을 얻었으며, 이러한 이익은 삼성물산 주식으로 청구인이 입었다고 주장하는 투자손실을 상회하였습니다.
3. 이와 같은 복합적 거래(삼성물산 주식을 매입하고 제일모직 스왑을 이용하여 헷지하는 것)는 청구인으로 하여금 본건 합병이 승인될 당시에 어떠한 금전적 피해도 입히지 않고 오히려 미미한 이익을 얻도록 함으로써, 본건 합병의 손실로부터 청구인을 보호하였습니다. 청구인은

¹ 별도로 정의되지 않는 한, 본 심리 후 주장서면에서 사용된 용어는 2020. 11. 13.자 재반론 및 본안 전 이의제기에 대한 반박에 대한 재반박서면(이하 "**재반론서면**")에서 정의된 바와 동일한 의미를 가집니다.

삼성물산 주식을 매수하기 시작할 당시에 본건 합병이 “불가피하다”는 사실을 알았던 만큼, 청구인이 이러한 보호 조치를 취했다는 것은 놀라운 것이 아닙니다. 이와 관련하여 놀라우면서도 솔직히 비난하여야 할 점은 청구인이 한국과 본 중재판정부에 이러한 사실을 숨기고, 실제로는 입지도 않은 본건 합병으로 인한 피해를 주장하면서 본 절차에서 횡재를 얻으려고 하였다는 것입니다.

4. 청구인은 본건 합병 승인으로 인해 손해를 입은 것으로 가장한 후, 실제로는 현실적으로 근거 없는 손해배상을 청구함으로써 그 횡재를 극대화하고자 하였습니다. 청구인은 당시 투자 수익률이 12%를 넘지 못할 것을 예상했음에도 불구하고, 이제서 87%의 수익을 얻어야 한다고 주장하고 있습니다. 이와 같이 주장하며 청구인은 삼성물산 주식이 효율적이고 유동성 있는 시장에서 거래되며, 시장 가격이 공정시장가치(이하 “*FMV*”)의 가장 좋은 척도라는 것을 의미한다는 점에 대하여 청구인 전문가가 동의하고 있음에도 불구하고, 삼성물산 주식의 *FMV* 를 무시합니다. 오히려, 청구인은 완전히 주관적인 “내재가치”를 날조한 후, 이러한 “내재가치”가 본건 합병이 부결된 다음 날에 실현될 것이며, 삼성물산 주가가 하루 아침에 거의 두 배가 될 것이라고 주장합니다.
5. 이를 주장하기 위해, 청구인은 *재벌들*에게 수십년 동안 적용되어 왔던 기업가치 디스카운트를 무시하면서, 청구인 측 한국 시장 전문가가 인정하는 오래되고 끈질긴 시장 관행을 끝장낼 비장의 무기를

청구인만이 가지고 있다고 주장합니다. 또한 청구인은 청구인이 예상하였던 종류의 주가 급등을 차단하는 한국법을 무시하고 있습니다. 청구인은 확립된 경제 이론과 *재벌* 기업이 합병에 실패하였던 실제 과거 사례에 대한 증거뿐만 아니라 청구인조차도 실패하였음에도 불구하고 본건에서 중재판정부에게 실현 가능하다고 주장한 투자 목표를 청구인 스스로조차 달성한 바 없다는 사실을 무시하고 있습니다.

6. 한국이 서면 제출 및 심리 과정에서 설명한 바와 같이, 위 손해배상 청구는 본 중재판정부가 협정 위반이 발생했다고 판단할 경우 그에 대한 공정한 배상 조치로 인정되기에 너무나도 오로지 추측에만 기반한 (사실 도저히 인정될 수 없는) 것입니다.
7. 본 건에서 한국은 협정을 위반하지 않았습니다. 청구인은 심리에서 한국이 손해배상에 초점을 맞추므로 선결문제에 대한 항변과 본안 주장을 포기하였다고 주장하였지만, 이는 청구인의 시시각각 변화하는 손해배상 청구가 너무나 기이하여 대응을 요하기 때문일 뿐입니다. 이는 청구인이 계속 무시하려고 하는 요건으로서 문제되는 행위가 한국에 귀속될 수 있다거나 협정을 위반한 "조치"를 구성한다는 점이나, 청구인이 한국에 귀속될 수 있는 조치를 구성하더라도 문제되는 행위가 협정의 보호 내용에 대한 위반을 구성한다는 점을 입증하는데 실패하였다는 사실에는 변함이 없습니다. 실제 사실관계는 언제나 청구인이 주장하는 바와 달리 보다 더 복잡합니다. 청구인의 청구는 국민연금이 주주로서 두 삼성 기업 사이의 합병에 대한 의결권행사에

기반하고 있습니다. 청구인은 두 기업 중 하나의 (수만 명의) 주주 중 하나에 불과합니다. 국민연금은 청구인이나 기타 주주들에게 어떠한 방식으로 의결권을 행사할 국제법 또는 한국법상 의무를 부담하고 있는 것이 아닙니다. 청구인은 주주 의결권 행사와 관련하여 협정 등에 따라 어떠한 특별한 취급을 받을 권리를 가지고 있지 않았습니다.

8. 또한 청구인은 증거보다는 억측에 계속 의존해왔습니다. 따라서, 청구인은 (한국이 책임을 부담하지 않는, 삼성에 의한) 주가 조작을 비난하지만, 실제로 위와 같은 주가조작이 발생하였다거나 삼성물산 주식의 시장 가격에 영향을 미쳤는지 여부에 대해 전혀 입증하지 못합니다. 청구인은 ████████에 대한 최근 공소장(이하 ████████ 소장)에 포함된, 별다른 근거가 없는 주장을 강조하면서, 그 주장과 배치되는 실제 법원의 판단을 무시하고 있습니다. 청구인은 ████████과 ████████ 전 대통령 사이의 *대가관계*가 본건 합병 관련 의결권 행사 이후에 비로소 형성되었다는 법원의 판결을 무시하고, 한국 정부가 본건 합병에 대한 국민연금의 결정에 간섭하기로 사전에 합의하였다고 아무런 근거 없이 주장합니다. 청구인은 국민연금 직원들 및 심지어 전문위원회 위원들의 다양한 발언을 소위 "정부가 내린 지시"로 기재하고 있으며, 이른바 "지시"에 대해 증거로 명백하게 뒷받침되지 않는 주장을 펼치고 있습니다. 청구인은 인과관계를 입증할 자신의 의무를 회피하고자 하며, 본건 합병에 대해 독립적인 판단을 내린 국민연금 투자위원회의 개별 위원들의 입장을 과도하게 단순화하고 왜곡합니다.

9. 항상 그랬듯이, 청구인의 주장은 증거를 고려하여 신중하게 살펴보아야 합니다. 청구인은 증인들이 비공개 조사에서 이와 같이 발언한 바 있다는 내용이 적힌 검사의 진술조서에 주로 의존하면서, 이들 증인들이 반대신문 등 공개 법정에서 발언한 진술은 숨기고 있습니다. 청구인은 또한 검찰 측의 공소사실 및 형사법원 사건에서의 주장을 강조하면서, 한국 민사법원의 위 주장에 대해 직접적으로 내린 판단을 논하지 않고 있습니다. 예를 들어, 서울중앙지방법원 민사 재판부는 투자위원회 위원들이 본건 합병에 대한 의결권 행사를 결정할 때에 시너지를 넘어 다양한 요소를 고려하면서 독립적으로 판단을 내렸으며, 이들의 결정이 국민연금의 주주 가치에 막대한 손실을 초래하지 않았다고 판단하였습니다. 또한, 서울고등법원 민사 재판부는 삼성물산이 카타르에서 수주한 계약을 특정 시점에 공개하기로 한 결정이 증권 시장의 공시 규정을 위반하였다는 주장이 이유 없다고 판시하였습니다.
10. 마지막으로, 청구인은 본건 합병이 통과될 위험을 알면서 수용하였으며, 투자를 시작할 당시에 본건 합병은 “불가피”하다는 점을 알고 있었다는 사실을 부인하고자 합니다. 그 자체만으로 청구인의 주장에 치명적인 결함이 있는 것입니다: 당연히 협정이 부실한 사업적 판단이나 청구인이 원하는 만큼의 횡재를 얻는데 실패한 도박에 대한 보험이 아닙니다. 본건은 위 내용과 같습니다. 청구인은 본건 합병이 성사될 가능성을 알고 있었지만, 이를 운에 맡기면서 최근까지 숨겨왔던 제일모직의 스왑을

통해 주가 하락으로부터 자신을 보호하였습니다. 따라서 청구인은 한국에게 손해배상을 청구할 권리가 없습니다.

II. 선결문제 쟁점

A. 청구인은 문제되는 행위가 협정상 정의된 “조치”에 해당함을 입증하지 못하였습니다.

1. 해당 행위는 협정상의 조치에 해당하여야 합니다.

11. 투자중재 회부에 대한 한국의 동의를 규율하는 협정의 투자 조항은 당사국의 영역에 있는 투자자 또는 투자에 관하여 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”에 한하여 적용됩니다.² “조치”는 협정 제 1.4 조에서 “모든 법·규정·절차·요건 또는 관행”으로 정의됩니다.³
12. 청구인의 주장은 해당 행위가 협정에서 정의된 조치에 해당할 필요가 *없다*는 것입니다. 청구인은 심리에서 “협정상 자신의 의무를 위반하는 국가의 특정 행위”는 “조치가 아니라는 이유로 비난으로부터 벗어날 수 없다”⁴ 고 주장하면서, 국가에게 귀속되고 협정과 모순되는 행위는 “정의에 따라 [...] 국제적 책임을 부담하며 반드시 조치가 되어야 한다”고 주장합니다.⁵

² C-1, 제 11.1 조(강조표시 임의추가) {C/1/72}.

³ C-1, 제 1.4 조{C/1/5}. 반박서면, 제 198-207 항{B/4/92}; 한국의 재반론서면, 제 20-27 항{B/7/13}도 참조.

⁴ 속기록{Day1/83:4-7}.

⁵ 속기록{Day1/83:8-11}.

13. 이러한 주장은 배척되어야 합니다. 협정은 “조치”를 구체적으로 정의하고 있으며 문제되는 행위가 이러한 정의를 충족하여야 한다는 구체적 요건을 실시하고 있습니다. 이는 국가가 달리 협정에 의하여 보호되는 원칙을 위반할 수 있는 특정 행위에 관여할 수 있지만, 그것이 협정상 조치 아니기 때문에 제소할 수 없다는 경우가 있을 수 있다는 점을 의미하며, 실제로 그러한 경우가 있을 수 밖에 없다는 점을 의미합니다. 이는 해당 행위가 청구인의 권리를 침해하더라도 그 최종 결과가 해당 협정의 명시적 규정에 위배되지 않는 경우 협정상 청구를 성립시킬 수 없음을 중재판정부가 명확히 한 *Hamester v Ghana* 사건의 결론이었습니다.⁶
14. 청구인은 심리에서 “엘리엇 사건에서 복합적인 행위를 구성하는 일련의 작위 및 부작위가 문제된다”고 진술하였습니다.⁷ 이러한 일련의 행위가 국민연금에 본건 합병에 찬성하는 결과를 초래하였으며, 청구인이 주장하는 행위로 인해 손해가 발생하였다고 주장하였습니다.⁸ 한국이

⁶ **CLA-6**, 제 331 항{H/6/97}(쟁점 단체의 상업적 행위가 국가에 귀속된다고 하더라도, 여전히 국제적 법적 책임을 부과하는 BIT의 위반을 구성하지 않는다고 판시함); **RLA-150**, 부속서, 제 151 항{I/150/89} (“따라서 중재판정부는 청구인이 본건에서 주장한 사실이 입증된다면 문제된 BIT 조항에 해당할 수 있는지를 판단하고자 할 것이다”).

⁷ 속기록{Day1/80:25} - {Day1/81:1}.

⁸ 청구인은 자신의 서면 제출과 심리에서, 문제되는 주주 의결권 행사가 궁극적으로 협정을 위반하였다고 주장하였습니다. 수정 청구서면, 제 13 항{B/3/7}, 제 72 항{B/3/36}, 제 84 항{B/3/43}, 제 86 항{B/3/44}; 재반박서면, 1607 항{B/6/387}; 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 2{J/22/2}; 속기록{Day9/5:25} - {Day9/6:2}.

주장 서면과 심리 중 구두 변론에서 자세히 설명한 바와 같이, 위 행위는 협정상의 조치가 아닙니다.⁹

2. 이러한 행위가 조치라고 가정하더라도, 이는 청구인과 관련이 없습니다.

15. 주주 의결권 행사가 협정상의 조치라고 가정하더라도, 여전히 협정상 요구되는 바와 같이 청구인과 “관련”된 것이 아닙니다.¹⁰ 청구인이 “삼성물산의 다른 주주”와 비교하여 문제되는 행위에 의해 다른 영향을 받았는지에 관한 중재판정부의 당사자들에 대한 질의 5 가 바로 이 쟁점을 다루고 있습니다.¹¹
16. 본건에서 문제된 조치(국민연금이 본건 합병에 찬성하는 주주 의결권 행사에 이르게 된 “복합적인 행위”)는 110,000 명의 다른 삼성물산 주주들, 50,000 명의 제일모직 주주들과 수 천명 이상의 삼성그룹 주주들과 마찬가지로 청구인과 별다른 관련이 없습니다.¹²

중재판정부 질의 5, 제 1 편에 대한 답변

⁹ 협정 제 1.4 조(C-1)는 조치가 “모든 법·규정·절차·요건 또는 관행”을 포함한다고 정의합니다(C/1/5). 주주 의결권 행사와 그러한 의결권 행사에 영향을 미치려는 한국의 노력이 협정상의 조치라는 점은 반박서면, 제 203-227 항(B/4/93)과 한국의 재반론서면, 제 20-31 항(B/7/13)에서 다루고 있지 않습니다.

¹⁰ C-1, 제 11.1 조(C/1/72).

¹¹ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q5.(“쟁점 조치가 삼성물산의 다른 주주와 비교하여 청구인에게 어떠한 방식으로 관련이 있습니까? 적법절차에 대한 박탈이 주장되는데 누구에 대한 적법절차입니까?”(강조표시 임의추가)).

¹² 한국의 재반론서면, 제 33 항(B/7/22) 참조.

17. 당사자들은 “연관성” 기준이 “법적으로 유의미한 관련성”을 요구하는 점에 동의합니다.¹³ 위 기준은 투자자에게 단순한 효과가 미칠 것 이상을 요건으로 합니다.¹⁴ 청구인은 모두 변론 프레젠테이션에서(*Resolute Forest Products v Canada* 사건을 인용하는 것으로 보임) 단순히 “투자자는 자신의 투자에 대한 일부 부수적인 효과 이상의 영향을 받았다는 점을 입증하여야 할 뿐이다”고 주장하면서, 이러한 판단 기준을 희석시키고자 하였습니다.¹⁵ *Resolute Forest*는 이와 같이 희석된 기준을 뒷받침하지 않습니다. 해당 중재판정부는 “법적으로 유의미한 관련성”을 요구할 뿐만 아니라, “명백한 근접성의 관계”가 있어야 하며 “지엽적이거나 단순히 파생된 방식으로 청구인에게 악영향을 미치는 조치로는 충분하지 않을 것”이라고 확인하였습니다.¹⁶ 이는 필연적으로 그저 “일부 부수적인 것 이상의” 효과가 아니라, 무언가 중대한 효과가 있을 것을 필요로 합니다. 따라서 청구인이 인용하는 *Methanex* 사건은 “특정되지 않는 투자자 집단이 손실을 주장하는 것으로 충족되는 선결문제는 전혀 선결문제라고 할 수 없다”는 내용입니다.¹⁷ 그러나 위와

¹³ 속기록{Day1/84:24} - {Day1/85:3} (“당사자들은 관련 법률에 대한 의사의 합치가 있습니다. 한국의 행위가 엘리엇의 투자와 법적으로 유의미한 관련성이 있어야 한다는 [...] *Methanex* 사건에서 정한 기준을 채택합니다.”); **RLA-22**, 제 147 항{1/22/70}.

¹⁴ **RLA-22**, 제 147 항{1/22/70}; **RLA-86**, 제 242 항{1/86/68} (“청구인에게 지엽적이거나 단순히 파생된 방식으로 악영향을 주었던 조치는 본 목적에 충분하지 않을 것입니다.”).

¹⁵ 속기록{Day1/85:4-14}.

¹⁶ **RLA-86**, 제 242 항{1/86/68}.

¹⁷ **RLA-22**, 제 137 항{1/22/65}.

같은 선결문제가 바로 본 건에서 정확히 청구인이 주장하는 “선결문제”입니다.

18. 청구인은 국민연금의 본건 합병 찬성 투표와 청구인의 삼성물산 지분 사이에 *법적으로 유의미한* 관련성이 있음을 입증하지 못하였습니다.

(a) 국민연금의 의결권 행사는 청구인이 행사할 수 있었던 것과 마찬가지로 “일반적으로 적용되는 조치”가 아니었습니다. 이는 청구인 또는 청구인의 투자와 관계가 없었던 특정 쟁점에 대한 구체적인 의결권 행사였습니다.

(b) 청구인은 모두 변론에서 “본 사건보다 더 투자자 또는 투자에 특유한 영향을 끼치는 사건을 상상하기 어렵다”고 주장하였습니다.¹⁸ 그러나 청구인이 문제 삼는 국민연금 주주 의결권 행사에 대한 한국의 영향력이 청구인을 “표적”으로 하여 가해졌다는 증거는 없습니다. 오히려 청구인이 자체적으로 분석한 증거에 따르면 [REDACTED]

[REDACTED]

[REDACTED].¹⁹

본건 합병에 있어 합병이 한국 경제에 미치는 영향에 대한 검토는

¹⁸ 속기록{Day1/86:12-15}.

¹⁹ C-585 {C/585}. 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 39-42{J/1/39}도 참조.

전부 엘리엇 그룹이 등장하기 전에 이루어졌습니다.²⁰ 이후에 청구인이 이러한 견해에 반대되는 입장을 취하였다는 사실은 청구인이 표적이 되었다는 것을 의미하지 않습니다.²¹

(c) 최종 변론에서, 청구인은 청와대가 국민연금의 투표에 개입하였다는 혐의가 부패에서 비롯된 것인지에 대한 여러 사실 관련 질문을 제기하였습니다.²² 이 문제를 논의함에 있어서 청구인은 개입 혐의가 EALP와 관련이 있었다는 증거를 단 한 번도 제시하지 않았습니다.²³ 표결과 한국이 삼성의 승계 계획을 지지하고자 하였다는 사실 간의 가정적인 연결점에만 집중하였습니다.²⁴

(d) 국민연금은 청구인을 고려하지 않고 본건 합병에 어떻게 투표할지 자체적으로 판단하였습니다.²⁵ 청구인의 모두 변론 프레젠테이션 슬라이드 68은 (한국이 설명한 바와 같이 불완전하고 사실을 오도하는 방식으로²⁶) 각 투자위원회 위원의 투표 내용을 분석합니다. 이들 중 누구도 청구인을 고려하였다는

²⁰ 한국의 재반론서면, 제 170-175 항{B/7/91}, 제 314 항{B/7/183}; **R-296**{R/296}; **C-522**{C/522}.

²¹ 한국의 재반론서면, 제 35-42 항{B/7/24}도 참조.

²² 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 9{J/22/9}.

²³ 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 25-30{J/22/25}.

²⁴ *예컨대*, 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 39-42 {J/1/39} 참조.

²⁵ 반박서면, 제 234-236 항{B/4/106}.

²⁶ 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 입증 C {J/15}.

없다”고 판시하였습니다.³² 서울중앙지방법원 또한 다른 사건에서 “투자위원회 의결 자체가 피고인의 임무위배행위가 될 수는 없다”고 판시하였습니다.³³ 서울고등법원 형사 재판부는 이러한 판시내용에 대해 달리 판단한 바 없습니다.

21. 적법절차 위반이 있더라도, (자체 절차를 위반한 것으로 주장되는 기관인) 국민연금이 청구인에게 어떠한 적법절차 의무도 부담하지 않았으므로, 이러한 위반은 청구인과 “관련”되지 않습니다.³⁴ 국민연금과 EALP 는 비상장회사의 소액주주였으며, 이들은 서로에 대해 적법절차 의무를 부담하지 않습니다.³⁵ 국민연금은 국민연금의 의사결정에서 발생하는 모든 보호의무를 국민연금에 대한 가입자 및 수익자에게만 부담합니다.³⁶

³² R-20, 제 43 면{R/20/37}.

³³ C-69, 제 63 면{C/69/63}.

³⁴ 적용 규정을 준수하는 국민연금 의결권행사지침 및 기금운용지침에 따라야 하는 절차를 설명하는 한국의 재판문서면, 제 285-293 항{B/7/166} 참조.

³⁵ 예컨대, RLA-4, 제 383-384 면{I/4/23}; RLA-9, 제 16-17 항{I/9/11}; RLA-8, 제 1060 면{I/8/4}; RLA-75, 제 175 면{I/75/1} 참조.

³⁶ 국민연금에 관하여, 특히 의결권행사지침은 기금이 “국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자”에게 이익이 되도록 의결권을 행사하여야 한다고 명시합니다. R-57, 제 3 조{R/57/1} 참조. 예컨대, RLA-162, 제 619 항{I/162/195}(중재판정부는 인도네시아 중앙은행의 위법행위를 다루면서 중앙은행의 주된 주의의무가 은행의 주식을 매수한 포트폴리오 투자자들이 아니라 은행의 예금자에게 있다고 판단함)도 참조.

B. 청구인은 국민연금의 행위가 한국에 귀속될 수 있음을 입증하지 못하였습니다.

22. 한국의 주장서면은 국민연금의 행위가 한국에 귀속된다는 점에 관한 광범위한 주장을 포함합니다.³⁷ 한국은 심리에서 전문가들의 증언내용에 근거하여 국민연금이 국가기관이 아니며 본건 합병을 승인하기 위해 삼성물산 소수주주로서 의결권을 행사함에 있어서 정부 권한을 행사하지 않았다는 사실을 확인함으로써 중재판정부의 질의에 답변합니다.

1. 제 11.1.3 조의 범위는 협정상 귀속의 근거를 제한합니다.

23. 중재판정부의 첫번째 질의사항은 협정 제 11.1.3 조가 일반 국제법의 적용을 어느 정도로 배제하고 있는지를 묻습니다.³⁸ 한국이 입증한 바와 같이, 일반 국제법은 협정에 규정된 귀속의 구체적 근거에 속하는 것으로 볼 수 없는 경우에 한해서 배제됩니다.

중재판정
부 질의
1에 대한
답변

24. 당사자들은 본 중재판정부가 행위귀속 문제를 검토함에 있어서 제 11.1.3 조를 적용해야 한다는 점에 동의합니다.³⁹ 당사자들 간 견해의 차이는 협정 제 11.1.3 조 문구를 벗어나서 대한민국과 미국이 협정에

³⁷ 반박서면, 제 III.B 항(B/4/107); 한국의 재반론서면, 제 II.B 항(B/7/26).

³⁸ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q1("한미 FTA 제 11.1.3 조는 행위귀속 규칙을 정하는 것입니까? 정한다면, 이는 일반 국제법을 배제하는 귀속 규칙입니까? 특히 이 조항은 ILC 국가책임규정 제 8 조 내지 제 11 조에 성문화된 것과 같은 일반 규정의 적용을 배제하고 있습니까?").

³⁹ 수정 청구서면, 제 160 항(B/3/89).

포함하지 않았던 추가적인 행위귀속 원칙을 중재판정부가 추가적으로 고려할 수 있는지에 관한 것입니다.

25. *Al Tamimi v Oman* 사건에서, 중재판정부는 “협정의 체결 당사자들은 구체적인 조항(특별법)을 통하여 어느 주체의 행위에 의하여 국가가 귀속되는 상황을 제한할 수 있다”고 판시하였습니다.⁴⁰ 미국-오만 FTA 제 10.1.2 조가 협의의 행위귀속 기준에 적용되므로, 이는 제 8 조에 따른 심사기준을 배제할 뿐만 아니라, ILC 규정상 더욱 광범위한 기준을 배제합니다.⁴¹
26. 제 11.1.3 조는 특별법입니다.⁴² 이는 본 협정에 따라 국가에 행위를 귀속시킬 수 있는 두 가지 가능성만을 제공합니다.⁴³ 따라서 본 조항은 제 11.1.3 조의 범위에 속하는 것으로 해석될 수 없는 그 밖의 다른 행위귀속 원칙을 배제하고 있습니다.

⁴⁰ **CLA-21**, 제 321 항(H/21/111).

⁴¹ **CLA-21**, 제 316 항(H/21/110), 제 321 항(H/21/111)(“중재판정부는 이것이 미국-오만 FTA 에 따른 협의의 행위귀속 기준을 충족할 것임을 절대 인정할 수 없다 [...] 보다 광범위한 일반 국제법 또는 ILC 규정상 국가책임 원칙은 본 건과 직접적으로 관련되지 않는다.”).

⁴² 반박서면, 제 294-304 항(B/4/131); 한국의 재반론서면, 제 86-92 항(B/7/57) 참조.

⁴³ 협정의 투자 조항은“(a) 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치, 그리고 (b) 중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치”에만 적용됩니다. **C-1**, 제 11.1.3 조(C/1/72).

27. 협정 제 11.1.3 조 제(a)호는 ILC 규정 제 4 조와 유사하며, 제(b)호는 ILC 규정 제 5 조와 유사합니다. 따라서, 직접 적용되지는 않지만 위 ILC 규정과 이와 관련된 법리는 본 건을 판단함에 있어 유용한 지침을 제공합니다.⁴⁴ 협정 조항은 ILC 규정 제 8 조의 원칙을 포함하지 않으므로, 이러한 원칙들은 본 협정에 따라 행위를 한국에 귀속시키는 데 사용될 수 없습니다.⁴⁵ 청구인은 귀속에 관한 ILC 규정의 어느 다른 조항이 적용된다고 주장하고 있지 않으므로, 앞서 언급한 당사자 간의 논의가 이 지점에서 종결되기 충분합니다.⁴⁶
28. 이에 중재판정부는 협정이 ILC 규정 제 9 조 내지 제 11 조에 포함된 것과 같이, 행위귀속에 관한 다른 ILC 규정을 배제하는지 여부를 질의하였습니다. 이에 대한 접근법은 위와 같아야 합니다. ILC 규정 제 9 조, 제 10 조 또는 제 11 조에 반영된 행위귀속의 원칙은 협정 제 11.1.3 조의 범위에 해당하는 경우에만 협정에 따른 행위귀속에 적용될 수 있습니다.
29. 청구인은 제 9 조 내지 제 11 조에 대한 주장을 전혀 제기하지 않으므로, 한국은 이에 대한 구체적인 답변을 제시할 수 없습니다. 일반적으로, ILC 규정 제 10 조에 반영된 원칙들은 협정 제 11.1.3(a)조에 따라 적용될

⁴⁴ 반박서면, 제 245-246 항{B/4/109}.

⁴⁵ 반박서면, 제 294-304 항{B/4/131}; 한국의 재반론서면, 제 86-92 항{B/7/57}.

⁴⁶ 한국이 서면 제출에서 이미 설명한 바와 같이, ILC 규정 제 8 조가 적용된다고 하더라도 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사는 한국의 지시나 통제를 받지 않습니다. 한국의 재반론서면, 제 93-102 항{B/7/61}.

여지가 있습니다. ILC 규정 제 10 조는 (사실관계에 따라) “중앙·지역 또는 지방 정부와 당국”이 유지하는 조치를 포괄하는 협정 제 11.1.3(a)조에 해당하는 “신규 정부가 되는 조직”⁴⁷의 “조치”, 즉 행위를 다룹니다. 이와 유사하게, ILC 규정 제 11 조는 국가가 스스로 인정하고 채택하는 행위와 관련이 있으며,⁴⁸ 협정 제 11.1.3(b)조는 중앙·지역 또는 지방 정부가 채택하거나 유지하는 행위에 적용됩니다. ILC 규정 제 9 조는 “관할 당국의 부재 또는 불이행 시 정부 권한”의 행사와 관련되므로⁴⁹ 협정에서 배제되는 것으로 보아야 하는 반면, 협정 제 11.1.3(b)조는 그러한 권한이 명시적으로 “중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은” 경우에만 적용됩니다.⁵⁰

2. 청구인은 국민연금의 행위가 제 11.1.3(a)조에 따라 행위귀속될 수 있음을 입증하지 못했습니다.

30. 제 11.1.3(a)조는 “중앙·지역 또는 지방 정부와 당국”이 채택하거나 유지하는 조치가 한국에 귀속될 수 있다고 규정하고 있습니다.⁵¹ 한국은 국민연금이 법률상 또는 사실상 국가기관이 아님을 입증하였습니다.⁵²

⁴⁷ CLA-17, 제 10 조(H/17/3).

⁴⁸ CLA-17, 제 11 조(H/17/4).

⁴⁹ CLA-17, 제 9 조(H/17/3).

⁵⁰ C-1, 제 11.1.3(b)조(C/1/72)(강조표시 임의추가).

⁵¹ C-1, 제 11.1.3(a)조(C/1/72).

⁵² 반박서면, 제 252-280 항(B/4/112); 한국의 재반론서면, 제 46-65 항(B/7/28).

31. 한국 측 전문가인 김성수 교수는 국민연금이 한국법상 국가기관이 아닌 이유에 대해 설명하였습니다.⁵³ 청구인 측 전문가인 이중기 교수는 어느 국가기관은 한국법상 다른 국가기관에 대하여 손해배상을 청구할 수 없음을 확인하였습니다.⁵⁴ 이에 그는 국가가 국민연금에 손해배상 청구를 제기할 수 있다는 자신의 과거 견해를 확인하였습니다.⁵⁵ 따라서, 이중기 교수는 본건 분쟁 외에서 동일한 주제에 관하여 국민연금이 한국법상 국가기관에 해당하지 않음을 확인하는 취지의 저술을 한 것입니다.
32. 이에 청구인은 국민연금의 공공기관으로서의 지위는 그것이 법률상 국가기관임을 보여준다고 주장하였습니다.⁵⁶ 김성수 교수가 설명한 바와 같이, 국민연금의 공공기관으로서의 지위는 공단이 국가기관인지에 대한 분석과 무관합니다.⁵⁷ 이중기 교수는 “모든 공공기관이 국가기관 또는 국가 조직의 일부를 구성하는 것”은 아니라는 점을 확인하면서,

⁵³ 김성수 교수가 설명한 바와 같이, (a) 한국법은 한국 정부의 기관 구조의 일부를 구성하는 실체를 한정적으로 열거하는 방식으로 정의하고 있고, (b) 국민연금은 헌법이나 정부조직법에 따라 설립되지 않았고, 구체적으로 “중앙행정기관”으로 설립되지 않았기 때문에 한국법상 위 구조의 일부를 구성하지 않으며, (c) 국민연금은 별개의 법인격을 가지며, (d) 국민연금의 “공공기관”이나 “행정기관”으로서의 지위로 인하여 국민연금이 한국법상 국가기관이 되는 것이 아닙니다. 김성수 교수 프레젠테이션, 슬라이드 10(J/17/10), 13(J/17/13), 16(J/17/16), 20(J/17/20).

⁵⁴ 속기록{Day4/72:25} - {Day4/73:5}.

⁵⁵ 속기록{Day4/73:17} - {Day4/74:4}, {Day4/74:16} - {Day4/75:11}, {Day4/75:17} - {Day4/76:12}, {Day4/81:22} - {Day4/82:11}.

⁵⁶ 속기록{Day1/105:11} - {Day1/106:20}.

⁵⁷ 김성수 교수 프레젠테이션, 슬라이드 14-15(J/17/14); 속기록{Day4/155:8} - {Day4/157:12}.

사실상 위 내용에 동의하였습니다.⁵⁸ 이는 논리적으로 타당한 결론입니다. 한국에는 카지노와 홈쇼핑 법인 등 300 개 이상의 공공기관이 존재하며, 이들 대부분은 명백하게 국가기관이 아닙니다.⁵⁹

33. 국민연금이 *사실상* 국가기관인지 여부에 관한 문제가 남아 있습니다. ILC 규정 제 4 조에 따르면, 어떠한 단체를 국가기관으로 보기 위해서는 예외적인 상황이 존재해야 하므로, 한국이 국민연금에 대해 특별히 높은 수준의 통제권을 행사한다는 점이 입증되어야 합니다.⁶⁰ 심리에서 논의된 증거를 살펴보면, 이러한 예외적 상황을 존재한다는 사실이 입증되지 못하였습니다.

34. 청구인은 심리에서 *Haim v Kassenzahnärztliche Vereinigung Nordrhein*⁶¹와 *B.d.B. et al. v The Netherlands*⁶²의 두 가지 사건을

⁵⁸ 속기록{Day4/86:21} - {Day4/87:17}. 청구인의 대리인도 최초 변론에서 “어떠한 측면에서, 국민연금의 임원들은 (한국법상) 공무원으로 간주됩니다. 즉, 이들은 공무원과 동일한 의무를 부담하고 있습니다”(속기록{DAY1/92:5-8})라고 진술하였지만, 청구인 측 전문가는 국민연금 직원들이 뇌물수수 및 부패와 관련된 법률 규정에 한하여 공무원으로 취급한다는 점을 인정합니다. **CER-4**, 이종기 제 2 차 보고서, 제 33 항{F4/1/14}.

⁵⁹ **C-278**, PDF 제1면{C/278/1}, 제4면{C/278/4}, 제5면{C/278/5}.

⁶⁰ **CLA-40**, 제 125 면{H/40/16}. 예외적인 상황은 해당 실체에 대한 국가의 통제 정도가 특별히 큰 경우와 관련 개인 또는 단체가 쟁점 행위와 관련하여 해당 국가의 통제로 인해 국가에 “완전히 의존”하여 행위 해운 경우에 인정될 수 있습니다. **CLA 24**, 제 393 항{H/24/166}. 게다가, 과거 투자 중재판정부들이 완전한 의존성 심사 기준을 적용하여 왔으므로, 완전한 의존성 기준이 투자법에 전반적으로 사용된 기준임을 보여줍니다. **RLA-88**, 제 9.96 항{I/88/261}.

⁶¹ **CLA-127** {H/127}.

⁶² **CLA-88** {H/88}.

인용하면서, “연금 규정을 국제법상 국가의 핵심 기능으로 보아 (연금을 담당하는) 별도의 법인격을 가진 법인을 국가기관으로 보아야 한다”는 입장을 취하였습니다.⁶³ 청구인은 이러한 사건들과 본 건의 연관성을 곡해하였습니다.

(a) *Haim* 사건은 유럽 사법재판소가 “유럽 공동체법을 위반하여 취한 조치로 인하여 개인에게 손실과 손해가 발생하였을 경우, 회원국 뿐만 아니라 이와 별개로 공법적 기구도 배상할 책임을 유럽공동체법에 따라 부담하지 않게 되는지 여부”에 관하여 판단한 결정입니다.⁶⁴ 법원은 그렇지 않다고 판시하였습니다.⁶⁵ 이 사건은 국제법에 따라 결정된 사건이 아니며, 법원은 행위귀속에 관한 국제법 원칙을 언급하지도 않았습니다.

(b) *B.d.B* 사건에서 문제된 기업은 사회보장법 시행을 담당하는 네덜란드의 “산업보험위원회”였습니다. 보건 및 정신적·사회적 이익을 위한 산업보험위원회의 행위에 대한 네덜란드의 책임을 다루는 시민적 및 정치적 권리에 관한 국제규약에 따라 설립된 인권위원회는 “당사국은 자신의 일부 기능을 다른 독립 기관에 위임함으로써 협약상 자신의 의무로부터 면제되지 않는다”고

⁶³ 속기록{Day1/96:14-18}.

⁶⁴ **CLA-127**, 제 25 항{H/127/11}(강조표시 임의추가).

⁶⁵ **CLA-127**, 제 34 항{H/127/13}.

판시하였습니다.⁶⁶ 인권위원회는 보험위원회가 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관인지 여부를 별도로 검토하지 않았습니다.

35. 청구인은 최종 변론에서 “법인격 유무가 해당 쟁점 판단에 대해 어느 정도 비중을 가진다는 가정 하에서, 기관의 지위를 다루는 것과 관련된 것은 ILC 규정 제 4 조에 따른 분석이 아니라, ILC 규정 제 5 조에 따른 분석이다”라고 다시 한번 입장을 바꾸었습니다.⁶⁷ 이는 다시금 국제법을 왜곡하는 것입니다. 투자 협정 법리에 따르면 별도의 법인격 유무의 문제는 ILC 규정 제 4 조와 연관이 있으며, 별도의 법인격을 가진 단체를 국제법상 국가기관으로 보는 것은 예외적인 경우에 한정된다고 일관되게 판시해왔습니다.⁶⁸

36. 마지막으로, 청구인은 국민연금이 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관이라는 주장을 펼치기 위하여 본 건에 적용될 수 없는 두 가지 비유를 제시하고 있는 바,⁶⁹ 중앙은행의 지위나 한국자산관리공사의 지위에 관한 다른 중재판정부의 판단은 본 건과 관련이 없습니다. 여전히 논쟁의 대상인 중앙은행이 모든 경우에 국가기관인지 여부⁷⁰ 또는 실제로 한국은행이 한국법상 국가기관인지 여부는 국민연금이 국가기관인지 여부에 관한 문제와 무관합니다. 한국자산관리공사와

⁶⁶ **CLA-88**, 제 6.5 항{H/88/5}.

⁶⁷ 속기록{Day9/47:6-9}.

⁶⁸ 한국의 재반론서면, 제 60-65 항{B/7/38}.

⁶⁹ 속기록{Day1/95:14-21}.

⁷⁰ 한국의 재반론서면, 제 62(b)항{B/7/40} 참조.

관련하여, 한국은 *Dayyani v Korea* 사건의 판단(한국자산관리공사는 국가기관이라는 취지의 판단)이 본 건의 사실관계에서 확인되거나 본 건의 사실관계에 적용될 수 없는 기초 사실에 기반하고 있으며, 한국자산관리공사가 재판 과정에서 진술한 내용에 기초하였음을 이미 입증하였습니다.⁷¹ 보다 근본적으로, 이 사건은 한국자산관리공사와 전적으로 별개의 단체인 국민연금에 대한 사건입니다.

3. 청구인은 국민연금의 행위가 협정 제 11.1.3(b)조에 따라 한국에 귀속될 수 있다는 사실을 입증하지 못했습니다.

37. 중재판정부는 국제법 의무 위반이 제 11.1.3 조(b)조에 따른 “권한의 행사” 또는 보다 일반적으로 주권적 권한의 행사를 요건으로 하는지 질의하였습니다.⁷² 실제로 그러합니다.
38. 제 11.1.3(b)조에서 “권한”의 정의(“규제, 행정 또는 기타 정부 권한”⁷³)는 협정 제 11.1.3(b)조에서 문제되는 행위가 “정부적” 또는 “주권적” 성질(통치행위, 공권력 개념)을 가질 것을 요건으로 하는 것에 대하여 의심의 여지가 없습니다.⁷⁴ 제 11.1.3(b)조의 “행사하여”라는 구절은 행위가 귀속가능하기 위해서는 해당 단체가 문제되는 상황에 주권적

중재판정
부 질의
2에 대한
답변

⁷¹ 한국의 재반론서면, 제 66(a)항{B/7/47} 참조.

⁷² 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q2(중재판정부의 당사자들에 대한 질의, “한미 FTA 제 11 장 제 A 절에 포함된 국제의무 위반이 제 11.1.3 조(b)조의 의미 내에서 “권한의 행사” 또는 보다 일반적으로 주권적 권한의 행사(통치행위, 공권력 개념)를 요구하는가?”).

⁷³ R-50, 현행 제 11.1.3(b)조 각주, 제 135 면{R/50/13}(강조표시 임의추가).

⁷⁴ 한국의 재반론서면, 제 69-75 항{B/7/49}.

권한을 행사하여야 해왔을 명확히 하고 있습니다.⁷⁵ 이는 ILC 규정 제 5 조의 법리와도 일맥상통합니다.⁷⁶

39. 중재판정부는 공공서비스의 제공 또는 본건 합병에 대한 투표가 제 11.1.3(b)조에 따른 권한의 행사에 해당하는지 여부도 문의하였습니다.⁷⁷ 김성수 교수가 설명한 바와 같이, 국민연금은 연금급여 지급에 대한 공적 사무를 위임 받았지만, 주식을 취득하거나 해당 주식에 대해 의결권을 행사하는 것은 “민법이나 상법 등 사법상 거래를 통해 이루어지는” 행위 또는 거래에 해당합니다.⁷⁸ 다시 말해, 국민연금이 정부 권한을 일부 위임 받았을 수 있다는 사실은 주주의 지위에서 의결권을 행사하는 행위, 즉, 순수하게 상업적인 행위를

중재판정
부 질의
3에 대한
답변

⁷⁵ 한국의 재반론서면, 제 72-75 항{B/7/50}. 한국은 협정 상대방 당사국인 미국과 같이 문제되는 “특정 행위”가 “정부적” 성격을 가져야 한다는 견해입니다. 비분쟁당사국의 의견서에서 미국은 “비정부단체의 행위가 일방 당사자에 귀속되기 위해서는 [...] 해당 행위가 성질상 정부에 관한 것이어야 한다”고 설명하고 있습니다. 미국 비분쟁당사국의 의견서, 제 4 항{B/5/2}(강조표시 임의추가).

⁷⁶ **CLA-7**, 제 168 항{H/7/54} (“*Maffezini* 중재판정부가 채택한 기능적 기준에 따라, 본 중재판정부는 ‘구체적인 작위 또는 부작위가 본질적으로 정부에 관한 성격이 아니라 상업적인 성격을 가지는지 여부, 그 성격이 본질적으로 상업적이 아니라 정부에 관한 성격을 가지는지 여부를 입증하여야 한다. 상업적 행위는 국가에 귀속될 수 없으나, 정부 행위는 귀속되어야 한다.’”)(강조표시 삭제).

⁷⁷ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q3 (“공공 서비스의 제공은 한미 FTA 제 11.1.3(b)조의 의미에서 “권한의 행사”에 해당하거나, 보다 일반적으로는 주권적 권한의 행사(통치행위, 공권력 개념)에 해당합니까? 국민연금의 합병에 대한 의결권 행사는 해당 권한의 행사로 인정됩니까?”).

⁷⁸ 속기록{Day5/56:25} - {Day5/57:6}, {Day5/58:5-13}.

“정부적” 또는 “주권적” 권한 행사로 만들지 않습니다.⁷⁹ 국민연금이 자신의 투자 결정에서 공익을 고려한다는 점(청구인은 이 점을 결정적이라고 생각하는것으로 보입니다)⁸⁰은 주주 의결권 행사의 성격에 영향을 미치지 않습니다. 의장중재인께서 사용한 표현을 빌려보자면,⁸¹ 연금지급사업을 수행하는 측면과 국민연금이 다른 측면에서 영위하는 특히 상업 활동 간 실제로 “눈에 띄는 차이”가 발견됩니다. 국민연금은 수익성의 원칙에 따라, 다른 투자 펀드와 마찬가지로 자신의 투자를 관리합니다.⁸²

III. 본안

A. █████ 공소장의 혐의 및 형사 법원 판결의 증명력

40. 중재판정부는 특히 문제되는 사실관계에 대하여 유죄 판결이 없는 경우, 이에 대한 █████ 사건 공소장 및 공소장에서 언급된 사실관계와 관련된 주장을 증거로 삼지 않아야 합니다.⁸³ █████ 공소장은 입증되지 않은

중재판정
부 질의
4에 대한
답변

⁷⁹ CLA-7, 제 169 항(H/7/54) 참조(이집트 수에즈운하국이 정부 권한적 요소를 띤 권한을 행사할 수 있었지만, 문제되는 행위에 관하여 “국가 단체로서 행위하지 않았”을 뿐만 아니라 “자신이 얻고자 하는 서비스에 대하여 최고의 가격을 얻어내고자 하는 계약자의 행위와 다를 바 없다”고 판시함).

⁸⁰ 속기록{Day1/108:19} - {Day1/109:17}.

⁸¹ 속기록{Day1/114:17}.

⁸² 속기록{Day5/58:17} - {Day5/61:5}.

⁸³ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q4 (“중재판정부는 피청구국이 한미 FTA 제 11 장에 따른 자신의 의무를 준수하였는지 판단함에 있어서 공소장(R-316) 및/또는 공소장에서 제기된 혐의 사실에 관한 증거를 원용할 수 있습니까? [...]”).

공소사실들로 구성되어 있습니다.⁸⁴ 이에 한국 법원이 구체적으로 증거에 비추어 근거가 없다는 판단을 내린 주장도 포함합니다.⁸⁵

41. 중재판정부는 사실관계가 입증되었는지 여부를 평가하기 위하여 [REDACTED] 공소장에 포함된 주장의 기초가 되는 증거를 고려할 수 있습니다. 그러나, 이러한 증거는 중재판정부의 기록상 다른 증거와 동일하게 취급되어야 합니다. 즉, 중재판정부는 이에 얼마나 비중을 둘 지 직접 결정하여야 합니다.
42. [REDACTED] 공소장은 검찰에 의해 발부되었습니다.⁸⁶ 검찰은 한국 정부의 사법부와는 독립적으로 검찰권을 행사합니다.

⁸⁴ 속기록{Day2/77:8-15} 참조. 한국의 재판문서면, 제 166 항{B/7/90}도 참조(“한국은 [REDACTED] 공소장이 기본적으로 법정에서 검사가 입증하고자 하는 혐의를 기록한 것에 불과함을 말씀드립니다.”).

⁸⁵ 예를 들어, [REDACTED] 공소장은 “대통령은 담당 비서실 등으로부터 삼성그룹이 다수 물산 주주들의 반대로 인해 이 사건 합병 성사에 어려움을 겪고 있고, 이에 국민연금이 이 사건 합병에 찬성해 주기를 바라고 있다는 삼성그룹의 입장을 보고받았다.”고 주장합니다. R-316, 제 57 면{R/316/58}. 반면 서울고등법원은 피고인 1 이 [REDACTED] 전 대통령에게 명시적으로 승계작업을 도와달라는 취지의 청탁을 하였음을 인정할 아무런 증거가 없다. [...] [REDACTED] 전 대통령이 ○○[삼성]그룹의 경영권 승계 문제에 관하여 인식할 수 [...] 있었다는 원심의 판단은 [...] 수긍할 수 없다”고 판시한 바 있습니다. C-80, 제 43-44 면{C/80/43}.

⁸⁶ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q4 에 대한 답변(“[...] 대한민국에서 공소장은 법원 또는 다른 당국과 구분되는 검찰이 제출하는 것이 맞습니까? [...]). R-308, 246 조 {R/308/1} 참조 .

43. 한국 형사재판에서 범죄사실을 유죄로 인정하기 위해서는 합리적 의심을 넘어서는 정도의 입증이 필요합니다.⁸⁷ 그러나 검찰은 공소장을 제출하기 위해 어떠한 기준에 따라 입증의 정도를 충족하거나 증거 관련 기준을 만족해야 하는 것은 아니며, 공소장 제출 여부에 대한 독자적인 재량이 있습니다.⁸⁸ 공소장 제출 후에야 법원은 그러한 공소장에서 주장된 사실이 입증되었는지를 판단합니다.⁸⁹
44. 이러한 검찰의 재량을 견제(그러나 재량에 대한 권고를 통해 견제합니다)하기 위해 2018년에 “수사심의위원회”가 도입되었습니다. 위원회는 변호사, 교수, 사회운동가, 기자 등 다양한 분야에서 선정된 150 명 내지 300 명의 시민으로 구성됩니다.⁹⁰ 개별 잠재적 공소제기 권을 검토할 독립적인 “현안위원회”를 구성하기 위하여 위원회로부터

⁸⁷ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q4 에 대한 답변(“[...] 공소장을 제출하기 위하여 대한민국에서 요구되는 입증 또는 증거의 기준(즉 이를 입증하기 위해 필요한 증거의 정도 또는 범위)은 무엇입니까? 대한민국에서의 형사 유죄 판결에 요구되는 증명 기준은 ‘합리적인 의심을 넘어서’입니까?”). *예컨대*, **C-69**, 제 64-65 면{C/69/64}; **R-153**, 제 58 면{R/153/1}, 제 67 면{R/153/66} 참조.

⁸⁸ **R-308**, 제 247 조{R/308/1}; **C-57**, 제 51 조{C/57/8}.

⁸⁹ 예를 들어 █████ █████ 사건에서 대한민국 법원은 (a) █████ 본부장이 본건 합병에 찬성 표결할 것으로 보이는 투자위원회 위원을 임명하였고(**R-153**, 제 7 면{R/153/9}, 제 57-59 면{R/153/1} {R/153/59} 참조), (b) █████ 장관이 2015. 7. 14. 전문위원회 회의를 소집하는 절차에 위법하게 개입하였고(**R-153**, 제 41-42 면{R/153/43} 참조), (c) █████ 본부장의 위법한 개입으로 인하여 기금은 저평가된 삼성물산 주가를 사용하여 계산된 본건 합병 비율과 저평가를 제외한 삼성물가 주가를 사용하여 계산된 본건 합병 비율 사이의 차액에 해당하는 손실을 입었다(**R-153**, 제 5 면{R/153/7}, 제 59-63 면{R/153/61} 참조)는 사실관계에 대한 주장을 배척하였습니다.

⁹⁰ **R-240**, 제 1-2 면{R/240/1}.

10 명 내지 15 명의 위원들을 선정합니다. ■■■과 다른 10 명의 삼성 직원에 대한 공소사실을 판단하기 위하여 선임된 14 명의 위원단은 ■■■ 공소장에 대하여 불기소를 권고하였습니다. 그럼에도 불구하고 검찰은 ■■■ 공소장을 제출하였습니다.⁹¹

45. 일반적으로 말하자면, 본 절차에서 적용되는 입증의 정도에 대한 기준은 개연성의 우위가 존재하는지 여부입니다.⁹² 따라서, 한국 법원이 단정적으로 사실관계에 대한 판단을 내린 범위 내에서, 본 중재판정부는 개연성의 우위 여부를 토대로 사실인정에 도달하기 위하여 (법원의 판단에 반하는 등) 중재판정부가 자체적으로 사실인정을 할 만한 증거가 있지 않는 한, 이러한 판결을 존중하고 이에 반하는 판단을 피하여야 합니다.⁹³ 예컨대, 법원은 ■ 전 대통령이 뇌물을 대가로 삼성의 승계 계획에 대한 지원을 삼성에 제공한 것은 빨라도 2015 년 7 월

⁹¹ C-698, 제 1 면{C/698/1}, 제 3 면{C/698/3}.

⁹² 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q4 에 대한 답변("[...] 본 절차에서 적용되는 입증 기준은 무엇입니까?"). RLA-164, 제 5.09 항{I/164/2} 참조("투자자-국가 중재에서 가장 일반적인 입증 기준은 가능성 여부 또는 증거의 우월성입니다."); RLA-163, 제 6.85 항{I/163/5}도 인용함("국제중재재판소에서 실무상 달성해야 하는 입증 정도는 정확히 정의될 수 없지만, '개연성의 우위'의 기준과 가까운 것으로 안전하게 추정될 수 있습니다 [...]").

⁹³ 예를 들어, 중재판정부는 개별 투자위원회 위원들의 기본 증언을 확보하고 있고, 2015. 7. 10. 회의에서 제시된 시너지 수치가 본건 합병에 찬성 표결하기로 한 그들의 결정에 결정적이었는지 여부를 스스로 판단할 수 있기도 합니다. 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 입증 C {I/15} 참조.

25 일이었음을 확정적으로 판시하였습니다.⁹⁴ 또한, 법원은 본건 합병 안건을 검토하기 위해 투자위원회가 “오픈식 표결 방식”을 채택하는 것이 관련 규정을 위반하지 않았다고 확정적으로 판시하였습니다.⁹⁵ 법원은 검찰이 이와 반대되는 주장을 펼쳤음에도 불구하고, 증거에 대하여 법원이 자체적으로 검토한 내용을 바탕으로 합리적인 의심을 넘어서는 확정적인 결론에 도달하였습니다. 이러한 확정적인 판단과 반대되는 내용을 뒷받침할 만한 기록상 제출된 증거가 존재하지 않기 때문에, 중재판정부는 이와 같은 판단을 존중해야 합니다.

46. 그러나 본 건에서 인과관계가 존재한다는 것을 입증하기 위해서는 *한국의 행위가 없었다면* 청구인이 주장하는 손실을 입지 않았을 것이라는 것을 “높은 수준의 확실성”의 정도로 입증해야 합니다.⁹⁶

⁹⁴ **R-311**, 제 37 면{R/311/2}; **R-169**, 제 112 면{R/169/56}; **R-314**, 제 36-37 면{R/314/5}. 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 54-57{J/14/54} 참조. 한국의 재반론서면, 제 174(b)항{B/7/96}도 참조(“해당 이슈를 충분히 검토한 법원들은 모두 *대가관계*가 존재하였다면 적어도 2015 년 7 월 25 일자 면담 시 또는 그 이후에 비로소 형성되었으며 [...]”), 제 278(c)항{B/7/160}(“한국 법원은 2015 년 7 월 25 일 이전에 뇌물이 이전에 지급되지 않았다고 판단하였습니다 [...]).

⁹⁵ **R-153**, 제 44-45 면{R/153/46}(“P, Q 가 피고인 A 의 지시를 받은 보건복지부 공무원들의 압력으로 인하여 전문위원회 부의를 막기 위하여 오픈식 표결 방식을 채택하였다기보다는 이 사건 합병 안건이 기존의 선례가 없고 중요한 사항이라는 특성을 고려하여 의결권행사지침의 규정에 보다 충실하기 위하여 오픈식 표결 방식을 고안한 것으로 보이므로, 오픈식 표결 방식의 채택이 피고인 A 의 직권남용 행위로 인한 것으로 보기 어렵다.”).

⁹⁶ **CLA-24**, 제 209-210 항{H/24/90}(“법원은 국가를 상대로 제기된 예외적인 중대성을 가진 주장이 포함된 청구가 완전히 확정적인 증거에 의해 입증되어야 한다는 점을 오랫동안 인정해 왔다 [...] 법원은 주장의 중대성에 걸맞는 높은 수준의 확실성을 가진 입증 수준을 요구한다.”).

인과관계 문제는 이 사건에서 손해배상책임에 대한 판단의 핵심입니다. 이러한 보다 높은 입증 기준은 한국 민사 사건에도 적용되며⁹⁷ 본 건에서 인과관계에 관한 중재판정부의 판단에도 적용되어야 합니다.

B. 청구인은 협정이 보장하는 최소대우기준을 한국이 위반하였음을 입증하지 못하였습니다.

1. 적용되는 대우 기준에 대하여 다툼이 없습니다.

47. 심리에서 청구인이 한국이 협정 제 11.5 조에 의하여 투자자에게 보장된 최소대우기준(이하 "**MST**")을 위반하였음을 입증하기 위한 증거를 제시하지 못하였다는 사실은 변함이 없습니다.

48. 중재판정부는 "한미 FTA 부속서 11-A 에서 언급된 '외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 국제관습법상 원칙'이 무엇입니까?"라고 질의하셨습니다.⁹⁸

⁹⁷ **RLA-165**, 제 535 면{I/165/3}("여기서 요구되는 것은 과거 사실에 대한 입증일 뿐이고, 일반인이 일상생활에서 진실성에 대하여 의심할 이유가 없는 '높은 수준의 확실성'으로 입증해야 되는 사항이 아니다") (강조표시 삭제); **RLA-158**, 제 2 면{I/158/2}("달리 특별한 사정이 없는 한, 경험칙에 근거하고 모든 증거를 전체적으로 검토한 결과 어떤 사실이 있었다는 것이 인정될 수 있고 (일반인이 그와 같은 결론을 의심할 여지가 없는 경우에) 고도의 신빙성을 입증하는 것이 요구된다."); **RLA-160** {I/160}("인과관계의 입증은 어떤 사실이 경험칙에 비추어 어떤 결과를 가져왔다는 점을 인정할 수 있는 고도의 신빙성을 증명하는 것이고, 이와 동시에 그 진실성에 관한 유죄 판결에서 요구되는 수준으로 일반인에게 의심할 여지가 없도록 입증이 필요하다 [...]).

⁹⁸ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q6; **C-1**, 부속서 11-A {C/1/96}("당사자들은 "국제관습법"이 일반적으로 제 11.5 조 및 부속서 11-B 에 구체적으로 언급된 바와 같이 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다는 점과 관련하여, 사안에 대해 공통된 입장을 가지고 있다는 점을 확인하였습니다. 제 11.5 조에

49. 청구인의 주장은 *Waste Management* 사건의 중재판정부가 정한 MST 의무의 내용을 그 근거로 하며, 한국은 이를 다투지 않습니다.⁹⁹ 청구인은 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 다른 국제관습법상 법리를 원용하고 있지 않으며, 지금 그러한 원칙들을 원용하기에는 시기상 늦었다고 할 것입니다.
50. 한미 FTA는 2004년 미국 모델 BIT를 기초로 합니다.¹⁰⁰ 미 FTA 부속서 11-A는 미국 모델 BIT 부속서 A와 일치합니다. 국제 사회에서는 2004년 미국 모델 BIT가 채택될 당시 외국인의 국제관습법상 최소대우기준의 존재 또는 내용에 관해 합의에 도달하지 못했습니다.¹⁰¹ 2004년 모델 BIT를 구체화함에 있어서, 미국은 모델 BIT(협정 제 11.5 조와 동일함) 제 5 조에 따른 의무의 범위가 국제관습법상 외국인 최소대우기준보다 넓지 않다는 점을 명확히 하고자 하였습니다.¹⁰²
51. 미국이 정하는 지침은 미국 대외관계법의 리스테인먼트(제 3 차)(이하 "**본건 리스테인먼트**")에서 도출될 수 있습니다.¹⁰³ 본건 리스테인먼트는 제 712(3)항은 협정 부속서 11-

관하여, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준은 외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙을 지칭한다"고 정하고 있습니다.")

⁹⁹ 예컨대, 반박서면, 제 495 항(B/4/221) 참조.

¹⁰⁰ RLA-161, 제 398 면(I/161/9).

¹⁰¹ RLA-153, 제 521 면(I/153/3).

¹⁰² RLA-151, 제 22 면(I/151/22); RLA-154, 제 291-292 면(I/154/9) 참조.

¹⁰³ 본건 리스테인먼트는 "흔히 국제관습법 법리가 신뢰할 만한 방식으로 통합된 것으로 여겨집니다". RLA-156, 제 51 항(I/156/31). 이는 "업계를 선도하는 판사, 학계 및

A 에서 규정하는 “외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙”를 이해하는데 도움을 줄 수 있습니다.¹⁰⁴ 이는 “국가는 다른 국가의 국민의 재산이나 기타 경제적 이익을 해치는 국가의 자의적이거나 차별적인 기타 작위나 부작위로 인한 [...] 손해에 대해 국제법상 책임을 진다”고 규정하고 있습니다.¹⁰⁵

52. 본건 리스테이트먼트 제 712(3)항에 대한 의견 및 작성자의 주석은 국가가 “자의적” 또는 “차별적” 작위나 부작위(재판의 거부 포함)에 의해 발생하는 경제적 손실에 대해 책임을 지며, “자의적” 경제적 손실은 “수용에 해당하는 행위로 볼 수 없음에도 불구하고 불공정하고 비합리적이며, 외국인의 확립된 권리에 중대한 손해를 가하는 행위를 말한다”고 기재하고 있습니다.¹⁰⁶ 따라서, 조약 부속서 11-A 에서 정하는

변호사로 구성된 American Law Institute 가 출판하였고, “미국에 적용되는 방식과 같이 국제법”을 통합하여 검토하였습니다. **RLA-147**, 제 15 면{1/147/15}; **RLA-144**, 제 1 항{1/144/1}.

¹⁰⁴ 협정 부속서 11-A 가 참고한 미국의 모델 BIT 부속서 A 의 첫 번째 문장은 본건 리스테이트먼트의 문구를 토대로 하였습니다. **RLA-155**, 제 267 면{1/155/8}. 제 268-269 면{1/155/9}도 참조.

¹⁰⁵ **RLA-144**, 제 712(3)항{1/144/69}.

¹⁰⁶ **RLA-144**, 제 712 항, 제 4 면, 의견 i{1/144/72} (“i. 기타 경제적 피해. [...] 제(3)호에 포함되는 경제적 피해는 차별을 수반하거나 그 밖에 자의적이므로 일반적으로 위법하다.”) (강조표시 삭제), 제 4 면, 의견 j{1/144/72} (“j. 경제적 피해 및 재판의 거부 [...] 외국인의 경제적 이익을 손상시키는 다른 행위의 경우, 제(3)호 적절한 구제의 거부는 자의적이거나 차별적인 행위를 확인할 수 있다.”) (강조표시 삭제), 제 13 면, 작성자의 의견 11{1/144/81} (“11. ‘자의적인’ 경제적 피해. ‘자의적’은 [...] 수용을 구성하는 행위에 미치지 못함에도 불구하고 불공정하고 비합리적이며, 외국인의 확립된 권리에 중대한 손해를 가하는 행위를 말한다 [...]”).

“국제관습법상 원칙”은 *Waste Management* 중재판정부가 정의하는 최소대우기준보다 더 넓지 않습니다.¹⁰⁷

53. 이와 일관되게, 미국의 비분쟁당사국 의견서는 “현재 국제관습법은 소수의 영역에서만 최소대우기준을 설정하는 것으로 확고화되었다”고 기재하고 있습니다.¹⁰⁸ 이는 “세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사, 민사 또는 행정 심판절차에 있어서 재판을 받는 것을 거부당하지 않을 의무”를 포함하는 제공할 의무, “차별적 박탈의 금지”, “법원에 의한 사법적 구제 또는 대우에 대한 접근”과 “폭력, 반란, 충돌 또는 희생에 대하여 충분한 보호와 안전을 제공하고 외국인 및 국민에 대하여 평등한 기준으로 적시에 보상할 국가의 의무” 등을 포함하는 “공정하고 공평한 대우”를 넘어서지 않습니다.¹⁰⁹

2. 청구인이 MST 위반 사실을 입증하지 못하였습니다.

54. 모두 변론 프레젠테이션 슬라이드 110 에서 청구인은 MST 의무 위반에 대한 5 가지 주장을 제기하였습니다. 해당 증거는 이러한 주장을 뒷받침하지 않습니다.
55. 첫째, 슬라이드 110 에 있는 항목 1, 2, 3 및 5 가 제시하는 바와 같이, 본 건에서 제출된 증거에 의해 네 개의 “정부가 내린 지시(들)”의 존재가

¹⁰⁷ **CLA-16**, 제 98 항{H/16/35} (“행위가 자의적이거나, 중대하게 불공정하거나, 부당하거나, 기이한 경우, 이는 차별적이고 청구인이 집단적 또는 인종적 차별에 노출되도록 하거나, 사법상의 권리를 침해하는 결과를 일으키는 적법절차의 훼손을 수반한다 [...]”).

¹⁰⁸ 미국 비분쟁당사국 의견서, 제 18 항{B/5/7}.

¹⁰⁹ 미국 비분쟁당사국 의견서, 제 18-19 항{B/5/7}.

입증되지 않습니다. 청구인은 각 “정부가 내린 지시”가 무엇이었는지, 예컨대 한국 정부의 누가, 무엇을, 어떻게, 언제, 누구에게 명령했는지를 그 어떠한 사유를 제시하지도 않은 채 명시적으로 언급하고 있지 않습니다. 청구인은 제시한 목록의 항목 3 및 5 의 각 “정부가 내린 지시”가 무엇인지조차 설명하지 않습니다. 증거는 목록의 항목 1 과 2 에서 주장되는 바와 같이, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결하도록 한국 “정부”가 “지시”를 내렸다는 주장을 입증하지 않습니다.

(a) 청구인이 슬라이드 110 에서 인용한 증거는 기껏해야 (i) [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]¹¹⁰ (ii)
[REDACTED] 장관은 보건복지부 관계자들에게 전문위원회의 각 구성원이 합병에 대하여 어떻게 투표할지 판단하기 위한 조치를 취할 것을 지시하였으며,¹¹¹ (iii) 보건복지부 관계자들은 의결권행사지침에 따라 투자위원회에 합병 표결 안건을 부의할 것을 지시하였음을 입증합니다.¹¹²

¹¹⁰ 예컨대, **C-488**, 제 6-8 면{C/488/3} 참조.

¹¹¹ **C-79**, 제 29 면{C/79/29}; **C-69**, 제 7 면{C/69/7}.

¹¹² **C-79**, 제 15-16 면{C/79/15}; **C-508**, 제 11 면{C/508/4}. **R-57** {R/57}(의결권행사지침)도 참조. 청구인은 국민연금 리서치팀 팀원, 투자위원회와 전문위원회 위원장의 행위 및 진술을 참조하는 증거를 인용하였으나(**C-477**, 제 11-12 면{C/477/5}; **C-333**, 제 12-13 면{C/333/5}; **C-420**, 제 4 면{C/420/4}; **C-427**, 제 1-3 면{C/427/1}; **C-429**, 제 1-2 면{C/429/1}), 국민연금의 행위는 한국에게 귀속되지 않으므로 이는 “정부가 내린 지시”의 일부를 구성할 수 없습니다.

이들은 필요 시 전문위원회에 부의하기에 앞서 안건이 결정하기 곤란한지 "판단"하지 않았습니다.

- (d) 투자위원회가 본건 합병을 심의하였을 때, 투자위원회는 안건이 결정하기 곤란하다고 "판단"하면 전문위원회에 부의할 수 있다는 점을 충분히 인식하고 있었습니다. 2015 년 7 월 10 일자 투자위원회 회의록은 ■■■■■ 본부장과 ■■■■■ 운용전략실장이 본 회의에서 투자위원회가 본건 합병을 지지 또는 반대할지 다수결로 투표하지 않을 경우 결정을 전문위원회에 부의할 것이라고 최소 세 차례에 걸쳐서 강조하였음을 보여줍니다.¹¹⁵

56. 둘째, 증거는 청와대 또는 보건복지부가 그 행위 또는 진술을 통해 청구인이 슬라이드 110 항목 1 에서 주장하는 것처럼 "독립성 원칙을 존중해야 할 법적 의무"를 위반하였음을 보여주지 않습니다.

- (a) 청구인이 주장하는 "독립성 원칙을 존중해야 할 법적 의무"는 무엇보다도 "운용 독립성의 원칙"에 따라 보건복지부가 국민연금기금을 운용해야 할 의무를 언급하는 것으로 보입니다.¹¹⁶ "운용 독립성의 원칙"은 "상기 원칙[즉, 제 4 조에

변론 프레젠테이션, 슬라이드 41-42 면(J/14/41);
R-102, 제 1 면(R/102/1); **R-104**, 제 3 면(R/104/4).

¹¹⁵ **R-128**, 제 3 면(R/128/4), 제 14-15 면(R/128/15).

¹¹⁶ **C-194**, 제 4 조(C/194/6), 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 1 (J/1/110)에서 인용됨.

명시된 수익성, 안정성, 공공성 및 유동성 원칙]에 따라 기금을 운용하여야 하며, 다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다”는 것만을 요합니다.¹¹⁷ 청구인은 이를 알고 있고, 심리 도중에 스스로 이와 같이 진술하였습니다.¹¹⁸ 따라서 다른 원칙이 위반되지 않는다면 소위 “독립성 원칙”만의 독립적인 위반은 있을 수 없습니다.

(b) 청구인은 수익성 원칙이 위반되었다고 주장하고 있을 뿐입니다.¹¹⁹ 오히려, 증거에 따르면 국민연금은 본건 합병으로 인하여 17 개의 삼성 계열사에 대한 투자를 포함한 투자 포트폴리오에 상당한 수익이 발생할 것으로 판단하였습니다.¹²⁰

¹¹⁷ **C-194**, 제 4(5)조{C/194/6}, 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 1 {J/1/110}에서 인용됨.

¹¹⁸ 속기록{Day1/24:7-9}("지침이 설명하는 경영 독립성의 원칙은 위 원칙에 따라 기금을 운용하여야 함을 의미합니다 [...]").

¹¹⁹ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 3{J/1/110} 참조.

¹²⁰ **R-127**, 제 8 면{R/127/11}. 반박서면 제 110 항{B/4/56}; **C-428**, 제 1 면{C/428/1}도 참조(" [REDACTED] [...]"), 제 2 면{C/428/2}(" [REDACTED] "고 설명함), 제 4 면{C/428/4}(" [REDACTED] [...]"); **R-128**, 제 11-12 면{R/128/12}("다른 지주회사와 함께, 합병회사가 지주회사가 되고 매출의 20bp 를 브랜드 라이선스료로 받으면 [...]"); **R-86**, 제 5 면{R/86/2}("제일모직은 삼성그룹 계열사들로부터 브랜드 로열티와 높은 배당을 받게 되는 초우량 기업으로 거듭나게 됩니다."); **C-611**, 제 8 면{C/611/8}(시티는 "삼성그룹이 삼성전자 지주회사, 제일모직 및 삼성물산을 합병하여 지주회사 구조로 전환하면, 지주회사는 삼성전자 운영본부, 제일모직의 계열사(웰스토리 등) 및 삼성물산과 핵심 18 개 그룹사 이외의

(c) 또한, 국민연금의 자료에 따르면 지주회사로 전환한 한국 대기업은 지속적으로 결합기업가치가 증가하였고 평균 초과 수익률이 15.3 % 증가하였습니다.¹²¹

57. 셋째, 본 건에서 제출된 증거는 국민연금의 절차적 보호 장치를 우회하기 위해 “정부가 내린 지시”가 있었다는 사실을 입증하지 않습니다.¹²²

(a) 한국 측 모두 변론 프레젠테이션에서 설명한 바와 같이,¹²³ 보건복지부는 국민연금이 의사결정 과정에서 전문위원회를 배제하도록 지시한 것이 아니라, 단순히 투자위원회가 본건 합병을 먼저 판단하도록 한 것에 불과합니다. ¹²⁴ 이는 기금운용지침, 의결권행사지침의 명시적인 규정과 일치합니다.¹²⁵

(b) 국민연금의 절차 지침들은 투자위원회가 해당 결정이 너무 곤란하여 전문위원회에 부의한다고 판단하지 않는 한, 우선

회사들로부터 브랜드 로열티를 받을 수 있게 됩니다. 매출액의 0.5%를 브랜드 로열티로 가정하면, 당사는 삼성전자 운영실체에 대한 2015년 수익 추정치를 기준으로 로열티 수입이 1.6 조원일 것으로 예상합니다.]”).

¹²¹ **R-61**, 제 1 면{R/61/1} (“기업구조의 변화(주로 지주회사 전환)를 겪는 국내 대기업의 사례는 결합기업가치가 변경되기 전과 비교하여 상승(6 개월간 평균 초과 수익률 +15.3%)하는 일관된 결과를 보여줍니다 [...]”).

¹²² 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 2{J/1/110} 참조.

¹²³ 속기록{Day2/57:1-7}; 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 46{J/14/46}; **R-128**, 제 3 면{R/128/4}. 한국의 재반론서면, 제 191 항{B/7/109}도 참조.

¹²⁴ 한국의 재반론서면, 제 191 항{B/7/109}.

¹²⁵ 속기록{Day2/122:14-23}; 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 125 {J/14/125}; **R-57**, 제 8(1)조 및 제(2)조{R/57/2}. 한국의 재반론서면, 제 285-293 항{B/7/166}도 참조.

국민연금의 투자 결정을 내리는 주체는 투자위원회임을 명시하고 있습니다.¹²⁶ 이는 본건에서 투자위원회가 취한 접근 방식이었습니다. 본건 합병을 전문위원회에 부의될 가능성을 높이고, 의결권행사지침에 “보다 충실하기” 위하여 “오픈식 표결 방식”을 이용하여 본건 합병을 심의하였습니다.¹²⁷ 투자위원회 위원들은 회의 내내 본건 합병이 어렵다고 판단될 경우 여전히 이를 전문위원회에 부의할 수 있음을 고려하고 있었습니다.¹²⁸ 투자위원회가 절차를 무시하고 전문위원회에 사안을 부의하지 말고 본건 합병을 승인하라는 명령을 받았다면, 투자위원회 위원들이 전문위원회에 본건 합병에 부의할 가능성을 논의할 이유가 없었습니다.

- (c) 투자위원회의 결정에 대한 전문위원회의 반응은 국민연금의 절차적 보호 장치가 우회되었다는 점을 보여주지 않습니다. █████은 반대신문에서 전문위원회에 결정을 부의하는 다른 여러가지 방식들에 대해 알고 있는지 여부에 대한 질문을

¹²⁶ R-157, 제 8(2)조(R/157/1); R-128, 제 3 면(R/128/4); 속기록(Day4/51:17-25) █████: “제가 설명드린 바와 같이, 투자위원회는 곤란한 사안들에 대하여는 보건복지부 산하 의결권행사 전문위원회에 부의하여야 합니다.”).

¹²⁷ 한국의 재반론서면, 제 184(b)항(B/7/106), 제 291 항(B/7/168), 제 307(b)항(B/7/180); 반박서면, 제 162 항(B/4/79); R-153, 제 18 면(R/153/20), 제 43 면(R/153/45) 참조. R-20, 제 44 면(R/20/38)도 참조.

¹²⁸ R-128, 제 3 면(R/128/4), 제 14-15 면(R/128/15).

받았습니다.¹²⁹ 그는 자신의 제 2 차 증인진술서에서 기재한 바와 같이,¹³⁰ 자신은 이에 대해 알고 있지 못했으며, 결정이 어떻게 전문위원회에 부의될지 논의하는 데 자신이 관여한 적이 없었음을 확인하였습니다.¹³¹ 그가 설명한 바와 같이, 위원장을 포함한 모든 전문위원회 위원들은 투자위원회의 결정을 재심의하거나 반복할 근거가 없다는 점에 동의하였습니다.¹³²

58. **넷째,** 증거는 국민연금이 “사기 및 조작 등의 범죄행위”를 바탕으로 결정을 내렸다는 사실을 입증하지 않습니다.¹³³

(a) 투자위원회 위원들의 결정(이에 따른 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결)은 투자위원회 위원의 독립적인 심의 및 표결 결과였습니다.¹³⁴

¹²⁹ 속기록{Day3/182:4-6}, {Day3/182:23-25}, {Day3/183:10-13}.

¹³⁰ **RWS-2,** █████ 제 2 차 증인진술서, 제 19 항{E/2/10} (“저는 제가 (지금도 물론이고) 당시에 안건들이 전문위원회에 부의되는 경위에 대해서는 아는 바가 없었”습니다).

¹³¹ 속기록{Day3/182:4-9}, {Day3/183:10-16}.

¹³² **RWS-2,** █████ 제 2 차 증인진술서, 제 12 항{E/2/7} (“전문위원회는 [...] 국민연금 투자위원회가 이미 내린 결정을 전문위원회가 다시 심의하거나 이를 반복할 수 있는 근거가 국민연금 및 전문위원회의 관련 지침, 규칙 및 규정에 존재하지 않고 [...] 재심의나 반복 여부는 결정하지 않는다는 결론을 내리게 되었습니다.”).

¹³³ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 3{J/1/110} 참조.

¹³⁴ 한국의 재반론서면, 제 294-303 항{B/7/171}; 피청구국 측 모두 입증자료 C {J/15}, **C-428**{C/428}; **C-465**{C/465}; **C-473**{C/473}; **C-499**{C/499}; **C-502**{C/502}; **C-507**{C/507}; **C-515**{C/515}; **R-128**{R/128}; **R-290**{R/290}; **R-291**{R/291}; **R-292**{R/292} 원용.

- (b) 합병 무효 소송에서, 청구인이 이른바 “정부가 내린 지시”에 해당한다는 주장을 뒷받침하는 내용과 유사한 근거에 기반하여 2015. 7. 17. 삼성물산 임시주주총회에서 이루어진 결의가 무효임을 확인하거나 취소하여 달라는 청구가 서울중앙지방법원에 제기되었습니다.¹³⁵ 예를 들어, 본건 합병 무효 소송의 원고들은 ■■■■■ ■■■■■ 사건에 대한 하급심의 결정을 일부 원용하여, 보건복지부가 국민연금 ■■■■■ 본부장에게 본건 합병이 투자위원회에서 심의되기를 원한다는 의사를 표명하였다고 주장하였습니다.¹³⁶¹³⁷ 원고들은 또한, 국민연금 리서치팀이 “본건 합병이 승인될 경우 국민연금이 입을 손실을 메꾸기 위해” “시너지 효과”를 도출하였다고 주장합니다.¹³⁸
- (c) 법원은 ■■■■■ 장관 또는 국민연금 리서치팀의 행위로 인하여 투자위원회의 결정이 무효가 되어야 한다고 판단하지 않았습니다.¹³⁹ 법원은 투자위원회 위원들이 본건 합병 안건에 대한 의결권 행사 방향을 결정함에 있어서 각각 “기업지배구조의

¹³⁵ R-20, 제 36 면{R/20/30}.

¹³⁶ R-20, 제 38 면, 제 D 항{R/20/32}. 한국의 재반론서면, 제 180-188 항{B/7/102}도 참조.

¹³⁷ R-20, 제 39 면, 제 I 항{R/20/33}. 한국의 재반론서면, 제 237-238 항{B/7/135}도 참조.

¹³⁸ R-20, 제 38 면, 제 F 항{R/20/32}. 반박서면, 제 445-446 항{B/4/200}; 한국의 재반론서면, 제 228-229 항{B/7/129}도 참조.

¹³⁹ R-20, 제 42-43 면{R/20/36}, 제 46 면{R/20/40}.

변화, 주식의 종류별 가격 효과, 삼성그룹 주가에 미치는 영향, 주식 시장에 미치는 영향, 경제에 미치는 영향, 본건 합병의 중단이 자금 운용에 미치는 영향 등”과 궁극적으로 “장기적인 주주가치의 증대”를 고려하여 독립적인 판단을 하였음을 확인하였습니다.¹⁴⁰

59. 다섯째, 본건 증거는 국민연금의 결정이 “그 자신에게 손해를 가져오므로 비합리적이다”는 사실을 입증하지 않습니다.¹⁴¹ 앞서 설명한 바와 같이, 본건 증거에 따르면 오히려 본건 합병은 국민연금이 지분을 보유하게 될 합병 후 회사와 국민연금의 전체 포트폴리오 가치를 증대시킴으로써 국민연금에 이익이 될 것임을 보여줍니다. 투자위원회 위원들은 시너지 수치 계산 이외에 “[REDACTED]”
[REDACTED]”¹⁴², “[REDACTED]”
[REDACTED]” 등의 다양한 요소들을 고려하였습니다.¹⁴³ Mr Boulton QC 는

¹⁴⁰ R-20, 제 41-46 면{R/20/35}. 또한, 삼성 측이 본건 합병과 같은 거래를 통해 시너지가 발생할 것으로 진정으로 보았다는 증거도 있습니다(예컨대, 삼성의 기업구조조정 계획의 일환으로서 삼성물산과 제일모직의 합병으로 인한 시너지를 예상한 C-774, 제 12 면{C/774/12} 참조)

¹⁴¹ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 4 {J/1/110} 참조.

¹⁴² C-500, 제 26 면{C/500/4}.

¹⁴³ C-502, 제 35 면{C/502/9}. R-20, 제 45 면{R/20/39}; 피청구국측 모두 변론 설명자료 C {J/15}, C-428 {C/428}; C-465 {C/465}; C-473 {C/473}; C-499 {C/499}; C-507 {C/507}; C-515 {C/515}; R-128 {R/128}; R-290 {R/290}; R-291 {R/291}; R-292 {R/292} 원용도 참조. 또한, 국민연금이 투자위원회에 제시한 분석내용은 국민연금의 관점에서 볼 때, 외부 회계사의 보고서에 의해 뒷받침되었습니다. 본건 합병에 대한 분석을 준비하면서, 국민연금 리서치팀은 삼성물산에 추가 자료를 반복적으로 요구하였습니다. 이에 대해, [REDACTED] 공소장에 따르면, 삼성물산은 딜로이트안진의 본건 합병 비율에 대한 최종

반대신문에서 국민연금이 보유한 삼성그룹 전체 “또는, 실로 한국 경제”가 국민연금 결정의 합리성에 대한 고려와 관련이 있다는 데 동의하였습니다.¹⁴⁴

60. 여섯째, “정부가 내린 지시”가 “한국의 ■ 대통령과 삼성 ■ 사이의 부정한 거래로부터 비롯된 것”임을 입증하는 증거는 없습니다.¹⁴⁵ ■ 전 대통령이 ■에게서 받은 뇌물의 대가로 본건 합병을 지지했다는 “거래”는 증거에서 찾아볼 수 없습니다. 본건 증거에 의하면, ■ 대통령이 뇌물의 대가로서 삼성의 승계 계획을 지지한 것은 일러도 2015년 7월 25일이었습니다.¹⁴⁶ 따라서, 한국 법원은 국민연금의 결정에 영향을

“검토 보고서”를 국민연금에 제공하였습니다. R-316, 제 53-54 면(R/316/54); R-386 {R/386} 참조. 국민연금이 딜로이트안진의 보고서에 대한 조작 혐의나 과거 초안(청구인이 증거로 제출하고자 하였던 유일한 보고서)에 대해 알고 있었다는 증거나 주장마저도 본건에서 제시된 바 없습니다. 실제로, 보고서를 받은 이후에도 국민연금은 삼성물산에게 보고서의 특정 부분들에 대하여 자세한 설명을 요청하면서, 그 내용을 계속 검증하였습니다. R-316, 제 54 면(R/316/55) 참조.

¹⁴⁴ 속기록{Day7/97:5-13}.

¹⁴⁵ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 항목 5(U/1/110) 참조.

¹⁴⁶ R-316, 청구인이 본 주장을 뒷받침하기 위하여 원용한 제 56 면(R/316/57), 제 59 면(R/316/60)은 주장이 아직 입증되지 않은 공소장에서 발췌하였습니다. 앞선 형사 절차에서 법원은 이 주장을 사실상 기각하였습니다. 예컨대, C-80, 제 29 면(C/80/29) 참조(“2015. 7. 25. 10:00~10:40 ■ 전 대통령[■ 전 대통령]과 피고인 1[■]은 2차 단독 면담을 하였는데, ■ 전 대통령은 피고인 1에게 ‘[...] 올림픽에서 좋은 성적을 거두려면 해외 전지훈련도 보내고 좋은 말도 사주어야 하는데 [삼성이] 그걸 안하고 있다. 승마협회 지원 제대로 해라.’고 하면서 강하게 질책하였고,”), 제 43-44 면(C/80/43)(“특검이 주장하는 포괄적 현안으로서의 ‘승계작업’을 인정할 수 없음은 앞에서 본 바와 같고, 설령 이러한 ‘승계작업’이 존재한다고 하더라도 피고인 1이 ■ 전 대통령에게 명시적으로 승계작업을 도와달라는 취지의 청탁을 하였음을 인정할 아무런 증거가 없다. 따라서 피고인 1이 ■ 전 대통령에게 승계작업에 관한 명시적 청탁을 하였음은 인정되지 아니한다는 원심의 판단은 결론에 있어서는 정당한

미쳤다고 청구인이 주장하는 위법행위가 본건 합병 관련 표결 이후에야 발생하였다고 판시하였습니다.¹⁴⁷ 심리기일 모두 변론에서 한국은 사실관계의 시간적 흐름에 따라 명확히 설명하였습니다.¹⁴⁸

C. 청구인이 감수한 위험은 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반에 대한 항변으로 기능합니다.

61. 중재판정부는 “위험의 감수 쟁점은 본건의 여러 측면과 어떻게 관련되어 있습니까? 조약상 책임에 대한 항변으로서 위험의 감수가 문제되는 범위 내에서, 한미 FTA 및/또는 일반 국제법에 따른 위와 같은 항변의 법적 근거는 무엇입니까?”라고 질의하였습니다.¹⁴⁹

62. 청구인의 위험 감수는 책임 및 손해배상과 관련이 있습니다. 책임에 대하여, 청구인이 자발적으로 감수한 위험이 실체화되었다는 것은 신의성실에 따라 청구인이 그러한 위험을 감수하였음을 부인하고 그

중재판정
부 질의
9에 대한
답변

것으로 수공이 간다.”), 제 107 면{C/80/107} (“■ 전 대통령은 다시 2015. 7. 25. [...] 피고인 1 을 단독 면담하면서, [...] 승마 지원과 대한승마협회 임원 교체를 요구하였다 [...] 이에 피고인 1 은 [...] ■ 전 대통령으로부터 도움을 받거나 최소한 불이익을 받지 않도록 하기 위하여 ■ 전 대통령의 요구에 적극 응하기로 하여”); R-169, 제 112 면{R/169/56} (“[...] 이 사건 합병은 AA 센터[동계스포츠영재센터] 등에 대한 지원요구가 있었던 2015. 7. 25. 단독 면담 당시 이미 해결되어 종결된 현안들로서 앞서 본 법리에 비추어 보면 위 현안들은 위 단독 면담에서 피고인의 요구 및 그에 따른 금품제공과 *대가관계*에 있다고 볼 수는 없다.”).

¹⁴⁷ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 123-128 {J/1/123} 참조.

¹⁴⁸ 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 56 {J/14/56}; 한국 측 입증 B 참조.

¹⁴⁹ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q9. 속기록{Day9/146:21} - {Day9/147:6}도 참조.

결과에 대한 구제를 구할 수 없다는 것을 의미합니다. 나아가, 청구인의 손해배상액은 청구인이 위험을 감수한 손실액만큼 감액되어야 합니다.

63. 한국의 손해배상책임에 대한 위험의 감수 항변의 법적 근거는 신의성실의 원칙입니다. 신의성실의 원칙은 투자에 관한 특정 투자자 행동으로부터 투자유치국들을 보호하고, 투자협정상 투자자를 보호하는 규정에서 발견되는 불균형을 바로잡기 위하여 운용됩니다.¹⁵⁰ 이는 금반언, 깨끗한 손(clean hands)의 원칙 및 권리남용과 같은 투자법¹⁵¹에서 인정되는 관련 항변을 통해 운용되는 것입니다.¹⁵² 투자자는 투자와 관련하여 신의성실의 원칙에 구속된다는 점 및,¹⁵³ 분쟁의 본안에 대한 신의성실 항변이 유효하다는 인식이 점차 높아지고 있습니다.¹⁵⁴
64. 청구인이 삼성물산 주식이 몇 개월 내(어떤 경우 몇 주 내)에 합병 삼성물산-제일모직 법인의 주식과 교환될 위험을 충분히 인지하면서 삼성물산 주식을 매수할 것을 결정하고, 그 후 감수한 위험이 실현되어

¹⁵⁰ 예컨대, **RLA-166**, 제 10.03-10.04 항(I/166/5) 참조.

¹⁵¹ **RLA-166**, 제 10.05 항(I/166/5) 참조.

¹⁵² 예컨대, **RLA-166**, 제 10.27-10.41 항(I/166/10) 참조.

¹⁵³ 예컨대, **CLA-6**, 제 123-124 항(H/6/39), 제 230 항(H/6/70) 참조. **RLA-148**, 제 105 면(I/148/4)도 참조.

¹⁵⁴ 예컨대, **RLA-166**, 제 10.01-10.02 항(I/166/4) 참조.

발생되었다고 주장하는 손실을 보상하도록 한국에게 요구하는 것은 신의성실에 반하는 것입니다.

65. 한국의 위험의 감수 항변은 *Maffezini v Spain* 사건에서 투자 협정은 “잘못된 사업적 판단에 대한 보험이 아니며”, 투자자들은 투자 협정 하에서 “어떠한 투자에 내재된 사업적 리스크”로 인해 발생한 손실을 보전받을 수 없다고 정하는, 빈번하게 인용되는 원칙에 기초합니다.¹⁵⁵ NAFTA 중재판정부를 포함한 여러 중재판정부들은 투자자의 청구를 기각하면서 이 원칙을 인용하였습니다.¹⁵⁶
66. 이들 중재판정부는 *Maffezini* 원칙의 이론적 근거를 설명하지는 않았으나, 그 결정은 신의성실의 원칙, 특히 금반언 원칙의 적용과 일치합니다.
- (a) *Maffezini* 사건에서 중재판정부는 청구인이 투자를 하기 전에 투자 리스크가 얼마나 큰 지를 평가할 의무가 있으며, 이러한 의무를 이행하지 못하여 발생하거나 부정확한 위험 평가를 함으로써 발생한 손실에 대한 배상을 받을 권리가 없다는 결정을 내렸습니다.¹⁵⁷ 청구인이 자체적인 투자 위험 유무에 관한 평가를

¹⁵⁵ 반박서면, 제 516-521 항{B/4/230} 참조, **CLA-33**, 제 64 항{H/33/21}; **CLA-16**, 제 114 항{H/16/40}; 제 177 항{H/16/67}; **RLA-32**, 제 180 항{I/32/86}, 제 218 항{I/32/102} 원용.

¹⁵⁶ 예컨대, **CLA-16**, 제 114 항{H/16/41} 참조. **RLA-33**, 제 67 항{I/33/28}도 참조.

¹⁵⁷ 예컨대, **RLA-149**, 제 542 면{I/149/16} 참조(“IIA 에서 제공되는 보호 범위에 관한 최근 판례법은 투자자가 투자를 시작하기 전에 투자 위험의 정도를 평가해야 하고, 그

실행한 후 투자하기로 결정하였고, 이후 그 위험이 실현되었다면, 청구인은 이러한 위험을 감수하였다는 사실을 부정할 수 없습니다.

(b) *Waste Management* 사건에서 중재판정부는 청구인의 손실이 자신의 사업 계획의 취약성으로 인해 발생한 상황에서 멕시코가 자의적으로 행동하지 않았다고 판단하였습니다.¹⁵⁸ 따라서 잘못된 사업 계획에 기초하여 투자를 확정적으로 결정한 청구인이 나중에 그 제도의 위험을 감수하였음을 부정할 수는 없습니다.

(c) *Fireman's Fund* 사건에서 중재판정부는 청구인이 "멕시코의 '개인종합' 보험 사업에 대한 '가입권'을 가지고 싶다"는 이유로 "투자에 악영향을 끼칠 상업적 위험을 감수하였다"고 판시하였습니다.¹⁵⁹ 따라서, 청구인은 자신의 상업적 이유 때문에 청구인의 투자에 악영향을 끼치는 위험을 적극적으로

수익성에 관한 현실적인 기대를 가지고, 고위험-고수익 지위에서 행해지는 투자의 전망과 함정 모두를 고려해야 한다는 원칙을 발전시키는 것으로 보인다. 부정확한 위험 평가로 인해 이후 발생하는 손실은 투자자가 부담한다. 이는 투자 협정의 규정에 따라 회복될 수 없을 것이다. 이러한 의무는 그 핵심에 놓여 있는 내재적 균형 과정을 고려해 볼 때, 공정하고 공평한 대우 기준에 대한 분석과 완전히 일치하는 것으로 보일 것이다."). **RLA-167**, 제 401 면(I/167/1)도 참조("투자유치국의 외국인 투자자는 자신이 투자해야 할 의무가 있는 것이 아니라 스스로 원한 것이기 때문에, 투자에 앞서 적절한 조사를 해야 하고, 자신이 구한 바에 따라 법을 준수해야 한다."); **RLA-159**, 제 146-147 면(I/159/6)("자신의 사업 운영에 영향을 미칠 수 있는 투자유치국의 경제적, 정치적, 법적 및 문화적 조건을 이해할 의무는 기업인으로서 외국인 투자자가 부담한다").

¹⁵⁸ **CLA-16**, 제 108-115 항(H/16/38).

¹⁵⁹ **RLA-32**, 제 180 항(I/32/86).

감수하였음을 부정하고 그러한 위험이 실현되자 손실을 회복할 것을 구할 수는 없습니다.¹⁶⁰

67. 비평가들은 *Maffezini* 사건과 그 후속 사건들에서 투자자가 “투자 리스크를 평가할 의무”를 부담한다는 원칙이 발전되었다고 평가하였습니다.¹⁶¹ 이러한 의무는 투자자가 특정 위험을 식별하였음에도 이에 따라 투자를 진행한 경우, 그러한 위험이 실현되었을 때 면책을 구할 수 없다는 결론으로 필연적으로 귀결됩니다. 면책을 구하는 것은 애초에 위험을 감수하겠다는 그 자신의 결정을 뒤집는 것입니다. 실제로, 이러한 의무는 “이익과 부담이라는 형평법상 개념의 적용으로 볼 수 있습니다.”¹⁶² “국가 행위가 투자자에게 공평한지 불공평한지 여부를 판단함에 있어서 투자자의 자발적인 위험의 감수가 고려 요인이 될 수 있다”고 보았습니다.¹⁶³
68. 청구인은 삼성물산 주식 1,110 만 주를 매수할 때에 기회를 잡기로 결정하였습니다. 청구인은 삼성물산이 본건 합병과 같은 거래(법률상 정해졌던 본건 합병 비율에 의한다는 사실을 고려하여야 함)에 참여할

¹⁶⁰ **RLA-121**, 제 7.14-7.15 항{I/121/20}도 참조.

¹⁶¹ **RLA-149**, 제 546 면{I/149/20}.

¹⁶² *예컨대*, **RLA-149**, 제 546 면{I/149/20} 참조(“투자의 위험을 평가해야 할 의무는 혜택 및 부담의 형평법상 개념의 적용으로 볼 수 있다.”). 형평법은 국제법의 한 측면으로서 인정됩니다: 국제사법재판소는 “국제법의 한 부분으로서 형평법의 원칙에 구속되고, 공평한 결과를 도출하기 위하여 관련이 있다고 판단되는 다양한 고려 사항들 사이에 균형을 맞추고 있다”고 판시하였습니다. **RLA-142**, 제 71 항{I/142/45}.

¹⁶³ **RLA-149**, 제 547 면{I/149/21} 참조.

가능성이 있고, 해당 거래가 소수주주에게는 최선의 이익이 되지 않을 수 있으며, 삼성의 로비 역량 및 한국 기관 투자자 및 국민연금의 과거 거래를 감안할 때에 위 거래에 대한 반대 의견보다 찬성 의견이 우위를 점할 가능성이 있음을 알면서도 삼성물산 주식 770 만 주를 매수하였습니다.¹⁶⁴ 청구인은 또한 삼성물산이 이미 본건 합병 비율에 의한 본건 합병을 공식 발표한 시점에 340 만주를 매수하였습니다. 불법행위가 “사건에 참여하기로 한 [피해 당사자의] 자유롭고 정보에 근거한 선택에 의해 무효화”되는 것처럼,¹⁶⁵ 청구인이 합병회사의 주식으로 교환되는 내재적 위험을 무릅쓰고 삼성물산 주식을 매수할

¹⁶⁴ 속기록{Day3/7:1} - {Day3/15:17}; **R-255**, 제 9 면{R/255/9} (“합병에서 부딪힐 수 있는 장애물에 대해서라면, 삼성의 로비 능력이 나라에서 둘째 가라면 서럽다는 점을 알아야 합니다.”), 제 24 면{R/255/24} (“물산과 제일모직의 합병은 필수적이고 중요한 사건으로도 볼 수 있습니다 [...]”).

¹⁶⁵ 미국 불법행위법에서 내재된 위험의 감수에 대한 “전형적인 사례”는 본질적으로 위험한 활동에서 “사건의 위험한 성격에 관하여 충분히 인지하고” 경쟁함으로써 피해자가 “자신의 기회를 잡기로” 선택한 경우입니다. **RLA-145** *476 참조{I/145/4}. 미국에서 위험의 감수 항변은 “손실, 피해 또는 손해의 위험을 감수하는 자는 손실, 피해 또는 손해를 야기한 당사자에 대하여 소송을 주장할 수 없다는 원칙을 가리킵니다”. **RLA-168**, 제 818 면{I/168/15} (*Quintana v. Baca*, 233 F.R.D. 562, 566 (C.D. Cal. 2005)를 인용함). 위험의 감수를 규율하는 정확한 규칙은 관할과 맥락에 따라 다를 수 있지만, 항변은 보통 다음의 요소로 구성됩니다. 첫째, 피해자는 그 내재적 위험을 알았거나 인지하였어야 한다. *예컨대*, **RLA-171** *13{I/171/9}; **RLA-169** *16{I/169/13} 참조. 둘째, 피해자는 이러한 위험을 자유롭게 수용하거나 동의해야 한다. **RLA-171** *15 {I/171/11} (“원고의 동의는 [위험의 감수] 원칙의 시금석이다.”) 참조. 일반적으로 **RLA-170**, 제 4.30 항{I/170/3}도 참조. 동의는 명시적인 합의에 의하여 이루어지거나, 피해자의 말이나 행동에 의하여 암시될 수 있습니다. 묵시적 위험의 감수는 자신에게 발생할 수 있는 손해를 충분히 이해한 청구인이 피고의 행위로 인한 손해의 위험을 자발적으로 무릅쓰는 사실에 근거할 수 있습니다. **RLA-146** *5 참조{I/146/4}.

것을 “자유롭고 정보에 근거한 선택”하는 것은 위험의 실현을 초래한 어떠한 국가 행위도 무효화시킵니다.

69. 청구인은 (a) “[자신이] 재벌 경제에서 활동하는 것을 아는 것”과 (b) “정부의 중대한 위법행위에 대한 예측” 사이에서 감수한 위험을 구별하고자 합니다.¹⁶⁶ 이러한 방식으로 사안을 구별하는 것은 본 쟁점을 곡해하는 것입니다.
70. 위험의 감수 항변은 청구인이 불법적인 정부 간섭의 위험을 예상할 것을 요구하지 않습니다. 이러한 요건을 부과하는 것은 청구인이 해당 국가가 협정을 위반할 것이라고 생각한 적 없다고 주장할 수 있도록 하므로, 항변을 완전히 무의미하게 할 것입니다.
71. 본건에서 청구인이 떠맡은 리스크는 삼성의 로비 역량과 *재벌* 기업의 거래에 대한 한국 기관 투자자 및 국민연금의 과거 투표 사례 등의 이유로 본건 합병이 승인될 수 있다는 것이었습니다.
72. 수많은 사실 증거는 청구인이 본건 합병이 승인될 가능성을 알고 있었으며, 이를 완전히 수용하였음을 보여줍니다. Mr Smith 는 심리에서 자신의 팀이 삼성물산 주식을 처음 매수하기 전인 2015 년 1 월 25 일에 본건 합병의 “구체적 가능성”을 알고 있었다고 확인하였습니다.¹⁶⁷ Mr. Smith 의 증언과 서증은 청구인이 삼성물산과 제일모직의 합병이

¹⁶⁶ 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 20{J/22/20} 참조.

¹⁶⁷ 속기록{Day2/189:16} - {Day2/190:2}.

“불가피”함을 자신의 자문사들로부터 명시적으로 전달받았음을 보여줍니다.¹⁶⁸ 실제로 이러한 내용은 청구인의 구조조정안에 명확히 반영되었습니다.¹⁶⁹

73. 청구인은 삼성물산-제일모직 합병이 이미 발표된 이후인 2015년 6월 2일에 삼성물산 주식 340만주를 매수하였습니다. 이는 청구인이 해당 주식을 매수함에 있어서, 본건 합병이 승인된 이후의 시장 가격이 어떠한지 해당 주식을 매각해야 하는 위험(실제로 청구인 자문사들에 따르면, 불가피하게 매각해야 하는 위험¹⁷⁰)을 감수하였다는 사실이 필연적으로 뒤따릅니다.

74. Mr. Smith와 청구인은 삼성물산 또는 삼성그룹이 “공정한 조건”으로 삼성물산과 제일모직 간의 합병을 제안할 것이라는 기대하였을 뿐이라고 있다고 주장합니다.¹⁷¹ 또한, 그들은 국민연금이 불공정한 조건으로서 국민연금의 원칙을 위반하여 본건 합병에 찬성하는 투표를 할 것을 예상하지 않았다고 주장합니다. 본건 합병이 국민연금의 관점에서 불공정한 조건으로 이루어졌다는 사실이 입증된 것은 아니나, 어떠한 경우에도 이러한 주장은 청구인이 자주 활용하였던

¹⁶⁸ R-255, 제 4면(R/255/4), 제 6면(R/255/6); 속기록{Day3/8:5-11}.

¹⁶⁹ 속기록{Day3/8:12-20}.

¹⁷⁰ R-255, 제 4면(R/255/4), 제 6면(R/255/6)(삼성물산과 제일모직의 합병은 모두 알려진 옵션 중 하나였고 불가피한 것으로 여겨졌습니다 [...]).

¹⁷¹ 속기록{Day3/13:10}.

자문사들로부터 받은 자문에 대한 내부 검토¹⁷²를 통해 다음과 같은 사실을 알고 있었다는 점을 무시하는 주장입니다:

- (a) "합병이 주주에게 최선의 이익이 아니라고 하더라도, 한국 기관 투자자들은 재벌 경영에 반대한 확고한 기록이 없다";¹⁷³
- (b) "삼성의 로비 능력은 둘째 가라면 서러우며 *합병의 어떠한 장애물도 극복할 수 있다*";¹⁷⁴
- (c) "삼성 기업이 개별 기업보다는 국가적인 자산"에 해당한다는 "국가적 합의"가 있었다.¹⁷⁵
- (d) 국민연금은 "*합병 절차에 위협을 가하는 입장을 취하거나*" 삼성 일가가 삼성물산을 지배하기 위해 사용하였던 복잡한 상호출자의 연결 고리를 뒤엎을 것으로 보이지 않는다;¹⁷⁶ 및
- (e) "국민연금이 삼성물산에 관하여 더욱 의견을 강하게 표출하는 것을 반대하는 강한 *정치적 파장이 있었다*".¹⁷⁷

¹⁷² **R-254**, {R/254}; 속기록{Day3/6:20-23}.

¹⁷³ 속기록{Day3/9:3-15}(강조표시 임의추가).

¹⁷⁴ 속기록{Day3/9:24} - {Day3/10:3}(강조표시 임의추가).

¹⁷⁵ 속기록{Day 3/11:20} - {Day3/12:2}.

¹⁷⁶ 속기록{Day3/13:4-25}(강조표시 임의추가).

¹⁷⁷ 속기록{Day3/14:5-15}(강조표시 임의추가).

75. 이러한 사실은 소수주주들에게 불공정하다고 보았던 합병이 통과될 수 있을 것이라고 전혀 생각해 본 적이 없다는 현재 청구인의 부정직한 주장과 직접적으로 모순됩니다.
76. 청구인은 또한 국민연금이 제일모직에 대한 투자와 함께 삼성그룹 내 다른 투자 포트폴리오를 보유함으로써, 전체 포트폴리오의 관점에서 본건 합병을 고려하게 됨을 알고 있었습니다.¹⁷⁸
77. 심리에서, 의장중재인은 한국의 최종 변론 프레젠테이션 슬라이드 7 를 언급하면서, 제일모직의 사업 계획과 2014 년 12 월 상장의 이유 및 목적을 보여주는 증거가 기록에 있는지 물었습니다.¹⁷⁹ 2014 년 12 월 18 일 제일모직 IPO 직후 발표된 신문 기사에서 한국투자증권 연구원은 “장기적으로 볼 때 지주회사 구조 전환에 따른 삼성전자의 배당금, 계열사 브랜드 로열티, 제일모직의 기업 구조조정 등이 주요 요소가 된다”고 평가하였습니다.¹⁸⁰ 삼성물산의 2015 년 5 월 26 일자 보도 자료에서, 제일모직은 IPO 이후 “건설, 패션, 기타 사업 단위를 확장하기 위한 입찰에서 핵심 사업 경쟁력 및 글로벌 영업 네트워크를 강화하기 위한 방안을 모색”하였음을 확인하였습니다.¹⁸¹

중재판정
부의 심리
중 질의에
대한 답변

¹⁷⁸ R-134, 제 2 면{R/134/2}.

¹⁷⁹ 속기록{Day9/149:25} - {Day9/150:7}.

¹⁸⁰ R-76, 제 2 면{R/76/2}.

¹⁸¹ C-17, 제 2 면{C/17/2}.

78. Thomas 중재인은 한국의 최종 변론 프레젠테이션 슬라이드 10 에 관하여 두 가지 관련 질문을 제기하였습니다. 그는 다음과 같이 물었습니다:

(a) 2015 년 2 월 18 일에 제일모직의 주주가 아니었다는 증거 R-252 의 진술이 정확한지 및, 해당 진술이 정확하다면 국민연금이 언제 주주가 되었는지 판단하기 위하여, 국민연금이 제일모직의 주식을 언제 취득하기 시작하였는지 보여주는 기록상의 증거가 있는지;¹⁸² 그리고

(b) 국민연금 지분에 관한 정보를 일반 대중이나 투자 일반이 확인할 수 있는지 여부(예컨대, 특정 지분율 이상의 기준에 의하거나, 지분율 기준이 있다면 얼마인지).¹⁸³

79. 증거에 의하면, 국민연금은 제일모직의 상장 이후 2014 년 12 월에 제일모직 주식을 매수하였고, 2015 년 1 월, 2 월 및 3 월에도 계속 매수하였습니다. 따라서 R-252 의 진술은 틀렸습니다. 국민연금은 2015 년 2 월 18 일 당시 제일모직의 주주였습니다.¹⁸⁴

중재판정
부의 심리
중 질의에
대한 답변

80. 최소 2015 년 1 월 4 일 이후에 제일모직에 대해 국민연금이 가지고 있던 지분이 시장에 알려졌을 것입니다. 한국 법률에 따르면, 국민연금은 지분

¹⁸² 속기록{Day9/148:3-14}.

¹⁸³ 속기록{Day9/148:24} - {Day9/149:2}.

¹⁸⁴ **R-123**, 제 16-17 면{R/123/16}, 제 62 면{R/123/62}.

5%를 초과할 경우에만 그 내역을 공개해야 합니다.¹⁸⁵ 다만, 언론은 2015년 1월, 2월 및 3월에 국민연금이 제일모직 주식을 보유하고 있다고 보도하였습니다.¹⁸⁶

81. Milhaupt 교수는 반대신문에서 전문 투자자가 *재벌*의 기업 지배구조와 터널링 리스크를 알고 있을 것이라고 확인하였습니다.¹⁸⁷ 나아가 그는 본건 합병을 삼성그룹 경영권을 [REDACTED]에게 넘기기 위해 진행된 일련의 과정 중 한 단계에 해당하며, 전문 투자자라면 본건 합병이 삼성 일가의 지분이 적은 삼성 회사의 주주들로부터 삼성 일가의 지분이 많은 회사로 가치를 이전시킬 위험을 초래할 것임을 알았을 것이라고 볼 수 있다고 하였습니다.¹⁸⁸ Milhaupt 교수는 또한 “삼성물산에 대한 엘리엇의 투자를 이끈 수십 년 동안 재벌은 [...] 한국의 정치 경제에 상당한 영향력을 행사했다”는 데 동의했습니다.¹⁸⁹ EALP 와 같은 전문 투자자는 삼성

¹⁸⁵ **R-99**, 제 25(2)조{R/99/15} (“공단은 별표 4로 정하는 사항을 공단 인터넷 홈페이지에 공시하여야 한다.”), [별표 4]{R/99/22} (“자산군별 투자종목 세부 내역: 주식 투자종목별 현황 (단, 국내주식의 경우 지분율 5%이상 종목) [...]”); **C-177**, 제 39 조{C/177/25} (“(1) 기금의 운용내역 및 사용내역에 관한 공시는 영 제 87 조를 따른다. [...] (2) 공단은 기금운용지침 및 기금운용위원회에서 정하는 바에 따라 기금운용에 대한 정보를 공단의 인터넷 홈페이지에 공시한다.”); **C-164**, 제 87 조{C/164/56} (“운용위원회의 위원장은 법 제 107 조 제 4 항에 따라 매년 기금의 운용 내용 및 사용 내용을 「신문 등의 진흥에 관한 법률」 제 9 조 제 1 항에 따라 전국을 보급지역으로 등록한 일반일간신문 1 개 이상 및 경제 분야 특수일간신문 1 개 이상에 각각 공시하거나 관보, 인터넷 홈페이지 또는 방송 등을 통하여 공시해야 한다.”).

¹⁸⁶ **R-366**{R/366}; **R-367**{R/367}; **R-368**{R/368}. **R-376** {R/376}도 참조.

¹⁸⁷ 속기록{Day6/45:15-19}.

¹⁸⁸ 속기록{Day6/47:4-22}.

¹⁸⁹ 속기록{Day6/46:3-10}.

그룹에 대한 지배권을 [REDACTED]에게 넘기는 목적을 달성하기 위하여 삼성이 정치적 영향력을 행사할 수 있음을 알았을 것입니다.

82. 청구인이 삼성물산 경영진과 국민연금으로부터 향후 삼성물산이 본건 합병을 안건으로 제출하지 않을 것이라거나, 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않을 것이라는 보증을 받았다는 Mr Smith 의 증언을 뒷받침하는 증거는 없습니다.¹⁹⁰ 이와 반대로, Mr. Smith 가 청구인을 대리한 2015 년 4 월 16 일자 서신에 위와 같은 보장에 대하여 감사의 뜻을 표시하였음에도 불구하고, 삼성물산의 2015 년 4 월 21 일자 답변은 청구인의 서신 중 해당 부분이나 보장에 관하여 아무런 언급을 하지 않았습니다.¹⁹¹ 삼성물산은 오히려 단순히 “주주 가치를 높이고” EALP 와 “밀접하고 성공적인 관계를 유지”하기 위한 (Mr Smith 에 의하면 “IR”팀 소속 삼성물산 경영진이 쓴 것으로 보여지는¹⁹²) 일반적인 희망사항을 표명하였습니다.¹⁹³ 이러한 논조는 삼성물산이 “수익성을 증대”하고 “[EALP]와 생산적 관계를 계속 유지”하고자 한다는, 위와 같이 단순한 의사를 표명한 청구인에 대한 삼성물산의 2015 년 2 월 16 일자 서신과 매우 유사합니다.¹⁹⁴

¹⁹⁰ 속기록{Day3/30:4-25}.

¹⁹¹ C-168 {C/168}.

¹⁹² C-187, 제 16 면{C/187/16}; 속기록{Day3/18:18} - {Day3/19:18}.

¹⁹³ C-168 {C/168}.

¹⁹⁴ C-187, 제 16 면{C/187/16}.

83. 중재판정부는 청구인은 2015년 2월 27일자 답변에서 위 서신이 “단순하고”, “불충분하며” 그리고 “의도적으로 쟁점을 회피하는 것으로 보인다”고 평가하였고,¹⁹⁵ Mr Smith가 반대신문에서 같은 의견을 가졌다는 사실을 기억할 것입니다.¹⁹⁶ 즉, 이 서신은 어떠한 보장도 하지 않았습니다. 2015년 4월 21일자 서신도 이와 달리 볼 수 없으며, Mr. Smith가 제공받았다고 주장하는 그 어떠한 보장의 존재 유무도 증거에 의해 입증되지 않습니다.
84. 마찬가지로, 국민연금이 청구인에게 제공하였다고 청구인이 주장하는 보장을 뒷받침하는 서증은 엘리엇 그룹의 자체적인 주장 이외에는 없습니다.¹⁹⁷ 청구인과 국민연금 간의 2015년 3월 18일자 회의에 관한 다른 설명은 잠재적 합병에 관하여 청구인에게 제공된 보장을 기록하고 있지 않습니다.¹⁹⁸
85. 무엇보다도, 청구인이 주장하는 이러한 보장들은 청구인이 2015년 1월에 삼성물산 주식 매수를 시작하였고¹⁹⁹ 그 투자에 내재된 위험을 스스로 감수한 이후에 발생한 것입니다.

¹⁹⁵ C-187, 제 6면{C/187/6}.

¹⁹⁶ 속기록{Day3/17:14-25}, {Day3/18:9-20}.

¹⁹⁷ 한국의 재반론서면, 제 322(i)항{B/7/189}.

¹⁹⁸ R-210{R/210}.

¹⁹⁹ CWS-5, Smith 제 2차 보고서, 첨부 A {D1/2/34}.

D. 한국은 청구인에게 내국민대우를 하였습니다.

86. 심리에서, 청구인은 내국민대우 청구 관련 주장을 펼치지 않았으나 청구인이 과거에 주장한 내용과 입장을 유지하였습니다.²⁰⁰ 한국은 본 청구에 대한 기존의 주장을 유지하며 ²⁰¹ 본 청구가 근거 없다고 주장합니다.

IV. 인과관계

87. 비록 청구인은 처음에는 인과관계를 전혀 주장하지 않았고,²⁰² 나중에는 상당인과관계가 아니라 “조건부(but for)” 인과관계만 주장하였으나,²⁰³ 심리 이후 현재는 상당인과관계가 청구의 필수적인 요건이라는 점에 대해 당사자 간에 다툼이 없습니다. ²⁰⁴ 청구인은 손해배상책임을 입증하고, 청구인이 주장하는 손해를 회복하기 위한 두 단계의 청구에서 조건부(사실상) 인과관계와 상당(법률상) 인과관계 전부를 입증해야 할 책임이 있습니다.²⁰⁵

²⁰⁰ 속기록{Day1/132:24} - {Day1/133:2}; 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 101(J/1/101); 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 74(J/22/74).

²⁰¹ 반박서면, 제 542-583 항{B/4/242}; 한국의 재반론서면, 제 351-380 항{B/7/206}.

²⁰² 중재통보에 대한 답변서, 제 5 항{B/2/4}, 제 46-47 항{B/2/20}; 반박서면, 제 393 항 참조{B/4/175}.

²⁰³ 수정 청구서면, 제 82-86 항{B/3/41}.

²⁰⁴ 속기록{Day1/149:10-11}, {Day1/163:3-5}, {Day1/165:6-13}. 재반박서면, 제 504 항{B/6/258}도 참조.

²⁰⁵ 속기록{Day2/132:21} - {Day2/133:5}; {Day9/147:21-25}도 참조.

- (a) 손해배상책임의 인과관계 문제는 중재판정부가 한국이 MST 를 위반하여 자의적이거나 불합리한 행위가 있었다고 판단하더라도, 한국이 협정 위반에 대한 책임을 지기 위해서는 여전히 그러한 위법행위가 본건 합병을 승인하기로 한 국민연금의 결정에 차이로 귀결되었는지 판단해야 합니다.
- (b) 중재판정부가 책임에 대하여 인과관계가 입증되었다거나 입증될 필요는 없다고 판단하더라도, 손해에 대한 인과관계가 존재하는지 여부에 대한 답변 또한 있어야 합니다: 중재판정부가 한국이 협정을 위반하였다고 판단하더라도, 중간에 개입된 원인이 아니라 한국의 위반행위가 주장되는 손실을 야기하였음이 입증되어야 합니다.

A. 손해배상책임에 대한 인과관계가 입증되지 않았습니다.

- 88. 청구인은 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반 행위가 국민연금의 본건 합병 승인 결정을 *초래하게 되었고*, 위반 행위가 없었다면 해당 결정이 이루어지지 않았을 것이라는 사실을 입증해야 합니다. 청구인이 MST 위반에 해당한다고 주장하는 행위 목록에는 “국민연금의 결정을 *초래한* [...] 정부가 내린 지시”가 포함되어 있고, “국민연금이 그 자신에게

손해를 가져오므로 비합리적인 합병의 승인을 초래하였음을 포함합니다.²⁰⁶

89. *Bosnian Genocide* 사건에서 ICJ 는 문제되는 행위의 결과가 “피청구국이 자신의 법적 의무를 준수하여 행위했다면 사실상 방지되었을 것”이라는 결론이 “충분히 확실한 정도로” 판단될 수 있는 경우에만 “충분히 직접적이고 확실한 인과적 관계”가 존재한다고 판시하였습니다.²⁰⁷
90. 미국도 이와 마찬가지로 협정상 사실적 인과관계에 대한 판단기준은 자신의 비분쟁당사국 의견서에서 설명한 바와 같이 “위반국이 자신의 의무를 준수하여 행위하였어도 동일한 결과가 발생하였더라면 충족되지 않았다”고 판단하고 있습니다.²⁰⁸
91. 청구인은 이러한 주장·입증 기준을 충족하지 못했습니다. 첫째, 청구인은 청구인이 주장하는 한국의 위법행위가 없었다면 투자위원회 위원들이 본건 합병을 심의하지 않았을 것이라는 점을 “충분히 확실한 정도로” 입증할 수 없습니다. 위 제 III.B.2 항에서 논의된 바와 같이, 문서에 나타나 있는 국민연금의 절차는 본건 합병과 같은 투자 결정에 대하여 국민연금이 어떻게 의결권을 행사할지 전문위원회에 부의하기

²⁰⁶ 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 110, 3-4 항목(J/1/110)(강조표시 임의추가).

²⁰⁷ **CLA-24**, 제 462 항(H/24/194).

²⁰⁸ 미국 비분쟁당사국 의견서, 제 9 항(B/5/3).

전에 투자위원회가 심의할 것을 요구하였으며,²⁰⁹ 증거가 기껏해야 보여주는 것은 본건 합병을 투자위원회에 심의 안건으로 상정하라는 “정부가 내린 지시” 뿐입니다.²¹⁰

92. 둘째, 청구인은 “정부가 내린 지시”가 없었더라면 투자위원회 위원들이 선택했던 방식, 즉 과반수가 본건 합병에 찬성하는 방식으로 투표 하지 않았을 것이라는 점을 “충분히 확실한 정도로” 입증할 수 없습니다. 위 제 III.B.2 항에서도 논의된 바와 같이,²¹¹ 증거에 따르면 개별 투자위원회 위원들은 다양한 요인을 고려하여 자신의 독립적인 판단에 따라 표결하였으며, (청구인이 투자위원회 결정이 조작되었다는 주장을 증명하기 위해 원용하고 있는²¹²) 국민연금 리서치팀의 시너지 자료는 핵심적인 요인이 아니었으며,²¹³ ██████████ 본부장이 가한 압력은 효과적이지 않았습니다.²¹⁴

²⁰⁹ R-57, 제 8(2)조{R/57/2}; R-99, 제 5(5)(4)조{R/99/6}. 한국의 재반론서면, 제 101(b)(iii)항{B/7/66}, 제 184 항{B/7/105}; 반박서면, 제 46-50 항{B/4/24}도 참조.

²¹⁰ 상기 제 57 항 및 제 59 항 참조.

²¹¹ 상기 제 58 항 및 제 59 항 참조.

²¹² 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 68{J/1/68}, 134{J/1/134} 참조.

²¹³ 피청구국 측 모두 입증자료 C {J/15}, C-428 {C/428}; C-465 {C/465}; C-473 {C/473}; C-499 {C/499}; C-500 {C/500}; C-502 {C/502}; C-507 {C/507}; C-550 {C/550}; C-515 {C/515}; R-128 {R/128}; R-290 {R/290}; R-291 {R/291}; R-292 {R/292} 원용 참조.

²¹⁴ 한국의 재반론서면 제 256-265 항{B/7/147}; 한국 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 128{J/14/128}; C 465, 제 5 면{C/465/3} 참조.

93. 셋째, 청구인이 문제 삼는 한국의 위법행위가 없었다면 투자위원회 위원들이 그 안건을 전문위원회에 부의하였을 것이라고 본 중재판정부가 판단하더라도, 청구인은 전문위원회가 본건 합병을 반대하였을 것임을 “충분히 확실한 정도로” 입증할 수 없습니다. 청구인이 이의를 제기하지 아니하였던 █████의 증언내용과 관련하여, 본건 합병이 전문위원회에 부의되었다면 전문위원회가 어떻게 결정하였을지 알 수 없다는 것입니다.²¹⁵ 전문위원회가 본건 합병에서 SK 합병과 달리 결정하도록 하였을 본건 합병과 SK 합병의 차이에 대한 █████의 증언 내용은 상대방의 반대신문에 의해 탄핵되지 않았습니다.

(a) █████은 자신의 증언진술서에서 본건 합병과 SK 합병 간의 두 가지 차이점으로서 (i) SK 합병에는 자사주가 소각되어야 한다는 제안이 포함되었으며, (ii) 본건 합병이 이루어진 절차나, 합병 법인의 주식과 교환될 삼성물산 및 제일모직 주식의 수에 대한 결정에 있어 어떠한 위법도 없었다는 한국의 법원 판결이 있었다는 점을 지적하였습니다.²¹⁶

(b) 반대신문에서 █████은 두 합병 사이에 이러한 차이점이 존재한다는 사실을 재차 확인하였습니다.²¹⁷ 그는 자사주가

²¹⁵ RWS-1, █████ 제 1 차 증언진술서, 제 21 항{E/1/8}, 제 30-35 항{E/1/11}; RWS-2, █████ 제 2 차 증언진술서, 제 5-6 항{E/2/4} 참조.

²¹⁶ RWS-1, █████ 제 1 차 증언진술서, 제 15 항{E/1/6}, 제 20-21 항{E/1/7}, 제 33 항{E/1/12}; RWS-2, █████ 제 2 차 증언진술서, 제 6 항{E/2/4} 참조.

²¹⁷ 속기록{Day3/193:5}.

소각되고 합병회사 주식과 교환의 대상이 되지 않는다는 제안이 SK 합병에서 지배주주에게 불공정하였으므로 반대표를 냈으나,²¹⁸ “한 회사 주주들의 부당한 이득을 얻는 것은 합병에 반대할 정당한 근거가 되었다”는 일반화된 주장을 확고히 거부하였습니다.²¹⁹

94. Garibaldi 중재인은 투자위원회가 다수결에 따라 독립적으로 본건 합병에 찬성 표결하였기 때문에, 협정 위반에 대한 책임을 부담하지 않는다는 한국의 주장을 뒷받침하는 인과관계 이론이 무엇인지 질의하였습니다.²²⁰
95. 위 이론은 독립적인 재량 행사로부터 비롯된 결정은 인과관계를 단절한다는 것입니다.²²¹ Hart 와 Honoré 는 *Harnett v Bonds* 사건에서의 *Scrutton LJ* 의 판결에서 “법률에 의하여 사법적으로 및 독립적으로 사건을 판단할 의무가 사람의 행위 간 인과관계 중에 존재할 경우에는 그 판결의 결과는 그에게 판단할 기회를 부여하였던 최초의 잘못으로부터 너무 동떨어진다”는 원칙을 지지하면서 판단하였습니다.²²² 이러한 원칙을 근거로 *Scrutton LJ* 는 “독립된 의견을

중재판정
부의 심리
중 질의에
대한 답변

²¹⁸ 속기록{Day3/195:10-18}, {Day3/195:24} - {Day3/197:3}.

²¹⁹ 속기록{Day3/195:20-23} (“A. 그런 단순한 표현으로 일반화하기 어렵습니다.”).

²²⁰ 속기록{Day9/145:11} - {Day9/146:19}, {Day2/131:10-23}, {Day2/132:12-20}.

²²¹ **RLA-143**, 제 159-160 면(I/143/30).

²²² **RLA-143**, 제 160 면(I/143/31), **RLA-141**, 제 565 면(I/141/49)(*Scrutton LJ* 관련) 원용.

형성할 법적 의무를 부담하는 자의 독립적인 행위에 의해서만 손해가 계속 발생하는 경우에는 피고가 손해배상 책임을 더 이상 지지 않는다”고 판시하였습니다.²²³

96. 따라서 *Harnett v Bond* 사건에서 원고의 보호소 내 9 년간의 구금은 그의 구금을 잘못 지시한 첫번째 의사의 행위에 의하여 발생한 것이 아니라고 보았는데, 이는 원고의 구금을 계속하기 위한 몇 가지 독립적인 결정이 첫번째 의사의 행위와 원고의 최종 석방 사이에 개입되어 있었기 때문입니다.²²⁴ *Scrutton, Warrington* 및 *Bankes LJ* 는 모두 첫번째 의사의 결정 이후 이어진 독립적인 결정들이 인과관계를 단절시키는 개입적 행위였기 때문에, 그로 인한 손해는 첫번째 의사의 위법행위와 너무 동떨어져 있다고 판시하였습니다.²²⁵

97. 본건에서 문제되는 위법 행위는 투자위원회가 본건 합병에 대해 표결하고 (증거에 의해 해당 사실이 입증되지는 않지만) 찬성하라고 했다는 한국의 “정부가 내린 지시”입니다. 본건 합병에 대하여 어떻게 투표할 지 개별 투자위원회 위원들의 독립적인 결정은 인과관계의 연결

²²³ **RLA-141**, 제 565 면{1/141/49}(Scrutton LJ 관련).

²²⁴ **RLA-141**, 제 518 면{1/141/2}, 제 542-543 면{1/141/26}, 제 552-553 면{1/141/36}, 제 565-566 면{1/141/49}. **RLA-143**, 제 160 면{1/143/31}도 참조.

²²⁵ **RLA-141**, 제 541 면{1/141/25}(Bankes LJ 관련), 제 552-553 면{1/141/36}(Warrington LJ 관련), 제 566 면{1/141/50}(Scrutton LJ 관련) 참조.

고리를 단절시키는 개입적 행위(또는 적어도 총칭하여 하나의 단일 개입적 행위²²⁶)였습니다.

B. 손해에 대한 인과관계도 입증되지 않았습니다.

98. 당사자들에 대한 중재판정부의 질의 7 은 “국민연금의 행위를 대한민국에 귀속시키는 문제와 별개로, 한국 정부 공무원 및/또는 국민연금이 합병 투표에 대하여 문제되는 개입을 한 사실과 청구인이 주장하는 손실 또는 손해 간에 충분한 인과관계가 존재하는가? 충분한지는 어떻게 판단되어야 하는가?”라면서 손실 인과관계의 문제를 정면으로 확인하였습니다.²²⁷

99. 앞서 논의한 바 및 아래에 기재된 이유로, 본건 합병 투표에 한국 정부 공무원이나 국민연금이 개입하였다는 혐의와 청구인이 주장하는 손실 또는 손해(즉, 보유 중이었던 삼성물산 주식의 가치가 증대될 기회의 상실) 사이에는 충분한 인과관계가 존재하지 않습니다.²²⁸

중재판정부 질의 7에 대한 답변

²²⁶ RLA-141, 제 525 면(I/141/9).

²²⁷ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q7.

²²⁸ 아래 제 V 항에서 추가로 논의된 바와 같이, 청구인은 본건 합병으로 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치가 이전되었기 때문에, 청구인이 2015년 7월 16일자 주당 69,300 원에서 2015년 7월 18일자 주당 115,391 원(또는 이에 대한 최소 85~95%)으로 삼성물산 주식 가치의 상승을 누릴 기회가 상실되었다고 주장합니다. 속기록{Day1/149:18} - {Day1/150:2}; 청구인 측 모두 변론 프레젠테이션, 슬라이드 132(I/1/132).

100. 충분한 인과관계가 있는지는 문제되는 개입과 청구인이 주장하는 손실 사이에 명확하고, 단절되지 않은 연결고리가 있으며, 다른 개입적인 원인이 없다는 “높은 수준의 사실적 확실성”이 있는지를 평가함으로써 판단되어야 합니다.²²⁹ 그러한 확실성은 없습니다.
101. *첫째*, 책임의 인과관계가 입증되었다고 가정하더라도, 한국의 문제되는 행위가 없었다면 본건 합병이 승인되지 않았으리라는 것을 “높은 수준의 사실적 확실성”으로 입증하는 증거는 없습니다. 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였다고 중재판정부가 판단하더라도, 국민연금의 투표로 인해 본건 합병이 성사되지는 않았습니니다. 본건 합병의 승인은 삼성물산 임시주주총회에 참석한 의결권의 66.67%를 필요로 하며, 국민연금은 삼성물산 발행 주식의 11.21%만을 보유하고 있었습니다.
102. 국민연금의 본건 합병 찬성 투표 결정은 2015년 7월 10일 금요일 서울 시간 기준 저녁에 시장에 유출되었습니다.²³⁰ 청구인은 이러한 유출도 문제되는 협정 위반으로 보고, 국민연금의 결정이 다른 투자자들의 투표에 “영향력이 매우 높을 것”이라고 주장합니다.²³¹ 그러나, 증거에 따르면 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하기로 결정한 것이 시장에

²²⁹ 한국의 재반론서면, 제 432-434 항{B/7/240}, 제 469 항{B/7/258}; 반박서면, 제 625 항{B/4/272}; 재반박서면, 제 523 항{B/6/350} 참조.

²³⁰ 속기록{Day9/84:8} - {Day9/85:13}; 재반박서면, 제 147e-f 항{B/6/118}, **R-131** 항{R/131} 원용.

²³¹ 재반박서면, 제 147-148 항{B/6/116}, 제 162 항{B/6/129} 참조.

알려진 이후에도 본건 합병에 대한 삼성물산 주주들의 투표 결과가 여전히 불확실함을 알 수 있습니다. 2015년 7월 13일 월요일에 EALP는 여전히 “국민연금이 합병 제안에 찬성으로 투표하더라도 합병 통과에 필요한 투표수를 삼성물산 주주들이 충족할 가능성은 매우 낮다”고 주장하였습니다.²³² 만약 어떠한 경우에도 본건 합병이 성사되었을 수 있다고 중재판정부가 판단한다면 손해는 영(0)이 될 것입니다. Mr Boulton QC도 이를 인정하는 바입니다.²³³

103. *둘째*, 아래 제 V.B.4 항, 제 V.B.5 장 및 제 V.B.6 장에서 논의된 바와 같이, 청구인이 하루만에 상실하였다고 주장하는 규모, 즉 69,300 원에서 115,391 원으로 67%만큼 (또는 그 근처로라도) 삼성물산의 주가가 상승하리라고 확실하게 언급할 수 없습니다.
104. *셋째*, 본건 합병에 따른 가치 이전으로 인해 청구인에게 손실이 발생하였다면 그는 삼성이 삼성물산의 주가를 하락시킨 행위에 의해 발생한 것이지 한국에 의한 것이 아닙니다. 청구인은 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 가치를 이전시키게 될 것이라는 점을 한국 측이 합리적으로 예측할 수 있었음을 입증하지 못하였습니다.

²³² C-232, 제 3 면(C/232/3).

²³³ 속기록{Day7/4:16-19}. 속기록{Day7/190:10-12}도 참조.

- (a) 청구인은 한국이 삼성의 “음모”에 “결탁”하였다고 허울뿐인 주장을 하고 있으나,²³⁴ 한국이 협정 위반을 구성한다고 문제된 행위의 당시에 삼성이 삼성물산의 주가를 부당하게 하락시켰다는 사실을 알았다는 증거는 없습니다.
- (b) 증거가 삼성물산은 저평가되어 있는 반면, 제일모직은 고평가되어 있다는 시장의 인식을 보여줄 수도 있으나, 이는 상장 주식에 대한 전형적인 애널리스트 견해입니다. 본건 합병 비율은 법률에 의해 고정되어 있었습니다. 청구인 측 전문가인 이상훈 교수가 심리에서 인정한 바와 같이, 본건 합병 비율은 “법정 공식”으로 정해졌으며, 실제로는 “재벌의 의도적인 시세 조작을 방지하기 위해” 부과되었습니다.²³⁵ 청구인은 삼성물산에 투자할 당시에 한국법의 이러한 특징을 알고 있었고, “불가피한” 본건 합병에도 적용될 것임을 알고 있었습니다.²³⁶ 이상훈 교수가 밝힌 공식의 “한계”는 협정을 위반하였다는 행위의 일부가 아닙니다(오히려 법률에 대한 그의 학술적 운동으로 보임). 한국은 삼성의 시세조종이나 주가억제 및 법정 계산식의 적용으로 인해 청구인이 입었을지도 모르는 손해를 배상할 책임을 부담하지 않습니다. 실제로, 한국 법원은 임시주주총회

²³⁴ 속기록{Day1/68:12-13}.

²³⁵ 속기록{Day5/84:1-7}.

²³⁶ C-11, 제 2 면{C/11/2}; R-255, 제 6 면{R/255/6}.

개회를 막기 위한 청구인의 가치분 신청을 기각 결정하며 본건 합병 비율이 불공정하지 않다고 판시하였고,²³⁷ [REDACTED]

[REDACTED]²³⁸

- (c) 어떠한 경우에도, 삼성 또는 [REDACTED]이 삼성물산 주가를 부당하게 조작하거나 하락시켰음은 아직 입증되지 않았습니다. 이러한 의혹은 현재 한국 법원 재판에서 계속 심리 중이며, 본 중재판정부에 제출된 증거에 의해 입증되지 않습니다. 한국은 단지 혐의에 지나지 않는 사실을 토대로 주장되는 '가치의 이전'에 대해 손해배상책임을 지지 않습니다.

V. 손해

105. 청구인은 심리에서 삼성물산 주식의 가치가 하루 아침에 “급등”할 것이라는 자신의 이론을 지지하기 위해서 추측 외에는 아무것도 내놓지 못했습니다. 본 절차에서 끊임없이 변경되고 있는 청구 이유 내용에 기반한 손해배상 청구를 제기한 후, “경영 및 기타 기업 지배구조 관행”을 다루어 “삼성물산의 내재가치를 실현시킬 것”이라고 주장하는 것부터,²³⁹ 주식의 “내재가치”가 시간이 지남에 따라 저절로 결실을 맺을 것이라고 주장하는 것,²⁴⁰ *본건 합병 그 자체가* EALP 가 이른바 주식의 진정한

²³⁷ R-9, 제 9-14 면{R/9/9}; C-235, 제 7-12 면{C/235/7}.

²³⁸ 예컨대, C-401, 제 12 면{C/401/12}; C-405, 제 11 면{C/405/11} 참조.

²³⁹ 중재통보 및 청구서면, 제 20-21 항{B/1/12}.

²⁴⁰ 수정 청구서면, 제 16 항{B/3/8}; CWS-1, Smith 제 1 차 보고서, 제 14 항{D1/1/6}.

가치를 누리기 위해 시도되고 저지되었어야 한다는 이론의 정립까지²⁴¹
모두 청구인은 입증에 실패하였습니다.

106. 심리를 통하여, 본건 합병이 야기한 "손실"에 대하여 청구인이 그동안 본 중재판정부와 한국을 속이고 있었음이 드러났습니다. 청구인은 제일모직 스왑을 공매도하고 있었기에 본건 합병이 승인될 때 이익을 볼 수 있었으며, 전반적으로 청구인은 본건 합병으로 이익을 얻었습니다. 놀랍게도, 심리 자체에 이르러서야 청구인이 추가 문서 및 새로운 증인진술서를 제출하고 제 2 차 반대신문을 위해 주요 사실 증인을 소환하면서 이러한 스왑 거래의 전모가 밝혀지게 되었습니다.
107. 청구인이 본건 합병의 승인을 통하여 이익을 얻었다는 입증된 사실과 별개로, 청구인은 본건 합병이 부결되었다면 하루 아침에 청구인의 투자에 대해 87%의 수익을 벌어들였을 것이라며 그에 해당하는 손해배상을 청구하고 있는데, 이는 전혀 입증되지 않은 (사실상 망상에 의한) 것입니다.
108. 이러한 손해배상청구는 청구인 측 전문가가 "오랜" 내용이라고 인정하고 표현하는 한국 경제의 *재벌* 디스카운트를 무시하는 것입니다.²⁴² 이는 청구인이 주장하는 주식의 "내재가치" 중 상당 부분을 차지하고 있는

²⁴¹ 재반박서면, 제 591 항{B/6/381}, 제 597 항{B/6/383}.

²⁴² *예컨대*, CER-6, Milhaupt 보고서, 제 15 항{F6/1/6}, 제 19 항{F6/1/8}, 제 56 항{F6/1/19}, 제 72-79 항{F6/1/26 참조}.

삼성물산 보유 상장 계열사들에 대한 투자의 비유동성을 무시합니다.²⁴³ 청구인 측 증인 스스로도 삼성물산이 가장 가치가 높은 상장 계열사인 삼성전자 주식을 매각할 가능성이 낮았음을 인정하였습니다.²⁴⁴ 이는 청구인 측 증인이 증언한 바와 같이, 청구인의 삼성그룹에 대한 구조조정 계획이 달성되기 위해서는 시간이 소요될 것이라는 사실을 무시하는 것입니다.²⁴⁵ 그리고 이는 본건 합병 실패의 여파로 주가가 더 하락할 가능성이 높으며,²⁴⁶ 한국 내 다른 *재벌*에 대한 청구인의 제안이 무산되었음을 보여주는 실제 증거를 무시합니다.²⁴⁷

109. 요컨대, 청구인이 입었다고 주장하는 손실에 대한 청구인의 계산은 여전히 입증되지 않았고 손해배상으로 인정되기에 너무나도 추측에 불과합니다. 중재판정부가 산정하는 손해는 청구인이 자신의 투자에 대해 발생하였음을 증명할 수 있는 “거래 손실”, 즉 청구인이 주식을 매수한 가격과 본건 합병 이후에 매도한 가격 간의 차이를 토대로 하여야 합니다. (중재판정부가 단순히 협정 위반뿐만 아니라, 그 위반이 실제로 본건 합병을 발생시켰으며 본건 합병이 실제로 청구인에게 손해를 입혔다는 가설을 전제로 하는 것입니다.) 아래 **제 A 항**에서 나타난 바와

²⁴³ **RER-5**, 배기홍 보고서, 제 66-82 항{G5/1/35}; 속기록{Day6/88:1-13}, {Day6/89:11-20}, {Day6/139:5} - {Day6/140:22}.

²⁴⁴ 속기록{Day3/45:5} - {Day3/46:10}.

²⁴⁵ **CWS-6**, Smith 제 3 차 보고서, 제 24 항{D1/3/13}.

²⁴⁶ *예컨대*, 속기록{Day6/50:21} - {Day6/51:8}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 50a 항{G3/1/25}, 제 50c 항{G3/1/26}, 제 190-192 항{G3/1/89}; **RER-5**, 배기홍 보고서, 제 84-88 항{G5/1/44} 참조.

²⁴⁷ *예컨대*, 속기록{Day6/50:6-17} 참조.

같이, 청구인에게는 실제로 어떠한 거래 손실도 발생하지 않았고, 오히려 자신의 투자를 통해 거래 이익을 얻었습니다. 따라서, 어떠한 손해배상도 판정될 수 없습니다.

110. 그럼에도 불구하고 중재판정부가 청구인의 거래 이익을 넘어 판단할 것을 선택한다면, 청구인의 투자의 “조건적” 가치와 “실제” 가치의 차이를 계산하는 적절한 방법은 본건 합병 후 청구인이 주식을 대가로 받은 보상과 본건 합병이 무산되었을 경우의 해당 주식의 공정시장가치 내지 FMV 를 비교하는 것입니다.²⁴⁸ 아래 **제 B 항**에서 설명할 바와 같이, FMV 는 시장 가격에 기반하여 적절한 값을 판단할 수 있는데, 시세조종이 시장 가격의 신뢰성에 영향을 미친 것으로 입증된 경우 (한국은 이러한 조종은 존재하지 않음을 입증함) 이를 반영하기 위하여 필요한 경우 시장 가격을 조정합니다.
111. 이러한 접근법을 따르더라도, 아래 **제 C 항**에서 논의할 바와 같이, 청구인은 본건 합병이 승인될 수 있는 위험을 감수한 것이기 때문에,

²⁴⁸ 속기록{Day1/169:14-25}, {Day7/4:3-6} 참조. Dow 교수는 청구인과 Mr Boulton QC 가 주장한 바와 같이 가정적 상황을 고려하지 못한 것이 아닙니다. Mr Boulton QC 가 반대신문에서 인정한 바와 같이, 그는 자신의 첫 번째 보고서에서 가정적 상황을 명시적으로 고려하지 않았습니다: 속기록{Day7/52:10-20}. 청구인의 대리인은 Mr Boulton QC 의 첫 번째 보고서가 가정적 상황을 언급하지 않는다는 Dow 교수의 설명에 이의를 제기하지 않았습니다: 속기록{Day 8/81:14-19}. Mr Boulton QC 의 두 번째 보고서는 가정적 상황에 대한 논의를 포함하고 있으며, 따라서 Dow 교수의 두 번째 보고서는 이러한 가정적 상황을 적절히 다루었습니다. 속기록{Day8/19:16-17}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 51-53 항{G3/1/26}, 제 72a 항{G3/1/34}, 제 95-103 항{G3/1/46} 참조.

본건 합병의 발표 이후 매수한 340 만주에 대해서는 어떠한 손해배상도 받아서는 안 됩니다.

112. 어떠한 경우에도, 손해배상의 판정에 있어서 (a) 아래 **제 A 항**에서 논의하였듯이 청구인이 2015-2016 년 기간 동안 삼성물산과 제일모직을 거래함으로써 얻은 (과거에 숨겼던) 순이익과 (b) 아래 **제 D 항**에서 논의하는 바와 같이 EALP 가 삼성물산과의 합의계약으로부터 “추가 지급”으로 수령할 수 있는 모든 추가 보상을 고려하여 합니다.

A. 청구인은 자신의 투자에 대해 총 25 억원의 거래 수익을 올렸습니다.

113. 청구인은 심리 1 일차 최초 변론이 이루어진 후 자정에 (사전 경고 없이) 청구인이 2015 년 7 월 24 일부터 2016 년 1 월 31 일까지 체결한 제일모직 스왑 거래 219 건을 열거한 스프레드시트를 한국 측에 제출하였습니다.²⁴⁹ 청구인에 따르면, 제일모직 스왑의 거래가 “헷징 거래”에 해당하므로 본 중재판정부가 심리로부터 거의 2 년 전인 2020 년 1 월 13 일 절차 명령 제 8 호에서 부여한 한국의 문서제출 요청사항 제 16 번에 해당한다는 걸 갑작스럽게 깨달으면서 이러한 제출이 이루어지게 되었습니다.²⁵⁰

114. 이후 청구인은 청구인이 받을 수 있는 손해배상과 직접적인 관련이 있는 새로운 문서들을 일주일에 걸쳐 조금씩 제공하기 시작하였습니다.

²⁴⁹ **C-769** {C/769}, ELPROD_0012487 명칭의 스프레드시트(**C-750** {C/750}) 첨부.

²⁵⁰ **C-769**{C/769}.

- (a) 심리 4 일차인 2021 년 11 월 18 일 목요일에 청구인은 한국에게
앞선 스프레드시트에 열거된 219 건의 거래를 입증하는 총
269 페이지에 달하는 80 건의 거래확인서를 제출하였습니다.²⁵¹
- (b) 이후 한국은 청구인의 스왑 거래 스프레드시트에 열거된 추가
거래들 중 그 근거가 되는 확인서가 아직 제출되지 않은 내역을
작성하여 청구인에게 알려야 했습니다.²⁵²
- (c) 청구인은 2021 년 11 월 20 일 토요일 저녁에 제일모직과 삼성물산
관련 체결한 스왑 거래에 대한 12 건의 거래 확인서를 한국에
추가로 제출하였습니다.²⁵³

115. 청구인의 위와 같은 뒤늦은 문서 제출을 정당화할 수 있는 사유는
없습니다.

- (a) 2020 년 1 월, 중재판정부는 절차 명령 제 8 호에서 제일모직에
대한 EALP 의 이익을 입증하는 서류("스왑계약 또는 스왑약정"
포함)와 "삼성물산 및/또는 제일모직"과 관련된 [...] 모든 헷지

²⁵¹ C-770 {C/770}, 현재 C-751 내지 C-758 로 제출된 거래 확인서 첨부.

²⁵² C-771{C/771}.

²⁵³ C-772 {C/772}, 현재 C-760 내지 C-767 로 제출된 거래 확인서 첨부; Three Crowns 가
Freshfields 와 광장에게 제출한 이메일, 2021. 11. 20., 현재 C-768 {C/768}로 제출된
거래 확인서 첨부.

거래"가 손해산정과 관련이 있고 중요한 사항이라고 판단하고, (청구인의 이의에도 불구하고) 그 제출을 명령하였습니다.²⁵⁴

(b) Dow 교수는 심리 1년 전 제출된 제 2차 보고서에서 청구인이 "제일모직 스왑으로 488 억원의 수익을 창출"하였다고 추산하였습니다.²⁵⁵ 한국은 역시 심리 1년 전 제출된 재판문서면에서 이를 강조한 바 있습니다.²⁵⁶

(c) 실제로 청구인은 심리 직전에 이러한 스왑과 관련된 새로운 증거 제출을 신청하였습니다.²⁵⁷ 그러나, 심리의 첫 주가 될 때까지 수백 건 이상의 문서와 최소 80 건 이상의 관련 스왑 거래에 대해 언급하지 않았습니다.

116. 청구인이 2015-2016년에 제일모직과 삼성물산의 스왑 거래를 통해 수익을 얻었다는 것은 양 당사자 모두의 입장입니다. Mr. Smith는 "앞서 언급한 제일모직과 삼성물산의 스왑에 대하여, [EALP]는 약 495 억 원(현재 미화 4,150 만 달러)의 이익을 얻었다"고 주장하였습니다.²⁵⁸

²⁵⁴ **절차 명령 제 8 호**, 부속서 II, 요청사항 제 15-16 번{A/11/67} 참조(한국은 청구인의 손해액 산정과의 관련성 및 중요성에 근거하여 이러한 문서를 요청하였고, 중재판정부는 한국의 요청을 승인하였음).

²⁵⁵ **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 첨부 E {G3/1/113}.

²⁵⁶ 한국의 재판문서면, 제 12(a)항{B/7/9}, 제 384-389 항{B/7/223} 참조.

²⁵⁷ **C-721; C-725; C-726; C-728** 내지 **C-749**, **절차 명령 제 21 호**{A/25}와 절차 명령 제 21 호로 이어지는 서신 참조.

²⁵⁸ **CWS-7**, Smith 제 4 차 보고서, 제 19 항{D1/4/5}.

Dow 교수는 제일모직과 삼성물산 스왑의 수익은 그보다 25 억원(160 만 달러) 이상인 약 517 억원, 약 4,310 만 달러로 계산하였습니다.²⁵⁹ Mr Boulton QC 는 청구인의 스왑 거래에 대한 계산을 하지 않았습니다.

117. 양 당사자들은 청구인이 2015-2016 년 삼성물산 주식 거래에서 손실을 입었다는 점에도 동의합니다. Mr Smith 는 손실이 "1,039 억 원(현재 8,700 만 달러)의 적자"라고 계산하였으나,²⁶⁰ Dow 교수는 그 손실이 492 억 원이라고 계산하였습니다.²⁶¹ 약 547 억 원의 차이는 청구인의 삼성물산 주식매수청구권 매각에 적용되는 세금에서 나옵니다.

(a) 양 당사자들은 청구인이 삼성물산 주식 11,125,197 주에 대해 지급한 금액을 청구인이 주식을 매도할 당시에 "회수한" 금액에서 차감하여, 청구인의 삼성물산 주식에 대한 거래 손실을 계산합니다. 전자의 금액이 6,856 억원임에는 이견이 없습니다.²⁶² 청구인은 후자의 금액이 6,360 억원이라고 말했습니다.²⁶³

(b) 그러나 Mr. Smith 는 자신의 증인진술서에서 후자의 금액을 총 5,823 억원으로 계산한 것으로 보이는데, 이는 (j) 청구인이 합의에

²⁵⁹ 속기록{Day8/7:1-2}; Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 10{J/24/10}, 12{J/24/12}.

²⁶⁰ **CWS-7**, Smith 제 4 차 보고서, 제 18 항{D1/4/5}.

²⁶¹ 속기록{Day8/7:21-23}; Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 12{J/24/12}.

²⁶² **CWS-7**, Smith 제 4 차 보고서, 제 18 항{D1/4/5}; **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 66(i)-(ii)항{D1/2/31}; 재반박서면, 제 18 항{B/6/16}, 제 220 항{B/6/172}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 12 항{G3/1/9}, 제 151 항{G3/1/70}.

²⁶³ 재반박서면, 제 18 항{B/6/16}.

따라 삼성물산에게 (주식매수청구권의 대상이 되는) 삼성물산
주식 7,732,779 주를 매각하면서 “수령한” “(세후) 약 4,020 억
원”과²⁶⁴ (ii) 청구인이 2015 년 9 월에 시장에 (주식매수청구권의
대상이 아닌) 삼성물산 주식 나머지 3,393,148 주를 “매각”한 것의
합계입니다.²⁶⁵

- (c) 청구인의 6,360 억 원과 Mr Smith 의 5,823 억 원 사이의 차이는
청구인의 주식매수청구권이 있는 주식의 매각에 부과되는 세금을
나타냅니다. 청구인이 해당 주식을 매도한 금액은 약
4,566 억원입니다.²⁶⁶ Mr. Smith 는 반대신문에서 “합의에 따라
엘리엇이 수령한 금액에 대한 소득세가 납부되었다”고
확인하였습니다.²⁶⁷

118. 청구인이 자신의 주식매수청구권으로 수령한 금액을 세후 기준으로
계산하는 것은 정확하지 않습니다. 설령 청구인이 가정적 상황에서
삼성물산 주식의 가치를 “실현”하였더라도, 청구인은 해당 주식의
매각에 대해 세금을 납부해야 했을 것입니다.²⁶⁸ 청구인은 자신의

²⁶⁴ CWS-5, Smith 제 2 차 보고서, 제 66(i)항{D1/2/31}.

²⁶⁵ CWS-5, Smith 제 2 차 보고서, 제 66(ii)항{D1/2/31}.

²⁶⁶ C-450, 제 2.2(a)조{C/450/4}.

²⁶⁷ 속기록{Day6/69:5-14}(Mr Smith 는 “[Mr Smith 의] 마지막 증인진술서 제 18 항의 [...] 5,823 억 원과 [청구인의] 재반박서면 제 18 항에서 볼 수 있는 6,360 억 원 사이의 차이 [...]에 소득세가 “관련이 있을 것이다”라고 확인하였습니다).

²⁶⁸ 예컨대, C-450, 제 2.2(a)조{C/450/4}, 제 3.1 조{C/450/7} 참조. 일반적으로 C-651 {C/651}도 참조.

재반박서면에서 자신이 수령한 삼성물산 주식을 세전 기준으로 계산하였습니다.²⁶⁹ 따라서, 청구인의 거래 손실에 대한 정확한 계산은 Dow 교수가 계산한 492 억원입니다.

119. 이를 토대로, Mr. Smith 는 “수치를 놓고 보면” EALP 가 스왑과 주식에서 총 5 억 원의 거래 수익을 창출하였다는 점에 동의하였습니다.²⁷⁰ 이는 청구인이 삼성물산 주식에 투자하였다고 말한 6,850 억원,²⁷¹ 청구인이 자신의 삼성물산 주식 매각으로 “회수하였다”고 인정한 6,360 억원(세금 미공제),²⁷² Mr Smith 가 EALP 가 스왑으로 벌었다고 한 495 억 원의 이익을 토대로 합니다.
120. 삼성물산과 제일모직 스왑 거래를 통한 EALP 의 이익은 실제로 517 억 원에 달하고, 삼성물산 주식에 대한 EALP 의 거래손실은 492 억 원(주식 매각 당시의 세전 금액 기준)이었으므로, EALP 는 25 억원의 이익을 취하였습니다.²⁷³ 따라서 본건 합병 승인으로 인한 손해는 발생하지 않았습니니다.

²⁶⁹ 재반박서면, 제 18 항{B/6/16}.

²⁷⁰ 속기록{Day6/67:8-14}.

²⁷¹ 재반박서면, 제 18 항{B/6/16}; 속기록{Day 6/66:5-10}.

²⁷² 재반박서면, 제 18 항{B/6/16}; 속기록{Day6/66:15} - {Day6/67:24}.

²⁷³ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 12{J/24/12} 참조.

B. 중재판정부는 시장 가격에 기반하여 가정적 상황에서 청구인의 삼성물산 주식을 평가해야 합니다.

121. 중재판정부의 질의 8 은 중재판정부가 가정적 상황에서 청구인의 투자를 어떻게 평가하여야 하는지를 논의하는 데 유용한 출발점입니다. 중재판정부는 “문제되는 위반의 효과가 청구인의 투자 가치가 감소하였다는 것이 아니고, 오히려 청구인이 삼성물산 주식의 예상되는 가치 증대분을 잃은 것일 수 있다는 점이라면, 이것이 책임 및/또는 인과관계 및/또는 금액 산정의 측면에서 의미가 있습니까? 어떤 가치평가 방법(시장 가치/SOTP)을 적용하냐에 따라 답변이 달라집니까?”라고 물었습니다.²⁷⁴

중재판정부 질의 8에 대한 답변

122. 두 질문에 대한 답변은 모두 '아니오'입니다. 지배적인 경제 이론에 따르면, 효율적인 시장에서 상장 주식 가치의 향후 예상되는 증가분은 현재 시장 가격에 반영되어 있습니다(전문가들은 한국에서 삼성물산 주식에 대해 효율적인 시장이 존재하였다는 점에 동의합니다²⁷⁵).²⁷⁶ Dow 교수는 “주식을 매수할 때, 대부분 장기적인 미래에 있는 미래현금흐름에 대한 권리를 매수하는 것”이라는 사실을 확인하였고, 주가는 미래에 주주에게 반환될 수 있는 가치 증가분의 기대값을

²⁷⁴ 당사자들에 대한 중재판정부의 질의, Q8.

²⁷⁵ **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 90 항{G1/1/44}; **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.4.3 항{F5/1/15}.

²⁷⁶ *예컨대*, **DOW-25**, 제 358 면, 그림 14.3{G1/26/10}, 363{G1/26/15}, 373{G1/26/17} 참조(“시장이 효율적이면, 가격은 모든 가용 정보를 활용합니다.”).

반영하고 있습니다.²⁷⁷ Mr Boulton QC 는 회사의 주가가 미래의 잠재적 사건에 대한 예상을 고려한다는 것에 동의했습니다.²⁷⁸ SOTP 의 상장 요소들은 보유 재산의 시가를 기반으로 하고 있으며, 비상장 요소들은 비교 대상 회사의 시가를 토대로 하는 시장 배수들에 의해 평가되므로, 삼성물산 주식에 대한 SOTP 가치평가는 향후의 가치 증가 예상도 고려할 것입니다.²⁷⁹

123. 따라서 협정 위반으로 인하여 청구인의 삼성물산 주식의 가치가 위반이 없었을 경우의 가치보다 적게 평가된다면, 현재 가치의 감소는 그 주식에 대한 가치 증가 예상액의 손실을 나타낼 것입니다. SOTP 가치평가가 FMV 와 동등하지는 않지만, 이 문제에 대해서는 마찬가지로 반응할 것으로 예상됩니다.
124. 청구인의 삼성물산 주식 가치를 어떻게 결정할지에 대한 당사자들의 의견 불일치는 아래 항에서 다루고 있습니다.

²⁷⁷ 속기록{Day8/24:9-20}("주가는 장래 사건에 대한 예상으로부터 영향을 받을 수 있고 [...] Tesla 주식의 가격이 높은 이유는 Tesla 가 올해에 배당을 지급할 것이라서 아니고 [...] 먼 미래에 언젠가 Tesla 주식이 주주들에게 큰 가치를 돌려줄 수 있기 때문이고, 주가는 본질적으로 미래를 전망하므로 이는 당연히 현재 가격에 반영됩니다.").

²⁷⁸ 속기록{Day7/65:6-15}.

²⁷⁹ **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 134-135 항{G1/1/60} 참조.

1. 가정적 상황에서 청구인 삼성물산 주식의 FMV 는 시장 가격에 근거하여 결정되어야 합니다.

a. 시장 가격은 삼성물산 주식의 FMV 의 기본 지표입니다.

125. 가정적 상황에서 결정되어야 할 청구인의 투자 가치는 그 FMV 라는 점은 다툼이 없습니다.²⁸⁰

126. 본건에서 FMV 를 결정하는 가장 신뢰성 있는 방법은 시장 가격에 의한 것입니다. 심리에서, Dow 교수는 “삼성물산의 주식은 효율적 시장에서 거래되고 있었습니다. 효율 시장에서 거래되는 주식의 공정시장가치는 그 주가이므로, 삼성물산의 공정시장가치는 그 주가입니다.”라고 설명하였습니다.²⁸¹

127. Mr Boulton QC 의 주장과 달리,²⁸² 가정적 상황에서 삼성물산 주식의 FMV 를 결정하기 위해 시장 가격을 사용한다고 하여 반드시 손해가 없다는 결론이 도출되는 것은 *아닐* 것입니다. Mr Garibaldi 의 질의에 대한 답변으로,²⁸³ Dow 교수는 청구인의 표현을 빌리자면, 한국의 협정

²⁸⁰ 속기록{Day8/10:2-6} (“손해에 대하여 합의된 표준 가치인 공정시장가치는 [...] 널리 인정되고 합의된 가치입니다”). **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 66-67 항{G1/1/34}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 83-84 항{G3/1/42}도 참조. Mr Boulton QC 는 EALP 의 주식이 가정적 상황에서 가치가 얼마였을지를 계산했던 것은 그 FMV 를 확인하기 위한 것이었다고 주장하였습니다. 속기록{Day7/42:8-12}, {Day7/43:10-12}, {Day7/44:10-15}, {Day7/45:2-5} 참조.

²⁸¹ 속기록{Day8/18:4-7}.

²⁸² 속기록{Day7/21:25-22:6}; **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.2.4-3.2.5 항{F5/1/26}, 제 4.2.18(III)항{F5/1/32}.

²⁸³ 속기록{Day8/218:15-24}.

위반 혐의로 인하여 “고착”된²⁸⁴ 삼성물산 주가의 조작이 있다고 중재판정부가 판단한다면, 손해는 0 보다 훨씬 클 수 있다고 설명하였습니다.²⁸⁵ 이러한 경우, 관련 조작 혐의의 효과를 반영하기 위해 시장 가격을 조정하여 삼성물산의 FMV 를 도출하면 0 이상의 손해가 나올 것입니다.²⁸⁶

b. 청구인은 그간 일관되게 제시해온 가치평가일보다 늦은 가치평가일을 이제와서 사용할 수 없습니다.

128. 청구인이 선택한 가치평가일은 2015년 7월 16일(이하 “가치평가일”)이며, 청구인은 심리에서 이를 확인하였습니다.²⁸⁷ 구체적인 날짜보다 더 중요한 것은 청구인의 입장이 언제나 2015년 7월 17일 본건 합병 표결일보다 가치평가일이 선행해야 한다는 것이었고 현재도 그렇다는 점입니다.
129. 당사자들의 구두변론이 끝나자, 의장은 청구인에게 최종 변론 프레젠테이션 슬라이드 2에서 “가정적 상황에서 ‘반대’ 표결일 다음날에 가치 증가를 평가하는 것이 타당함”이라며 가치평가일이 2015년 7월

²⁸⁴ 수정 청구서면, 제 262 항{B/3/144}; CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 1.5.6 항{F3/1/9}, 제 2.1.2 항{F3/1/11}, 제 4.1.3(I)항{F3/1/22}; CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.13 항{F5/1/20} 참조.

²⁸⁵ 속기록{Day8/221:20-23}. {Day8/219:22} - {Day8/222:24}도 참조.

²⁸⁶ 이러한 손해를 산정함에도 여전히 스왑 및 기타 회수금으로 인한 청구인의 이익을 고려하여야 합니다.

²⁸⁷ 속기록{Day9/60:12-14}.

18 일이 될 것이라고 기재하고 있으므로, 심리 후 주장서면에서 가치평가일에 관한 자신의 입장을 명확히 하도록 요청하였습니다.²⁸⁸

130. 가치평가일이 2015년 7월 17일자 본건 합병 관련 표결 이전이라는 자신의 입장을 청구인이 뒤늦게 바꾸는 것은 허용되지 않습니다. 청구인은 본건 합병 관련 표결 이후에 진행될 가정적 상황에서 발생할 수 있는 “혼란”이 “가치평가일을 변경하지는 않는다”고 최종 변론에서 재확인하면서, 중재 전반에 걸쳐서 가치평가일이 본건 합병에 대한 표결보다 선행하여야²⁸⁹ 한다는 입장을 취하였습니다.²⁹⁰ 한국은 가치평가일에 이의를 제기하지 않았으며, 양 금액 산정 전문가들의 의견은 이 가치평가일에 기초하고 있습니다.²⁹¹

중재판정
부의 심리
중 질의에
대한 답변

²⁸⁸ 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 2(J/22/2); 속기록{Day9/150:16-25}.

²⁸⁹ 속기록{Day9/8:2-3}, {Day7/10:3-6}, {Day7/46:2-4}, {Day7/52:21} - {Day7/53:17}, {Day7/111:1-17}; 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 78(J/22/78); Mr Boulton QC 의 프레젠테이션 슬라이드 16(J/21/16); **CER-3**, Boulton 제 1 차 보고서, 제 1.6.1(I)항(F3/1/9); **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 첨부 1-2, 제 6 면(F5/1/98); 수정 청구서면, 제 264a 항(B/3/144).

²⁹⁰ 속기록{Day9/60:11-21}.

²⁹¹ 예컨대, Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 24(J/24/24); **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항(G1/1/53); **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 53 항(G3/1/27), 제 101 항(G3/1/48); Mr Boulton QC 프레젠테이션, 슬라이드 16(J/21/16) 참조.

i. 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 는 문제되는 협정 위반의 효과가 시장에 알려지기 전인 2015 년 7 월 10 일의 삼성물산 시장 가격에 기초한 64,400 원입니다.

131. 사실, 한국이 위법하게 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 했다고 중재판정부가 판단할 경우, 2015 년 7 월 16 일은 삼성물산의 FMV 를 판단하기에 가장 적합한 본건 합병 전 일자가 아닙니다. 이런 경우, 협정을 위반한 것으로 판단된 위법 행위에 의해 영향을 받지 않는 FMV 를 산출하는 가치평가일을 선정하는 것이 적절한 방법일 것입니다.

132. 한국의 전문가가 확인한 바와 같이,²⁹² 본건에서는 한국의 문제되는 협정 위반 사실이 삼성물산의 주가에 반영되기 직전인 2015 년 7 월 10 일 금요일의 삼성물산 주식의 시장 가격을 기반으로 하여 가정적 상황에서의 삼성물산의 FMV 를 추산하는 것이 경제적으로 타당할 것입니다.

133. 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 함으로써 협정을 위반하였다면, 국민연금의 표결이 시장에 알려지게 된 2015 년 7 월 13 일 월요일에 이러한 위반의 효과가 삼성물산의 시장 가격에 반영되었을 것입니다.²⁹³ 이것이 Mr Garibaldi 의 의견이었으며,²⁹⁴ Dow

²⁹² 속기록{Day8/224:9-14}.

²⁹³ 재반박서면, 제 147e-f 항{B/6/118}, R-131 항{R/131} 원용; 속기록{Day9/84:2} - {Day9/85:13}.

²⁹⁴ 속기록{Day8/223:2} - {Day8/224:4}.

교수도 그가 말한 바와 같이, “[Mr Garibaldi]가 제시한 날의 가격이 합의된 가치평가일의 가격보다 높을지 낮을지를 전혀 몰랐던” 상황에서 이를 인정하였습니다.²⁹⁵

134. 따라서 2015년 7월 10일자 삼성물산 시장 가격은 문제되는 협정 위반로부터 영향을 받지 않았을 것입니다. 해당 가격은 64,400 원입니다.²⁹⁶ 청구인이 삼성물산 주식을 (본건 합병 발표 전에 매수한 7,732,779 주에 대하여) 57,234 원과 (본건 합병 발표 후에 매수한 3,393,148 주에 대하여²⁹⁷) 52,977 원의 주당 가격으로 처분하였다고 추론되므로, 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 나타내기 위해 주당 64,400 원을 사용하면 0 을 초과하는 손해가 발생합니다(청구인의 순거래이익과 주식매수청구권의 대상이 되는 7,732,779 주에 대해 받을 수 있는 추가 금액을 감안해야 함).

ii. 예비적으로, 가정적 상황에서 삼성물산 주식의 FMV 는 가치평가일에 주당 69,300 원이었습니다.

135. 다만, 만약 국민연금의 표결이 시장에 알려지게 된 시점에서 위법행위의 영향을 반영하기 위해 가치평가일을 변경하는 것을 중재판정부가

²⁹⁵ 속기록{Day8/224:9-14}.

²⁹⁶ **C-256**, 제 11 면{C/256/11}.

²⁹⁷ 한국은 여전히 청구인이 이러한 주식들을 본건 합병이 이미 발표된 이후에 매수하였고, 이로 인해 본건 합병이 실제로 승인되었던 그 경위대로 본건 합병이 승인될 수 있는 위험을 감수하였으므로, 이들 주식에 관한 손해배상을 청구할 권리가 없다는 입장입니다. 아래 **제 C 항 참조**. 재반론서면, 제 514 항{B/7/276}도 참조.

받아들이지 않는다면, 청구인이 일관되게 주장한 2015년 7월 16일을 가치평가일로 유지하여야 합니다. 이러한 시나리오에서의 FMV는 2015년 7월 16일 삼성물산의 시장 가치로서 주당 69,300 원이었습니다.²⁹⁸ 청구인은 앞서 논의한 바와 같이 삼성물산 주식을 57,234 원과 52,977 원에 매각하였으므로, 2015년 7월 16일의 시장 가격 69,300 원을 사용하여 가정적 상황에서 FMV를 추정하면 0 이상의 손해가 발생하게 될 것입니다²⁹⁹(여기서도 청구인의 거래 이익 및 주식매수청구권에 대한 초과 차익도 감안하여야 함).

2. [주가]조작 혐의는 확인 가능한 FMV를 채택하지 않는 것을 정당화하지 않습니다.

a. 조작 혐의는 입증되지 않았으며 주가를 신뢰할 수 없다고 볼 수 없습니다.

136. 청구인은 삼성물산 주가가 시장 조작으로 인해 “총체적으로 조작”되었기 때문에 신뢰할 만한 근거가 더 이상 존재하지 않는다고 주장합니다.³⁰⁰ 청구인은 최종 변론에서 자신이 주장하는 “조작”을 삼성그룹과 총수

²⁹⁸ C-256, 제 11 면{C/256/11}.

²⁹⁹ Dow 교수는 자신의 제 2 차 보고서에서 “청구인은 삼성물산 주식을 공정시장가치에 항상 매수 및 매각할 수 있었으므로(그리고 실제로 그리하였음) 청구인은 어떠한 손해도 보지 않았습니다”고 설명하였습니다. RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 53 항{G3/1/27}. 이는 여전히 사실입니다. 그러나 청구인이 본건 합병 표결 이후까지 삼성물산 주식을 보유하기로 선택하였음에도 불구하고 중재판정부가 손해배상을 인정하고자 한다면, 중재판정부는 가정적 상황에서 청구인의 삼성물산 주식의 FMV를 추정하기 위해 가치평가일 당시 삼성물산 시장 가격을 사용할 수 있습니다.

³⁰⁰ 속기록{Day9/69:18-23} 참조.

일가(한국이 아님)가 수행하였고, 2014 년 11 월 14 일과 가치평가일 사이에만 이루어졌음을 확인하였습니다.³⁰¹

137. Mr Boulton QC 의 제 1 차 보고서에 따르면, 확인된 유일한 조작 사례는 삼성그룹이 Qatar Facility D IWPP 프로젝트를 늦게 공개한 혐의뿐이었습니다.³⁰² 그는 자신의 제 2 차 보고서에서 관련이 있거나 중대하다고 보는 실질적인 혐의를 밝히지 못한 채, 조작 혐의가 포함되었다고 칭하는 문건들만을 언급하면서 “시세조종 의혹”을 모호하게 인용하였습니다.³⁰³

138. 심리에서 드러난 바에 따르면, 청구인이 생각하기에 삼성물산 시장 가격을 신뢰할 수 없게 만드는 조작 혐의는 다음과 같습니다.

(a) “삼성물산 이사회는 합병 발표 전 삼성물산 주가를 인위적으로 억제하기 위해 합병 발표 이후까지 카타르 주요 건설 계약 낙찰 소식을 의도적으로 억눌렀다는 사실”³⁰⁴

³⁰¹ 속기록{Day9/79:10} - {Day9/80:16}. 청구인은 저평가된 가격으로 삼성물산 주식을 매입했을 것입니다.

³⁰² CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.6(II)항{F3/1/24}.

³⁰³ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.3.5 항{F5/1/27} 참조.

³⁰⁴ 속기록{Day1/177:2-6}.

(b) “제일모직의 주가를 부풀리기 위해” “나스닥 거래소에 바이오에피스 자회사를 상장하려는 계획을 전략적으로 발표한 사실”³⁰⁵

(c) 서울중앙지방검찰청의 2020년 9월 1일자 보도자료에서 요약되고³⁰⁶ Mr Boulton QC 프레젠테이션 슬라이드 8에 열거된 바와 같이, █████ 공소장³⁰⁷에 기재된 다음 혐의들:³⁰⁸

- 허위 정보의 유포
- 중요 정보의 공시 누락
- [시장 가격에 대하여] 유리한 허위 정보의 공시
- 대주주에 대한 회유
- 국민연금공단(NPS)의 투표 확보를 위한 불법 로비 활동
- 자회사 삼성증권의 PB 조직 동원
- 특정 자사주 매입을 통한 주가 조작

139. 청구인은 처음에 이러한 혐의에 대하여 “주가 하락을 위한 삼성과 총수 일가의 지속적인 활동”이 “수 년”에 달한다고 설명하였습니다.³⁰⁹ 그러나 Mr Thomas의 해명 요청에 답변하면서, 청구인은 “활동”이 삼성 SDS

³⁰⁵ 속기록{Day1/177:69}.

³⁰⁶ **R-316**{R/316}.

³⁰⁷ **C-698**{C/698}.

³⁰⁸ 속기록{Day7/74:22} - {Day7/75:11}, {Day7/103:21-24}.

³⁰⁹ 속기록{Day9/68:21-25}. {Day1/176:23}도 참조(“합병을 이끌어낸 세월”).

상장일인 2014년 11월 14일에야 시작되었다는 점을 확인할 수밖에 없었습니다.³¹⁰

140. Mr Boulton QC의 슬라이드 8에 열거된 혐의들이나 바이오에피스를 나스닥에 상장하려는 계획을 발표함으로써 제일모직의 주가를 부풀리려 했다는 시도 중 어느 것도 삼성물산의 주가의 신뢰성에 의문을 제기하지 않습니다.

(a) “허위 정보의 유포”는 2015년 5월부터 7월까지 “주요 해외 기관 투자자들(2대 대주주 Blackrock, 3대 대주주 Mason Capital 등), 세계 최고의 의결권 자문사 ISS”와 그 밖의 주주들에게 본건 합병에 대하여 허위 명분과 이유, 예컨대 ████████의 승계와 관련이 없고 본건 합병에 이점이 있다는 이야기를 퍼뜨렸다는 주장입니다.³¹¹

³¹⁰ 속기록{Day9/79:10} - {Day9/80:16}.

³¹¹ **C-698**, 제 20면, 제 4호{C/698/20}. **C-698**, 제 13면{C/698/13}, 제 19면{C/698/19}도 참조(유사한 성격의 허위 정보 유포를 설명함). 본 항목의 주장에는 “딜로이트안진에 의한 기업가치평가”에 근거한 “합병 비율의 거짓된 적절성” 주장이 포함되어 있습니다. **C-698**, 제 20면, 제 4호{C/698/20}. 청구인은 중재판정부에 대한 2022년 3월 11일자 서신에서, 딜로이트안진은 본건 합병 비율에 “가까워”지기 위하여 삼성물산 및 제일모직의 가치평가를 “중대하게 [...] 조작”하였다고 주장합니다. 청구인이 이러한 주장을 위해 원용하고 있는 증거는 현재 계류 중인 형사재판에서 그 신뢰성에 의문이 제기되어 여전히 검증되고 있습니다. 예를 들어, 청구인은 딜로이트안진 회계사 ████████의 2019년 검찰 진술조서를 원용하면서, “삼성물산 부사장이 말을 듣지 않으면 향후에 딜로이트에게 어떠한 업무도 주지 않겠다고 위협했기 때문에 [...] 딜로이트는 ‘선택의 여지가 없’이 ‘주가에 맞춘’ 가치평가를 작성해야 했다면서”, “삼성의 압력을 받은 딜로이트는 2015년 5월 10~25일 사이에 가치평가를 17회 가량 수정하였다”고

(i) 이러한 주장은 본건 합병에 대한 “주주의 의사 결정에 영향을 줄 수 있는 정보”에 관한 것일 뿐,³¹² 본건 합병의 허위 명분 및 이유가 삼성물산 주가에 영향을 주었는지에 관한 것이 아닙니다. 여하튼 문제되고 있는 허위 정보 유포는 영향이 없었습니다. Mason Capital 과 ISS 는 여전히 본건 합병에 반대하였습니다.³¹³

(b) “중요 정보의 공시 누락”은 2015 년 5 월부터 2015 년 7 월까지 “(1) 제일모직 자회사인 바이오로지스가 에피스에 대한 완전한 지배권을 얻지 못한 점, (2) 합병 후 새로운 순환출자 구조가 형성될 것이라는 점, (3) 제일모직의 주된 자산인 삼성생명 지분이 매각 과정에 있었다는 점 등 [본건 합병]의 주요 투자 위험에 관한 정보가 여러 증권보고서, 회사 소개에서 은폐/누락되었다”는 주장입니다.³¹⁴

주장합니다. Three Crowns 이 중재판정부에게 보낸 서신, 2022. 3. 11., 제 2 면 ████████ 과 딜로이트안진의 또 다른 회계사인 ████████ 의 반대신문을 통해 공판에서는 2019 년 진술조서의 신빙성에 대해 의문이 제기되었습니다. ████████ 은 딜로이트의 합병 비율 평가 보고서가 수정된 시점이 자신이 삼성 측 선호를 들었다는 회의 전이었는지에 대해 “혼란스러워” 보였으며, ████████ 는 “회의 당시 삼성물산의 가치를 낮추라는 삼성 측의 요청은 없었다”고 증언하였습니다. *예컨대, R-387* (R/387) 참조.

³¹² C-698, 제 20 면, 제 4 호{C/698/20}.

³¹³ 한국의 재반론서면, 각주 804{B/7/191}; C-30 {C/30}; C-652 {C/652} 참조.

³¹⁴ C-698, 제 6 면, 제 2 항{C/698/2}. 제 20 면, 제 3 호{C/698/2}도 참조.

- (i) 이러한 주장은 본건 합병에 대한 찬성표 “확보”에 관한 것이었습니다.³¹⁵ 이러한 허위 명분과 이유가 삼성물산 주가에 어떠한 영향을 미쳤다는 의혹은 █████ 공소장에 없습니다.
- (c) “[시장 가격에 대하여] 유리한 허위 정보의 공시”는 “제일모직의 주가를 인위적으로 부풀리기 위해” “(1) 합작투자회사의 파트너사인 바이오젠과의 협의 없이 에피스를 나스닥 거래소에 상장하겠다는 계획을 발표하고 (2) 자본 조달 방안 등과 같은 구체적인 계획이 없음에도 불구하고 에버랜드 주변 지역 개발 계획을 발표”했던 2015년 6월 공시에 대한 주장입니다.³¹⁶
- (i) 이러한 본건 합병에 대한 허위 명분과 이유가 (혹여나) *제일모직* 주가가 아닌 *삼성물산* 주가에 영향을 미쳤다는 주장은 █████ 공소장에 없습니다.
- (ii) 무엇보다도, Dow 교수는 에피스를 나스닥에 상장하는 계획을 발표한 것이 제일모직 주가에 통계적으로 유의미한 영향을 주지 않았음을 보여주고 있습니다.³¹⁷ 에버랜드

³¹⁵ C-698, 제 6 면{C/698/6}.

³¹⁶ C-698, 제 6 면, 제 4 항{C/698/6}. 제 21 면, 제 5 호{C/698/21}도 참조.

³¹⁷ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 79a 항{G3/1/40}, 제 109 항{G3/1/51}, 첨부 C{G3/1/109}.

주변 지역 개발 계획을 발표한 것이 제일모직 주가에 영향을 미쳤다는 증거도 없습니다.

(d) **“대주주에 대한 회유”**는 2015년 6월과 7월에 “삼성물산 지분 2.37%를 보유한 주요 소수주주”인 일성제약에게 “[...] 신사옥 건축과 지분의 고가 매수 등 경제적 특혜를 은밀히 제안하여 [...] 유리한 대우”를 제시하였다는 주장입니다.³¹⁸

(i) 이러한 주장은 삼성물산이나 제일모직의 주가와 무관합니다. 무엇보다도 이러한 유리한 대우는 명백하게 아무런 효과도 없었습니다. 일성제약은 본건 합병에 반대 표결을 한 후³¹⁹ 본건 합병의 무효를 구하기 위해 삼성물산을 상대로 제소하였습니다.³²⁰

(e) **“국민연금공단(NPS)의 투표 확보를 위한 불법 로비 활동”**은 “2015년 6월~7월에 [...] 찬성 투표를 확보하기 위하여 대한민국 대통령이 국민연금의 의결권 행사에 영향력을 행사하도록 유도하기 위해 불법 로비([REDACTED] 전 대통령의 측근으로서 이른바 [REDACTED])의 승마 활동을 지원하는 등 뇌물제공)가 이루어졌다”는 주장입니다.³²¹

³¹⁸ C-698, 제 22 면, 항목 7(C/698/22). 제 6 면, 제 6 항(C/698/6)도 참조.

³¹⁹ R-129(R/129); R-142(R/142).

³²⁰ R-20 {R/20} 참조.

³²¹ C-698, 제 6 면, 제 5 항(C/698/6)(강조표시 삭제). 제 21 면, 제 6 호(C/698/21)도 참조.

(i) 이는 시장 가격의 신뢰성을 떨어뜨릴 주가 조작 혐의가 아니라, 협정 위반 혐의입니다.

(f) **“자회사 삼성증권의 PB 조직 동원”**은 2015년 6월과 7월에 “찬성 투표를 권유하기 위해 [...] 고객 개인정보를” 사용하여 “자회사 삼성증권의 PB 조직을 동원”하였다는 주장입니다.³²²

(i) 이러한 주장은 시장 가격과는 무관합니다.

(g) **“목표 자사주 매입을 통한 주가 조작”**은 2015년 7월 17일 주주총회 및 표결 이후 “제일모직 주가를 주당 주식매수청구권 가격(57,234 원) 이상으로 유지하기 위한 집중매수”였으며, “삼성물산 주주들에 대한 불공정거래 행위인 동시에 제일모직 주가의 시세조종 행위”였다는 주장입니다.³²³

(i) 이러한 주장은 문제되는 기간, 즉 가치평가일 또는 그 이전의 삼성물산 또는 제일모직의 시장가격의 신뢰성과는 아무런 관련이 없습니다.

141. Mr Boulton QC의 슬라이드 8에 포함되지 않았던 유일한 나머지 조작 혐의는 “Qatar Facility D IWPP 프로젝트를 시장에 공개하지 않았다”는 주장입니다.³²⁴ 이 주장은 문제되는 기간, 즉 한국 자본시장법에 따라

³²² C-698, 제 5-6면, 제 6항{C/698/5}. 제 22면, 제 7호{C/698/22}도 참조.

³²³ C-698, 제 7면{C/698/7}(강조표시 삭제). 제 22면, 제 8호{C/698/22}도 참조.

³²⁴ CER-3, Boulton 제 1차 보고서, 제 4.2.6(II)항{F3/1/24}.

삼성물산의 시가가 본건 합병 비율에 영향을 미치는 1 개월의 기간에 대한 유일한 주장이며,³²⁵ 삼성물산의 시가에 유일하게 영향을 미쳤을 만한 내용입니다.³²⁶

142. 증거에 따르면 카타르 프로젝트를 공개하지 않은 것은 한국법상 시세조종에 해당하지 *않으며*, 더 이상 논쟁의 여지가 없습니다. 비공개는 Qatar Facility D IWPP 건설에 대한 "제한착수지시서"에 관한 것이었습니다.³²⁷ 서울고등법원은 주식매수가격 결정 사건에서 이러한 점을 판단하면서, "구 삼성물산(주)이 낙찰통지서를 수령하고서야 계약 사실을 공개한 것이 유가증권시장 공시규정 등에 위반되었다고 볼 만한 자료는 제출되지 *않았다*"고 판시하였습니다. ³²⁸ 검찰은 "제한착수지시서"를 공개하지 않는 것이 시세조종에 해당한다고 주장조차 한 바 없습니다.³²⁹

³²⁵ Dow 프레젠테이션, 슬라이드 37(J/24/37) 참조.

³²⁶ 속기록{Day8/31:9-15}; Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 37(J/24/37) 참조. 속기록 {Day9/124:24} - {Day9/125:1}; 한국 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 37 (J/23/37)도 참조.

³²⁷ **C-53**, 제 20 면(C/53/20) 참조.

³²⁸ **C-53**, 제 20 면(C/53/20).

³²⁹ 카타르 프로젝트는 Mr Boulton QC 의 프레젠테이션 슬라이드 8 에 인용된 보도 자료(**C-698**(C/698))에서는 언급되지 않았습니다. █████ 공소장에서, "제한착수지시서"는 "피고인들이 이에 대해 검토를 하지 않고" "피고인 █████ 등이 결정한 합병 일정에 따라 필요한 실무 절차만을 진행"한 사실에 대한 혐의의 일부로만 기재되어 있을 뿐, "제한착수지시서"를 공개하지 않은 점에 대한 위법 혐의는 없습니다. **R-316**, 제 72 면(R/316/74) 참조.

143. 이러한 비공개가 삼성물산 주가에 영향을 미쳤다는 증거도 없습니다. Dow 교수는 자신의 제 1 차 보고서에서 (발전소를 3 년간 18 억 달러에 건설하기로 한 계약이었던) 해당 프로젝트가 삼성물산의 건설 매출(2014 년에만 137 억 달러였음)에 미쳤을 잠재적 영향³³⁰과 즉시 공개되었더라면 삼성물산 주가에 미칠 수 있었던 영향을 계량화하였습니다.³³¹ 그는 “카타르 계약이 조기에 공개되었다면 [...] 각 삼성물산 주식의 FMV 는 [...] 1.3%에서 2.9% 까지 상향 조정될 수도 있었다”고 판단하였습니다.³³² 시세조종으로 입증된다면, 이는 가치평가일 기준 삼성물산의 시가를 69,300 원에서 70,686 원으로, 즉 2% 상향 조정한 것으로 볼 수 있습니다.³³³
144. Dow 교수는 또한 2015 년 7 월 28 일에 *발표되었던* 카타르 프로젝트가 어떤 영향을 미쳤는지 확인하기 위한 사례 연구를 수행했습니다. 그는 해당 공개가 “삼성물산 및 제일모직 주가에 통계적으로 유의미한 영향을 미치지 않았다”고 판단하였습니다.³³⁴ Dow 교수는 본 사례 연구에 관하여 반대신문을 받지 않았습니다.

³³⁰ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 111-112 항{G1/1/51} 참조.

³³¹ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 114 항{G1/1/51} 참조.

³³² RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항{G1/1/53}.

³³³ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항{G1/1/53}.

³³⁴ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 116 항{G1/1/54}. RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 첨부 C, 제 C.3 항, 제 C-10 면{G1/1/105}도 참조.

145. Mr Boulton QC 는 제 2 차 보고서에서 카타르 계약에 대한 Dow 교수의 분석과 사례 연구를 비판했습니다.³³⁵ 그러나, Mr Boulton QC 는 자체적인 분석을 하지 않았습니다.³³⁶ 공시가 주가에 중대한 영향을 미쳤을 것이라는 증거는 없습니다.
146. Dow 교수는 문제되는 특정 계약의 영향만을 추정하기보다는 “카타르 계약이 배수 샘플에 있는 회사들의 예상 수익 증가와 동일한 비율로 성장하고 그 계약들이 영속하면서” 창출되는 수입 증가를 추정하기 위해 EBIT 배수를 적용하였으므로, 카타르 계약의 공개가 삼성물산 주가에 미칠 수 있었던 영향을 과소평가하지 않았습니다.³³⁷ 또한 그는 삼성물산이 어떠한 경우에도 “더 큰 수익 흐름을 얻기 위해 장기적으로 고정 비용에 대한 투자를 늘려야 했다”고 설명하였습니다.³³⁸
147. 심리에서 카타르 계약에 관한 Dow 교수의 분석에 대해 제기됐던 유일한 비판은 Dow 교수의 사례 연구가 “합병된 삼성물산-제일모직 기업에 미치는 영향을 측정하는데, 이는 삼성물산에 대해 발표된 것보다 훨씬 크다”는 Mr Boulton QC 의 주장뿐이었습니다.³³⁹ 그러나 Dow 교수가

³³⁵ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 4.3.1(II)항{F5/1/33}, 첨부 4-6{F5/1/174}. RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 108 항{G3/1/50}도 참조.

³³⁶ 속기록{Day7/78:12-18} (“네, 저는 주가에 정확히 어떤 영향을 줄지 알아보려고 하지 않았습니다.”).

³³⁷ 속기록{Day8/32:19} - {Day8/33:12}. RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 108a-b 항{G3/1/50}도 참조.

³³⁸ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 108c 항{G3/1/51}.

³³⁹ 속기록{Day7/108:21} - {Day7/109:4}.

설명한 바와 같이, 본 사례 연구는 카타르 계약이 가져올 수 있었던 수입 증가에 대하여 삼성물산에 초점을 맞춘 그의 주된 계산을 “확인”하기 위한 통계 분석일 뿐입니다.³⁴⁰ 카타르 계약에 대한 부적절한 비공개가 있었다고 하더라도 기껏해야 가치평가일³⁴¹ 기준 삼성물산 주가를 소폭 상향 조정해야 할 정도에 그친다는 것이 그의 결론이었습니다.

148. 위 분석은 가치평가일 당시 삼성물산 주식의 시가가 삼성물산의 FMV에 대해 신뢰할 만한 지표였음을 확인합니다. 중재판정부가 (입증 부족에도 불구하고) 달리 판단하더라도, (아직 본 중재를 포함하여, 아직 입증되지 않은) 조작 혐의의 영향은 가치평가일 당시 삼성물산 주가에 대한 사소한 조정으로 제거될 수 있습니다.³⁴² Mr Boulton QC는 입증된 조작 혐의가 있다면 그 효과를 제거하기 위해 시장가격을 수정하거나 조정할 수 있다는 것에 반대신문에서 동의하였습니다.³⁴³

b. 조작 사실이 입증되더라도, 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV는 삼성물산 시가를 조정함으로써 추정될 수 있습니다.

149. 중재판정부가 (한국이 반박하고자 하는 바와 같이) 삼성물산 주가의 신뢰성에 중대한 영향을 미치는 조작이 있었다고 판단하는 경우, 중재판정부는 (a) 조작 혐의의 계량화된 효과를 고려하거나, (b) 조작

³⁴⁰ 속기록{Day8/33:12-13}.

³⁴¹ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항{G1/1/53}.

³⁴² RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항{G1/1/53}.

³⁴³ 속기록{Day7/82:13-16}.

혐의가 없었던 날부터의 삼성물산의 시가를 고려하여 가치평가일 당시 삼성물산 시가를 조정함으로써, 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 추정할 수 있습니다.

150. 심리에서 Dow 교수는 “만약 중재판정부가 조작 때문에 시장 가격이 약간 떨어지거나 일정 정도 벗어났다고 생각한다면, 중재판정부는 이를 계량화하여 시장 가격을 조정하도록 하면 될 것입니다. 이어서 중재판정부는 Mr Boulton 가 제안한 표준 방법론, 즉 가치가 이와 같은 소규모 조정이나 일정한 정도의 조정이 적용된 시장 가격인 상황에서 가치에서 지급된 가격을 차감하는 방식을 적용하도록 하면 될 것입니다”라고 설명하였습니다.³⁴⁴

(a) 또한 그는 중재판정부가 조정을 정당화하는 조작 혐의와 그렇지 않은 혐의를 확인해야 한다고 설명했습니다. ³⁴⁵ 조정을 정당화하는 혐의란 문제되고 있는 시간대에 속하며(즉, 한국법상 본건 합병 비율 결정에 영향을 미칠 수 있는 것³⁴⁶) 터널링의 성격을 갖지 않는 것을 의미합니다.³⁴⁷

³⁴⁴ 속기록{Day8/220:23} - {Day8/221:6}.

³⁴⁵ 속기록{Day8/222:4-6} (“중재판정부는 어떤 것들은 조정으로 포함되어야 하고 나머지는 아니라고 판단하게 될 것입니다.”).

³⁴⁶ Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 37(J/24/37); 속기록{Day8/31:8-15} 참조.

³⁴⁷ 속기록{Day8/222:7-10} (“본인이 목격한 조작 중 일부는 [...] 2015 년 이전, 혹은 5 월 26 일 이후에 발생하였거나 터널링이었기 때문에 배제되어야 한다는 것이 저의 견해입니다.”).

(b) 한국은 이러한 조정을 정당화하는 조작 사례가 *없음*을 입증하였습니다. 이에 근접할 수 있는 유일한 것은 카타르 계약을 공개하지 않았다는 혐의인데, Dow 교수가 밝힌 바와 같이 이는 주가에 기껏해야 *미미한* 영향을 줄 수 있었을 뿐입니다.³⁴⁸ Dow 교수의 분석은 실제로 계약을 고평가하였고,³⁴⁹ (한국 법원이 확인한 바와 같이³⁵⁰) 이러한 비공개는 주가의 부당한 조작이 아니기 때문에, 이러한 조정마저도 부적절할 것입니다.

151. 또한 Dow 교수는 중재판정부가 조작으로 인하여 삼성물산의 시장 가격이 신뢰할 수 없게 되었다고 판단할 경우, 중재판정부가 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 추정하기 위해 사용할 수 있는 또다른 방법으로서, 중재판정부가 판단하기에 입증되었고 한국에게 책임이 있을 수 있는 조작 혐의(청구인에 따르면 2014 년 11 월 14 일 이후에 개시됨³⁵¹) 이전의 삼성물산의 시가를 사용할 수 있다고 설명하였습니다. 이는 서울고등법원이 주식매수가격 결정 사건에서 2014 년 12 월 이후 시가로 회귀하였던 것과 유사합니다.³⁵² 청구인이 2014 년 11 월부터 12 월 사이에 대해서는 어떠한 조작도 주장하지 않았으므로, 필요하다고

³⁴⁸ 속기록{Day8/222:17-21}. **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항{G1/1/53}; 속기록{Day8/32:12} - {Day8/33:3}도 참조.

³⁴⁹ 상기 제 146 항; 속기록{Day8/32:19} - {Day8/33:13} 참조. **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 108a-b 항{G3/1/50}도 참조.

³⁵⁰ **C-53**, 제 20 면{C/53/20} 참조.

³⁵¹ 속기록{Day9/79:10} - {Day9/80:16} 참조.

³⁵² 속기록{Day8/222:11-15}. **C-53**, 제 29 면{C/53/29}도 참조.

판단하는 경우 본 중재판정부는 서울고등법원의 접근 방식을 채택할 수 있습니다.

152. Mr Boulton QC 는 서울고등법원이 취한 접근 방식이 "시세조종 사례가 없다는 점을 확실하게 할 수 있을 만큼 충분히 멀리 돌아갈 수 있다면", "더 나은 기준선을 가질 수 있는" 상황이 되어 타당한 방식이라는 점을 인정했습니다.³⁵³

153. 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 도출하는 데 사용될 수 있는 삼성물산 주식의 다양한 시가는 한국 측 최종 변론 프레젠테이션 슬라이드 48 에 요약되어 있습니다.

3. "내재가치"는 FMV 를 결정하기에 적절하고 신뢰할 수 있는 방법이 아닙니다.

154. Mr Boulton QC 는 "주식의 시가는 일반적으로 유동 시장에서 [FMV]의 지표로 받아들여질 수 있다"는 점에 동의하였습니다.³⁵⁴ 또한 그는 삼성물산 주식이 유동 시장에서 거래되었다는 점에 동의하였습니다.³⁵⁵ 그러나, 그는 가정적 상황에서 삼성물산 주식의 FMV 는 삼성물산 주식의

³⁵³ 속기록{Day7/82:22} - {Day7/83:8}.

³⁵⁴ 속기록{Day7/55:7-9}; **CER-3**, Boulton 제 1 차 보고서, 제 5.4.2 항{F3/1/39}.

³⁵⁵ **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.8.2 항{F5/1/22}, 제 4.3.1(III)항{F5/1/34}, 제 5.2.3 항{F5/1/35}.

“내재가치”(또는 SOTP 가치³⁵⁶)³⁵⁷에 기초하여 계산되어야 한다는 청구인의 입장을 지지하였고, 이때 “내재가치”를 주당 115,391 원으로 계산하고 15% 또는 5% 할인율을 적용하여 주당 98,083 원과 109,622 원을 도출하였습니다.³⁵⁸

a. “내재가치”는 FMV의 척도가 아닙니다.

155. FMV가 “내재가치”에 근거하여 계산될 수 있다는 주장은 경제적 원칙에 반합니다. “내재가치”는 FMV를 결정하는 하나의 방법이 아닙니다. 이는 FMV와는 전혀 다른 가치 기준입니다. Mr Boulton QC가 스스로 “내재가치”를 정의하기 위해 인용한 근거에 따르면³⁵⁹ FMV와 “내재가치”는 각각 별개로서 *대안적인* 가치 기준입니다.³⁶⁰

(a) 미국감정평가사협회는 “가치 기준의 정의”로서 “A. 공정시장가치”,³⁶¹ “B. 공정가치”,³⁶² “C. 투자가치”,³⁶³

³⁵⁶ Mr Boulton QC는 이러한 용어들을 상호 교환적으로 사용하고 있습니다. **CER-5**, Boulton 제 2차 보고서, 제 2.3.2항(F5/1/14) 참조.

³⁵⁷ *예컨대*, **CER-5**, Boulton 제 2차 보고서, 제 3.3.1항(F5/1/26) 참조(“제가 보기에, 내재가치가 가정적 시나리오에서 삼성물산 주식의 FMV가 얼마였을지를 나타내기 때문에, 가치의 적절한 기준은 바로 내재가치입니다.”).

³⁵⁸ **CER-5**, Boulton 제 2차 보고서, 제 15면, 그림 3 {F5/1/24}, 제 9면, 각주 21 {F3/1/15} 참조(주당 115,391 원 = 18조 5,106억 7,800만원 ÷ 1억 6,041만 6,487주). **RER-3**, Dow 제 2차 보고서, 제 126항(G3/1/58)도 참조.

³⁵⁹ **C-89**(C/89). **CER-3**, Boulton 제 1차 보고서, 제 4.2.1항, 각주 73{F3/1/22} 참조.

³⁶⁰ **C-89**(C/89) 참조.

³⁶¹ **C-89**, 제 6면(C/89/1).

³⁶² **C-89**, 제 7면(C/89/2).

³⁶³ **C-89**, 제 8면(C/89/3).

“D. 내재가치 또는 기본가치”,³⁶⁴ “E. 계속기업가치”,³⁶⁵ “F. 청산가치”³⁶⁶ 및 “G. 장부가치”를 열거합니다.³⁶⁷ 본 권위있는 자료는 “공정시장가치”를 “내재가치”와는 별개의 가치 기준으로 설명합니다.³⁶⁸

(b) 이러한 7 가지 대안적 가치 기준 중 FMV는 “가장 널리 알려지고 인정되는 가치 기준”으로 묘사되며, 가치평가일 현재 존재하는 조건에 따라 거래 의사가 있는 구매자와 판매자가 모두가 관련 사실을 충분히 알고 자산을 이전하게 되는 가격을 의미합니다.³⁶⁹ Mr Boulton QC 는 이러한 정의에 동의하였습니다.³⁷⁰

(c) 또한, “내재가치”는 “주관적 가치”로 여겨지므로, “내재가치의 추정액은 분석가마다 다를 것입니다”.³⁷¹ Mr Boulton QC 는 이러한 설명이 “합리적”이라는 데 동의하였습니다.³⁷²

³⁶⁴ C-89, 제 9 면{C/89/4}.

³⁶⁵ C-89, 제 10 면{C/89/5}.

³⁶⁶ C-89, 제 10 면{C/89/5}.

³⁶⁷ C-89, 제 11 면{C/89/6}.

³⁶⁸ C-89, 제 7-9 면{C/89/2} 참조.

³⁶⁹ C-89, 제 6 면{C/89/1}.

³⁷⁰ 속기록{Day7/68:22} - {Day7/69:9}.

³⁷¹ C-89, 제 9 면{C/89/4}.

³⁷² 속기록{Day7/70:18-19}; C-89, 제 9 면{C/89/4}.

158. 이러한 주장은 분석적으로 타당하지 않습니다. Mr Boulton QC 는 자신의 “내재가치”와 삼성물산의 FMV 가 “합병이 이루어지지 않는” 시점 이전에는 동일하지 않았음을 인정합니다.³⁷⁷ 청구인이 선택한 가치평가일은 본건 합병의 성사 여부에 대한 결정이 내려지기 이전입니다. 따라서, 가치평가일 당시 삼성물산의 가치를 결정하는 데 FMV 대신 “내재가치”를 사용하는 것을 정당화하기 위해 가치평가일 이후에 일어났을 것을 사용할 근거가 없습니다(그리고 어떠한 경우에도 가치평가일 이후의 FMV 가 “내재가치”가 될 것이라고 가정할 근거는 없습니다).

159. Mr Boulton QC 는 삼성물산의 “가치평가일 당시 시가에는 [본건 합병]의 위험이 내재하기 때문에 신뢰할 수 없으므로”, “내재가치”를 사용해야 했다고 증언하였습니다.³⁷⁸ 이 역시 분석적으로 결함이 있습니다. 물론, FMV 는 본건 합병의 위험을 내포하며, 그래야 합니다. 가정적 상황은 주주들이 본건 합병에 대해 투표하기 전에 시장이 본건 합병의 위험을 전혀 인지하지 않은 시나리오가 아닙니다. 가정적 상황은 한국이 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 하지 않은 시나리오입니다. 이러한 가정적 상황에서 볼 때, 본건 합병의 위험은 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반이 아니라 삼성에 의해 발생하였기 때문에 2015 년 7 월

³⁷⁷ 속기록{Day7/73:5-9}.

³⁷⁸ 속기록{Day7/72:16-19}.

16 일 삼성물산의 주가에 필연적으로 내재할 것이고, 따라서 가정적 상황의 목적상 제거되지 않습니다.

b. 삼성물산의 시장가치와 그 “내재가치” 사이에 “괴리”는 “내재가치”의 주관성에 기인한 것입니다.

160. Mr Boulton QC 가 시가가 아닌 “내재가치”(또는 SOTP 가치평가)를 선호하는 이유에서 남은 점은 가치평가일 전에 삼성물산 주식의 시장가치와 “내재가치” 사이에 소위 “괴리”가 있었다는 Mr Boulton QC 의 근거 없는 견해입니다.³⁷⁹ 이러한 설명은 입증에 실패하였습니다.
161. Mr Boulton QC 는 자신의 첫 번째 보고서에서 이러한 “괴리”의 개념을 소개하면서, 그 “이유”로 알려진 네 가지 예시를 어떤 근거나 기타 증거의 인용 없이 제시하였습니다.³⁸⁰
162. 심리에서, 소위 “괴리”는 Mr Boulton QC 가 본 손해배상 청구를 목적으로 제시한 가치에 대한 의견과 시장에서 “수천 명의 투자자들의 집단 지성”으로 제시한 가치 사이의 차이에 불과함이 명확해졌습니다.³⁸¹
163. Mr Boulton QC 은 반대신문에서 “시장이 시장 참여자들의 집단 지성을 반영한다”는 점을 인정했습니다.³⁸² 실제로 그는 직접 프레젠테이션에서

³⁷⁹ CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.4-4.2.7 항{F3/1/23}.

³⁸⁰ CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.4-4.2.5 항{F3/1/23} 참조.

³⁸¹ 속기록{Day7/59:7} - {Day7/60:19} 참조. 실제로, 청구인이 시가로 매수한 모든 주식은 그 가격이 공정하다고 판단한 투자자에 의해 매도되었습니다.

³⁸² 속기록{Day7/59:7-10}.

“시가는 일상거래에서 명백하게 수백 내지 수천 명의 투자자들 사이에서 만들어진다”고 말했습니다.³⁸³ 그러나 그는 “시장이 전부이고, 시장 가격은 항상 옳다”고 믿는 것은 “수천 명의 투자자들의 집단 지성이 다른 것에 비해 더 낫다는 생각”의 “극단적” 버전이라고 주장했습니다.³⁸⁴ 그가 확인한 바에 따르면, 그는 이러한 “극단적” 견해에 (Mr Boulton QC 본인과 같은) 한 분석가의 개인 의견보다 “수천 명의 투자자들의 집단 지성”을 선호하는 것이 포함된다고 판단하고 있습니다.³⁸⁵

164. 명확히 하자면, 한국과 Dow 교수는 모두 “시장이 항상 옳다”는 견해를 취하지 않지만, 본건에서는 옳다는 점을 증명했습니다. 오히려, 수천의 기관 투자자들 및 전문 자문가들도 Mr Boulton QC 가 원용하는 삼성물산에 관한 기초 정보와 동일한 정보를 가지고 있었는데, Mr Boulton QC 는 그들의 견해보다 자신의 개별적 견해가 우선해야 한다고 주장함으로써 극단적인 입장을 취합니다.
165. Mr Boulton QC 는 이러한 극단적인 입장을 취하면서도, 자신의 “괴리”에 대한 4 가지 “이유” 중 3 가지가 표준적인 시장 운영에 불과하다고 시인하였습니다.

³⁸³ 속기록{Day7/5:10-12}.

³⁸⁴ 속기록{Day7/60:1-6}.

³⁸⁵ 속기록{Day7/60:8-13}.

- (a) 그는 서로 다른 관점들이 주식 가격의 변동을 초래한다는 이유 (I)³⁸⁶이, 주가가 어떻게 움직일 것이라고 생각하는지를 토대로 주식을 매입하고 매도하는 투자자들을 반영하고 있다³⁸⁷는 점과 투자자들이 뉴스 사건에 대해 다른 반응을 할 수 있다는 이유 (II)³⁸⁸가 “어느 정도로는” “다른 시각을 가지는 서로 다른 투자자들”의 예시였으며 모두 시장의 정상적인 운영을 반영한다는 점을 인정하였습니다.³⁸⁹
- (b) 그는 “회사의 내재가치가 현재의 주주에게 반환되지 않도록 할 수 있는 미래 사건에 대한 예상에 의해 주가가 영향을 받을 수 있다”고 주장하는 자신의 이유 (IV)를 근본적으로 부인하였습니다.³⁹⁰ Mr Boulton QC 는 주가를 결정할 때에 “잠재적인 미래 사건을 고려해야” 하므로, 미래 사건을 고려하는 것이 회사의 주가가 그 FMV 를 반영하지 않는다는 것을 의미하지는 않는다고 확인했습니다.³⁹¹

166. 그의 추론을 방어하기 위한 노력은 실패하였습니다.

³⁸⁶ CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.5(I)항{F3/1/23}.

³⁸⁷ 속기록{Day7/61:25} - {Day7/62:10}.

³⁸⁸ CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.5(II)항{F3/1/23}.

³⁸⁹ 속기록{Day7/63:4-14}.

³⁹⁰ CER-3, Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.2.5(IV)항{F3/1/23}.

³⁹¹ 속기록{Day7/65:11-15}.

- (a) 누군가가 위기로 인해 자신의 지위를 청산할 수 있다는 그의 첫번째 주장³⁹²은 말이 되지 않습니다. 시장에서 거래하는 사람은 필연적으로 주관적인 이유가 있을 것입니다. 이 이유는 위기가 될 수도 있습니다. 그럼에도 불구하고, 한 시장 참여자가 자신의 포지션을 청산하는 것이 시장 가격을 이동시키거나 회사의 FMV 를 변화시키지는 않아야 합니다.
- (b) 비합리적인 투자자라면 잠재적인 사건을 “보장된 것”으로 간주할 수 있다는 그의 두 번째 주장은³⁹³ 여전히 어느 한 투자자의 가치에 대한 관점보다 시장의 관점을 뒷받침합니다. Mr Boulton QC 는 “시장의 견해”가 “비이성적인 투자자”의 견해는 아닐 것임을 확인했습니다.³⁹⁴
- (c) 투자자들은 서로 다른 견해를 가질 수 있으나, 오직 하나만이 옳다는 그의 세 번째 주장³⁹⁵은 “대체 무슨 일이 일어나고 있는 것인가?”라는 질문을 일으킵니다. 가치기준이 FMV 라면, 거래의사가 있는 구매자와 판매자가 거래하는 가격을 알게 될 것이기 때문에 시장 참여자가 무엇이 이루어지고 있다고 생각하는지만 문제됩니다.³⁹⁶ 더욱 중요하게는, 투자자가

³⁹² 속기록{Day7/62:8-14}.

³⁹³ 속기록{Day7/63:14-20}.

³⁹⁴ 속기록{Day7/63:14-20}.

³⁹⁵ 속기록{Day7/64:17-24}.

³⁹⁶ 속기록{Day7/68:22} - {Day7/70:3}; **C-89**, 제 6 면{C/89/1} 참조.

시장에서만 주식을 판매할 수 있기 때문에, 그 주식으로 취득할 수 있는 보상을 결정합니다.

167. Mr Boulton QC 의 견해를 수용한다면, “수천 명의 투자자들의 집단 지성”으로 뒷받침되지 않고 개인 애널리스트의 주관적 견해에 의해서만 뒷받침되는 삼성물산의 가치평가를 토대로 청구인에게 손해배상을 판정하는 것을 의미할 것입니다. 실제로, 이는 (Mr Boulton QC 가 효율적이라고 인정한³⁹⁷) 시장의 지성을 거부하고 대신 오직 손해배상 청구금액을 늘리는 것만을 목적으로 한 계산을 선택하는 것을 의미할 것입니다. 이로써 (청구인 스스로가 궁극적으로 인정한 바와 같이³⁹⁸) 시장에서 청구인이 자신의 주식을 매도해야 했을 실제 상황에서는 결코 얻을 수 없었던 횡재를 청구인에게 가져다 줄 것입니다.

³⁹⁷ 속기록{Day7/20:21} - {Day7/21:2}; **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.4.3 항{F5/1/15}, 제 5.2.3 항{F5/1/35}, 제 5.2.11 항{F5/1/37}, 제 5.4.1 항{F5/1/38}.

³⁹⁸ *예컨대*, 속기록{Day3/38:6-13} 참조(“Q. 그리고 귀하는 해당 주식을 시장에서 판매함으로써 가치를 실현할까요? A. [...] 종종 시장에서 매도가 이루어질 것입니다. [...] 시장 내 매도는 성공적인 프로젝트 이후 이익을 실현하는 수단입니다.”); 재판박서면, 제 600 항{B/6/384}, **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 4.3.1(III)항{F5/1/34} 원용(“EALP 는 [...] 삼성물산에 대한 자신의 주식을 매도할 옵션을 가졌을 것입니다”). 전반적으로 **CWS-1**, Smith 제 1 차 보고서, 제 14 항{D1/1/6}(“[...] 가격이 실제 가치에 더욱 근접하면서 가치가 상승하므로, 우리 투자로부터 이익을 창출합니다.”); **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 22 항{D1/2/12}, 제 25 항{D1/2/14}; **CWS-6**, Smith 제 3 차 보고서 I, 제 19 항{D1/3/11}도 참조.

4. 청구인의 진정한 청구는 청구인이 가치평가일 이후 가치 증가 가능성을 실현할 수 있는 투기적인 가능성을 상실하였다는 것입니다.

168. Mr Boulton QC 는 반대신문에서 시장가격을 신뢰할 수 없도록 만드는 조작에 대하여 허위 정보가 시장에 제공되거나 시장으로부터 보류되는 것으로 정의하고 있음을 확인하였습니다.³⁹⁹ 또한, 그는 동일한 *재벌* 내 두 회사를 지배하는 주주가 계약에 대한 입찰에서 어느 회사를 다른 회사보다 선호하는 것은 “다른 문제”였으며, 즉 이는 모든 한국 *재벌*들에게 존재하는 “터널링”의 기업 지배구조 리스크이며, 그는 시장가격을 신뢰할 수 없게 만드는 조작에 대해 이야기할 때에 “더 광범위한 터널링 문제를 의미하지는 않았다”고 확인하였습니다.⁴⁰⁰
169. 가치평가일 이전의 유일한 조작 혐의는 삼성물산 주식과 관련된 허위 정보의 제공 또는 보류(카타르 계약에 대한 “제한착수지시서”의 비공개)에 관한 것입니다. 따라서, 이는 삼성물산 주가를 신뢰할 수 없게 만들 수도 있는 유일한 조작 혐의입니다. 그러나 앞서 논의한 바와 같이, 한국 법원과 검찰은 이를 시장 조작으로 보지 않았으며, 기껏해야 주가에 *미미한* 영향을 미칠 수 있었을 뿐입니다.⁴⁰¹ 청구인은 청구인 측

³⁹⁹ 속기록{Day7/85:3-16}.

⁴⁰⁰ 속기록{Day7/84:6} - {Day7/85:16}, {Day7/103:15-24}.

⁴⁰¹ 상기 제 142-150(b)항 참조.

전문가의 정의에 따라 시장 가격을 신뢰할 수 없도록 하는 다른 조작 혐의는 전혀 발견하지 못하였습니다.⁴⁰²

170. Mr Boulton QC 가 확인한 바와 같이 “터널링” 주장은 삼성물산의 시장 가격을 신뢰할 수 없게 만들지 않습니다.⁴⁰³ 오히려, *재벌*의 경우 이러한 리스크는 회사 가치의 필연적인 측면이므로 잘 알려져 있고, 시장 가격에 적절하게 반영됩니다. ⁴⁰⁴ 중요한 것은 이것이 본건 합병이 부결되었더라도 유지되었을 가치의 측면이라는 점입니다.⁴⁰⁵

171. 두 가지 결론이 도출됩니다. 첫째, 삼성물산 주가는 FMV 에 대한 최고의 척도입니다. 둘째, [redacted] 과 그의 상대방들이 삼성물산 주식의 가치를 하락시켜서 청구인이 입을 수 있는 모든 손실은 이를 유발시키지 않은 한국으로부터 회수될 수 없습니다.

172. 또한, Dow 교수가 자신의 프레젠테이션에서 설명하였듯이, “엘리엇은 저가로 매수했을 것이고 [자신의 주식]을 저가에 취득했을 것이며,

⁴⁰² 청구인은 오히려 [redacted] 공소장에 “본건에서 문제되고 있는 손실을 결국 발생시킨 터널링 합병을 달성하기 위한 삼성과 [redacted] 일가의 주가를 하락시키려는 지속적인 활동”이 나타나 있다는 모호한 비방에 의존하였습니다. 속기록{Day9/68:18} - {Day9/69:2}.

⁴⁰³ 속기록{Day7/85:3-16}.

⁴⁰⁴ 속기록{Day6/8:25} - {Day6/9:5}, {Day6/34:11-22}, {Day6/45:15-19}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 71 항{G3/1/33}.

⁴⁰⁵ 속기록{Day6/116:23} - {Day6/117:11}, {Day6/118:14} - {Day6/119:6}.

공정가격으로 매수하고 공정가격으로 팔았을 가정적 상황에 비해 어려움이 없었을 것입니다 [...]. 이는 없어져 버립니다.”⁴⁰⁶

173. 청구인은 이를 인정하면서, 한국이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성표를 행사하도록 함으로써 삼성물산으로부터 제일모직으로의 가치 이전을 “고착화” 내지는 “영구적이고 불가역적인” 것으로 만들었고 (부실한 지배구조를 통해) █████과 삼성이 이에 대한 책임을 부담한다는 이론을 발전시켰습니다.⁴⁰⁷ 청구인은 자신의 보상이 이러한 가치 이전과 상응해야 한다고 주장합니다.⁴⁰⁸ 이러한 주장의 부당성은 본건 합병이 없었더라도 삼성물산의 FMV 는 (실제로 수년간 유지된 것처럼) 부실한 지배구조를 여전히 반영할 것이라는 점에 있습니다.

174. 어쨌든, 증거에 따르면 본 청구는 우연한 가능성, 즉 정부의 영향력으로 인해 오염되지 않은 국민연금의 본건 합병 결정과 어느 쪽으로든 이루어질 수 있었던 본건 합병 투표에 대한 가능성을 상실한 것에 불과합니다. 설령 그러한 기회가 청구인이 원하는 방향으로 작용하였더라도, 청구인이 주장하는 일실이익은 여전히 지나치게 투기적인 것이기 때문에 ILC 규정 제 36(2)조에 따라 배상받을 수 없습니다. 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반이 없었더라도, 청구인이 Mr Boulton QC 가 계산한 삼성물산 주식의 SOTP 가치평가를 실현했을

⁴⁰⁶ 속기록{Day8/31:21} - {Day8/32:3} 참조.

⁴⁰⁷ *예컨대*, 속기록{Day9/61:2-6}, {Day1/160:25} - {Day1/161:3}; CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.13 항{F5/1/20} 참조.

⁴⁰⁸ *예컨대*, 속기록{Day1/160:21} - {Day1/161:22} 참조.

가능성은 전적으로 비현실적입니다. 이는 다음 항에서 논의한 바와 같이, 오랜 디스카운트를 받아온 삼성 *재벌*의 일부인 삼성물산의 성격 자체를 극복하는 것으로써만 가능합니다. 이것이 가능하다는 증거는 없습니다.

5. 청구인은 가정적 상황에서 청구금액을 실현할 수 있었을 것임을 입증하지 못하였습니다.

175. 청구인은 삼성물산 주식에 대해 수령한 금액과, 주당 115,391 원을 5~15%로 할인한 금액(즉, 주당 98,083 원과 109,622 원 사이) 사이의 차액을 기대이익 손해배상의 일종인 일실이익으로 규정하였습니다.⁴⁰⁹
176. 이익상실은 “입증되는 범위 내에서만” 회복 가능합니다.⁴¹⁰ ILC 규정 해설서는 “중재재판부가 본질적으로 투기적인 요소가 있는 청구에 대해 배상을 인정하는 것을 꺼려왔으며”, “상실된 미래 수익을 인정한 사건에서는 예상 수익 흐름이 보상을 받기에 *충분한 확실성*을 가지고 법적으로 보호되는 이익으로 간주될 만한 충분한 특성을 확보하였다”고

⁴⁰⁹ 재반박서면, 제 583 항{B/6/377}; 속기록{Day1/169:5} (“그러한 보상은 기대이익 손해를 포함합니다 [...]”).

⁴¹⁰ 청구인이 재반박서면, 제 583-584 항{B/6/377} 및 속기록 {Day1/169:6}에서 확인한 **CLA-38**, 제 36(2){H/38/69}.

설명하고 있습니다.⁴¹¹ 예를 들어, 이것이 달성된 사례는 “확실히 자리잡은 거래 선례”를 포함합니다.⁴¹²

177. 청구인은 중재판정부에게 “국민연금의 투표가 불공정한 본건 합병 비율로 이루어진 본건 합병을 야기하지 않았다면 삼성물산 주식의 시가가 ‘*십중팔구* 삼성물산의 내재가치로 수렴할 것’이 입증되어야 한다”고 확인합니다.⁴¹³ 또한, 청구인은 자신의 청구에서 삼성물산의 소위 “내재가치”가 가정적 상황에서 *실현*될 수 있어야 한다는 점을 인정합니다.⁴¹⁴ 청구인의 청구는 “본건 합병이 부결되었다는 소식이 삼성물산 주가에 즉시 반영되어, 내재가치로 조정시켰을 것”이며 청구인이 즉시 “삼성물산 주식을 매도할 수 있는 옵션을 갖게 되었을

⁴¹¹ **CLA-38**, 제 36 조, 제 104 면, 제 27 항(H/38/75). 각주 568 (H/38/75)도 참조(“Whiteman 에 따르면, ‘허용되기 위해서는, 장래 이익은 너무 투기적이고, 우발적이고, 불확실한 등의 성격이 없어야 한다. 합리적으로 예상되었다는 증거가 있어야 하고, 예상 이익은 단순히 가능한 것이 아니라 개연성이 있다는 증거가 있어야 한다’(국제법상 손해배상(워싱턴 D.C., 미국 정부 출판국, 1943 년) 제 III 권, 제 1837 면)“(원문 강조).

⁴¹² **CLA-38**, 제 36 조, 제 104 면, 제 27 항(H/38/75).

⁴¹³ 재반박서면, 제 585 항(B/6/378)(강조표시 임의추가). 속기록(Day1/169:9-13)도 참조.

⁴¹⁴ *예컨대*, 재반박서면, 제 581 항(B/6/376) 참조(“따라서 완전한 배상이라는 국제관습법상 기준은 가정적 시나리오, 즉 협정을 위반하지 않았다면 어떤 일이 벌어졌을지, 그리고 구체적으로 청구인이 그 투자로부터 어떤 가치를 실현했을지를 고려하도록 규정하고 있습니다.”(강조표시 임의추가)), 제 595 항(B/6/382)(“청구인은 가정적 시나리오에서 삼성물산 투자와 관련하여 내재가치의 상당 부분을 실현하였을 것임을 보여줍니다.”(강조표시 임의추가)). **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.8.2 항(F5/1/22), 제 4.3.1(III)항(F5/1/34); 재반박서면, 제 548 항(B/6/360), 제 583 항(B/6/377), 제 597 항(B/6/383), 제 600 항(B/6/384)도 참조.

것”이라는 이론에 기반한 것입니다.⁴¹⁵ 청구인의 입장은 가정적 상황에서 삼성물산 주주들이 본건 합병을 거부한 다음 날인 2015년 7월 18일에 자신의 삼성물산 주식을 “내재가치”로 매각할 수 있었을 것이라는 것입니다.⁴¹⁶

178. 청구인의 손해배상 청구는 선결문제에서부터 가능하지 않습니다. 국제법상, *가치평가일 현재를 기준으로 하여* 일실이익이라고 주장되는 가치 상실이 발생하였음을 입증해야 하지만,⁴¹⁷ 청구인은 가정적 상황에서 가치평가일에 삼성물산의 주가가 69,300 원을 초과할 것이라고 주장조차 하지 않습니다. 실제로, 청구인은 자신의 주식이 본건 합병 표결 전에 가졌다고 주장하는 가치를 *가지지 않았다는 점을* 암묵적으로 인정합니다(그러한 가치에 달하기 위해서는 본건 합병의 부결을 *필요로 함*).⁴¹⁸

⁴¹⁵ 재반박서면, 제 600 항{B/6/384}("Mr. Boulton 은 이를 근거로 '본건 합병이 부결되었다는 소식은 즉시 삼성물산의 상장 가격에 반영되어 그 가격은 내재가치로 조정될 수 있었을 것입니다. 삼성물산의 주식들이 유동 시장에서 거래된다는 점을 감안할 때 EALP 가 그 직후에 삼성물산의 주식을 매도할 수 있는 선택권을 갖게 되었을 것이라고 생각합니다'라는 결론을 내립니다."); CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.8.2 항{F5/1/22}, 제 4.3.1(III)항{F5/1/34}.

⁴¹⁶ *예컨대*, 청구인 측 최종 변론 프레젠테이션, 슬라이드 2, 제 4 호{J/22/2} 참조("가정적 상황에서 "반대" 표결 이후 증가하는 가치를 평가")를 참조하십시오.

⁴¹⁷ *예컨대*, RLA-152, 제 189 면{I/152/5} 참조("투자의 가치는 시장 상황 및 해당 일자 당시 이용 가능한 정보에 기초하여 결정됩니다 [...]").

⁴¹⁸ 속기록{Day7/15:5-13}; CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.9-10 항{F5/1/13}.

179. 무엇보다도, 청구인은 한국의 문제되는 협정 위반이 없었다면 “아주 높은 개연성”으로 삼성물산의 주가가 2015년 7월 16일 69,300 원⁴¹⁹에서 2015년 7월 18일 98,083 원부터 109,622 원 사이로 이틀만에 42~58% 상승하였을 것⁴²⁰임을 “충분한 확실성”을 가지고 증명할 수 없습니다. 이것을 뒷받침하는 “확실히 자리잡은 선례”는커녕 어떤 선례나 신뢰할 만한 전문가의 의견조차 없습니다.

a. 청구인은 가치평가일 기준 청구인이 주장하는 손실을 입지 않았습니다.

180. 청구인은 가정적 상황에서 청구인이 주장하는 가치평가일에 청구인이 주장하는 가치를 어떻게 실현하였을지에 대해서 아무런 설명도 하지 못하고 있습니다(그리고 아래에서 논의하듯이, 그러한 가치가 향후에 실현될 것이라는 점에 대한 청구인의 주장은 받아들일 수 없습니다).

181. 청구인은 가정적 상황에서의 가치 상승은 “합병표결 이후에 드러나는” 것이 “전형적”이라고 주장하면서 위 문제를 일축하고 있습니다.⁴²¹ 그러나 투자자가 삼성물산 주식과 같이 효율적 시장에서 상장된 주식인 경우, 미래에 예상되는 가치 증가는 이미 현재 주가에 반영되어 있습니다.⁴²² 청구인이 가치평가일 이후 일어난 사건에 대한 추측적이고

⁴¹⁹ C-256, 제 11 면{C/256/11}.

⁴²⁰ $((98,083 - 69,300) \div 69,300) \times 100\% = 41.5\%$. $((109,622 - 69,300) \div 69,300) \times 100\% = 58.2\%$.

⁴²¹ 속기록{Day9/60:17-20}.

⁴²² 상기 제 122 항 참조.

검증되지 않은 시장의 반응을 원용해야 했다는 사실은 그러한 사건이 일어났다는 확실성이나 합리적 예측조차 없었음을 보여줍니다.

182. 적절하게 고려하였을 때, 청구인의 손해는 자신이 주관적으로 기대한 가치를 미래의 어느 시점에 실현할 수도 있는 기회를 상실한 것에 지나지 않습니다. 청구인은 이러한 가능성을 산정하지는 않았으나, 아래에서 설명하는 바와 같이 증거는 그 가능성이 어떠한 경우에도 영(0)임을 보여줍니다.

b. 청구인이 가정적 상황에서 삼성물산 주가 115,391 원의 95% 내지 85%에 달하는 막대한 상승을 실현했을 가능성은 없습니다.

183. ILC 규정 제 36(2)조에 따라 손실이 회복 가능하기 위해서는 “너무 투기적이고, 우발적이고, 불확실한 등의 성격이 없어야”하고, “합리적으로 예상”되어야 하며, “단순한 가능성이 아닌 개연성이 있어야” 합니다.⁴²³ 만약 청구된 손해가 이익을 얻을 수 있는 기회 상실이라면, 그 이익이 발생했을 가능성이 충분히 높았음이 입증되어야 합니다.⁴²⁴

184. 삼성물산의 주가가 2015년 7월 16일 69,300 원에서⁴²⁵ 2015년 7월 18일 115,391 원으로 1 거래일 만에 67%⁴²⁶ 상승(또는 98,083 원~

⁴²³ **CLA-38**, 제 36 조, 제 104 면, 각주 568(H/38/75).

⁴²⁴ *예컨대*, **CLA-129**, 제 3.225-3.231 항(H/129/42); **RLA-152**, 제 291-293 면(I/152/11) 참조.

⁴²⁵ **C-256**, 제 11 면(C/256/11).

⁴²⁶ $((115,391 - 69,300) \div 69,300) \times 100\% = 66.5\%$.

109,622 원으로 42~58% 상승⁴²⁷)할 개연성은커녕 가능성조차 없었습니다. 다른 고려 사항과 별개로, 한국의 법규는 하루에 15%를 초과하는 주가 변동을 불허합니다.⁴²⁸

185. 이런 법적인 제한이 없더라도, 주장되는 주가 급등은 개연성이 없었고, 사실상 불가능한 상태에 있었으며, 합리적으로 기대할 수 없었습니다. 실제 시장 가격과 청구인이 본건 합병 표결 다음날에 도달하였을 것이라고 주장하는 가격 사이의 42~67% 차이는 한국 자본 시장의 “오래되고” “확고한” 특징인 순자산가치에 대한 디스카운트를 보여줍니다.⁴²⁹ 이러한 디스카운트는 한국 정부 정권 교체와 디스카운트를 야기하는 기업지배구조 문제를 다루기 위해 한국 정부가 취한 조치들에도 불구하고 수십 년간 지속되었습니다.⁴³⁰ 이는 본건 합병이 부결된 것과 유사한 사건들이 발생한 후에도 여전히 시장에서 존속하였으며,⁴³¹ 청구인은 가정적 상황에서 이와 다른 일이 일어났을 것이라는 주장을 뒷받침하는 증거를 제시하지 못하였습니다.

⁴²⁷ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 15 면, 그림 3{F5/1/24} 참조.

⁴²⁸ R-127, 제 20 면{R/127/23} 참조(“합병발표 당일 삼성물산 주가는 상한가(15% 상승) 기록”); C-408, 제 16 면{C/408/9}(“합병발표 당일 삼성물산 주가는 상한가(15% 상승) 기록”).

⁴²⁹ CER-6, Milhaupt, 제 22 항{F6/1/8}, 제 72 항{F6/1/26}, 제 89 항{F6/1/32}; 속기록{Day6/34:11-13}, {Day6/35:22-24} 참조.

⁴³⁰ 속기록{Day6/35:1} - {Day6/37:1} 참조.

⁴³¹ RER-5, 배기홍 보고서, 제 83-89 항{G5/1/43}, 그림 10{G5/1/47}; 속기록{Day6/51:3-8}, {Day6/89:23} - {Day6/91:20}.

i. 청구인이 가정적 상황에서 "해소될 것"이라고 주장하는 디스카운트는 지주회사 디스카운트와 "코리아 디스카운트"의 불가분적인 조합입니다.

186. 청구인은 Mr Boulton QC 의 (입증되지 않은) 의견을 토대로, 가정적 상황에서 Mr Boulton QC 가 SOTP 방식을 사용하여 계산한 삼성물산의 순자산가치 대비 디스카운트가 (그가 5~15% 사이로 계산한 잔여 지주회사 디스카운트를 제외하고는) 하루만에 완전히 "해소될" 것이라고 주장합니다.
187. (한국 시장 전문가도 아니고 경제 전문가도 아닌) Mr Boulton QC 를 제외한 어떠한 전문가도 삼성물산의 순자산가치 디스카운트가 하루 아침에 완전히 사라질 수 있다고 생각하지 않는다는 사실이 심리에서 명확히 밝혀졌습니다.
188. Milhaupt 교수와 한국 측 전문가인 Dow 교수 및 배기홍 교수는 모두 삼성물산의 순자산가치 디스카운트가 (한국 지주회사뿐만 아니라) 모든 지주회사들이 받게 되는 지주회사 디스카운트와, 투자자들이 다른 시장의 비교 대상 회사 대비 한국 기업에 적용하는 추가적인

디스카운트,⁴³² 즉, Milhaupt 교수가 “잘 알려진” “코리아 디스카운트”로 명명한 디스카운트로 구성되었다고 생각합니다.⁴³³

189. Milhaupt 교수와 배기홍 교수는 한국 자본 시장에 대한 각 당사자 측의 전문가입니다.⁴³⁴ 그들은 모두 지주회사 디스카운트에 기인하는 삼성물산 순자산가치 디스카운트 부분과 “코리아 디스카운트”에

⁴³² 속기록{Day6/33:22} - {Day6/34:1} 참조(“한국의 주식 가격은 다른 자본 시장에서 목격되거나 경험되는 더 일반적인 지주회사 디스카운트와는 다소 독창적이거나 별개의 디스카운트를 보여줍니다”); {Day6/134:1-13}(“이는 한국 회사나 재벌 회사에서 핵심적인 지배구조 문제입니다. 재벌의 문제는 이들이 상장된 계열사 주식을 보유하고 있다는 것입니다. 이는 계열사의 주주와 지배주주 간의 이해충돌을 일으킵니다. [...] 이것이 제가 아는 한 소위 지주회사 디스카운트입니다. 이는 한국 지배구조에만 존재합니다.”); **RER-1**, Dow 제 1 차 보고서, 제 158 항{G1/1/74}(“지주회사 디스카운트는 한국 회사가 기업 그룹의 일부인지 여부와 관계없는 것으로, 더욱 선진적인 경제에서의 회사 대비 한국 회사들의 디스카운트인 ‘코리아 디스카운트’와 관련되면서도 이와 구별되는 개념입니다.”).

⁴³³ 속기록{Day6/9:3-5} 참조.

⁴³⁴ Milhaupt 프레젠테이션, 슬라이드 3{J/19/3}(“William F. Baxter - 스탠포드 로스쿨 Visa International 법학 교수 [...] 명예 선임 펠로우, 스탠포드 대학교 Freeman Spogli 국제학 연구소 [...]”); **CER-6**, Milhaupt 보고서, 제 7 항{F6/1/4}(“주된 전문 분야는 비교 기업지배구조, 미국 회사법, 동아시아 법률 제도, 국유기업과 법경제 개발을 포함합니다.”); 배기홍 교수 프레젠테이션, 슬라이드 2{J/20/2}(“재무학 교수 및 요크 대학교 Schulich 경영대학 국제 금융 Bob Finlayson 의장 [...] 주된 연구는 기업지배구조 및 국제기업금융이며, 최고 수준의 재무, 회계 분야에 여러 논문을 발표하였습니다 [...]”).

기인하는 부분을 분리하고 독립적으로 계량화할 수 없음을 확인하였습니다.⁴³⁵ Dow 교수도 같은 견해를 가지고 있습니다.⁴³⁶

190. Mr Boulton QC 의 독특한 견해는 자신만이 삼성물산 순자산가치 디스카운트에서 지주회사 디스카운트 요소(소위 "지주회사 디스카운트")를 계량화할 수 있으며, 그의 계산에 따르면 삼성물산의 순자산가치 디스카운트의 유일한 나머지 요소가 본건 합병과 삼성물산 주가 조작 등 약탈적 거래가 일어날 것이라는 시장의 기대 때문에 *삼성물산에 특유한* 소위 "초과 디스카운트"에 해당한다는 것입니다.⁴³⁷ 그는 자신이 SOTP 가치평가에서 "코리아 디스카운트"를 별도로 계상하였다고 주장하며, 따라서 이는 삼성물산에 대한 SOTP 가치평가와 가치평가일 기준 삼성물산 시가 간 관찰되는 디스카운트에는 포함되지 않는다고 주장합니다.⁴³⁸

⁴³⁵ 속기록{Day6/60:3-6}(Milhaupt) 참조("이것이 어렵다는 것을 인정하고, 제가 생각할 때 본건의 가장 흥미로운 특징 중 하나는, 제가 알기로는, 실제로 이러한 요소들을 분리하여야 하는 첫번째 사례라는 것입니다."); 속기록{Day6/135:19-22}(배기홍) ("[...] 저는 어느 부분이 터널링이고 어느 부분이 지주회사 디스카운트인지 구분할 수 있다고 생각하지 않습니다. 이는 한국 재벌 고유의 소유구조 때문에 완전히 뒤섞여 있습니다.).

⁴³⁶ **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 92 항{G3/1/45}("Mr Boulton QC 는 이러한 디스카운트를 올바르게 구별하였지만, 그가 삼성물산의 '관찰된 디스카운트'를 삼성물산 지주회사 디스카운트와 삼성물산 초과 디스카운트로 신뢰성 있게 분리할 수 있다고 주장하는 것은 경제학 문헌을 잘못 해석하는 것입니다. 저는 경제학 문헌에서 산정된 순자산가치 디스카운트를 명확히 구분하여 특정 출처로 귀속시키는 확립되거나 인정되는 메커니즘을 알지 못합니다.).

⁴³⁷ 속기록{Day7/3:24} - {Day7/4:2}. **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5.3(II)항{F5/1/16}, 제 6.2.5 항{F5/1/40}도 참조.

⁴³⁸ 속기록{Day7/12:8-19}, {Day7/77:3-9}.

191. 심리에서의 증언은 Mr Boulton QC 의 삼성물산 특유의 초과 디스카운트는 순전히 상상에 불과함을 보여줍니다. Mr Boulton QC 가 Dow 교수의 제 1 차 보고서에서 코리아 디스카운트에 대해 읽기 전까지는 이에 관하여 전혀 들은 적이 없기 때문에, 이는 놀라운 일이 아닙니다.
192. 첫째, Mr Boulton QC 는 반대신문에서 자신의 초과 디스카운트가 "코리아 디스카운트"와는 구별되는 것이라고 확인하였습니다.⁴³⁹ 그러나 그는 "초과 디스카운트에 관한 경제적 문헌은 없다"고 시인하였습니다.⁴⁴⁰ Milhaupt 교수는 Mr Boulton QC 의 초과 디스카운트의 존재를 인정하지 않았습니다. 심리에서 Milhaupt 교수는 Mr Boulton QC 의 분석이 "구체적인 기업 지배구조 리스크인 코리아 디스카운트를 일반적인 지주회사 디스카운트에서 분리"하고 있는 것으로 이해했다고 말했습니다.⁴⁴¹ Mr Boulton QC 와 달리, Milhaupt

⁴³⁹ 속기록{Day7/152:17} - {Day7/153:2}("Milhaupt 교수의 보고서를 읽고 증언을 들어보면, 약탈적 위험과 터널링과 재벌 기업지배구조의 위험을 줄여서 장기적인 변화를 주는 것에 집중하는 것으로 보입니다 [...] 저는 적대적 합병에 의하여 주가가 억눌린 주식에 대해 갑자기 그 합병이 통과되지 않았다는 소식이 전해짐으로 인하여 발생하는 단기적인 시장 반응이라는 다른 것을 측정하고 있습니다."), {Day7/179:3-6}("Q. 따라서, 사라질 것으로 보이신다는 초과 디스카운트는 본건에서 코리아 디스카운트가 아니라는 것이 맞습니까? A. 맞습니다.").

⁴⁴⁰ 속기록{Day7/151:2-3}.

⁴⁴¹ 속기록{Day6/60:6-11}.

교수는 삼성물산의 순자산가치 디스카운트를 "코리아 디스카운트"라고 주장합니다.⁴⁴²

193. *둘째*, 초과 디스카운트는 시세조종과 시장이 본건 합병과 같은 거래가 발생할 것으로 예상하였다는 사실에 의해 발생한 것이라는 Mr Boulton QC의 주장⁴⁴³은 증거에 의해 반박됩니다.

(a) 본건 합병과 같은 거래의 위험은 시장이 삼성물산과 같은 *모든* 회사의 주식에 "코리아 디스카운트"를 적용하도록 유도하는 리스크 중 정확히 한 형태입니다. 청구인 측 전문가인 Milhaupt 교수는 본건 합병이 "터널링" 거래의 "교과서적인" 사례였으며,⁴⁴⁴ "터널링"의 위험은 "코리아 디스카운트의 주요 원인"임을 확인하였습니다.⁴⁴⁵

(b) 본건 합병과 같은 "약탈적" 거래의 "시장 우려"에 의해 특별한 디스카운트가 발생하지는 않았습니다. 시장은 늦어도 2014년 9월 이후로는 본건 합병과 같은 거래가 제안될 수 있음을 이미 예상하고 있었습니다.⁴⁴⁶

⁴⁴² *예컨대*, CER-6, Milhaupt 보고서, 제 77-79 항{F6/1/28}, 제 89 항{F6/1/32}, 제 93 항{F6/1/34} 참조.

⁴⁴³ 속기록{Day7/3:16} - {Day7/4:2}. CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5.3(II)항{F5/1/16}도 참조.

⁴⁴⁴ CER-6, Milhaupt 보고서, 제 54 항{F6/1/18}, 61 항{F6/1/22}.

⁴⁴⁵ 속기록{Day6/13:9-10}.

⁴⁴⁶ C-7 {C/7}; 속기록{Day2/27:7} - {Day2/28:5}.

(c) 청구인은 2014년 11월에 “[삼성물산의] 순자산가치에 대한 디스카운트의 급격하고 설명되지 않은 증가”가 있었다고 주장하였습니다.⁴⁴⁷ Mr Smith는 반대신문에서 이러한 “급격하고 설명되지 않은 증가”는 사실 청구인이 삼성물산의 추정 순자산가치 중 한 가지 요소, 즉 삼성물산의 삼성 SDS 지분을 약 70% 과소평가하였다가 추후 이 오류를 바로잡았기 때문임을 인정하였습니다.⁴⁴⁸

194. 셋째, Dow 교수는 사례 연구를 통해 Mr Boulton QC의 초과 디스카운트 이론을 반증했습니다. 청구인은 본 사례 연구에 관하여 Dow 교수를 반대신문하였습니다.⁴⁴⁹ Dow 교수가 다른 사건 및 가격 데이터의 유의성을 검증하거나 충분히 고려할 수 없었던 것이 사실이기는 하나, 증거와 데이터(모두 2015년 시장에서 접근 가능한 것이었음)는 시장 데이터가 Mr Boulton QC의 초과 디스카운트 이론과 일치하지 않는다는 Dow 교수의 결론을 뒷받침합니다.

(a) 한 삼성증권 애널리스트가 [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED] 이해한 것을 고려하건대, 청구인은 Dow 교수가

⁴⁴⁷ 재반박서면, 제 29 항{B/6/21}.

⁴⁴⁸ **C-365** {C/365}를 참조하는 속기록{Day3/52:7-18}; 속기록{Day3/51:24} - {Day3/55:1} 참조.

⁴⁴⁹ 속기록{Day8/130:22} - {Day8/155:24}.

삼성물산의 주가가 EALP 의 가치분 신청 소식에 반응하여 하락하였다고 판단한 것이 잘못된 것이라고⁴⁵⁰ 주장합니다.⁴⁵¹ Dow 교수는 EALP 의 가치분 신청 발표가 2015 년 6 월 9 일 장 마감 전에 시장에 발표되었다면 삼성증권 애널리스트가 잘못되었을 수 있다고 주장하였습니다.⁴⁵² 공개된 자료들에 따르면 가치분 소식은 이르면 2015 년 6 월 9 일 00:09 ET 내지 04:09 GMT 에 보도되었는데, 이는 13:09 KST 입니다.⁴⁵³ 한국증권거래소의 거래 시간은 현지 시간으로 15:00 까지였습니다.⁴⁵⁴ 2015 년 6 월 9 일 13:09 부터 15:00 KST 까지 삼성물산 주식에 대해 상당한 거래량이 있었습니다.⁴⁵⁵ Dow 교수는 EALP 의 가치분 신청 소식이 장 마감 전에 시장에 공개되었다고 예상했다고 증언했으며,⁴⁵⁶ 그는 옳았습니다.

- (b) 청구인은 EALP 보도 자료 각주에 “[삼성물산이 KCC 에] 매각을 제안했다는 것이 2015 년 6 월 10 일 장 마감 직전에 공개되었다”고 기재되어 있으므로, 삼성물산이 KCC 에 자사주를

⁴⁵⁰ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 78 면, 표 5(G3/1/83) 참조.

⁴⁵¹ C-759 {C/759}를 인용하는 속기록{Day8/136:18-22}.

⁴⁵² 속기록{Day8/138:4-18}.

⁴⁵³ R-377 {R/377} 참조.

⁴⁵⁴ 한국증권거래소의 거래 시간은 2016 년 8 월 1 일에 현지 시각 15:00 에서 15:30 까지 연장되었습니다. R-385 {R/385} 참조.

⁴⁵⁵ R-378 {R/378}.

⁴⁵⁶ 속기록{Day8/139:1}.

매각하였다는 소식에 대한 반응으로 삼성물산 주식에 대한 이익이 커졌다고 Dow 교수가 잘못 판단하였다고 주장하였습니다.⁴⁵⁷ 이는 다시금 청구인의 주장(및 EALP 보도자료의 내용)이 잘못된 경우였습니다. 청구인은 이러한 시점들에 대한 어떠한 당시의 증거도 밝히지 않았으나, Bloomberg 가 “한겨레 신문의 보도에 따르면 KCC 가 6 월 8 일에 삼성물산 0.2% 지분을 매수하였다”고 공개한 시기는 2015 년 6 월 9 일 22:04 GMT 로, 2015 년 6 월 10 일 07:04 KST 입니다.⁴⁵⁸ Dow 교수는 KCC 에 대한 매각 소식이 2015 년 6 월 10 일에 알려졌을 것으로 예상했다고 증언했습니다.⁴⁵⁹ 이번에도 역시, 그는 옳았습니다.

- (c) 이에 청구인은 KCC 에 대한 삼성물산 매각 소식이 “장 마감 직전”에서야 시장에 공개되었다고 “가정”하면서, 2015 년 6 월 11 일 삼성물산 주식에 대한 이익 감소는 실제로는 삼성물산이 KCC 에 자사주를 매각했다는 소식과 EALP 가 삼성물산에 대하여 두번째 가치분을 신청하였다는 소식 모두에 대한 반응일 수 있다고 주장하였습니다.⁴⁶⁰ 이번에도, 청구인의 가정은

⁴⁵⁷ **C-199** {C/199}를 인용하는 속기록{Day8/139:20} - {Day8/140:24}.

⁴⁵⁸ **R-379** {R/379}.

⁴⁵⁹ 속기록{Day8/141:11-13}.

⁴⁶⁰ 속기록{Day8/142:19-24}.

틀렸습니다. 상술한 바와 같이, 2015년 6월 10일의 장 개시 전인 07:04 KST 에 매각 소식이 Bloomberg 에 보도되었습니다.⁴⁶¹ EALP 의 제 2 차 가치분 신청 소식은 2015년 6월 11일 12:14 KST(2015년 6월 10일 23:14 ET)에 시장에 공개되었습니다.⁴⁶² 2015년 6월 10일 장 개장 시점에 삼성물산의 거래 가격이 급격히 상승하였고,⁴⁶³ 2015년 6월 11일 12:14 KST 이후 삼성물산의 거래 가격이 Dow 교수의 사례 연구 결과처럼 하락⁴⁶⁴하였습니다.⁴⁶⁵

- (d) 청구인은 국민연금의 본건 합병 찬성 투표 결정의 2015년 7월 10일 유출과 관련하여, “시장이 이러한 정보를 반영할 수 있었던 첫번째 거래일은 다음 월요일인 7월 13일이었기 때문”에, 2015년 7월 10일이 아니라 2015년 7월 13일 당시 삼성물산과 제일모직의 거래 가격을 살펴보았어야 한다고 주장하였습니다.⁴⁶⁶ 국민연금의 결정 소식은 2015년 7월 10일 장 마감 이후 시장에 유출되었지만,⁴⁶⁷ 이는 판단 결과에 차이가 없습니다. 2015년 7월

⁴⁶¹ **R-379** {R/379}.

⁴⁶² **R-380** {R/380}.

⁴⁶³ **R-381** {R/381}.

⁴⁶⁴ **R-382** {R/382}.

⁴⁶⁵ **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 78 면, 표 5{G3/1/83} 참조.

⁴⁶⁶ 속기록{Day8/150:15} - {Day8/151:25}.

⁴⁶⁷ **R-383**{R/383} 참조.

10 일에 삼성물산과 제일모직의 수익률이 흑자 값을 보였듯이,⁴⁶⁸ 2015 년 7 월 13 일에 삼성물산 및 제일모직의 수익률 모두 흑자였습니다.⁴⁶⁹ 이 사례는 마찬가지로 Mr Boulton QC 의 초과 디스카운트 이론을 뒷받침하지 못합니다.

- (e) 마지막으로, 청구인은 Dow 교수의 사례 연구에서 전문위원회가 2015 년 6 월 24 일에 SK 합병에 반대 투표하기로 결정했다는 소식이 고려되었어야 한다고 주장하였습니다.⁴⁷⁰ 이 사건이 Dow 교수의 사례 연구에 연관성이 있었을 것이라는 그 어떠한 전문가 증거도 없습니다. 반대신문에서, Dow 교수는 이것이 연관성이 있는 또 다른 사건 중 하나일 “수도 있다”고 공정하게 인정하였습니다.⁴⁷¹ 2015 년 6 월 24 일의 이러한 사건이 Dow 교수의 사례 연구에 포함되어 기준을 통과하였더라도, 다른 7 건의 사건들은 통과하지 못하였기 때문에 도출된 결론이 달라지지 않을 것입니다.

⁴⁶⁸ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 78 면, 표 5{G3/1/83} 참조.

⁴⁶⁹ DOW-2-WP4, 탭 BBG 1, 열 405 {G3/44/1}. C-256, 제 11 면도 참조{C/256/11}(삼성물산 주가가 2015 년 7 월 10 일 금요일 64,400 원에서 2015 년 7 월 13 일 월요일 65,000 원으로 움직였고, 제일모직 주가가 2015 년 7 월 10 일 금요일 178,000 원에서 2015 년 7 월 13 일 월요일 182,500 원으로 움직였음). 삼성물산의 주가는 2015 년 7 월 13 일 개장 당시 09:02~09:03 KST 경에 최고 값인 66,100 원에 도달하였습니다. R-384 {R/384}.

⁴⁷⁰ 속기록{Day8/146:1} - {Day8/148:2}, {Day8/149:22} - {Day8/150:1}.

⁴⁷¹ 속기록{Day8/150:2-9}("[...] 제 생각에 5 분 이상 고려하여야 될 것 같습니다.")

ii. 삼성물산 순자산가치 디스카운트의 상당 부분이 가정적 상황에서 “해소”된다는 신뢰할 만한 증거는 없습니다.

195. 설령 증거가 뒷받침하는 바와 달리 중재판정부가 가치평가일 당시 삼성물산의 순자산가치에 대한 디스카운트가 Mr Boulton QC 의 초과 디스카운트를 포함한다고 보더라도, 이러한 초과 디스카운트가 본건 합병의 부결 즉시 완전히 “해소”되었을 것임을 증명하는 증거는 없습니다.
196. Dow 교수와 배기홍 교수가 설명한 바와 같이, 가정적 상황에서 본건 합병의 부결 이후에는 “별다른 변화가 없었을 것”입니다.⁴⁷² 시장은 동일한 삼성그룹의 기업 소유구조를 인식하였을 것이고,⁴⁷³ “디스카운트의 발생인자에 달라진 점도 없었을 것이며, 기업지배구조 문제 역시 여전히 남아있을 것일 뿐만 아니라, 조세 책임 문제도 있었을 것입니다.”⁴⁷⁴
197. Milhaupt 교수와 배기홍 교수는 모두 코리아 디스카운트가 주로 “현금흐름 권리와 지배권 사이에 존재하는 격차”로 인해 발생한다는 점에 동의하고 있으며, 이를 “괴리”라고 지칭합니다.⁴⁷⁵ 이들은 모두

⁴⁷² 속기록{Day6/85:12-24}, {Day6/117:1-11}, {Day6/118:17} - {Day6/119:6}, {Day8/20:13} - {Day8/21:1}; **RER-5**, 배기홍 보고서, 제 54-63 항{G5/1/30}.

⁴⁷³ 속기록{Day6/88:24} - {Day6/89:15}, {Day6/115:12-18}, {Day8/20:13-19}; **RER-5**, 배기홍 보고서, 제 76-82 항{G5/1/40}.

⁴⁷⁴ 속기록{Day8/21:2-4}. 속기록{Day6/121:19-23}, {Day6/126:8-25}도 참조.

⁴⁷⁵ 속기록{Day6/83:21} - {Day6/84:4}.

이러한 간격이 삼성그룹과 같은 재벌의 “복잡한 소유 구조”의 특징이라고 설명하였습니다.⁴⁷⁶

198. Milhaupt 교수와 배기홍 교수가 동의한 바와 같이, 투자자들이 “복잡한 소유 구조”와 삼성그룹 지배일가의 현금흐름에 대한 권리 및 지배권 사이의 “괴리”를 주요한 이유로 하여 이러한 코리아 디스카운트를 적용하는 것이라면, 삼성그룹의 소유 구조가 본건 합병에 관한 표결 이전과 다르지 않을 것이기 때문에 본건 합병의 부결 시에도 동일한 디스카운트를 계속 적용하게 될 것입니다.⁴⁷⁷ 실제로, (주)LG의 사례와 같이 재벌이 소유 구조를 전통적인 지주회사 구조로 전환한 이후에도 지속적으로 순자산가치 대비 상당히 낮은 가격((주)LG의 경우 40%)에 거래될 수 있습니다.⁴⁷⁸

199. 나아가, 배기홍 교수가 “삼성물산 주식에 대한 시장의 디스카운트를 야기하는 핵심적인 지배구조 문제”⁴⁷⁹ 라고 생각하는 부분은 여전히 가정적 상황에서도 남아 있었을 것입니다. 그 어떠한 반박도 제기되지 않은 배기홍 교수의 증언에 따르면, 시장은 삼성물산이 보유한 상장

⁴⁷⁶ CER-6, Milhaupt 보고서, 제 55 항{F6/1/19}; 속기록{Day6/84:6-11}.

⁴⁷⁷ 속기록{Day6/85:6-16} 참조(“합병이 부결되면 괴리 비율에 무슨 일이 일어나는지가 중요한 것입니다. 본 그래프를 보고, 총수 일가의 동기를 살펴본다면, 똑같은 상태로 유지되었을 것이라는 것이 저의 전문가로서의 입장입니다. 바꿔 말하면, 바뀌는 것은 아무 것도 없습니다. 현상유지에 불과하다는 것입니다.”). 속기록{Day6/85:19} - {Day6/86:2}도 참조.

⁴⁷⁸ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, 제 150 항{G1/1/70}; 속기록{Day7/180:12-25} 참조.

⁴⁷⁹ 속기록{Day6/88:17-19}.

계열사 지분을 시가로 평가하지는 않을 것인데, 이는 이러한 상장 계열사 지분이 삼성물산 주주들에게 가치를 창출하기 위해서라기보다는 삼성그룹에 대한 지배권 유지를 목적으로 보유하고 있는 것임을 시장이 알고 있기 때문이라는 것이었습니다.⁴⁸⁰

200. 삼성그룹에 대한 지배권 유지에 대한 인센티브는 가정적 상황에서도 그대로 남아있었을 것입니다. 배기홍 교수가 반대신문 과정에서 설명한 바와 같이 “삼성그룹에서 가장 중요한 회사”인 삼성전자를 지배하기 위한 █████의 동기는 “합병이 부결되더라도 계속 남아 있을 것입니다”.⁴⁸¹

(a) Mr Smith 는 삼성물산이 보유한 상장주식 중에서 삼성전자의 것이 “가치가 압도적으로 가장 크고”, 삼성전자가 “[삼성]그룹의 핵심”이라며, “삼성물산이 삼성전자 지분을 시장에 매각할 가능성이 없다”고 판단하였습니다.⁴⁸²

(b) Milhaupt 교수는 반대신문 과정에서 █████이 보유한 삼성전자 지분은 소량에 불과하다는 사실과 한국법상 상장회사 간 합병에서 합병 비율은 해당 상장회사들의 시장 가격을 토대로

⁴⁸⁰ 속기록{Day6/86:6-15}, {Day6/86:22} - {Day6/87:25}; RER-5, 배기홍 보고서, 제 33-34 항{G5/1/22}, 제 37 항{G5/1/24}, 제 66-67 항{G5/1/35}, 제 70 항{G5/1/37}.

⁴⁸¹ 속기록{Day6/118:22} - {Day6/119:1}.

⁴⁸² 속기록{Day3/45:5-11}, {Day3/46:1-10}.

계산된다는 점은 가정적 상황에서도 여전히 동일하였을 것이라는
점에 동의하였습니다.⁴⁸³

201. Mr. Thomas 의 질문에 대한 답으로, Milhaupt 교수는 또한 “[한국 국내
법 체계의 특징들로서 [...] 법정 합병 비율, 주주들이 아니라 회사에 대해
성실 의무를 부담한다는 한국 법원이 채택하고 있는 법리, 그리고 이러한
쟁점들에 대한 한국 법원의 다소 형식주의적인 태도 등”⁴⁸⁴ 이 모두
“코리아 디스카운트가 끈질기게 남아있는 데에 기여하였다”고
확인하였습니다.⁴⁸⁵ 이러한 특징은 설령 본건 합병이 부결되었더라도
달라지지 않았을 것입니다.⁴⁸⁶

202. 삼성물산의 상장 계열사 지분을 시가로 평가하지 않았으므로 시장이
삼성물산 주가를 디스카운트하였다는 배기홍 교수의 의견은
심리기일에서 더욱 뒷받침되었습니다.

(a) 배기홍 교수는 2015 년 삼성물산은 투자지주회사가 아니었으며,
주로 건설 및 무역업에서 수익을 창출하는 건설 무역회사였다고
설명하였습니다.⁴⁸⁷ 그러나 삼성물산은 상장계열사 지분에 대한

483 속기록{Day6/42:1} - {Day6/43:23}.

484 속기록{Day6/53:6-11}.

485 속기록{Day6/55:3-4}.

486 **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 190-192 항{G3/1/89}, 제 196-199 항{G3/1/92}; **RER-5**,
배기홍 보고서, 제 83-89 항{G5/1/43}; 그림 10{G5/1/47}.

487 *예컨대*, 배기홍 프레젠테이션, 슬라이드 15 {J/20/15}; **CER-3**, Boulton 제 1 차 보고서,
첨부 5-9 {F3/10} 참조.

투자가 삼성물산의 핵심 사업을 통해 창출된 수익의 4분의 1 에도 미치지 못하는 수익만을 창출했음에도 불구하고, 자산의 3분의 2 를 상장 계열사 주식 보유에 투자하였습니다.⁴⁸⁸ 배기홍 교수는 삼성물산이 상장 계열사 지분을 팔지는 않을 것이라고 삼성물산 주주들이 인식했기 때문에 시장 가격은 삼성물산의 SOTP 가치에 대한 디스카운트를 반영하였다고 설명하였습니다.⁴⁸⁹ 가정적 상황에서, 결과는 이와 같았을 것입니다.

- (b) 배기홍 교수는 Mr Boulton QC 의 SOTP 가치평가의 특정 변수를 변경함으로써 자신의 견해를 입증했습니다.⁴⁹⁰ 그는 “이러한 실험의 핵심은 [단지] SOTP 접근법이 수많은 가정에 기반하고 있으며, 각종 편향이 존재할 수 있음을 보여주는 데에 있다”고 설명하였습니다.⁴⁹¹ 그는 “가치를 측정하는 최선의 방법은 시장 가격”이라는 점에 대하여 “Dow 교수와 동의한다고” 확인하였습니다.⁴⁹²

⁴⁸⁸ 상장회사 지분은 1.56%에 불과한 자산 수익을 창출한 반면, 핵심 사업은 7.01%의 자산 수익을 창출하였습니다. 배기홍 교수 프레젠테이션, 슬라이드 15(J/20/15); 속기록{Day6/87:4-22}.

⁴⁸⁹ 속기록{Day6/137:16} - {Day6/140:22}.

⁴⁹⁰ **RER-5**, 배기홍 보고서, 제 68 항{G5/1/36}, 제 71 항{G5/1/37}, 첨부 F{G5/1/72}.

⁴⁹¹ 속기록{Day6/128:14-16}. 속기록{Day6/143:7-11}도 참조(“제 실험의 핵심은 SOTP 가치평가가 [...] 오류 및 추정 오류에 노출되며 가치평가자의 편향에 의존한다는 것을 보여주려는 것입니다. 이것은 객관적인 측정 방식이 아닙니다”).

⁴⁹² 속기록{Day6/143:12-13}.

(b) 또한 “” 문서는 공개된 문서가 아닙니다. 본건 합병이 삼성물산이 “약탈적” 또는 “터널링” 거래에 당할 수 있는 유일한 마지막 가능성이라고 주주나 일반 대중이 생각했다는 증거는 없습니다.

205. 청구인은 본건 합병의 부결이 “삼성물산이 삼성 재벌 계열사임에도 불구하고 삼성물산의 소수/반대 주주들이 다른 재벌 계열사와 총수 일가에게 이익을 주기 위해 자신의 가치를 떨어뜨리는 약탈적 거래로부터 삼성물산을 보호할 것이라는 사실을 시장에 알렸을 것”이기 때문에 과 삼성그룹이 삼성물산에 또 다른 “터널링” 거래를 할 수 없었다고 주장할 수도 있을 것입니다.⁴⁹⁷

(a) 이러한 주장은 희망 사항에 불과합니다. 국민연금이 본건 합병을 부결하였다면 국민연금의 향후 투자 결정들이 항상 삼성그룹과 연계되지 않은 소수주주들과 일치할 것이라는 청구인의 견해를 뒷받침하는 것은 없습니다. 상술한 바와 같이, 국민연금은 장기적으로 전체 투자 포트폴리오의 이익을 토대로 투자 결정을 해왔으며, 이는 삼성물산에 대해서도 마찬가지였습니다.⁴⁹⁸ 본건 합병이 부결되었더라면, 삼성물산 주주들이 향후의 “터널링”

⁴⁹⁷ 재반박서면, 제 591 항{B/6/381}, **CER-6**, Milhaupt 보고서, 제 84-87 항{F6/1/31} 인용.

⁴⁹⁸ **C-69**, 제 67 면{C/69/67}; **C-502**, 제 54 면{C/502/2}; **R-127**, 제 8 면{R/127/11}; **R-128**, 제 11 면{R/128/12}. 속기록{Day7/97:5-13}도 참조. Mr Boulton QC는 “삼성그룹에 대한 국민연금의 지분 또는 한국 경제에 미치는 더 큰 영향”을 고려하는 것이 국민연금의 “또 다른 관점이 될 것”이라는 점에 동의하였습니다.

“가능성이 있다”고 인정했습니다.⁵⁰³ 무엇보다도, ██████가 “자신의 직무를 해태하고, ‘국민연금 투자위원회 위원들에게 제공되었던 계산’과 관련하여 국민연금의 행동강령을 위반하였다”는 것은 청구인 스스로가 취하고 있는 입장입니다.⁵⁰⁴

207. 실제로, 증거에 의하면 국민연금이 찬성 투표를 할 예정이기 때문에 본건 합병이 통과될 가능성이 높다는 소식에 시장은 *긍정적인* 반응을 보였습니다. 이러한 증거는 본건 합병에 대한 국민연금의 반대와 그에 따른 합병 부결이 삼성물산 주가의 “급등”을 야기하였을 것이라는 청구인의 이론에 배치됩니다.

(a) 국민연금의 투표가 2015년 7월 11일 시장에 알려졌다는 것은 청구인이 스스로 했던 주장입니다.⁵⁰⁵

(b) 이러한 정보에 대한 시장의 반응은 2015년 7월 10일 금요일에 64,400 원에서 2015년 7월 13일 월요일에 65,000 원으로 주가가 상승한 것이었습니다.⁵⁰⁶

⁵⁰³ 속기록{Day7/163:21} - {Day7/164:11}.

⁵⁰⁴ 재반박서면, 제 180b 항{B/6/147}.

⁵⁰⁵ 재반박서면, 제 147e-f 항{B/6/118}, **R-131** 항{R/131} 원용. 속기록{Day9/84:2} - {Day9/85:13}도 참조.

⁵⁰⁶ **C-256**, 제 11 면{C/256/11}.

(c) 시장에서는 국민연금이 본건 합병에 대한 “캐스팅 보트”를 가지고 있다고 보고 있었다는 것이 청구인 스스로의 입장이고,⁵⁰⁷ 그 논리에 따르면 본건 합병에 찬성 투표하기로 한 국민연금의 결정 방향의 유출은 2015년 7월 17일에 개최될 삼성물산 주주총회의 결과가 어떤 쪽으로 나올 가능성이 높을 것인지에 대해 시장에 알려주는 효과를 가졌을 것입니다.⁵⁰⁸ 국민연금의 지지로 인하여 본건 합병이 통과될 가능성이 더 높아지자 삼성물산의 주가가 상승하였다는 사실은 국민연금의 본건 합병 반대 투표가 삼성물산 주식에 영향을 미쳐온 오랜 디스카운트의 해소를 가져왔을 것이라는 청구인의 이론을 무너뜨립니다.

208. 중재판정부가 삼성물산의 가치평가일 당시 순자산가치 디스카운트가 코리아 디스카운트와 지주회사 디스카운트가 혼합된 것으로 구성되어 있다는 Milhaupt, Dow, 배기홍 교수의 견해를 인정한다면, 코리아 디스카운트나 그 중 상당한 부분이 가정적 상황에서 “해소”된다는 증거도 없다고 보아야 할 것입니다.

(a) 심리기일에서, Milhaupt 교수는 2015년 본건 합병이 부결되었다면 이는 삼성물산 주가에 끼치는 영향을 포함하여 코리아 디스카운트를 완화하는 “즉각적인” 효과를 가지는 한국

⁵⁰⁷ 예컨대, 속기록{Day1/158:16-25} 참조.

⁵⁰⁸ 재판박서면, 제 78 항{B/6/45}, 제 149 항{B/6/120}, 각주 1549{B/6/342} 참조.

자본 시장의 획기적인 사건일 것이라고 주장하였습니다.⁵⁰⁹ 그러나 반대신문에서 Milhaupt 교수의 주장은 본건 합병의 부결이 삼성물산 주가에 즉각적인 영향을 일부 미쳤을 것이라는 것임이, 즉 그 주장의 한계가 명백해졌습니다. 배기홍 교수가 확인한 바와 같이, 본건 합병의 부결은 “하나의 사건(event)이므로, 시장에 미치는 영향이 있다”는 것은 논란의 여지가 없습니다.⁵¹⁰ Milhaupt 교수는 이러한 즉각적인 효과가 삼성물산 주가의 42 내지 67% 상승을 가져올 것이라는 어떠한 증거도 제시하지 않았습니다. 그는 반대신문에서 이러한 즉각적인 반응의 규모는 자신이 고려하지 않았음을 확인한 바 있습니다.⁵¹¹ 이에 관한 질문을 받게 되었을 때, Milhaupt 교수는 그 규모가 하루 아침에 주가가 두 배 가까이 뛰게 되는 수준이라는 의견을 표명하기를 거부하였습니다.⁵¹²

⁵⁰⁹ *예컨대*, 속기록{Day6/23:2-22} 참조. {Day6/148:19} - {Day6/153:11}도 참조.

⁵¹⁰ 속기록{Day6/121:18-19}. 배기홍 교수는 본건 합병의 결과가 한국 경제에 대하여 “크다”거나 “상당한” 영향을 줄 것이라는 것에 동의하지 않았지만, 자신의 견해가 “전혀” 영향이 없다는 것이냐고 물어보자, 자신은 그러한 극단적인 입장을 취하지 않고 있다고 확고히 답변하였습니다.

속기록{Day6/121:3-20}. {Day6/100:2-6}도 참조.

⁵¹¹ 속기록{Day6/40:15-22}. {Day6/40:4-5}도 참조.

⁵¹² 속기록{Day6/40:21-24}.

(b) 상술한 바와 같이, Milhaupt 교수의 증언은 코리아 디스카운트가 “오래된” 것이라는 점입니다.⁵¹³ 그는 반대신문에서 2016 년 도입된 (2018 년에 국민연금이 가입한) 한국의 스투어드십 코드가 5 년 후인 2021 년 11 월 현재까지 코리아 디스카운트를 제거하지 않았다는 점에 동의하였습니다.⁵¹⁴ 또한 그는 2017 년 5 월 새 정부 출범으로부터 4 년 후에도 코리아 디스카운트는 지속되었음에 동의하였습니다.⁵¹⁵ 그는 일관되게 본건 합병의 부결이 “다른 개혁과 발전사항들과 함께” “코리아 디스카운트 현상을 궁극적으로 감소”시키는 “길”을 따라 가는 “한 걸음”이 되었을 것이라는 의견만 제시하였습니다.⁵¹⁶

209. 압도적인 증거에 따르면, 본건 합병이 부결된 가정적 상황에서 삼성물산 주가가 본건 합병 투표 전에 실제 주가와 전혀 다르지 않았거나 크게 다르지 않았을 것입니다. 삼성그룹은 의결권 행사 전과 완벽하게 동일한 소유 구조였을 것이고, 기업지배구조는 동일하였을 것이며, 기업지배구조 문제와 “터널링”의 위험은 그대로였을 것입니다.

⁵¹³ CER-6, Milhaupt 보고서, 제 22 항{F6/1/8}, 72 항{F6/1/26}; 속기록{Day6/34:11-13}.

⁵¹⁴ 속기록{Day6/36:1-16}.

⁵¹⁵ 속기록{Day6/36:17} - {Day6/37:1}.

⁵¹⁶ 속기록{Day6/23:13-17}; CER-6, Milhaupt 보고서, 제 84 항{F6/1/31}.

6. 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 추산하기 위한 모든 SOTP 가치평가는 약 40%의 현실적인 디스카운트를 적용해야 합니다.

210. 심리에서 Dow 교수가 설명한 바와 같이, 중재판정부가 다량의 반대 증거에도 불구하고 청구인의 SOTP 가치평가를 받아들이는 경우, 중재판정부는 가정적 상황에서 삼성물산의 FMV 를 결정하기 위해 “상식적”이거나 “적절한” 수준의 디스카운트를 적용해야 합니다.⁵¹⁷ Dow 교수가 설명한 바와 같이, “순자산가치에서 합리적인 디스카운트를 차감하게 된다면”은 “어차피 [시장] 가격과 큰 차이가 없을 것”입니다.⁵¹⁸
211. 이는 한국 지주회사들이 (심지어 복잡한 소유 구조에서 더욱 간소화된 지주회사 구조로 구조조정을 한 후에도) 40% 언저리의 순자산가치 대비 디스카운트가 적용되어 거래됨을 보여주는 증거에 의해 입증됩니다. EALP 스스로도 삼성물산이 순자산가치 대비 약 32% 미만의 디스카운트로 거래될 것을 기대하지 않았습니다.⁵¹⁹ 이와 반대로, 삼성물산이 가정적 상황에서 5~15%의 잔여 지주회사 디스카운트를 가지고 있을 것이라는 Mr Boulton QC 의 계산은 어떠한 경제적 근거나 증거도 없습니다.

⁵¹⁷ 속기록{Day8/221:7-19}.

⁵¹⁸ 속기록{Day8/220:12-13}.

⁵¹⁹ 예컨대, 아래에서 자세히 논의된 Dow 교수 프레젠테이션, 슬라이드 34 (J/24/34) 참조.

a. Mr Boulton QC 의 비교 대상 지주회사들은 39.3~43.2%의 디스카운트로 거래되었습니다.

212. Mr Boulton QC 는 자신의 두번째 보고서에서 "한국에서 비교 대상으로 삼을 수 있는 다양한 지주회사들에 대한 대표성을 가지지 않는다"는 이유로 Dow 교수가 (주)LG 와 SK(주)의 지주회사 디스카운트만을 인용하고 있는 점이 "특히 문제 있다"는 취지로 비판한 바 있습니다.⁵²⁰ 그는 (주)LG 와 SK(주) 모두 "소수 지분이 불이익을 받거나" "가치가 이전될 것"이라는 기대 때문에 "비교 대상 지주회사들의 평균 및 중간값 디스카운트보다 더 큰 디스카운트"로 거래되었다고 판단하였습니다.⁵²¹
213. 심리기일에서 드러난 바와 같이, Mr Boulton QC 의 견해는 옳지 않습니다.
214. *첫째로*, (주)LG 와 SK(주)는 Mr Boulton QC 의 "더 광범위한 비교 대상 지주회사들"에 대한 *중간값* 디스카운트보다 더 큰 디스카운트로 거래되지 않았습니다.⁵²² Mr Boulton QC 의 중간값은 35.5%였습니다.⁵²³ SK(주)의 디스카운트는 32.7%였습니다.⁵²⁴ (주)LG 의 디스카운트는 53.9%였으나, Mr Boulton QC 의 (이른바) 11 개 이상의 비교 대상

⁵²⁰ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.4.3 항{F5/1/48}.

⁵²¹ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.4.11 항{F5/1/51}.

⁵²² CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.4.11 항{F5/1/51}.

⁵²³ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 40 면, 그림 6{F5/1/49}.

⁵²⁴ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 40 면, 그림 6{F5/1/49}.

지주회사들에는 (주)LG 보다 더 큰 디스카운트를 보인 (주)신세계(75.3%)와 (주)두산(68.4%)의 2 개사가 포함되었습니다.⁵²⁵

215. 둘째로, Mr Boulton QC 가 (주)LG 와 SK(주)의 디스카운트가 “평균보다 크다”는 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 제시한 이유(즉, 소수주주들에 대한 불이익과 가치 이전)는 Milhaupt 교수와 배기홍 교수가 삼성물산을 포함한 한국 기업들 전반을 괴롭히고 있는 “코리아 디스카운트”의 원인으로 꼽고 있는 “터널링”의 위험과 정확히 일치합니다.⁵²⁶ Mr Boulton QC 가 소개한 비교 대상 지주회사 11 개가 “코리아 디스카운트”의 대상이 아니라는 증거는 없습니다.

216. 증거는 39.3~43.2% 언저리의 디스카운트가 한국의 지주회사 디스카운트에 대한 더욱 높은 “대표성을 지니고 있음을” 보여주고 있습니다. 극히 예외적인 지주회사 프리미엄의 경우들을 제외한 Mr Boulton QC 의 13 개 지주회사의 디스카운트 중간값 및 평균값은 각각 39.3%와 43.2%입니다.⁵²⁷ Mr Boulton QC 는 자신이 계산한 15.2%의 평균과 35.5%의 중간값에 비해 위 평균 및 중간값을 “원용하는 것이 보다 만족스러운 일일 것”이라는 점을 확인하여 주었는데, 이는 “두 값이

⁵²⁵ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 40 면, 그림 6(F5/1/49).

⁵²⁶ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.4.11 항(F5/1/51).

⁵²⁷ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 184c 항(G3/1/87); 속기록(Day7/174:18-24) 참조.

비슷하다는 점에서 어느 정도의 편안함을 느낄 수 있을 것이기 때문”이라는 것입니다.⁵²⁸

217. 표본에서 지주회사 프리미엄을 제외해서는 안 된다는 Mr Boulton QC 의 입장에 따르더라도, Mr Boulton QC 가 계산한 35.5%의 중간값 디스카운트는 그가 함께 계산한 평균값인 15.2%보다 한국의 지주회사 디스카운트를 더 잘 대표합니다. Mr Boulton QC 는 반대신문에서 평균이 일부 극단치(outlier)들에 의해 왜곡될 수 있으며, 평균보다 중간값을 사용하는 것이 보다 통상적인 것임을 인정하였습니다.⁵²⁹
218. 어느 견해를 취하건 간에, 가정적 상황에서 삼성물산의 잔여 지주회사 디스카운트가 5~15% 범위였을 것이라는 Mr Boulton QC 의 견해는 그가 스스로 제시하는 증거와 그가 자체적으로 수행한 지주회사 비교 분석의 결과와 모순됩니다.
219. 증거를 살펴보면 Mr Boulton QC 는 Dow 교수의 제 1 차 보고서를 통해 처음으로 지주회사 디스카운트라는 개념을 알게 되기 전까지는 이 개념에 대해 인식조차 하지 못하고 있었음을 알 수 있습니다. 그는 프레젠테이션 과정에서 삼성물산이 한국의 지주회사로서 “제법 높은 확률로, 아니, 오히려 굉장히 높은 확률로” 시장에 의해 주식 가격에 잔여

⁵²⁸ 속기록{Day7/175:25} - {Day7/176:5}.

⁵²⁹ 속기록{Day7/173:23} - {Day7/174:7}.

지주회사 디스카운트를 적용 받았을 것이라는 점을 자신의 제 1 차 보고서에서 “누락”하였음을 인정하였습니다.⁵³⁰

220. 이러한 상황에서는, 가정적 상황에서 (설령 Mr Boulton QC 의 SOTP 가치평가에 따르더라도) 삼성물산의 주식이 거래될 때에 적용되었을 순자산가치에 대한 디스카운트가 35.5%보다 조금이라도 낮았을 것이라고 불만한 근거는 전혀 없습니다.⁵³¹ 증거는 디스카운트가 39.3~43.2%의 범위에 있었을 것임을 뒷받침합니다.⁵³²

b. EALP 는 삼성물산의 순자산가치 디스카운트가 32% 이하로 내려갈 것이라는 기대를 전혀 한 바 없습니다

221. Mr. Smith 와 Mr Boulton QC 의 반대신문 과정에서 EALP 스스로도 순자산가치에 대한 디스카운트가 32% 이하인 시점의 가격에서 삼성물산에 대한 투자를 정리할 수 있을 것이라고 기대하지 않았음이 확인되었습니다.

⁵³⁰ 속기록{Day7/13:7-24}.

⁵³¹ 이는 2007 년 이후 한국의 평균 지주회사 디스카운트가 35%를 초과하였다고 판단하는 Dow 교수가 인용한 산업 연구 보고서의 내용과 일치합니다. **DOW-76**{G3/28}, **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 195 항{G3/1/91}에서 인용됨.

⁵³² **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 184c 항{G3/1/87}; **CER-5**, Boulton 제 2 차 보고서, 제 40 면, 그림 6 항{F5/1/49}.

- (a) Mr Smith 는 EALP 가 20% 미만의 낮은 순자산가치 대비 디스카운트로 삼성물산의 투자를 회수하였음을 보여주는 모델을 갖고 있지 않음을 확인하였습니다.⁵³³
- (b) Mr Smith 와 Mr Boulton QC 는 또한 EALP 의 삼성물산에 대한 순자산가치 분석이 삼성물산이 보유한 상장 주식의 세후 시장 가치에 기초하여 계산되었음을 확인하였습니다.⁵³⁴
- (c) 반면, Mr Boulton QC 는 자신의 삼성물산에 대한 SOTP 가치평가가 삼성물산이 보유한 상장 주식의 세전 가치에 기초하여 계산된 것임을 확인하였습니다.⁵³⁵
- (d) 만일 삼성물산에 대한 EALP 의 순자산가치 분석을 Mr Boulton QC 의 삼성물산 가치평가와 동등하게 비교 가능하게끔 삼성물산이 보유한 상장 주식의 세전 시장 가치를 사용하도록 하였더라면, EALP 의 모델상 삼성물산에 대한 포지션을 완전히 정리하였을 시점으로 되어 있는 순자산가치 대비 20% 디스카운트는 실제로는 32% 정도에 해당합니다.

⁵³³ 속기록{Day3/77:19-25}.

⁵³⁴ **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 19 항{D1/2/10}("모델은 삼성물산이 보유한 상장 주식의 세후 시장 가치를 고려하였습니다 [...]"); 속기록{Day3/44:4-9}, {Day7/122:5-20}.

⁵³⁵ 속기록{Day7/121:25} - {Day7/122:4}.

(e) 이는 Mr Boulton QC 의 반대신문에서 EALP 의 2015 년 1 월 16 일 모델링 예시를 통해 드러났습니다.

(i) EALP 의 2015 년 1 월 16 일자 거래 계획은 EALP 가 삼성물산의 순자산가치 대비 디스카운트가 20%로 줄어든 시기에 삼성물산에 지닌 포지션을 100% 정리할 계획이었음을 보여줍니다.⁵³⁶

(ii) EALP 의 2015 년 1 월 16 일자 삼성물산 순자산가치 분석은 해당일의 순자산가치를 주당 94,966 원으로 계산하였습니다.⁵³⁷ 요컨대, EALP 는 2015 년 1 월 16 일에 삼성물산 주가가 94,966 원의 80%, 즉 75,973 원에 도달한 시점에 삼성물산 투자를 완전히 정리할 할 계획이었던 것입니다.⁵³⁸

(iii) EALP 의 2015 년 1 월 16 일자 순자산가치 계산은 삼성물산이 보유한 상장 주식의 시장 가치에 대한 수치로 세후 가격인 9 조 4,906 억 2,000 만원을 사용하였습니다.⁵³⁹ 삼성물산이 보유한 상장 주식의 세전 시가는 11 조 9,532 억

⁵³⁶ 속기록{Day3/63:10-16}; **C-368** {C/368}.

⁵³⁷ 속기록{Day7/130:8-25}, {Day7/131:24} - {Day7/132:9}, **C-369** {C/369}를 참조함.

⁵³⁸ 속기록{Day7/135:25} - {Day7/136:17}.

⁵³⁹ 속기록{Day7/133:8-10}; **C-369** {C/369}.

2,400 만원이었습니다.⁵⁴⁰ 따라서, 삼성물산 순자산가치에 대한 조세 부담은 주당 16,266 원이었습니다.⁵⁴¹

(iv) 삼성물산이 보유한 상장 증권의 가치에서 차감된 세액을 합산하면 주당 111,232 원의 삼성물산 세전 순자산가치가 도출됩니다.⁵⁴² 이에 따라, EALP 는 2015 년 1 월 16 일에 삼성물산 주식이 세전 순자산가치 31.7%의 디스카운트로 거래되는 시점까지 삼성물산에 대한 완전한 투자 정리를 모델로 세웠던 것입니다.⁵⁴³

(f) Mr Boulton QC 의 삼성물산에 대한 SOTP 가치평가와 EALP 가 삼성물산에 대한 포지션을 완전히 정리할 것으로 예상한 시기를 사용하면 동일한 결과가 도출됩니다.

(i) Mr Boulton QC 의 삼성물산에 대한 SOTP 가치평가는 18 조 5,106 억 7,800 만원입니다.⁵⁴⁴ 그는 만약 삼성물산이 보유 자산(대부분이 상장 주식에 대한 투자로 이루어져 있음)의 가치를 실현하고자 했다면, 삼성물산의 SOTP

⁵⁴⁰ 속기록{Day7/133:8-10}; C-369 {C/369}.

⁵⁴¹ 속기록{Day7/133:11-20}((KRW 11,953,224,000,000 - KRW 9,490,620,000,000) / 151,400,000 주 = 주당 KRW 16,226).

⁵⁴² 속기록{Day7/133:21} - {Day7/134:8}.

⁵⁴³ 속기록{Day7/136:10-17}((KRW 111,232 - KRW 75,973)는 KRW 111,232 의 31.7%임).

⁵⁴⁴ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.10 항, 그림 14 항{F5/1/62}.

가치평가가 16% 디스카운트 되어야 할 것이라고 계산하였습니다.⁵⁴⁵ 이러한 가치 실현 디스카운트 중 가장 큰 부분은 차지하는 것은 삼성물산이 보유하고 있던 상장 투자 자산의 매각으로 인해 부담했어야 할 양도소득세입니다.⁵⁴⁶

(ii) Mr Boulton QC 의 삼성물산에 대한 SOTP 가치평가를 EALP 의 삼성물산에 대한 순자산가치 분석과 유사하게 세후 기준으로 조정하면 15 조 5,424 억 4,300 만원이 될 것입니다.⁵⁴⁷

(iii) 이를 토대로 보았을 때, EALP 는 삼성물산의 시장 가치평가가 15 조 5,424 억 4,300 만원의 80%, 즉 12 조 4,339 억 5,400 만원이 될 때에 삼성물산 지분을 완전 정리할 것을 모델로 삼았을 것입니다.⁵⁴⁸ 이는 Mr Boulton QC 의 세전 순자산가치를 기준으로 32.8%로 디스카운트 된 금액입니다.⁵⁴⁹

⁵⁴⁵ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.6-6.7.11 항{F5/1/60}.

⁵⁴⁶ CER-5, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.7 항{F5/1/61}; 속기록{Day7/139:4-11} 참조.

⁵⁴⁷ 속기록{Day7/139:17-21}.

⁵⁴⁸ 속기록{Day7/140:1-6}.

⁵⁴⁹ 속기록{Day7/140:6-9}.

222. Mr Smith 는 EALP 의 삼성물산에 대한 포지션 구축 계획에 대한 증거로서 자신의 증인진술서에서 거래 계획을 제출하였습니다.⁵⁵⁰ 그러면서도 그는 중재판정부에게 EALP 가 삼성물산 포지션을 어떻게 “정리”할 계획이었는지를 보여주는 거래 계획의 나머지 절반은 무시할 것을 요청하고 있습니다.⁵⁵¹ Mr Smith 는 이렇게 취사선택을 할 수는 없습니다. 아무리 그가 “정리” 부분과 관련하여 “종종 이와 달리 행동하였다거나” “그리 자주 사용되지는 않는다”고 말하였더라도, 여전히 EALP 의 거래 계획 중 “정리” 부분이 “트레이더들에게 언제 얼마만큼의 주식이나 스왑을 매각할지에 대한 지침을 제공하였다”는 사실은 변함이 없습니다.⁵⁵² Mr. Smith 는 “때때로 트레이더들이 그 정리 관련 부분을 활용하기도 했다”라는 점을 인정한 바 있습니다.⁵⁵³ 실제로, EALP 는 시장 상황이 변화하였음을 인지하자, 단순히 “그리 자주 사용되지는 않는다”는 이유로 정리 계획을 내버려 둔 것이 아니라 이를 명백히 수정하였습니다.⁵⁵⁴

223. 청구인의 거래 계획은 청구인의 손해배상 청구가 현실과 얼마나 동떨어져 있으며, 청구하고 있는 금액이 얼마만큼이나 청구인으로서 절대 도달할 수 없었던 횡재를 청구하는 것인지에 관하여 유용한 관점을

⁵⁵⁰ CWS-5, Smith 제 2 차 보고서, 제 20-21 항{D1/2/10}.

⁵⁵¹ CWS-5, Smith 제 2 차 보고서, 제 22 항{D1/2/12}.

⁵⁵² CWS-5, Smith 제 2 차 보고서, 제 22 항{D1/2/12}.

⁵⁵³ 속기록{Day3/56:17-25}, {Day3/58:16-19}.

⁵⁵⁴ 속기록{Day3/56:17-20}.

제공합니다. Mr. Smith 는 반대신문 과정에서 EALP 의 거래 계획이 2015 년 1 월에 2 억 달러의 투자 규모에서 1,996 만 달러의 순이익(즉 약 10%의 절대 투자 이익⁵⁵⁵)과 2015 년 3 월에 3 억 5,000 만 달러의 투자 규모에서 4,195 만 달러의 순이익(즉, 약 12%의 절대 투자 이익)을 목표로 하였음을 확인하였습니다.⁵⁵⁶ (스왑에 대한 EALP 의 순이익은 별론으로 하고,) 현재 청구되고 있는 것은 87%의 투자 수익입니다.⁵⁵⁷

c. 가정적 상황에서 삼성물산의 SOTP 에 대한 디스카운트가 0 퍼센트가 된다는 근거는 전혀 없습니다

224. 재판박서면에서 청구인은 "가정적 시나리오에서 청구인은 삼성물산에 대한 투자의 내재가치의 추가 증가를 실현하였을 것(그리고 그에 상응하여 잔여 지주회사 디스카운트를 감소시켰을 것)"이라고 주장하였습니다.⁵⁵⁸ 다시 말해, 청구인은 가정적 상황에서 삼성물산이 Mr Boulton QC 가 계산한 SOTP 가치평가에 대하여 0% 디스카운트된 가격에 거래되었을 수도 있다고 주장하였던 것입니다.

225. 청구인이 이러한 추가적 청구를 여전히 유지하고 있는지는 명백하지 않습니다. 청구인은 최종 변론에서 자기 측 전문가증인의 분석은 "5-15% 범위의 디스카운트를 전제로 하는 손해배상 청구를 뒷받침"할 뿐임을

⁵⁵⁵ 속기록{Day3/65:10-19}.

⁵⁵⁶ 속기록{Day2/162:18-25}.

⁵⁵⁷ RER-3, Dow 제 2 차 보고서, 제 12, 각주 17{G3/1/9} 참조.

⁵⁵⁸ 재판박서면, 제 597 항{B/6/383}(강조표시 임의추가).

확인하였습니다.⁵⁵⁹ 또한 Mr Boulton QC 는 반대신문에서 자신의 전문가로서의 의견은 청구인이 SOTP 에 대한 0%의 디스카운트를 전제로 구하고 있는 구하는 5 억 3,900 만 달러의 수치를 뒷받침하지 않는다는 점을 확인해준 바 있습니다.⁵⁶⁰

226. 만일 청구인이 이러한 추가 청구를 유지하고 있는 것이라면, 이는 근거가 없는 것입니다. 청구인은 모든 잔여 디스카운트가 청구인의 구조개선 계획에 의해 제거될 것이라고 주장하고 있으나, 정작 청구인이 스스로 제출한 증거에 따르면 "구조개선을 위한 다양한 조치가 완료되는 데에는 1 년 가까이 소요될 것"이라고 보고 있었습니다.⁵⁶¹ Mr Smith 의 증언은 심지어 청구인이 확실히 구조개선안을 삼성에 전달할 방법조차 갖고 있지 않았음을 확인해줍니다. 청구인은 자신의 지배구조개선 제안을 총수 일가에게 전달하기 위해 2 명의 중간 단계(Mr Phillip Ham(자신의 "지메일" 주소를 사용함)과 아마도 Goldman Sachs 에 있는 그의 연락책)를 통하여야 했는데,⁵⁶² Mr. Ham 의 Goldman Sachs 연락책이 청구인의 제안을 총수 일가에게 전달할 생각이 있었다는 증거조차도 없습니다.⁵⁶³ Mr Smith 는 Mr Ham 이 삼성물산 CEO 와 직접 접촉하여

⁵⁵⁹ 속기록{Day9/62:13-15}.

⁵⁶⁰ 속기록{Day7/41:16-19}.

⁵⁶¹ **CWS-6**, Smith 제 3 차 보고서, 제 24 항{D1/3/13}.

⁵⁶² 속기록{Day3/35:18-25}; **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 62 항{D1/2/29}.

⁵⁶³ **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 62 항{D1/2/29} 참조("저는 Mr. Ham 이 이러한 자료들을 Goldman Sachs 의 연락책에게 전달했음을 알고 있지만, 삼성그룹이나 총수 일가에게 다시 전달되었는지는 알지 못합니다.").

“회사의 가치를 실현하기 위하여 삼성물산과의 협력하고자 하는 엘리엇의 관심을 논의하고자 하였으나 [...] CEO 는 Mr Ham 에게 그와 [EALP 의 제안]을 논의하고 싶다는 의사를 표명하지 않았다”는 사실을 확인하였습니다.⁵⁶⁴

227. 나아가, 한국의 디스카운트가 지속되고 있다는 압도적인 증거가 있습니다. 심지어 (주)LG 는 복잡한 재벌 소유 구조에서 보다 간소화된 지주회사 그룹 구조로 구조조정을 한 후에도 40% 디스카운트 된 가격에

⁵⁶⁴ 속기록{Day3/36:16-17}. **CWS-5**, Smith 제 2 차 보고서, 제 60 항{D1/2/28}도 참조. 청구인은 구두 최종 변론에서 “본 사건에 제출된 특권 목록 제 208 항 내지 제 214 항에 열거된 “Nexus Group 과 Akin Gump 두 로펌의 [...] 자문”에서 확인되는 바와 같이, 자신의 구조조정안을 통하여 “총수 일가가 한국의 신규 기업지배구조 규제에 부합하는 방식으로 지배권을 유지할 수 있을 것”이라고 주장하였습니다. 속기록{Day9/12:23} - {Day9/13:7}. 청구인은 한국의 요청에 따라 다음과 같은 자문 내역들을 한국에 제출하였습니다: **R-369** {R/369}; **R-370** {R/370}; **R-371** {R/371}; **R-372** {R/372}; **R-373** {R/373}; **R-374** {R/374}; **R-375** {R/375}. 이는 청구인의 주장을 입증하지 않습니다. 이들은 오히려 청구인의 법률 자문가들이 구조개선 제안의 여러 단계에 있어서 중요한 실무상, 법적, 재정적 장애의 존재를 인지하고 있음을 보여줍니다. *예컨대*, **R-373**, [ELPROD_0012786]-[ELPROD_0012787] {R/373/1} (“모든 요소들을 동시에 수행하는 것이 가능하지 않을 것입니다 [...] 따라서 남아있는 쟁점은 삼성 통합 지주회사를 삼성 일반지주회사 및 삼성 금융지주회사로 분할하는 방안을 어떻게 포함할 수 있을지의 문제입니다 [...] 이를 실행할 수 있는 방법은 없어 보입니다 [...] 새로이 제안한 거래 방식에서 총수 일가가 삼성전자 지주회사에 대한 지분을 늘릴 수 있을지, 그렇다면 어떻게 그럴 수 있을지에 대해 질의합니다. 주식 추가 배정이 필요하다면, 신주인수권 문제가 발생하게 됩니다 [...] 각 주주가 개별적으로 권리를 포기하여야 하는데(이는 당연히 현실성이 없는 이야기입니다).”), [ELPROD_0012793] {R/373/8} (“한국이 양도소득세 납부에 어느 정도의 기한을 허용하는지를 확인할 수 있습니까 [...] 이는 상당한 금액이 될 것입니다 [...] 총수 일가는 양도소득세 납부를 위한 자금 조달이 필요합니다.”) 참조. 또한 삼성은 2012 년부터 기업지배구조 이슈를 다루기 위한 자체 구조개선 계획을 가지고 있었습니다. 여기에는 삼성물산과 에버랜드(제일모직의 전신)의 합병이 포함되어 있습니다. **C-774** {C/774} 를 일반적으로 참조.

거래되고 있습니다.⁵⁶⁵ 증거에 따르면 EALP 는 현대에 대한 투자의 경우와 같이 한국에 대한 투자에서 손실을 입은 전력이 있고, 현대 그룹과 같은 재벌들이 과거에 EALP 의 제안을 거절한 바 있음을 보여줍니다.⁵⁶⁶ Milhaupt 교수의 반대신문에서 드러난 바와 같이, EALP 의 한국 재벌 기업들에 대한 "기업지배구조 개혁 계획"는 자주 거부된 바 있습니다.⁵⁶⁷

C. 청구인은 본건 합병 발표 이후 매수한 주식 340 만주에 대해 손해배상을 받아서는 안 됩니다.

228. 중재판정부가 한국의 책임에 대한 항변인 위험의 인수 주장을 받아들이지 않더라도, 청구인이 본건 합병의 발표 이후에 매수한 주식의 가치 손실에 대해서는 청구인이 주장하는 손해배상을 인정해서는 안 됩니다. 이러한 주식들을 매수하기로 한 청구인의 결정은 이후에 청구인이 본건 합병으로 인해 입은 손실에 기여한 투기적인 행위였습니다. 청구인은 이러한 손해에 대해 배상 받을 권리가 없습니다.
229. ILC 규정 제 39 조는 "배상의 결정에 있어서는 배상을 구하는 피해 국가나 개인 또는 단체의 고의 또는 과실에 의한 작위 또는 부작위가 피해에

⁵⁶⁵ 속기록{Day7/180:9-25}.

⁵⁶⁶ 속기록{Day6/49:8} - {Day6/51:8}; **R-163**{R/163}; **R-166**{R/166}; **R-176**{R/176}; **R-309**{R/309}; **RER-3**, Dow 제 2 차 보고서, 제 196-200 항{G3/1/92}; 재반론서면, 제 422 항{B/7/236} 참조.

⁵⁶⁷ 속기록{Day6/48:17} - {Day6/50:20} 참조.

기여한 바를 참작하여야 한다”고 명시하고 있습니다.⁵⁶⁸ 과실상계의 원칙은 청구인이 “거래에 있어서 [국가]가 제공한 대우와는 상관없이 [...] 위험을 증가시키는 결정을 내린” 경우에도 인정됩니다.⁵⁶⁹ *RosInvestCo v Russia* 사건에서 중재판정부는 투기에 대하여 보상하는 것은 “부당할 것”이므로 청구인이 “투기적인 투자를 했다”는 점을 “반드시” 고려하여야 한다고 판단하였습니다.⁵⁷⁰

230. 심리기일에서 청구인은 “[본건 합병에 대한] 제안이 발표된 시점에서는, [당면한] 더욱 시급한 질문은 ‘우리에게 닥쳐오는 손실이 무엇이고, 이를 피하기 위하여 우리는 무엇을 할 수 있는지?’였습니다”라고 설명한 바 있습니다.⁵⁷¹ 이에 대한 청구인의 답변은 삼성물산 주식 3,393,148 주를 더 사들이는 것이었습니다.⁵⁷² 이는 청구인의 삼성물산 투자에 대한 위험을 증가시킨 결정입니다. 이 결정은 청구인이 본건 합병에 대한 로비에 성공할 것이라는 도박을 한 투기적인 것이었습니다.⁵⁷³

⁵⁶⁸ **CLA-17**, 제 39 조{H/17/10}.

⁵⁶⁹ **RLA-25**, 제 242 항{I/25/92}. 반박서면, 제 616 항{B/4/268}; **RLA-157**, 제 642-643 면{I/157/7}도 참조.

⁵⁷⁰ **RLA-51**, 제 668-671 항{I/51/273}. 반박서면, 제 612-615 항{B/4/267}도 참조.

⁵⁷¹ 속기록{Day1/194:3-8}.

⁵⁷² 이는 2015년 5월 27일부터 6월 3일까지 이루어졌습니다. **CWS-5**, Smith 제 2차 보고서, 첨부 A {D1/2/34} 참조.

⁵⁷³ 예컨대, **CWS-1**, Smith 제 1차 보고서, 제 38-40 항{D1/1/14} 참조.

231. 이러한 결정은 청구인이 주장하는 삼성물산의 주식 가치 손실에 기여하였습니다. 청구인이 스스로 야기한 이와 같은 손실에 대한 보상을 통해 청구인의 투기를 보상해주는 것은 부당합니다.

D. 청구인에게 주식매수가격결정으로 배상 받은 금액을 추가로 공제하도록 명령하여야 합니다.

232. 청구인은 합의서 제 2.4 조에서 “추가 지급(Top Up Payment)”이라고 정의하는 특정 조건에 따라 삼성물산으로부터 합의계약에 따른 추가 대금 지급을 받을 권리가 있습니다.⁵⁷⁴

233. 중재판정부가 청구인이 자신의 투자로 실현한 금액과 협정 위반 혐의가 없었다면 청구인이 자신의 투자로 실현하였을 금액 사이의 차이에 기반하여 손해배상을 판정한다면, 전자의 금액은 이중 배상을 피하기 위해 “추가 지급” 사실을 반영해야 할 것입니다.

234. 심리기일에서, 한국은 청구인에 대한 이중 배상을 배제할 수 있는 방식에 대한 논의가 필요하다고 암시하였습니다.⁵⁷⁵ 청구인의 대리인은 청구인이 삼성으로부터 미래에 배상을 받을 수 있음을 인정하면서도,⁵⁷⁶ “청구인이 본 절차를 통해 이미 배상을 받았다는 점을 이유로 이러한 청구인의 추가 배상권리를 다투는 것은 삼성이 할 일”이라고 주장하고

⁵⁷⁴ C-450, 제 2.4 조{C/450/6}.

⁵⁷⁵ 속기록{Day1/157:7-14}.

⁵⁷⁶ 속기록{Day9/39:22} - {Day9/40:3}. {Day1/130:20} - {Day1/131:22}도 참조.

있습니다.⁵⁷⁷ 이는 정확하지 않은 주장입니다. “추가 지급”에 대한 청구인의 권리는 삼성과의 계약에 따라 발생하며, *다른* 기존 삼성물산 주주들에게 주식매수청구권에 대한 추가 지급금을 지급하라는 취지의 법원의 결정으로부터 비롯된 것입니다.⁵⁷⁸ 한국은 청구인 또는 엘리엇 그룹 소속 단체가 합의계약에 따라 “추가 지급”을 수령하는 날로부터 30 일 이내에 청구인이 한국에게 “추가 지급” 상당액을 지급하라는 명령을 정중히 구합니다.⁵⁷⁹

235. 한국은 이자 및 통화에 관한 기존의 입장을 유지합니다.⁵⁸⁰

⁵⁷⁷ 속기록{Day1/131:11-19}.

⁵⁷⁸ **C-450**, 제 6 면{C/450/6} (“Top Up 사유”를 “삼성물산 또는 기타 다른 삼성물산 그룹의 구성원 또는 다른 삼성물산 측 개인 또는 그 각각의 지정인이 (법원의 명령, 화해 합의, 기타 다른 형식의 협의 또는 합의, 양해 등의 조건에 따르거나 이러한 조건을 방법으로 하거나 또는 이러한 조건에 의하여) [...] 구 삼성물산의 다른 주주 또는 과거 주주 [...]에게 직접 또는 간접적인 금전지급, 가치이전”으로 “정의함).

⁵⁷⁹ 청구인이 희망하고 삼성물산이 이에 동의한다면, 청구인은 한국에게 “추가 지급” 상당액을 지급하는 대신 합의계약상의 “추가 지급”에 대한 자신의 권리를 한국에 양도할 수도 있습니다.

⁵⁸⁰ 반박서면, 제 608-609 항{B/4/265}; 재반론서면, 제 523-527 항{B/7/279}; 속기록{Day2/19:5-10}.

VI. 청구 취지

236. 앞서 서술한 이유와 한국의 2021년 11월 26일자 최종 변론, 한국의 2021년 11월 16일자 최초 변론과 한국이 기존 서면을 통해 제출한 이유에 따라, 한국은 중재판정부에 다음과 같은 판정을 내릴 것을 정중히 구합니다:

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각한다;
- (b) 청구인 또는 엘리엇 그룹 소속 단체가 합의계약에 따라 "추가 지급(Top Up Payment)"을 수령하는 날로부터 30일 이내에 청구인이 한국에 "추가 지급" 상당액을 지급할 것을 명령한다;
- (c) 발생된 행정 비용과 요금, 중재판정부와 중재판정부가 위촉한 여하한 전문가들의 비용과 경비, 한국이 본 중재절차를 위해 소요한 법률비용(내부적·외부적 비용을 모두 포함)과 지출내역 등을 포함하여, 본 중재절차와 모든 관련 절차에 소요된 모든 비용과 요금은 완전 보상 방식으로 청구인이 부담한다; 그리고
- (d) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 다른 구제수단을 명령한다.

2022 년 4 월 13 일 제출



 **Freshfields Bruckhaus Deringer**

Peter J. Turner QC

Nicholas Lingard

Joaquin Terceño

Samantha Tan

Rohit Bhat

Nicholas Lee



**Lee
& Ko**

이문성

한상훈

유민재

이준원

우한얼

안수진

오유림

피청구국측 대리인