
유엔국제무역법위원회 중재규칙에 따른 중재에 있어서

메이슨 캐피탈 엘.피.(MASON CAPITAL L.P.)

메이슨 매니지먼트 엘엘씨(MASON MANAGEMENT LLC)

를 청구인들로 하고

대한민국

을 피청구국으로 하는,

PCA 사건번호° 2018-55

심리 후 주장서면

2022년 4월 29일

대한민국 법무부

Lee
&KO

WHITE & CASE

피청구국의 법률대리인

목차
페이지

I. 국민연금의 주주 의결권 행사와 그와 관련하여 주장되는 한국의 개입 행위는
메이슨과 관련이 없었습니다 1

 A. 메이슨은 “법적으로 유의미한 관련성”이 요구된다는 내용에 동의하지만 해당
 요건에 어떠한 의미도 부여하지 않습니다(중재판정부 질문 1) 1

 B. 메이슨은 자신이 삼성물산과 삼성전자의 주주였다는 이유만으로 법적으로
 유의미한 관련성의 존재를 성립시킬 수 없습니다(중재판정부 질문 2, 6 및 7) 2

 1. “잠재적으로 영향을 받은 투자자 집단”의 확정 가능성은 법적으로 유의미한
 관련성을 입증하지 않습니다 3

 2. 한국과 국민연금이 본건 합병을 통해 삼성물산 주주들로부터 가치를
 추출하고자 하였음을 보여주는 증거는 존재하지 않습니다 5

 C. 문제된 한국의 개입 행위와 본건 합병에 대한 국민연금의 투표는 메이슨이나 외국
 헤지펀드를 겨냥한 것이 아닙니다(중재판정부 질문 3 및 5) 9

II. 한국은 국제관습법상 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니까 14

 A. 메이슨은 국민연금의 지원을 통해 승인되는 경우를 포함한 합병이 승인될 위험을
 감수하였습니다 14

 1. 메이슨은 본건 합병이 승인될 위험을 감수하였습니다 14

 2. 메이슨은 국민연금이 본건 합병을 승인할 위험을 감수하였습니다 16

 3. 메이슨은 본건 합병에 관한 국민연금의 입장이 정부의 영향을 받을 위험을
 감수하였습니다 18

 B. 국민연금은 자신의 주주의결권을 행사함에 있어 메이슨에 대하여 그 어떠한 의무도
 부담하지 않았으므로 메이슨은 그 어떠한 특정한 대우도 받을 자격이 없었습니다
 (중재판정부 질문 4) 18

 1. 국제법은 주주로 하여금 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 요구하지

않습니다 19

2. 한국법은 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 주주에게 요구하지
않습니다 20

3. 권리남용에 관한 법리는 이 사건에 적용되지 않습니다..... 21

4. 메이슨은 본건 합병에 대한 국민연금의 주주 의결권 행사와 관련하여 그
어떠한 특정한 대우도 받을 자격이 없었으므로 메이슨의 주장은 성립되지
않습니다 22

C. 한국 법원에 의해 확인된 바와 같이 투자위원회에 본건 합병을 부의한 것은
국민연금 지침에 따라 이루어졌습니다 22

D. 국민연금은 메이슨이 내부 문서와 심리에서 직접 인정한 바와 같이 본건 합병을
지원할 만한 타당한 경제적 이유가 있었습니다 28

III. 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다 33

A. 국민연금은 법률상 국가기관이 아닙니다 33

B. 국민연금은 사실상 국가기관이 아닙니다 34

IV. 한국은 메이슨이 자신에게 발생하였다고 주장하는 손실을 유발하지 않았습니까? 37

A. 메이슨은 사실적 및 법적 인과관계에 대한 입증책임을 집니다 37

B. 메이슨은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다..... 38

1. 주장되는 한국 정부의 개입행위는 본건 합병이 투자위원회에 부의되도록 하지
않았습니다 39

2. 주장되는 한국 정부의 개입행위는 투자위원회가 합병을 승인하도록 하지
않았습니다 39

(a)투자위원회는 조작되었다고 주장되는 시너지 효과 때문에 본건 합병을
승인한 것이 아닙니다 40

(b)투자위원회는 주장되는 ████████ 전 본부장의 압력으로 인해 본건 합병을
승인한 것이 아닙니다 45

3. 전문위원회의 가정적 투표 결과는 불확실하고, 그러므로 인과관계를 입증하지
못합니다 46

C. 메이슨은 법적 인과관계를 입증하지 못하였습니다 51

1. 메이슨이 자신에게 발생하였다고 주장하는 손실은 국민연금 지침의 보호범위 내에 있지 않습니다.....	51
2. 메이슨이 삼성물산 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 주된 원인은 한국이 아닌 삼성과 삼성 총수 일가의 행위였습니다	53
3. 메이슨이 삼성전자 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 주된 원인은 한국의 어떠한 행위가 아니라 메이슨이 자신의 주식을 매도하기로 한 결정이었습니 다.....	54
V. 메이슨은 손해배상을 청구할 권리가 없습니다	54
A. 메이슨은 그가 한국의 행위로 인해 삼성물산과 삼성전자에 대한 투자와 관련하여 실제로 손실을 입었다는 점을 입증하지 못하였습니다	55
B. 메이슨은 본건 합병이 없었더라면 자신이 삼성물산 및 삼성전자 거래로 상당한 이익을 창출하였을 것이라는 자신의 주장에 대한 매우 엄격한 입증책임을 부담하고 있습니다.....	58
C. 메이슨의 삼성물산 청구는 개념적으로 잘못되었고, 시장 증거와 배치됩니다	62
1. 메이슨의 삼성물산 청구는 회사의 “공정시장가치”(FMV)가 그 “내재 가치”에 상응한다는 잘못된 가정에 기초합니다.....	63
2. 메이슨은 삼성물산의 FMV 가 그 시장가격 외의 가격이었음을 입증하지 못하였습니다.....	64
3. Duarte-Silva 박사의 주장되는 삼성물산의 내재 가치는 지나치게 과도하게 산정되었고, 당시 시장 상황을 보여주는 증거에 의해 사실이 아님이 입증되었습니다.....	68
4. 메이슨은 본건 합병이 부결되었다면 과거 삼성물산 주식 거래 당시 적용되었던 디스카운트가 소멸했을 것이라는 점을 입증하지 못하였습니다.....	70
D. 메이슨은 본건 합병이 없었더라면 삼성전자 주식을 메이슨이 주장하는 목표주가에 매도할 수 있었을 것이라는 사실을 입증하지 못하였습니다	76
1. 삼성전자 주가는 본건 합병으로 인해 영향을 받지 않았습니다(중재판정부 질문 8).....	76
2. Duarte-Silva 박사의 손해 산정은 메이슨이 2017년 1월까지 삼성전자	

주식을 보유하였을 것이라는 터무니없는 가정에 기초하고 있습니다 77

3. 메이슨은 그 삼성전자 주식의 매도대금의 사용처를 설명하지 못하였습니다 80

E. 메이슨이 청구하는 중재판정 이전 기간에 대한 이율은 경제적 현실에서 아무런
근거가 없습니다..... 81

F. 메이슨은 세금이 차감된 기준으로 지급판정을 내릴 근거를 분명히 제시한 적이
없습니다 82

1. 중재판정부의 2022 년 3 월 25 일자 지시에 따라 대한민국은 심리 후 주장서면을 제출합니다.

I. 국민연금의 주주 의결권 행사와 그와 관련하여 주장되는 한국의 개입 행위는 메이슨과 관련이 없었습니다

2. 메이슨 측 주장은 본건 합병에 관한 국민연금의 주주 의결권 행사가 FTA 제 11.1 조에 따라 한국이 “채택하거나 유지한 조치”에 해당하지 않는다는 점을 포함하여, 여러 가지 관할권과 관련된 이유에서 성립될 수 없습니다.¹ 본 심리 후 주장서면에서 한국은 중재판정부가 질문을 통해 제시한 관할권 문제, 요컨대 FTA 제 11.1 조 제 1 항에 따른 “관련성” 요건만을 다루고자 합니다.

A. 메이슨은 “법적으로 유의미한 관련성”이 요구된다는 내용에 동의하지만 해당 요건에 어떠한 의미도 부여하지 않습니다(중재판정부 질문 1)

3. 중재판정부의 질문 1 은 다음과 같습니다.

당사자들은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 ‘관하여’라는 단어는 문제삼고 있는 조치와 메이슨 또는 메이슨의 투자 간의 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다는 내용에 동의하는가?

4. 위 질문의 답은 ‘그렇다’입니다. 메이슨은 청구인들의 반박서면과 심리에서 이에 관해 당사자들의 의견이 일치함을 확인하였습니다.² 다만, 당사자들은 이러한 요건의 의미에 있어서는 의견을 달리하고 있습니다. 메이슨은 “관하여”라는 단어와 이로부터 파생되는 “법적으로 유의미한 관련성” 요건이 “광범위한 단어이자 여하한 관련성도 인정하는 단어”라고 합니다.³ 그러나 이는 “법적으로 유의미한”이라는

¹ 1 일차 199:16-219:21 (피청구국의 모두진술) 참조.

² 청구인들의 반박서면, 제 124 항 (“양측은 협정 제 11.1 조 제 1 항의 “관하여”라는 단어가 한국의 조치들과 메이슨 또는 메이슨의 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다는 점에 있어서는 의견이 일치합니다.”); 1 일차 127:2-3 (중재판정부의 질문). 재반박서면, 제 220-221 항도 참조.

³ 청구인들의 반박서면, 제 125 항(강조표시 추가).

표현이 의미를 상실하게끔 하는 주장이므로, 옳다고 할 수 없습니다. “법적으로 유의미한” 관련성이란 분명 “여하한” 관련성 이상을 의미합니다.

5. 각종 문헌 증거들에 의하면 어떤 조치가 투자자 또는 그 투자에 대해 미친 단순한 영향만으로는 이 기준이 충족되지 않는다는 점이 명확합니다. *Methanex* 사건의 중재판정부는 “어떤 조치가 투자자 또는 그 투자에 대해 미친 단순한 영향 이상의 것”이 필요하다고 설명하였습니다.⁴ *Resolute Forest* 사건 중재판정부는 “문제된 조치와 청구인 또는 그의 투자 사이에 명백한 밀접성의 관계가 존재하는지 여부”가 판단의 기준이었고, “조치가 부수적이거나 단순히 결과론적인 방식으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 정도로는 이러한 요건을 충족함에 충분하지 아니하다”고 판시하였습니다.⁵ 이는 “문제된 조치가 청구인에게 미친 부정적 영향만으로는 이 기준이 충족되지 않”으며, ““법적으로 유의미한 관련성”이란 문제된 조치와 외국인 투자자 또는 투자 사이의 보다 직접적인 관련성을 요구”한다는 의견을 표명한 이 사건 중재에서 미국이 제출한 비분쟁당사국 제출서면의 취지와 일치합니다.⁶

B. 메이슨은 자신이 삼성물산과 삼성전자의 주주였다는 이유만으로 법적으로 유의미한 관련성의 존재를 성립시킬 수 없습니다(중재판정부 질문 2, 6 및 7)

6. 중재판정부 질문 2는 아래와 같습니다.

문제된 한국의 조치들과 메이슨 또는 그 투자 간의 법적으로 충분한 관련성을 입증함에 있어 (i) 삼성물산 또는 (ii) 삼성전자의 다른 비외국인 주주들에 대하여 유사한 부정적 영향이 미쳤을 수 있었다는 점이 연관성을 가지는가, 아니면 메이슨이 그(그리고 어쩌면 다른 외국인 투자자들)에 대한 구체적이고 구분되는 결과 또는 관련성을

⁴ *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 중간중재판정, 2002. 8. 7. (“*Methanex*”), **RLA-92**, 제 147 항.

⁵ *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada* (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 청구적격에 관한 결정, 2018. 1. 30. (“*Resolute Forest*”), **RLA-167**, 제 242 항 (강조표시 추가).

⁶ 미국 비분쟁당사국 제출서면, 제 7 항 (강조표시 추가).

입증할 필요가 있는가?

7. 만약 주장되는 한국의 조치들이 삼성물산 및 삼성전자의 다른 (한국인 및 외국인) 주주들에게 미친 것과 유사한 부정적 영향을 메이슨에 미쳤다면, 이러한 조치들과 메이슨 또는 그 투자 간에는 법적으로 충분한 관련성이 없습니다. 앞서 말씀드린 대로, 법적으로 충분한 관련성은 어느 투자자 또는 투자에 대한 국가 조치의 영향이 일반적인 부정적 영향 이상일 것을 요구합니다. 메이슨은 자신 또는 그 투자에 대한 주장되는 조치들의 “명백한 밀접성의 관계”나 “어떠한 구체적인 영향”을 입증해야 합니다.⁷
8. 메이슨은 한국이 “삼성물산을 저평가된 가격에 [제일모직과] 합병하기 위한 부패한 계획”에 가담하였고, 메이슨이 “잠재적으로 영향을 받은 투자자 집단”, 요컨대 “삼성물산 주주들과, 따지고 보면 전체 삼성그룹의 주주들”의 일원이었다고 주장함으로써 법적으로 유의미한 관련성을 입증하려고 합니다.⁸ 메이슨은 위 집단이 “손쉽게 확정 가능”하고, 따라서 메이슨에 따르면 “법적으로 유의미한 관련성” 요건이 존재하는 목적인 “[국가]의 불확정적 책임을 방지”할 수 있다고 주장합니다.⁹ 이러한 주장은 이하 논의될 두 가지 이유에서 성립될 수 없습니다.

1. “잠재적으로 영향을 받은 투자자 집단”의 확정 가능성은 법적으로 유의미한 관련성을 입증하지 않습니다

9. “잠재적으로 영향을 받은 투자자 집단”의 확정 가능성은 그 자체만으로 위 집단과 주장되는 국가 조치들 간의 법적으로 유의미한 관련성을 입증해주지 않습니다. 확정 가능하다고 주장되는 집단이 크면 클수록 법적으로 유의미한 관련성이 없고 위

⁷ *Resolute Forest, RLA-167*, 제 222, 242 항 (“문제된 조치는 청구인에게 구체적인 영향을 미쳐야 한다”) 참조; 본 심리 후 주장서면, 제 5 항.

⁸ 1 일차, 92:22-23 (청구인들의 모두진술); 1 일차, 93:4-5 (청구인들의 모두진술).

⁹ 1 일차, 93:1-6 (청구인들의 모두진술) 참조; 청구인들의 반박서면, 제 133 항도 참조. 메이슨은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 목적이 불확정적 책임을 방지하기 위함이라고 주장합니다. 당사자들은 “관하여”라는 단어가 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다는 내용에 의견을 같이합니다. 본 심리 후 주장서면, 제 3-5 항 참조.

집단에 대한 국가 조치들의 영향이 단지 피상적이거나 부수적인 영향에 불과할 가능성이 큼이다. 이는 이 사건에서 메이슨이 특정하고 있는 집단이 삼성물산과 “전체 삼성그룹”의 모든 주주들이라는 점을 보면 알 수 있습니다.¹⁰ 그 당시에 삼성물산은 100,000 명이 넘는 주주를, 17 개 상장회사¹¹를 포함한 “전체 삼성그룹”은 수십만 명의 주주를 보유하고 있었습니다. 국민연금의 본건 합병 승인과 이에 대하여 주장되는 한국 정부의 개입이 이와 같은 수십만 명의 주주들에게 영향을 미쳤다고 말할 수 있다면, 이러한 영향은 그 자체로 피상적이거나 부수적인 영향에 불과한 것이라고 할 수 있습니다.

10. 이러한 점은 *Resolute Forest* 사건의 사실관계에서 더욱 잘 드러납니다. 이 사건은 동일 시장에서 청구인의 공장을 포함한 4 개의 다른 공장들과 경쟁하는 제지공장에 대한 노바스코샤 정부의 재정 및 기타 지원으로 인해 발생하였습니다.¹² 중재판정부는 청구인의 투자와 문제된 국가조치들 간의 법적으로 충분한 관련성이 일응 명백한 것이 아니며, 해당 사건이 “경계선에 아슬아슬한” 경우라고 판단하였습니다.¹³ 그러나 중재판정부는 궁극적으로 정부의 지원이 소수의 제지공장만으로 구성된 “규모가 작고 포화된 시장에서” 청구인 공장의 경쟁자에게 유리했으므로 법적으로 충분한 관련성이 존재한다고 판시하였습니다.¹⁴ 이러한 사실관계는 이 사건과 아무런 연관성이 없습니다. 국민연금은 메이슨과 동일한 주주 권리를 행사하는 단순한 공동 주주였을 뿐만 아니라, 삼성물산의 수만 주주 및 전체 삼성그룹의 수십만 주주 중 하나에 불과했습니다.
11. 법적으로 유의미한 관련성의 부재는 (i) (이하 III.B 에서 설명한 바와 같이)

¹⁰ 1 일차, 93:5 (청구인들의 모두진술).

¹¹ “롯데그룹, 10 대 그룹 내 상장비율 ‘꼴찌’” 아시아투데이, 2015. 8. 12., **R-461**.

¹² *Resolute Forest*, **RLA-167**, 제 4, 243-246 항.

¹³ *Resolute Forest*, **RLA-167**, 제 248 항.

¹⁴ *Resolute Forest*, **RLA-167**, 제 248 항.

국민연금이 본건 합병에 대하여 표결할 자신의 주주 권리를 행사함에 있어 메이슨에 대한 그 어떠한 의무도 부담하지 않았고, (ii) 국민연금이 다른 모든 삼성물산 주주와 동일한 방식으로 자신의 주주 의결권을 행사하였으며, (iii) 본건 합병이 삼성물산 주주로서의 메이슨의 권리를 침해하거나 박탈하지 않았다는 사실에 의해 확인됩니다.

2. 한국과 국민연금이 본건 합병을 통해 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하고자 하였음을 보여주는 증거는 존재하지 않습니다

12. 한국 정부와 국민연금이 “삼성물산을 저평가된 가격에 [제일모직과] 합병”¹⁵하고자 했고, 이를 통해 삼성물산의 주주들로부터 가치를 추출하고자 했다는 메이슨의 주장은 증거에 의해 입증되지 않고, 잘못된 경제적 논리에 의존합니다.
13. 한국 법원 두 곳은 본건 합병을 금지해 달라는 엘리엇의 신청(엘리엇 가치분 사건)과 이후에 본건 합병을 소급적으로 무효화해 달라는 일부 삼성물산 주주들의 청구(본건 합병 무효 사건)를 기각하면서 본건 합병의 목적이 제일모직의 주주들의 이익을 위해 삼성물산의 주주들로부터 가치를 추출하는 것이라는 주장을 두 차례 기각하였습니다.¹⁶ 본건 합병의 목적이 가치 추출이 아니었다는 점에 비추어 볼 때, 본건 합병과 관련하여 문제되고 있는 한국 정부의 개입의 목적도 가치 추출일 수 없습니다.
14. 한국 정부의 행위가 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하기 위함이었음을 보여주는 증거가 존재하는지 묻는 Mayer 교수의 질문에 대해서 메이슨은 여러 한국

¹⁵ 1 일차, 92:22-23 (청구인들의 모두진술).

¹⁶ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242(재제출)**, 제 10 면 (“살피건대 원고들의 주장 중 이 사건 합병비율이 현저히 불공정한 것으로서 구 삼성물산에게 일방적으로 불리하다는 것을 전제로 한 부분은 뒤에서 살펴보는 바와 같이 이 사건 합병비율이 현저히 불공정한 것이라고 볼 수 없어 원고들 주장의 전제가 성립되지 아니한다.”); 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-177**, 제 14 면 (“기록상 제출된 자료만으로는 이 사건 합병이 [삼성물산의] 주주에게는 손해만을 주고 제일모직 및 그 주주에게만 이익을 주는 것이라고 보기도 어렵다.”).

법원 판결의 내용을 언급하였습니다.¹⁷ 이와 같이 언급된 내용 중 그 어느 것도 위 가치 추출 목적을 입증하지 않습니다.

- a) 메이슨은 서울중앙지방법원이 [REDACTED] 재판에서 “본건 합병의 구조는 삼성물산 주주들의 희생으로 이익이 [REDACTED] 과 삼성그룹의 주요 주주들에게만 부여되는 결과를 초래할 수 있음을 인정하였다”고 주장하였습니다.¹⁸ 메이슨이 인용하는 법원 판결의 부분들은 이러한 주장을 뒷받침하지 않습니다. 인용된 부분들은 국민연금과 다양한 의결권 자문기관들의 적정 합병비율 산정뿐만 아니라 본건 합병비율의 공정성에 관한 공적 논쟁에 관한 논의를 포함할 뿐입니다.¹⁹
- b) 메이슨은 서울고등법원이 [REDACTED] 재판에서 “[REDACTED] 전 본부장이 [REDACTED] 에 의한 본건 합병의 강행을 도왔을 때, 그는 적어도 [REDACTED] 이 이익을 얻고, 국민연금이 이에 해당하는 손실이 발생할 것이라는 점을 알고 있었다”고 판시하였다고 주장하였습니다.²⁰ 이러한 내용을 액면가 그대로 받아들인다고 해도, 이는 메이슨의 주장에 도움이 되지 않습니다. 본건 합병으로 인해 국민연금이 손실이 발생할 것이라는 점을 “인지”하는 것은 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하고자 하는 의도를 가지는 것과는 매우 다른 것입니다. 이와 상관 없이, 메이슨이 인용하는 고등법원 판결의 부분들은 본건 합병이나 한국 정부의 행위의 목적을 검토하지 않고 있습니다.²¹

¹⁷ 1 일차, 249:9-250:10 (중재판정부의 질문); 5 일차, 809:17-811:16 (중재판정부의 질문) (CLA-13, 제 50, 52 면, CLA-14, 제 45, 48 면 및 CLA-15, 제 4, 12-13, 15 면을 언급함).

¹⁸ 5 일차, 809:19-810:5 (중재판정부의 질문) (CLA-13, 제 54, 56 면 [국문본 제 50, 52 면]을 언급함, (제 50 면 및 제 52 면에 대한 번역본 없음)).

¹⁹ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, CLA-13, 제 54, 56 면 [국문본 제 50, 52 면] (제 50 면 및 제 52 면에 대한 번역본 없음).

²⁰ 5 일차, 810:11-22 (중재판정부의 질문) (CLA-14, 제 45, 48 면을 언급함) (강조표시 추가).

²¹ 메이슨이 언급한 부분들에서 고등법원은 국민연금이 “의결권행사지침의 규정에 보다 충실”하기 위하여 오픈식 표결 방식을 채택하였다고 판시하였고, 법원은 일부 증거의 증명력에 관한 사실관계의 판단에서의

c) 메이슨은 서울고등법원의 [REDACTED] 전 대통령에 대한 항소심 판결이 “승계작업의 목적이 최소한의 비용으로 삼성그룹에 대한 삼성 총수 일가의 경영권을 강화시키기 위함이었다는 점을 어느 정도 상세히 설명”한다고 하였고, 법원이 “[REDACTED] 전 대통령은 [REDACTED]에 의한 구체적으로 본건 합병을 포함한 위 계획의 수행을 돕기 위해 뇌물을 요구하여 수수하였다”고 판시했다고 했습니다.²² 이 또한 증거에 의해 뒷받침되지 않았습니다. 메이슨이 인용하고 있는 부분에서 고등법원은 삼성그룹 내 “승계작업”의 존재에 관한 원심판결을 파기하고 있습니다.²³ 법원이 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하였다고 판시한 것이 아니며, 한국 정부가 가치를 추출하고자 한 의도가 있었다고 판시한 것은 더더욱 아니었습니다.²⁴

15. 그 어느 한국 법원도 한국 정부 행위의 목적이 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하기 위함이었다고 판단하지 않았습니다.²⁵ 서울고등법원의 [REDACTED] 전 대통령에 대한 항소심 판결은 [REDACTED]이 삼성그룹의 총수로서 그 아버지를 승계하고자 하는

오류가 있다며 제기된 [REDACTED] 전 본부장과 감사의 항소를 기각하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결(CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 45, 48 면 참조.

²² 5 일차, 810:23-811:12 (중재판정부의 질문) (CLA-15, 제 47, 55-56, 58 면 [PDF, 제 4, 12-13, 15 면]을 인용함).

²³ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결 (CLA-15 추가번역본), R-258, 제 47, 55-56, 58 면 [PDF, 제 4, 12-13, 15 면].

²⁴ 고등법원은 다른 부분에서 승계작업이 “최소한의 비용으로 [REDACTED] 남매에게 [삼성]그룹 계열사에 대한 지배권을 이전”하였다고 판시하였습니다. 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결 (CLA-15 추가번역본), R-258, 제 57 면 [PDF, 제 14 면]. 이는 본건 합병의 목적이 삼성물산의 주주들로부터 가치를 추출하기 위함이었다는 판단이 아니고, 한국 정부의 행위가 가치 추출을 목적으로 하였다는 판단은 더더욱 아닙니다.

²⁵ 메이슨은 고등법원이 [REDACTED] 전 대통령에 대한 항소심에서 “승계작업의 개별 현안들과 전 대통령이 요구하고 수수한 뇌물 간에 구체적인 관련성”이 있다고 판시하지는 않았으나, 법원이 “[REDACTED] 전 대통령은 [REDACTED]에 의한 [자신의 승계] 계획의 수행을 돕기 위해 뇌물을 요구하여 수수”하였고, 이러한 계획에는 본건 합병이 포함되었다고 판시했다고 주장하고 있습니다. 1 일차, 40:1-8 (중재판정부의 질문); 5 일차, 811:3-12 (중재판정부의 질문). 이러한 주장은 고등법원의 판결과 상충됩니다. 법원은 본건 합병이 [REDACTED]의 승계작업의 일환이기는 하나, [REDACTED]과 [REDACTED] 전 대통령 사이에 대가관계를 형성한 면담이 본건 합병 후에 진행되었으므로 본건 합병 시점에는 대가관계가 존재할 수 없었다고 판시하였습니다. [REDACTED] 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, R-258, (CLA-15 수정 및 추가 번역본), 제 112 면; 재판박서면, 제 50 항 참조.

상황에서 청와대가 삼성그룹 지배구조의 안정성을 우려하고 있었음을 시사합니다.²⁶ 이는 고등법원의 판결에 인용된 2014년 청와대 보고서 등에서도 나타나는데, 이 보고서에는 “[삼성]그룹의 당면과제는 [] 체제의 안착, 사업재편 및 구조조정”, “[삼성]의 당면과제 해결에는 정부도 상당한 영향력 행사 가능”이라고 기재되어 있습니다.²⁷ 한국 경제의 이익을 위해 삼성그룹의 승계작업을 지원하는 것은 삼성물산 주주들로부터 가치를 박탈하는 것과는 매우 다른 목적입니다. 설사 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 가치를 박탈하였다고 표현하는 것이 가능하다고 하더라도, 이는 승계작업 지원 및 삼성그룹의 안정화라는 목표의 부수적인 결과였을 것입니다.

16. 이와 별론으로, 본건 합병은 시장가격에 의해 결정된 본건 합병비율에 따라 이루어졌으므로, 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하였다는 생각은 잘못된 경제적 논리에 기초합니다.²⁸ Dow 교수는 심리에서 자산은 “내재적이고 가격과 연계되지 않은 가치”를 가지지 않으며, 왜곡을 나타내는 구체적인 증거가 없는 한 “가격은 가치를 반영”한다고 설명하였습니다.²⁹ 또한, “만약 시장가격이 공정하면, 시장가격에 기반한 본건 합병비율도 공정”한 것입니다.³⁰ 더군다나, 메이슨은 본건 합병 발표가 있는 후에 주식을 매수하였으므로 그 어떠한 가치 추출의 대상이 될 수 없습니다. 배기홍 교수가 설명한 바와 같이, 본건 합병이 삼성물산에 불리한 거래였다는 시장 인식은 메이슨이 주식을 매수한 시점인 본건 합병 발표 후에

²⁶ [] 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, R-258 (CLA-15 수정 및 추가 번역본), 제 57 면.

²⁷ [] 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, R-258 (CLA-15 수정 및 추가 번역본), 제 79 면. 동 판결도 참조. (“정부가 [삼성그룹의] 경영권 승계 과정에서 [삼성그룹]이 될 필요로 하는지 파악하여 도울 수 있는 부분은 도와주면서 [삼성그룹이] 국가경제에 더 기여하도록 유도할 수 있는 방안을 모색하자.”).

²⁸ 4 일차, 684:21-685:3 (Dow 에 대한 주신문); 5 일차, 811:21-812:5 (중재판정부의 질문).

²⁹ 4 일차, 737:3-13 (Dow 에 대한 반대신문).

³⁰ 4 일차, 734:20-21 (Dow 에 대한 반대신문).

이미 삼성물산 주가에 반영되었을 것입니다.³¹ Duarte-Silva 박사는 메이슨이 주식을 매수했을 때 “본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영”되었음을 인정하였습니다.³² 따라서, 본건 합병은 메이슨의 삼성물산 주식에서 가치를 추출할 수 없었을 것입니다.

17. 중재판정부 질문 6 및 7 은 본건 합병 무효 사건 및 ██████████ 재판 항소심의 현황에 관한 것입니다. 본건 합병 무효 사건은 2017년 11월부터 서울고등법원에서 계류 중입니다. 마지막 심리기일은 2020년 12월 3일이었고, 다음 절차적 단계는 새로운 심리기일을 확정하는 것입니다. ██████████ 사건에서 대법원은 2022년 4월 14일 피고인들 및 검사측 상고를 기각하는 판결을 선고하였습니다.

C. 문제된 한국의 개입행위와 본건 합병에 대한 국민연금의 투표는 메이슨이나 외국 헤지펀드를 겨냥한 것이 아닙니다(중재판정부 질문 3 및 5)

18. 중재판정부 질문 3 은 아래와 같습니다.

주장되는 조치들의 목적들 또는 의도들 중 하나가 외국인 투자자들의 특정 유형에 따라 투자를 저해하거나 투자 권한의 행사를 방해하는 것이었다고 입증함으로써 법적으로 충분한 관련성이 입증되는가?

19. 의도는 연관이 있을 수 있습니다. 법적으로 충분한 관련성은 문제된 국가조치들이 구체적으로 “청구인 또는 그 투자를 겨냥하였다”는 사실을 보여줌으로써 입증될 수 있습니다.³³ 중재판정부 질문 3 은 메이슨과 같은 외국인 투자자들을 겨냥할 수 있는 두 가지 유형의 조치들로서, (i) 투자를 저해하거나 (ii) 투자 권한의 행사를 방해할 의도를 가지는 조치들을 언급합니다. 메이슨은 삼성물산 및 삼성전자에 대한 자신의

³¹ 5 일차, 929:5-12 (배기홍 교수에 대한 주신문).

³² 4 일차, 608:19-20 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문). 4 일차, 609:9-11 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (A. “이미 설명한 바와 같이, 본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영되었습니다.”)도 참조.

³³ *Resolute Forest*, **RLA-167**, 제 242 항; *Methanex*, **RLA-92**, 제 169 항 (Methanex 의 주장 중 주장되는 조치들에 대하여 주장되는 악의가 법적으로 충분한 관련성을 구성할 수 있는 가능성에 관한 부분을 고려함); 재판박서면, 제 226 항.

투자가 한국에 의해 “저해”되었다고 주장하고 있지 않는데, 이는 첫 번째 유형의 조치가 이 사건에 적용되지 않음을 의미합니다. 또한, 메이슨은 한국이 “[자신에 의한] 투자 권한의 행사를 방해”한다고도 주장하고 있지 않습니다. 오히려, 메이슨은 넓은 의미에서 한국이 “메이슨을 비롯한 외국 헤지펀드들을 겨냥하여 합심하여 벌어진 국수주의적 공공캠페인”에 가담하였다고 주장하고 있습니다.³⁴ 메이슨이 제시한 그 어느 증거도 이러한 주장을 뒷받침하지 않습니다.

20. 첫째, 메이슨은 청구인들의 반박서면에서 서울고등법원이 ████████ 전 대통령에 대한 항소심에서 ████████ 전 대통령이 “삼성그룹의 지배구조가 외국계 헤지펀드 등의 위협에 취약”하기에 “[본건] 합병에 간섭하였으며”, “자신의 부하들에게 ‘외국계 자본에 대응할 수 있는 제도적 장치를 마련’하라고 지시하였음을 인정”하였다고 판단했다고 주장하였습니다.³⁵ 한국은 재반박서면에서 고등법원이 ████████ 전 대통령이 메이슨은 물론, 어떠한 외국계 헤지펀드를 상대로도 조치를 취하라는 지시를 한 바가 없을 뿐만 아니라, 본건 합병에 대하여 지원을 제공했다고 판단한 것이 아님을 입증하였습니다.³⁶ 메이슨은 심리에서 이에 대해 답변하지 못했습니다.
21. 둘째, 메이슨이 제출한 청구인들의 반박서면은 주장되는 바에 따르면 “해외 헤지펀드의 공격적 경영권 간섭에 대해서는” 국민연금과 “국내 기업”을 “적극 활용”해야 한다는 내용의 청와대 내부문서를 언급하는 한국 언론 기사 등에 의존하였습니다.³⁷ 한국은 재반박서면에서 청와대 문서가 차별에 관한 증거를

³⁴ 청구인들의 반박서면, 제 132 항; 1 일차, 93:9-10 (청구인들의 모두진술). 이러한 주장은 한국의 주장되는 조치들의 목적이 한국인과 외국인을 모두 포함한 모든 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하기 위함이었다는 메이슨의 위에 살펴본 다른 주장과 상충됩니다. 본 심리 후 주장서면, 제 8-9 항 참조. 한국은 메이슨이 이러한 두 가지 주장을 예비적으로 제기한 것이라고 이해하였습니다.

³⁵ 청구인들의 반박서면, 제 132 항, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결 (CLA-15 추가번역본), R-258, 제 92-93, 102 면을 인용함.

³⁶ 재반박서면, 제 230, 463(e)항.

³⁷ 청구인들의 반박서면, 제 273(b)항, 박수현, “靑, 박근혜 정부 문건 추가 브리핑(전문),” YTN, 2017. 7. 20., C-178; 정시행, “靑 박근혜 정부 문건 3 차 발표.. ‘보수단체 육성’ ‘국민연금 의결권 개입’ 포함,” 조선비즈, 2017. 7. 20., C-179 를 인용함. 재반박서면, 제 463(a)-(c)항도 참조.

포함하지 않았음을 입증하였습니다. 청와대는 [REDACTED], 단순히 [REDACTED] [REDACTED]을 고려했던 것입니다.³⁸ 이를 별론으로, 청와대 문서는 본건 합병 후에 작성된 것이므로 메이슨의 주장에 도움이 되지 않습니다.³⁹ 메이슨은 심리에서 이 점에 대해서도 답변을 제공하지 못했습니다.

22. 셋째, 메이슨은 모두진술에서 외국계 헤지펀드에 대한 차별적 의도를 증명하기 위해 또 다른 두 가지 증거에 의존하는데, 면밀히 검토해 보면 둘 다 타당하지 않습니다.

- a) 메이슨은 청와대 공무원들이 본건 합병의 승인을 보장하기 위한 “[문제된] 계획의 영향을 받을” 주체로 외국인 투자자들을 파악하였다고 주장하였습니다.⁴⁰ 이러한 주장은 [REDACTED] [REDACTED] 문건에 기초합니다.⁴¹ 이 문건은 메이슨이나 다른 외국인 주주를 해하는 것이 한국 정부의 계획이라거나, 정부가 본건 합병에 따라 외국인 주주들이 부정적 영향을 받을 것을 예상하고 있었다고 기술하고 있지 않습니다.
- b) 메이슨은 한국 정부 공무원들이 투자자-국가 간 청구의 가능성을 우려하였고, 이것이 곧 한국이 외국계 헤지펀드를 겨냥했음을 입증한다고

³⁸ 재반박서면, 제 354(a), 463(b)항. 본건 합병이 승인된 후, 청와대는 [REDACTED] [REDACTED]을 검토하였습니다. 구체적으로 논의된 조치들은 [REDACTED], 이는 기금의 설립지에 관계없이 적용되었을 것입니다. 청와대, “경영권 방어장치 도입 주장에 대한 쟁점 및 정부입장 점검,” 날짜미상, **R-538**, 제 1 면 참조.

³⁹ 청와대, “해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토,” 날짜미상, **R-534** (“[REDACTED] [REDACTED]”을 언급함) 참조.

⁴⁰ 1 일차, 93:8-9 (청구인들의 모두진술).

⁴¹ 청구인들의 모두진술 발표자료, 제 174 면, 청와대 문건, “삼성물산·제일모직 합병 무산 가능성 제기,” 날짜미상, **C-216**, 제 1 면 (“[REDACTED] [REDACTED]”)을 인용함.

주장하였습니다.⁴² 이러한 주장은 [REDACTED]

[REDACTED]

전 본부장의 증인진술조서에 기초합니다.⁴³ 그러나, 엘리엇이 본건 합병의 표결에 영향을 미치기 위해 투자협정에 따른 청구를 제기하겠다고 공개적으로 밝혔다는 점을 고려하면, [REDACTED] 전 본부장이 이를 우려하였다는 사실은 놀랍지 않습니다. 예컨대, 이는 2015년 6월 초 어느 한국 애널리스트가 메이슨에 송부한 이메일에 반영되어 있는데, 이러한 이메일에 위 애널리스트는 “엘리엇은 ISD(투자자-국가-분쟁) 소송을 고려하고 있다는 것 또한 시장에 흘러, 국내 및 해외 투자자들을 압박하거나 유인/매수하여 그들의 편을 들도록 유도하고 있습니다”라고 기재하였습니다.”⁴⁴ [REDACTED] 전 본부장은 한국이 외국계 헤지펀드에 부당한 행위를 했다고 생각해 협약에 따른 청구를 우려한다고 하지 않았습니다. 그가 우려한 이유는 엘리엇이 그 행동주의 캠페인의 일환으로 이와 같은 청구를 고의로 위협하였기 때문입니다.

23. 중재판정부 질문 5는 아래와 같습니다.

국민연금이 본건 합병 표결 전에 그 의사결정 과정에서 국민연금이 본건 합병에 찬성 또는 반대 투표한 결과로 다른 삼성물산 주주들에게 미칠 수 있는 영향을 고려하였음을 보여주는 증거가 기록에 있는가?

24. 이를 보여주는 증거는 기록에 없습니다. 기록에 따르면, 국민연금은 의사결정 과정에서 (국민연금 지침에 따라) 삼성물산의 다른 주주들과 같은 제 3자가 아닌 국민연금의 재무적 이익을 위해 본건 합병의 결과를 고려하였습니다. 국민연금은 [REDACTED] 종합적인 문건을

⁴² 1 일차, 93:11-16 (청구인들의 모두진술).

⁴³ 청구인들의 모두진술 발표자료, 제 174 면, [REDACTED] 피고인신문조서, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 2017. 5. 17., C-203, 제 3 면[제 54 면]을 인용함.

⁴⁴ J. Hong 이 S. Kim 에게 송부한 2015. 6. 9.자 이메일에 포함된, J. Hong 이 미공개 수신자들에게 송부한 2015. 6. 9.자 이메일, R-411, 제 1 면 (강조표시 추가).

작성하였습니다.⁴⁵ 해당 문건은 삼성물산에 대한 국민연금의 공동 주주들에 대한 본건 합병의 영향을 고려하지 않았습니다. 이와 마찬가지로, 투자위원회의 심의는 본건 합병이 “[REDACTED]”에 기여하는지 여부에 집중하였습니다.⁴⁶

25. 본건 합병을 승인한 투자위원들이 한국 법원에서 한 증언은 그들이 국민연금의 포트폴리오에 대한 본건 합병의 영향을 기초로 결정을 내렸다는 사실을 확인해 줍니다.

a) [REDACTED]은 그가 “[REDACTED]”
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]”하였다고 진술하였습니다.⁴⁷

b) [REDACTED]은 그가 “[REDACTED]”
[REDACTED]
[REDACTED]”이라고 진술하였습니다.⁴⁸

c) [REDACTED]는 [REDACTED] “[REDACTED]”
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]”다고 설명하였습니다.⁴⁹

⁴⁵ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., R-202.

⁴⁶ [REDACTED]의 투자위원회 회의록, 2015. 7. 10., C-145, 제 9 면.

⁴⁷ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 17., R-485, 제 4 면 (인용된 질문에 동의함) (강조표시 추가).

⁴⁸ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 10., (C-171 수정 및 추가 번역본), R-483, 제 4 면 (강조표시 추가).

⁴⁹ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., R-482, 제 2 면 (강조표시 추가).

d) [REDACTED]은 투자위원회가 “[REDACTED]”와 “[REDACTED]”
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]” 고려하였다고 진술하였습니다.⁵⁰

II. 한국은 국제관습법상 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다

A. 메이슨은 국민연금의 지원을 통해 승인되는 경우를 포함한 합병이 승인될 위험을 감수하였습니다

26. 투자자는 자발적으로 감수한 위험으로 인해 발생한 손해의 배상을 위해 투자협정을 이용할 수 없습니다.⁵¹ 심리에서의 진술 내용뿐만 아니라 당시 기록은 메이슨이 본건 합병이 성사될 위험을 감수하였음을 보여줍니다.

1. 메이슨은 본건 합병이 승인될 위험을 감수하였습니다

27. 많은 국제 애널리스트들은 특히 본건 합병이 삼성그룹의 구조조정의 중요한 단계이고 이에 따라 본건 합병 그 자체 이상의 경제적 이익을 창출할 것이므로, 본건 합병이 성사될 것이라고 예측하였습니다. 본건 합병 발표일에 메이슨은 스위스 은행 UBS로부터 본건 합병이 “그룹지분, 제일모직과의 합병에 따른 이익에 대한 시장 기대 및 자금의 풋스트라이크(put strike)를 고려할 때 합병이 이루어질 가능성이 있다”는 보고를 받았습니다.⁵² 또 다른 호주의 투자은행인 Macquarie는 본건 합병을 “제일모직과 삼성물산 모두에게 윈윈”이라고 표현하였습니다.⁵³ 메이슨은 이러한

⁵⁰ [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., **R-481**, 제 3면 (강조표시 추가).

⁵¹ 반박서면, 제 309-315 항; 재반박서면, 제 318-321 항 참조. 메이슨의 주장과는 반대로 이 원칙은 “통상적인 상업적 위험”에 국한되지 않습니다. 청구인들의 반박서면, 제 207 항; 재반박서면, 제 320-321 항 참조. *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-96**, 제 IV 부, 제 D 장, 제 9 항도 참조.

⁵² S. Kim 이 M. Martino 등에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일에 포함된, S. Kim 이 S. Kim 에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일, **R-391**, 제 3면 (UBS 분석 보고서의 요약).

⁵³ C. Hwang(Macquarie)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 3. 26.자 이메일, **R-388**, 제 1면. E. Gomez-Villalva 가 J. Hong (Macquarie Securities)에게 송부한 2015. 5. 26 자 이메일에 포함된, J. Hong 이 E. Gomez-

분석 보고서를 삼성물산 주식 취득 전후로 받았습니다. 예컨대, 미국 투자은행인 J.P. Morgan 은 본건 합병이 승인되기 약 2 주 전인 2015 년 6 월 30 일 “국민연금의 승인 가능성...으로 인해 합병이 성사될 가능성이 크다”고 서신으로 알렸습니다.⁵⁴

28. 한국 애널리스트들은 메이슨과의 이메일 교신에서 유사한 의견을 밝혔습니다. 본건 합병 발표 다음날, 금융회사인 한국투자증권 뉴욕현지법인(“**KIS America**”)은 메이슨에 “삼성물산 주식은 상승할 것이고, [본건 합병은] 통과되어야” 한다는 자문을 제공하였습니다.⁵⁵ 이러한 의견은 대부분의 국내 애널리스트들의 의견과 일치하였습니다. 본건 합병이 승인되기 직전에 실시된 조사에서 22 개 중 21 개 증권사 애널리스트들은 “합병을 긍정적으로 평가”하였습니다.⁵⁶ 이러한 애널리스트들은 18 개월 후인 2016 년 11 월에 돌이켜 보더라도 이와 같은 긍정적인 평가를 유지하였습니다.⁵⁷
29. Garschina 는 심리에서 이러한 “엄청난 양의 다른 사람들의 의견”은 메이슨에게 전혀 의미가 없었다고 주장한 바 있습니다.⁵⁸ 그러나, 모든 분석 보고서를 배제하고자 하는 이러한 모든 시도는 메이슨이 정기적으로 “한국 및 해외 브로커들의 애널리스트

Villalva 에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일, **R-387**, 제 2 면 (“현재 운용 및 주가 실적에 더 큰 영향을 미칠 것으로 보여 소액주주의 입장과 ■씨 일가의 이해관계가 일치하며, 따라서 이번 거래가 긍정적으로 작용할 수 있을 것이라는 분석입니다.”)도 참조.

⁵⁴ S. Kim 이 M. Martino 등에게 송부한 2015. 6. 30.자 이메일에 포함된, S. Kim 이 S. Kim 에게 송부한 2015. 6. 30.자 이메일, **R-436**, 제 4 면. 동 이메일, 제 1-2 면((투자은행인) UBS Securities 의 분석을 “이번 합병으로 제일모직을 사실상 그룹의 지주회사로 만들고, 삼성그룹의 지주회사 지배구조를 단순화할 수 있다.”고 요약함)도 참조.

⁵⁵ H. Sull(KIS America)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 27.자 이메일, **R-394**. KIS 는 2015 년 6 월 초 메이슨이 삼성물산 주식을 매수하는 과정에서 이러한 조언을 되풀이하였습니다. H. Sull 이 S. Kim 등에게 송부한 2015. 6. 5.자 이메일, **C-122** 참조.

⁵⁶ 윤상호, “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?”, 2015. 7. 8., **R-194**.

⁵⁷ 김지현 및 이건혁, “삼성물산 합병 찬성했던 증권사 상당수 ‘지금 판단해도 찬성’”, 2016. 11. 26., **R-232**, 제 1-2 면 참조.

⁵⁸ 2 일차, 318:5-10 (Garschina 에 대한 반대신문) (“다시 말하지만, 모든 사람들이 이에 대해 의견이 있었고, 제 의견은, 제가 누차 말하지만, 엄청난 양의 다른 사람들의 의견이 있었다고 해도 제가 강력한 [반대] 의견을 가지고 있었다는 사실에는 변함이 없습니다...”).

보고서를 검토”하였다고 설명한 Garschina 의 증인진술서와 상충됩니다.⁵⁹ 여하튼, 심리에서 Garschina 는 시장 애널리스트의 과반수가 본건 합병에 찬성 의견을 가졌고, 메이슨이 이러한 의견에 대해 인지하고 있었다는 점을 부정하지 않았습니다.⁶⁰

30. 메이슨 측 전문가인 Duarte-Silva 박사도 심리에서 “[본건 합병] 표결이 승인될 것이라고 널리 예상”되었고, 메이슨이 본건 합병의 조건과 승인 가능성이 모두 반영된 가격에 삼성물산 주식을 취득했다고 확인하였습니다.⁶¹ 2015 년 중반 삼성물산 및 제일모직의 주가 동향에 본건 합병의 승인 가능성에 대한 시장 기대가 반영되었는지 여부에 관한 질문에 Wolfenzon 교수는 그렇다고 답변하였습니다.⁶²

2. 메이슨은 국민연금이 본건 합병을 승인할 위험을 감수하였습니다

31. 메이슨은 그가 삼성물산 주식을 매수(하고 이를 보유)하였을 때 본건 합병에 대하여 국민연금이 승인할 위험도 감수하였습니다. 여러 시장 애널리스트들은 메이슨에 국민연금의 승인 가능성에 대하여 조언하였습니다. 예컨대, KIS America 는 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 불리할 수 있지만, “국민연금이 삼성물산의 주주...로서 기업구조재편을 추진하고 있고, 삼성물산 측과 협의했을 가능성이 있어 합병에 찬성할 것으로 보인다”는 의견을 밝혔습니다.⁶³ 이와 마찬가지로, 다른 국내

⁵⁹ Garschina II, CWS-3, 제 4, 18 항 (“메이슨 내부 팀은 정기적으로 만나 삼성의 성과에 대해 논의했고, 한국 및 해외 브로커들의 애널리스트 보고서를 검토했으며, 회사들을 위한 모델을 준비하고 편성했습니다.”). Garschina III, CWS-5, 제 6 항도 참조.

⁶⁰ 예컨대, 2 일차, 285:2-7 (Garschina 에 대한 반대신문) (문: “그렇다면, 본건 합병이 발표된 직후의 반응을 보면, 본건 합병이 무산될 가능성이 있다고 보고한 애널리스트는 없었고, UBS 는 본건 합병이 성사될 것이라고 예상하였지요? 답. 누구나 자기만의 의견을 가질 수 있죠. 그들의 생각은 제 의견이 아닙니다...”). 참조.

⁶¹ 4 일차, 610:3-5 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“[메이슨]은 본건 합병의 조건이나 본건 합병비율과 본건 합병의 성사 가능성이 반영된 특정 가격에 주식을 매수하였습니다.”); 4 일차, 616:24-617:1 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“이 표결이 승인될 것이라고 많은 사람들이 예상하고 있었다는 점을 기억해야 합니다. 아주 많은 사람들이 이와 같이 예상했죠. 실제로, 시장은 작은, 매우 근소한 표차에 많이 놀랐습니다...”).

⁶² 5 일차, 917:21-25 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 이러한 동향은 본건 합병이 성사될 가능성에 관한 시장의 기대를 반영하나요? A. 가능성, 네, 맞습니다. 문. 무산되기보다는 성사될 가능성인 거죠? A. 네.”).

⁶³ H. Sull(KIS America)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 27.자 이메일, R-394.

애널리스트들도 “국민연금이 합병에 찬성할 것으로 본다”고 메이슨에 조언하였습니다.⁶⁴

32. 기록에 따르면, 메이슨은 이러한 조언을 받아들였습니다. 메이슨은 2015년 6월 내부적으로 본건 합병에 대한 주주 표결의 예상 결과를 작성하였는데, 이때 국민연금이 “찬성” 투표를 할 것으로 기록하였습니다.⁶⁵ 국민연금이 본건 합병을 승인하기 수일 전인 2015년 7월 초에 작성된 다른 기록에서도 메이슨은 국민연금이 “찬성” 투표를 할 것이라고 예측하였습니다.⁶⁶ 또한, 메이슨은 국민연금이 본건 합병에 관한 결정을 전문위원회에 부의한다고 하더라도, “국민연금 위원회는 합병을 찬성하는 쪽에 기대는 것”으로 보인다고 하였습니다.⁶⁷ 한국은 그 재반박서면에서 이러한 문서들을 강조하였고,⁶⁸ 메이슨은 그 모두진술에서 이에 대하여 답변하지 못하였습니다.
33. Garschina는 반대신문 과정에서 메이슨의 주주 표결 예상 결과가 타인의 것일 수 있고, 메이슨이 내부 이메일에서 이를 단순히 복사해왔을 수 있다고 시사함으로써 메이슨의 주주 표결 예상 결과의 신뢰성에 대한 의혹을 제기하려고 하였습니다.⁶⁹ 이러한 주장은 신뢰할 수 없습니다. 메이슨이 당시에 교환한 이메일은 이러한 예상 결과를 “우리 측 예상”이라고 분명히 지칭하고 있습니다.⁷⁰

⁶⁴ E. Gomez-Villalva가 M. Martino에게 송부한 2015. 6. 9.자 이메일에 포함된, E. Gomez-Villalva가 M. Martino에게 송부한 2015. 6. 9.자 이메일, **C-126**, 제 1면.

⁶⁵ J. Lee가 A. Demark등에게 송부한 2015. 6. 15.자 이메일, **R-419**, 제 1면.

⁶⁶ J. Davies가 I. Ross 및 J. Lee에게 송부한 2015. 7. 7.자 이메일, **R-447**, 제 1면.

⁶⁷ J. Lee가 K. Garschina등에게 송부한 2015. 6. 24.자 이메일, **R-429**. R. Song (삼성증권)이 J. Lee 및 S. Kim에게 송부한 2015. 7. 6.자 이메일, **R-444**도 참조.

⁶⁸ 재반박서면, 제 25(b), (d), (e), 30(c), 324, 332-333 항.

⁶⁹ 2일차, 319:20-320:22 (Garschina에 대한 반대신문).

⁷⁰ J. Lee가 K. Garschina에게 송부한 2015. 6. 10.자 이메일, 삼성물산 의결권 시트가 첨부됨, **C-128**, 제 1면 (“아래와 같이 투표에서 찬반이 어떻게 나올지 예상한 수치를 %로 적어 보았습니다.”).

34. 메이슨이 내부적으로 국민연금이 본건 합병을 승인할 가능성이 있다고 예측했다는 점은 메이슨이 위험을 감수하였음을 시사합니다. 메이슨은 국민연금의 “찬성” 투표 가능성을 예상하고 삼성물산 주식을 취득(하고 보유)하였으므로, 메이슨은 이제 와서 국민연금이 실제로 “찬성” 표결한 것에 대하여 이의를 제기할 수 없습니다.

3. 메이슨은 본건 합병에 관한 국민연금의 입장이 정부의 영향을 받을 위험을 감수하였습니다

35. 메이슨은 심리에서 자신이 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 과정에서 주장되는 정부 개입 위험을 감수했을 리가 없다고 재차 진술하였습니다.⁷¹ 이러한 주장은 핵심을 놓치고 있습니다. 앞서 살펴본 바와 같이, 메이슨은 국민연금이 본건 합병을 지지할 가능성을 예상하고 삼성물산에 투자하였고, 국민연금이 이와 같은 결정을 내리게 된 이유를 불문하고 이와 같은 투자를 진행하였습니다. 따라서, 메이슨은 그 이유가 어떻든 국민연금이 본건 합병을 지지할 위험을 감수한 것입니다.⁷² 백 번 양보하더라도, 메이슨은 본건 합병에 대한 국민연금의 결정이 한국 정부의 영향을 받을 수 있다는 위험을 감수한 것입니다. 예컨대, 메이슨 소속 애널리스트는 2015년 6월 초 내부 이메일에 “오늘 제가 접촉한 한국인(애널리스트들과 sales 들)은 국민연금이 합병에 찬성할 것으로 본다고 전하였습니다 ... 논점은 1) 정부는 삼성의 구조조정을 지원함, 2) 국민연금은 친정부 성향을 보임...”이라고 기재하였습니다.⁷³ 이는 한국 정부가 국민연금으로 하여금 본건 합병을 지지하도록 그 (실질적이거나 감지된) 영향력을 행사할 수 있음을 메이슨이 인지하고 있었고, 따라서 이와 같은 위험을 감수하였음을 보여줍니다.

B. 국민연금은 자신의 주주의결권을 행사함에 있어 메이슨에 대하여 그 어떠한 의무도 부담하지 않았으므로 메이슨은 그 어떠한 특정한 대우도 받을 자격이

⁷¹ 1 일차, 66:17-67:23 (청구인들의 모두진술).

⁷² 재반박서면, 제 318-336 항도 참조.

⁷³ E. Gomez-Villalva 가 M. Martino 에게 송부한 2015. 6. 9.자 이메일에 포함된, E. Gomez-Villalva 가 K. Garschina 에게 송부한 2015. 6. 8.자 이메일, C-126 (강조표시 추가).

없었습니다 (중재판정부 질문 4)

36. 중재판정부 질문 4 은 아래와 같습니다.

국제법 및/또는 한국법은 상장회사의 주주가 자신의 의결권을 행사함에 있어 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 요구하는가? 국제법 및/또는 한국법상 의결권 행사에 대한 제한이 존재하는가?

37. 이하 논의하는 바와 같이, 국제법 또는 한국법상 이와 같은 요건은 존재하지 않습니다. 국제법 또는 한국법상 의결권 행사에 대한 제한은 이 사건과 무관합니다.

1. 국제법은 주주로 하여금 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 요구하지 않습니다

38. 한국이 알기로는 국제법상 상장회사의 주주가 자신의 의결권을 행사함에 있어 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 하는 요건은 존재하지 않습니다. 대우의 최소기준에 관한 메이슨의 주장은 이와 같은 요건을 전제로 하고 있지만, 메이슨은 심리 전 제출서면에서 이를 뒷받침하는 그 어떠한 법률증거도 제공하지 못하였습니다. 한국은 자신의 제출서면을 작성하는 과정에서 이와 같은 법률증거를 검색하였으나 찾지 못했습니다.

39. 한국은 그 반박서면에서 “메이슨은 기업지배구조에 관한 의결권 행사를 할 때 민간 기업의 한 소수주주가 다른 소수주주들의 경제적 이익이나 복리에 대하여 일반적인 고려를 하도록 요구하는 국제법 또는 한국법상의 근거를 제시하지 못하고 있”다고 기재하였습니다.⁷⁴ 메이슨이 제출한 청구인들의 반박서면은 이와 같은 내용을 무시하고 또 다시 그 어떠한 국제법상 증거도 제공하지 않았습니다. 한국의 재반박서면은 메이슨이 이러한 핵심 쟁점을 다루지 않았다고 강조하였으나,⁷⁵

⁷⁴ 반박서면, 제 328 항.

⁷⁵ 재반박서면, 제 7 항(“한국이나 국민연금은 국민연금의 주주 의결권 행사 당시 (삼성물산의 공동 주주로서) 메이슨의 이익을 고려할 의무가 없었습니다. ... [메이슨이 제출한] 청구인들의 반박서면은 주의의무에 관한 이러한 주요 사안에 대해서는 어떠한 답변도 내놓고 있지 않습니다.”, 제 346 항. 1 일차, 140:10-141:2 (피청구국의 모두진술)도 참조.

메이슨은 이를 그 모두진술에서 또다시 무시하였습니다. 따라서, 메이슨은 이와 같은 국제법 요건을 입증할 자신의 책임을 이행하지 못하였습니다.

40. 공동 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 하는 국제법상 요건이 존재한다고 가정하더라도, 이는 이 사건에 적용되지 않을 것입니다. 그 이유는 이하 논의하는 바와 같이 한국법상에는 이에 해당하는 요건이 존재하지 않으며, FTA 는 외국인 투자자에게 “국내법에 따른 국내투자자보다...투자보호에 대한 더 큰 실질적인 권리를” 부여하지 않기 때문입니다.⁷⁶ 한국에 있는 국내 주주가 자신의 공동 주주들에게 의결권을 행사함에 있어 자신의 경제적 이익을 고려하도록 요구할 실질적인 권리가 없다는 점을 고려했을 때, (이러한 권리가 국제법상 존재하지 않지만 설사 존재한다고 가정하더라도) 외국인 주주들도 FTA 하에서 이와 같은 실질적인 권리를 가질 수 없습니다.

2. 한국법은 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 주주에게 요구하지 않습니다

41. 한국법상 주주는 주주의결권을 행사함에 있어 다른 주주들의 경제적 이익을 고려할 의무가 없습니다. 국내 기업 주주들은 다른 주주들에 대하여 어떠한 신인의무를 부담하지 않으며, 지배주주인 경우에도 소수주주에 대하여 신인의무를 부담하지 않습니다. 한국은 그 반박서면에서 이와 같은 명제에 대한 법률근거를 제시하였고,⁷⁷ 메이슨은 그 청구인들의 반박서면이나 심리에서 이러한 근거에 이의를 제기하지 않았습니다.
42. 국민연금 지침도 국민연금으로 하여금 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하도록 요구하지 않습니다. 오히려, 국민연금 지침은 오직 국민연금기금의 수익자들의

⁷⁶ 협정, **CLA-23**, 서문 (“국내법에 따른 투자자 권리의 보호가 미합중국에 있어서와 같이 이 협정[FTA]에 규정된 것과 같거나 이를 상회하는 경우, 외국 투자자는 국내법에 따른 국내투자자보다 [FTA 로써] 투자보호에 대한 더 큰 실질적인 권리를 부여받지 아니한다는 것에 동의하면서”) (강조표시 추가).

⁷⁷ 반박서면, 제 497 항, 각주 950 참조, 최문희, 의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점, 57(2) 서울대학교 법학(2016), **RLA-185**, 제 244 면(한국에서는 주주가 회사나 다른 주주들에 대하여 신인의무를 부담하지 않는 것이 일반적으로 인정됨을 언급함)을 인용함.

이익만을 보호하도록 규정하고 있습니다.⁷⁸ 이에 대해서는 다툼이 없습니다. 메이슨은 국민연금이 “한국의 연금 가입자들의 최대 이익을 위하여 합리적으로 주주권을 행사하도록” 요구되었음을 인정하였습니다.⁷⁹

3. 권리남용에 관한 법리는 이 사건에 적용되지 않습니다

43. 한국법상 주주의 의결권 행사는 (다른 모든 권리의 행사와 마찬가지로) 남용적이어서는 안 됩니다. 한국법상 권리남용의 기준은 “주관적으로 그 권리행사의 목적이 오직 상대방에게 고통을 주고 손해를 입히려는 데 있을 뿐 행사하는 사람에게 아무런 이익이 없[고]...객관적으로는 그 권리행사가 사회질서에 위반된다고 볼 수 있[다]”는 점이 입증되어야 하므로 엄격합니다.⁸⁰ 한국은 원고가 주주의 의결권 행사를 권리남용이라고 주장하여 승소한 사건은 물론, 이러한 주장이 제기된 국내 법원 사건에 대하여 알지 못합니다.
44. 국제법상 권리남용의 법리도 (“따라서, 오직 상대방에게 손해를 입히기 위한 목적으로...권리를 행사하는 것은 금지된다”는 원칙에 부합하는) 이와 유사한 한계를 부여할 것으로 보입니다.⁸¹ 한국은 이러한 법리가 주주 의결권에 적용된 사건에 대하여 알지 못합니다.
45. 여하튼, 국민연금이 본건 합병에 대하여 자신의 주주 의결권을 행사한 것은 분명

⁷⁸ 반박서면, 제 496 항. 의결권행사지침은 기금이 “국민연금 가입자·가입자였던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게” 그리고 “장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로” 의결권을 행사할 것을 요구합니다. 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-75 수정번역본), R-55, 제 3조 및 제 4조 (강조표시 추가). 기금운용지침은 “가입자의 부담...완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구”하는 방식으로 기금이 운용될 것을 요구합니다. 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9., (C-6 수정번역본), R-144, 제 4조 (강조표시 추가). 기금운용규정은 의결권이 “기금자산의 증식을 목적으로 행사”될 것을 요구합니다. 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., R-117, 제 36조 제 1 항.

⁷⁹ 수정 청구서면, 제 50 항 (강조표시 추가). 1 일차, 62:17-63:1 (청구인들의 모두진술) (“[국민연금은] 그가 모든 사안에 대한 결정을 수익성 등 그 운용 원칙에 따라 공익을 위한 방식으로, 그리고 분명 국민연금이 신인의무를 부담하는 한국의 연금가입자들의 최선의 이익을 위하는 방식으로 내릴 수 있도록 보장하기 위해 마련된 지침과 운용원칙을 가지고 있습니다.”) (강조표시 추가)도 참조.

⁸⁰ 대법원 2015. 3. 20. 선고 2012 다 17479 판결, R-558, 제 5 면도 참조.

⁸¹ Bin Cheng, General Principles of Law (1953) RLA-40, 제 122 면. 동 논문, 제 121 면도 참조.

남용적이지 않았으므로 이러한 법리는 이 사건에는 적용되지 않습니다. 기록은 국민연금의 투표가 “오직” 메이슨은 물론 삼성물산에 대한 공동 주주들에게 “고통을 주고 손해를 입히려는 데” 목적이 있었을 뿐이라는 점을 입증하지 않습니다.⁸² 반대로, 한국의 이전 제출서면과 이하 내용에서 알 수 있듯이, 국민연금은 본건 합병이 (전체 삼성그룹에 걸쳐, 그리고 특히 삼성전자에 대하여 그가 보유하고 있는 상당한 지분을 포함한) 국민연금기금의 포트폴리오에 미치는 재무적 영향을 고려하였고, 본건 합병을 승인할 만한 타당한 경제적 이유가 있었으므로 이를 승인하였습니다.⁸³

4. 메이슨은 본건 합병에 대한 국민연금의 주주 의결권 행사와 관련하여 그 어떠한 특정한 대우도 받을 자격이 없었으므로 메이슨의 주장은 성립되지 않습니다

46. 국민연금이 그 주주 의결권을 행사함에 있어 메이슨의 이익을 고려할 의무가 없다는 점은 대우의 최소기준에 관한 메이슨의 주장에 치명적입니다.⁸⁴ 국민연금의 이러한 의무 없이는 메이슨이 국민연금으로부터 특정한 유형의 대우를 기대할 근거가 없었고, 이에 따라 한국이 국제관습법상 최소기준의 대우를 메이슨에게 부여하지 못하였다고 주장할 근거가 없었음을 의미합니다. 한국이 심리에서 강조한 *Al-Warraq v. Indonesia* 사건 중재판정부의 판정 이유는 이러한 맥락에서 참고할 수 있습니다.⁸⁵

C. 한국 법원에 의해 확인된 바와 같이 투자위원회에 본건 합병을 부의한 것은

⁸² 본 심리 후 주장서면, 제 43 항; 대법원 2015. 3. 20. 선고 2012 다 17479 판결, **R-558**, 제 5 면 참조.

⁸³ 본 심리 후 주장서면, 제 59-66 항; 반박서면, 제 183-190 항; 재반박서면, 제 378-379 항; 1 일차, 134:3-136:9 (피청구국의 모두진술) 참조.

⁸⁴ 재반박서면, 제 346 항; 반박서면, 제 326-332 항 참조.

⁸⁵ *Al-Warraq* 사건에서 청구인은 자신이 주식을 보유하는 은행의 부실경영에 대하여 인도네시아 중앙은행이 적절한 조치를 취하지 않음으로써 공정하고 형평성 있는 대우를 부여하지 못하였다고 주장하였습니다. 중재판정부는 “중앙은행의 주된 주의의무는 은행이나 주식시장의 중간지배회사를 통한 기타 금융기관의 주식을 매수한 포트폴리오 투자자에 대한 것이 아닌, 은행의 예금자들에 대하여 부담하는 것”이라고 판단하였습니다. 중앙은행이 청구인에 대하여 부담하는 의무가 없었으므로 중재판정부는 청구인의 청구를 기각하였습니다. *Hesham T.M. Al-Warraq v. Indonesia*, 임시중재판정부, UNCITRAL, IIC 718, 최종 판정, 2014. 12. 15., **RLA-150**, 제 619 항.

국민연금 지침에 따라 이루어졌습니다

47. 메이슨은 그 모두진술에서 한국이 국민연금 지침에 위반하여 본건 합병에 대한 국민연금의 결정을 전문위원회에서 투자위원회로 임의로 우회함으로써 FTA 제 11.5 조를 위반하였다는 자신의 주장을 반복하였습니다.⁸⁶ 이러한 주장은 대우의 최소기준에 관한 메이슨의 주장의 핵심입니다.⁸⁷
48. 본건 합병을 투자위원회에 부의한 것과 이를 전문위원회에 부의하지 않고자 한 투자위원회의 결정은 모두 국민연금 지침에 따라 이루어진 것이므로 메이슨의 주장은 성립되지 않습니다. (국민연금 지침을 구성하는) 의결권행사지침과 기금운용지침은 이러한 내용과 일치합니다.
- a) 의결권행사지침 제 8 조 제 1 항에 따르면, “[국민연금]기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 ... 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사”되어야 합니다.⁸⁸ 제 8 조 제 2 항은 만약 투자위원회가 “[특정 안전에 대하여] 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한” 경우, 이러한 안전은 전문위원회에 부의된다고 규정합니다.⁸⁹ 투자위원회가 어느 안전이 곤란하다고 간주하기 위해서는 우선 해당 안전에 대하여 심의해야 합니다. 국민연금 지침은 일부 안전은 투자위원회에 의한 사전 심의 없이 전문위원회에 부의되어야 한다고 규정하고 있지 않습니다.
- b) 기금운용지침 제 17 조 제 5 항은 주주 “의결권행사는 원칙적으로 공단에서

⁸⁶ 1 일차, 61:14-62:6 (청구인들의 모두진술) (“이 계획은...국내법 또는 정책의 중대한 침해를 수반하였습니다. ... [■■■■ 전 장관]은 ■■■■ 전 본부장에게 SK 합병을 거부한 전문위원회가 아닌 투자위원회로 하여금 삼성 합병을 결정하도록 하라고 지시하였습니다. 이는 노골적인 중대한 직권남용이고, 형사법원은 이에 동의하였습니다.”).

⁸⁷ 예컨대, 청구인들의 반박서면, 제 41 항 (“본건 합병에 대한 찬성을 보장하려면 국민연금 투자위원회에 사안을 회부하는 방법 밖에 없다는 점을 깨닫자, ■■■■ 대통령의 지시사항을 실행하여야 하는 공직자들은 본건 합병 사안에 있어 전문위원회를 배제한 채 이를 투자위원회에 회부하였습니다.”) (강조표시 추가) 참조.

⁸⁸ 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-75 수정번역본), R-55, 제 8 조 제 1 항 (강조표시 추가).

⁸⁹ 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-75 수정번역본), R-55, 제 8 조 제 2 항 (강조표시 추가).

행사”하고, “공단에서 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건”만 “전문위원회에서 결정”한다고 규정합니다.⁹⁰ 따라서 이러한 절차는 의결권행사지침상의 절차와 동일합니다. 투자위원회가 1 차적으로 의결권 행사 결정을 내리고, 만약 투자위원회에서 어느 안건에 대한 결정을 하기 곤란한 경우, 이러한 안건은 전문위원회에 부의됩니다.

49. 본건 합병의 심의에 대비하여 국민연금은 그 준법감시실의 심의 및 검토를 거쳐 소위 “오픈식” 표결 방식을 채택하였습니다. 오픈식 표결 방식은 투자위원회가 해당 안건(이 경우에는 본건 합병입니다)을 결정하기 곤란한지 여부를 판단할 객관적 근거를 제공하기 위해 고안된 것이었습니다. [REDACTED] 국민연금 운용전략실장은 2015년 7월 10일자 투자위원회 회의에서 오픈식 표결방식에 관해 설명하였습니다. [REDACTED]는 위원회 위원들에게 [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED] [REDACTED].⁹¹

50. 본건 합병이 전문위원회에 부의되었어야 한다는 메이슨의 주장은 투자위원회가 본건 합병을 심의하기 약 3주 전인 2015년 6월 17일에 국민연금이 전문위원회에 부의하여 처리한 SK 합병 안건에 크게 의존합니다.⁹² 그러나, 한국이 심리 전 제출서면과 심리에서 입증한 바와 같이, SK 합병으로는 메이슨이 주장하는 “선례”가 확립되지 않았습니다.

⁹⁰ 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9., (C-6 수정번역본), R-144, 제 17 조 제 5 항 (강조표시 추가). 기금운용지침은 국민연금기금의 의결권을 행사하는 국민연금(또는 기금운용본부)내 관련 의사결정기구를 특정하고 있지 않습니다. 삼성물산의 경우와 같이, 기금이 회사의 지분을 3% 이상 보유한 경우, 투자위원회가 그 의결권을 행사합니다. 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2014. 8. 20., CLA-151, 제 40 조 제 1 항 참조. 재반박서면, 제 73 항, 각주 139 도 참조.

⁹¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록,” 2015. 7. 10., R-201, 제 14-15 면.

⁹² 1 일차, 34:20-35:7 (청구인들의 모두진술); 1 일차, 45:16-24 (청구인들의 모두진술).

51. 첫째, SK 합병을 전문위원회에 부의한 것은 일반적인 경우가 아닌 예외였습니다.⁹³
[REDACTED]
[REDACTED].⁹⁴ 국민연금의 SK 합병 처리방식은 국민연금이 전문위원회에 책임을 떠넘기고 “국민연금의 이익과 배치되는” 행위라는 비난을 국내 여러 언론으로부터 받았습니다.⁹⁵
52. 둘째, 국민연금 지침에는 절차상의 “선례”에 관한 제도가 존재하지 않습니다. 오히려, 주주 의결권 행사에 관한 적절한 절차는 앞서 기술한 것과 같습니다. 투자위원회가 1 차적으로 의결권 행사 결정을 내리고, 만약 투자위원회에서 어느 안건에 대해 결정을 하기 곤란한 경우, 이러한 안건은 전문위원회에 부의됩니다.⁹⁶ SK 합병이 전문위원회에 부의되었다고 해서 삼성물산-제일모직 합병도 부의되었어야 함을 의미하지는 않습니다.
53. 셋째, 메이슨의 주장과 달리, SK 합병은 삼성물산-제일모직 합병과 “사실상 동일”하지 않습니다.⁹⁷ 메이슨은 이와 같이 주장하는 유사성의 증거로 “[REDACTED]”하다고 기재된 국민연금 내부 문건을 언급합니다.⁹⁸ 그러나, 이러한 내용은 위 2 건의 합병 간의

⁹³ 1 일차, 164:8-18 (피청구국의 모두진술).

⁹⁴ 국민연금, “2010~2016 년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황,” 날짜미상, **R-333**; 1 일차, 164:8-18 (피청구국의 모두진술).

⁹⁵ 김장환, “투자수익 외면한 채 SK 합병 반대한 국민연금,” 더벨, 2015. 6. 26., **R-169**, 제 2 면. 채수환, “ISS 도 SK 합병 찬성했는데 국민연금만 나홀로 반대해,” 매일경제, 2015. 6. 24., **R-160**; 홍정표, “세계, ISS 도 찬성한 SK 합병에 국민연금이 반대하다니,” 머니투데이, 2015. 6. 24., **R-161**; 심재현, “국민연금, SK 합병 반대하는 진짜 이유,” 머니투데이, 2015. 6. 25., **R-166** 를 인용한 재판박서면, 제 126 항도 참조.

⁹⁶ 메이슨이 언급하는 국민연금 문건도 SK 합병의 처리로 “선례”가 확립되었음을 보여주지 않습니다. 이 문건에는 [REDACTED]고 기재되어 있습니다. 재판박서면, 제 122 항; 기금운용본부, “SK(주)와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토,” 날짜미상 (**C-127** 수정번역본), **R-539**, 제 1 면 참조.

⁹⁷ 1 일차, 34:20-25 (청구인들의 모두진술); 1 일차, 45:16-24 (청구인들의 모두진술).

⁹⁸ 기금운용본부, “SK(주)와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토,” 날짜미상 (**C-127** 수정번역본), **R-539**,

실질적 차이를 없애지 않습니다. [redacted]이 반대신문 과정에서 설명한 바와 같이, 전문위원회는 자사주 소각을 비윤리적이라고 간주하였고, 동 위원회는 주로 이에 대한 우려를 근거로 SK 합병에 반대하였습니다.⁹⁹ 삼성물산-제일모직 합병에서는 이러한 자사주 문제가 없었습니다.

54. 심리기일의 증인진술 내용도 국민연금 지침에 관한 한국 측 입장을 확인합니다. 김성수 교수는 판단하기 “곤란한” 사안인지 여부 및 이에 따른 해당 사안의 전문위원회 부의 여부는 투자위원회에서 결정한다고 설명하였습니다.¹⁰⁰
55. [redacted]은 그와 다른 전문위원들이 본건 합병을 부의하지 않고자 한 투자위원회의 결정에 대하여 비판적이나, 부의하지 않은 행위를 국민연금 지침의 위반으로 보지 않고 “아쉬움”이 있는 행위라고 생각한다고 진술하였습니다.¹⁰¹ 이와 같은 입장은 2015년 7월 14일자 전문위원회 보도자료에 반영되었습니다.¹⁰² 메이슨은 그 모두진술에서 전문위원회 간사인 [redacted] 과장의 압력으로 인해 본건 합병을 부의하지 않은 행위에 관한 보도자료의 문구가 국민연금 지침의 “위반”을 비난하는 내용에서 “아쉬움”을 표시하는 내용으로 수정되었다고 주장하였습니다.¹⁰³ 그러나, 반대신문 과정에서 [redacted]은 문구가 수정된 이유가 [redacted] 과장의 압력 때문이 아닌,

제 1면, 1 일차, 45:16-21 (청구인들의 모두진술)도 참조.

⁹⁹ 3 일차, 483:7-24, 491:10-492:7 ([redacted]에 대한 반대신문).

¹⁰⁰ 본 심리 후 주장서면, 제 48 항 참조. 2 일차, 417:12-15 (김성수 교수에 대한 반대신문) (“[Mayer 교수:] 사안이 곤란한지 아닌지는 누가 결정하나요? [김성수 교수]: 국민연금기금운용본부의 투자위원회에서 결정합니다.”). 메이슨은 심리에서 전문위원회 위원장이 “사안을 [전문]위원회에 부의할 권한과 재량”이 있음을 처음으로 시사하였습니다. 2 일차, 427:15-17 (김성수 교수에 대한 반대신문) (운용지침 제 5 조 제 5 항 제 6 호, C-6 을 언급함)도 참조. 위원장이 이와 같이 주장되는 권한을 행사한 적이 없으므로 이러한 새로운 주장은 메이슨의 입장에 도움이 되지 않습니다. 대신에 위원장은 2015년 7월 14일 전문위원회를 소집하였을 때, 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항을 발동시켰습니다. [redacted]이 의결권 행사 전문위원회의 공동간사들에게 송부한 2015. 7. 10.자 이메일, C-214, 제 1 면 참조.

¹⁰¹ 3 일차, 520:20-521:25 ([redacted]에 대한 반대신문).

¹⁰² 전문위원회 보도자료, 2015. 7. 17., R-459 (“전문위원회 입장에서는 과거 선례나 규정의 취지 등에 비추어 전문위원회에 판단요청을 하지 않은 것에 대해 아쉬움을 표시한다.”).

¹⁰³ 1 일차, 53:12-54:11 (청구인들의 모두진술).

과 다른 위원들이 국민연금 지침 위반의 존부는 “[한국] 법원이 결정해야 한다”는 내용에 동의하였기 때문이라고 설명하였습니다.¹⁰⁴

56. 그 이후 수년 동안 한국 법원 두 곳은 위와 같은 위반이 존재하지 않았다고 판시하였습니다.

a) 서울중앙지방법원은 본건 합병 무효 사건에서 “기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건’인지 여부에 대한 판단을...투자위원회에서 정하는 것이 [국민연금] 지침을 보다 명확하게 따르는 것이라고 보이고”, 이러한 판단을 거친 후에만 “곤란한” 안건이 전문위원회에 부의될 수 있다고 판단하였습니다.¹⁰⁵ 투자위원회 위원 중 과반수가 본건 합병에 찬성 투표하였다는 점을 고려하면, 이러한 사안은 판단하기 “곤란한” 사안이 아니었고, 국민연금 지침에 따라 전문위원회에 부의될 필요가 없었습니다.¹⁰⁶

b) 사건에서 서울고등법원은 국민연금이 “[보건복지부]의 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 고안”하였다고 판시하였습니다.¹⁰⁷

¹⁰⁴ 3 일차, 522:19-25 (에 대한 반대신문).

¹⁰⁵ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-242(재제출)**, 제 38 면 [제 44 면] (“국민연금기금의 의결권행사지침에 의하면, 원칙적으로 주식 의결권은 기금운용본부 내 투자위원회에서 심의·의결하도록 되어 있고, 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건에 관하여 재량적으로 전문위원회에 요청할 수 있는바, ‘기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건’인지 여부에 대한 판단을...투자위원회에서 정하는 것이 위 지침을 보다 명확하게 따르는 것이라고 보이고...”) (강조표시 추가).

¹⁰⁶ 1 일차, 162:7-21 (피청구국의 모두진술); 반박서면, 제 156 항; 재반박서면, 제 76 항.

¹⁰⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243(재제출)**, 제 45 면 (강조표시 추가). 이러한 판결은 대법원 상소심에서 확인되었습니다. 대법원 2022. 4. 14. 선고 2017 도 19635 판결, **R-559**, 제 2-3 면 참조. 서울고등법원은 오픈식 표결 방식이 “어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 표결기관이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식이므로 투자위원회에서 찬성 의결을 이끌어내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없다”고도 판시하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (**CLA-14** 수정 및 추가 번역본), **R-243(재제출)**, 제 20 면

57. 한국 법원의 일관된 판단에 비추어 볼 때, 본건 합병이 그들에게 부의되었어야 한다는 ■■■■■ 및 그 동료 전문위원들의 입장은 근거가 없고, 결국 민간 및 공공 조직에서 일상적으로 일어나는 특별할 것 없는 세력 다툼의 표현이었습니다.
58. 한국법의 적용을 받는 이 사안에 관한 한국 법원의 결정을 뒤늦게 비판할 근거는 존재하지 않습니다. 국제중재판정부는 상소법원이 아니며, “그 국내법의 자체적인 적용 및 해석으로 국내 법원에 의한 적용을 대체”해서는 안 됩니다.¹⁰⁸ 이 사건에서 (주장되기는커녕) 시사되지도 않은 재판 거부(denial of justice)가 없는 한, 이 사건 중재에서는 투자위원회의 표결 방식이 국민연금 지침에 따라 이루어졌다는 결론으로 확정되어야 합니다.¹⁰⁹

D. 국민연금은 메이슨이 내부 문서와 심리에서 직접 인정한 바와 같이 본건 합병을 지원할 만한 타당한 경제적 이유가 있었습니다

59. 국제관습법상 자의적인 행위란 “법률, 정의 또는 합리성에 기초하지 않고, 오직 변덕에 기초한” 행위를 말합니다.¹¹⁰ 합리성에 기초한 국가 조치는 자의적일 수 없습니다. 자의성을 판단함에 있어 중재판정부는 최선의 방책에 관한 어느 국가 당국의 판단을 자신의 판단으로 대체해서는 안 됩니다.¹¹¹ 오히려, 국제중재판정부는

(강조표시 추가). 반박서면, 제 158 항도 참조.

¹⁰⁸ Campbell McLachlan et al., INTERNATIONAL INVESTMENT ARBITRATION (2d ed. 2017), **RLA-195**, 제 7.135 항; *Franck Charles Arif v. Republic of Moldova*, ICSID Case No. ARB/11/23, 판정, 2013. 4. 8., **RLA-140**, 제 441 항 (“국제중재판정부는 최후 상고법원의 역할을 하는 것을 삼가야 한다. 그 자체적인 국내법의 적용 및 해석으로 국내 법원에 의한 적용을 대체해서는 안 된다.”); *Mondev Int’l Ltd. v. United States*, ICSID Case No. ARB(AF)/99/2, 판정, 2002. 10. 11., **RLA-31**, 제 12 항.

¹⁰⁹ *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID Case No. ARB(AF)/97/2, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-84**, 제 99 항.

¹¹⁰ *Cervin Investissements SA y Rhone Investissements SA v. Republic of Costa Rica*, ICSID Case No. ARB/13/2, 판정, 2017. 3. 7., **CLA-98**, 제 523 항 (“중재판정부는 이 사건에서 자의적인 행위에 대하여 법률, 정의 또는 합리성에 기초하지 않고, 오직 변덕에 기초한 행위라는 해석을 채택할 것이다.”) (영문으로 번역된 스페인어 원문: “[E]l Tribunal adoptará en el presente caso la interpretación según la cual una conducta arbitraria es aquella que no responde a la ley, la justicia o la razón, sino que se basa únicamente en el capricho.”).

¹¹¹ 예컨대, *ADF Group Inc. v. United States of America*, ICSID Case No. ARB (AF)/00/1, 판정, 2003. 1. 9., **CLA-87**, 제 190 항 (“중재판정부는 미국 국내행정법에 따라 문제가 되고 있는 미국 조치의 법적 유효성 및 지위를 검토할 권한이 없다. 중재판정부는 미국 조치에 관한 상소심 관할 법원이 아니다.”) (강조표시 누락); *International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 판정, 2006. 1. 26., **RLA-97**, 제 160 항

국내 사안에 있어 국가 당국에 높은 수준의 존중을 보여야 합니다. *S.D. Myers* 사건의 중재판정부는 이와 관련하여 설사 정부가 “실수하거나, 사실관계에 대하여 잘못된 판단을 내리거나, 잘못된 경제사회학적 이론에 기초하여 판단을 내리거나 ... 궁극적으로 효과가 없거나 역효과를 내는 해결책을 채택한 것으로 보인다”고 해도, 이러한 행위는 그 자체로 대우의 최소기준에 대한 위반이 되지 않는다고 판정하였습니다.¹¹²

60. 대우의 최소기준에 관한 메이슨의 주장은 본건 합병이 “국민연금에 명백하게 불리”했다는 점과 이에 따라 본건 합병에 대한 국민연금의 승인이 자의적이었다는 점을 전제로 합니다.¹¹³ 당시 문서들과 *Garschina* 가 심리에서 한 진술내용은 이러한 전제가 잘못되었음을 보여주었습니다. 기록은 삼성물산 주주들에 대한 것을 포함하여, 본건 합병의 이익을 논하는 분석 보고서로 가득합니다.¹¹⁴ 예컨대:

a) *Macquarie* 의 분석 보고서에는 “이번 합병은 제일모직과 삼성물산 모두에게 윈윈(win-win)이 될 전략”이라고 기재되어 있습니다.¹¹⁵ 이 보고서에는 본건 합병으로 인한 삼성물산 주주들의 이익에 관한 의견이 기재되어 있는데, 여기에는 “이번 합병은...양사 간의 건설사업 경쟁을 사실상 없애며, 삼성일가의 핵심보유주로 부상하게 되어 시장에서 프리미엄을 적용받게 될 가능성이 높을 것”이라는 내용이 포함되어 있습니다.¹¹⁶

(“중재판정부가 [국가 실체]가 [제안된 사업운영]을 해석하고 이에 대응하는 방식을 결정할 경우, 순전한 국내법상 사안과 정부가 행정적 사항을 해결해야 하는 방식에 개입하게 되는 것이므로 이는 중재판정부가 결정할 사항이 아니다...”) 참조.

¹¹² *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 중간중재판정, 2000. 11. 13.. **CLA-66**, 제 261 항. 미국 비분쟁당사국 제출서면, 제 14 항도 참조.

¹¹³ 1 일차, 26:19-27:3 (청구인들의 모두진술); 1 일차, 63:7-12 (청구인들의 모두진술) (“본건 합병을 결정함에 있어 국민연금이 따라야 하는 모든 원칙 및 의무는 물론 상식에 따르면 본건 합병에 반대 표결을 했어야 합니다...그러나 부패한 계획으로 인해 국민연금은 이 모든 것을 무시했습니다.”).

¹¹⁴ 재반박서면, 제 512 항 참조.

¹¹⁵ C. Hwang(*Macquarie*)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일, **R-388**, 제 1-2 면.

¹¹⁶ C. Hwang(*Macquarie*)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일, **R-388**, 제 2 면. *Macquarie*

- b) KIS America 는 본건 합병 덕분에 “소액주주와 총수일가의 이해관계가 드디어 일치할 수 있다는 점에서 긍정적”이고 “이러한 디스카운트 요인이 [삼성물산에 대하여] 결국 소멸된다고 가정하면 단기적으로 주가가 급등하는 오버슈팅현상을 기대할 수 있다”고 메이슨에 서신으로 알렸습니다.¹¹⁷
- c) 유진투자증권은 “합병이 이루어지면 삼성물산의 주주들은 향후 그룹의 성장엔진이 될 바이오 분야의 가치를 공유할 수 있게 된다”는 의견을 내놓았습니다.¹¹⁸

61. 애널리스트들은 본건 합병이 특히 국민연금에 경제적 이익이 있다고 생각하였습니다.¹¹⁹ 메이슨 소속 애널리스트들은 이러한 의견에 대해 알고 있었습니다. 예컨대, KIS America 측 애널리스트는 국민연금이 본건 합병을 지원할 가능성이 높은 이유에 대한 기사를 메이슨과 공유하였습니다. 이 기사는 “합병이 한 세대에 한 번 있는 삼성의 리더십 교체에 있어 핵심적인 부분을 차지하기 때문에 최소 12 개 삼성 상장 계열사들에 대한” 국민연금의 “미화 178 억 달러 상당의 지분은 국민연금이 [삼성]물산에 관한 강제성을 부여할 수 있고, 기금은 독립적으로 거래를 평가할 수 없을 것”이라고 설명하였습니다.¹²⁰ 기록에 따르면, [REDACTED]

Research, “Korea strategy: Cheil Industries and Samsung C&T,” K. Wall 이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 6. 1.자 이메일에 첨부됨, **R-398**, 제 5 면; C. Hwang (Macquarie Securities)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일, **R-390** 도 참조.

¹¹⁷ CLSA, “디스카운트 요인 소멸,” S. Kim 이 M. Martino 등에게 송부한 2015. 5. 26.자 이메일에 첨부됨, **R-392**, 제 2 면.

¹¹⁸ 유진투자증권, 기업분석, 2015. 6. 16., S. Kim 이 J. Davies 등에게 송부한 2015. 6. 15.자 이메일에 첨부됨, **R-422**, 제 2 면.

¹¹⁹ 예컨대, H. Sull (KIS America)이 J. Lee 등에게 송부한 2015. 6. 22.자 이메일, **R-423**; S. Kim 이 J. Davies 등에게 송부한 2015. 6. 15.자 이메일, **R-422**; H. Sull (KIS America)이 E. Gomez-Villalva 에게 송부한 2015. 5. 27.자 이메일, **R-394** (“다만 국민연금이 삼성물산의 주주...로서 기업구조재편을 추진하고 있고, ...합병에 찬성할 것으로 보인다.”) 참조.

¹²⁰ H. Sull (KIS America)이 J. Lee 등에게 송부한 2015. 6. 22.자 이메일, **R-423**, 제 1 면.

121

62. Garschina 는 본건 합병의 경제적 합리성을 입증하는 증거가 제시되었을 때, 본건 합병에는 “많은 전략적 이유”¹²²와 “매우 연관성이 있는 ... 기업적 이유”가 존재함을 인정하였습니다.¹²³ Garschina 는 이러한 전략적 이유들이 주장되는 불공정한 본건 합병비율보다 더 중요하지는 않다는 의견을 개진하면서도, 다른 시장참가자들과 애널리스트들이 본건 합병비율을 고려하여도 본건 합병이 국민연금과 삼성물산 주주들에게 경제적 이익이 된다고 믿었기에 그와 의견이 달랐음을 (인정해야 했으므로) 인정하였습니다.¹²⁴
63. 메이슨 소속 애널리스트들도 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표할 만한 정당한 이유가 있었고, 국민연금이 본건 합병에 반대할 것인지는 매우 불확실했다고 인정하였습니다. 메이슨 측 Jong Lee 는 국민연금이 그 투표를 “[본건] 합병으로 인해 삼성전자에 어떻게 영향을 미치는가”에 근거하여 결정할 것이라고 주장하였고, (본건 합병의 성사 또는 무산을 의미하는) “각 시나리오마다 논점들이 있[다]”고 언급하였습니다.¹²⁵ 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 투자를 위한 재무 모델링을 담당한 Gomez-Villalva 는 “[저희 메이슨 측에서는] 국민연금에 영향을 주고 있는 주체가 어딘지 명확하지 않은 상태”라고 설명하면서 “국민연금이 와일드카드”이고, 만약 주식이 평가액보다 높은 가격에 거래될 경우, 국민연금이 본건 합병을 승인할 수 있다는 의견을 밝혔습니다.¹²⁶ 또한, 메이슨은 내부적으로 작성한 본건 합병에 대한

¹²¹ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석,” 2015. 7. 10., **R-202**, 제 8 면.

¹²² 2 일차, 303:9-10 (Garschina 에 대한 반대신문).

¹²³ 2 일차, 336:6-8 (Garschina 에 대한 반대신문).

¹²⁴ 예컨대, 2 일차, 306:25-307:5 (Garschina 에 대한 반대신문) (R-388 에 관하여 논의함) (“문. ... Macquarie 는 이러한 조건들을 알고, 각 회사의 가치를 알고 있으면서도 이것이 양사에 윈윈이라고 말한 것인가요? 답. 그것은 그들의 의견입니다. 저는 동의하지 않습니다.”) 참조.

¹²⁵ J. Lee 가 J. Davies 등에게 송부한 2015. 7. 8.자 이메일, **C-142**, 제 1 면.

¹²⁶ E. Gomez-Villalva 가 K. Garschina 에게 송부한 2015. 6. 8.자 이메일, **C-125**.

주주 표결 예상 결과에서 국민연금이 “찬성” 투표를 할 것을 예상하였습니다.¹²⁷

64. Duarte-Silva 박사는 심리에서 본건 합병의 승인을 결정함에 있어 국민연금이 삼성그룹 전체에 걸쳐 보유한 그 지분에 대한 본건 합병의 영향을 고려하였다고 인정하였습니다.¹²⁸ 여러 투자위원들은 한국 법원 소송에서 그들이 본건 합병을 결정함에 있어 가장 중요하게 고려한 사항이 국민연금의 전체 삼성그룹 포트폴리오, 특히 삼성전자에 대한 그 영향이었다고 진술하였습니다.¹²⁹ Duarte-Silva 박사는 그가 다른 삼성 계열사들에 대한 본건 합병의 경제적 영향에 대한 분석을 직접 수행하지 않았음을 확인하였습니다.¹³⁰
65. 본건 합병에 대한 승인 표결의 합리성은 여러 국부펀드와 전문기관투자자들을 포함한 과반수의 삼성물산 주주들이 본건 합병에 찬성 투표했다는 사실에 의해서도 뒷받침됩니다. ¹³¹ Duarte-Silva 박사는 삼성 총수 일가, 삼성 계열사들, KCC(제일모직의 제 2 대 주주) 및 국민연금이 보유하는 삼성물산 주식을 제외한 나머지 주주들도 “찬성”과 “반대” 투표가 거의 비슷한 비율로 나뉘었다는 점을 확인하였습니다.¹³² Duarte-Silva 박사는 본건 합병의 승인을 찬성한 주체에는 세계 최대 자산운용사 중 하나인 블랙록과 같은 전문 외국인 주주들과 GIC, SAMA 및 ADIA 와 같은 기관투자자들이 포함되어 있었고, 이들이 모두 본건 합병의 장점을 평가하여 본건 합병에 찬성 투표하는 것이 “그들의 경제적 이익”을 위하고 그들의

¹²⁷ J. Lee 가 A. Demark 등에게 송부한 2015. 6. 15.자 이메일, **R-419**, 제 1 면; J. Davies 가 I. Ross 및 J. Lee 에게 송부한 2015. 7. 7.자 이메일, **R-447**, 제 1 면.

¹²⁸ 4 일차, 598:15-25 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

¹²⁹ 1 일차, 136:17-137:9 (피청구국의 모두진술); [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., **R-482**, 제 2 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 10., **R-483**, 제 9 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 3., **R-479**, 제 6 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., **R-481**, 제 3 면; [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 17., **R-485**, 제 4 면 참조.

¹³⁰ 4 일차, 596:6-13 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

¹³¹ 1 일차, 130:13-23 (피청구국의 모두진술); 재반박서면, 제 379 항 참조.

¹³² 4 일차, 585:3-6 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

신인의무에 따라 그들의 투자자들의 최선의 이익을 위한 행위라는 결론을 내렸다고 인정하였습니다.¹³³

66. 메이슨은 심리에서 이러한 문제에 대하여 삼성그룹이 거짓된 정보를 유포함으로써 이러한 모든 투자자들이 오인하도록 하였다고 주장할 뿐, 제대로 된 답변을 제공하지 못하였습니다.¹³⁴ 이러한 주장은 증거에 의해 뒷받침되지 않았을뿐더러, 본건 합병에 찬성 투표한 과반수 투자자의 (세계에서 가장 전문적인 투자자들을 일부 포함하는) 일체가 삼성의 허위정보 때문에 이와 같이 행동했다는 주장은 설득력이 없습니다.¹³⁵

III. 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않습니다

67. 귀속에 관한 메이슨의 주장은 ■■■ 전 대통령, ■■■ 전 장관, 그들의 청와대 및 보건복지부 소속 부하들의 행위가 “그 자체로 충분히 한국에 책임을 발생”시킨다는 것입니다.¹³⁶ 그러나, 중재판정부가 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않는다고 판정할 경우, 메이슨의 주장은 오직 주장되는 바에 따른 ■■■ 전 대통령과 ■■■ 전 장관이 본건 합병을 감시하고 국민연금에 압력을 행사한 행위에 근거합니다. 이러한 주장들을 액면 그대로 받아들인다고 해도, 청와대와 보건복지부의 행위는 FTA 에 따른 청구를 가능케하기 위한, 메이슨이 자신에게 발생했다고 주장하는 손해와 너무나 동떨어져 있는 것입니다.¹³⁷

A. 국민연금은 법률상 국가기관이 아닙니다

68. 메이슨은 그 모두진술에서 국민연금이 FTA 제 11.1 조 제 3 항에 따른 국가기관에 해당하는지 판단함에 있어 한국법의 중요성을 경시하고자 하였습니다.¹³⁸ 메이슨은

¹³³ 4 일차, 587:18-593:5 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

¹³⁴ 1 일차, 37:9-16 (청구인들의 모두진술).

¹³⁵ 1 일차, 130:24-131:13 (피청구국의 모두진술).

¹³⁶ 1 일차, 67:24-68:6 (청구인들의 모두진술).

¹³⁷ 재반박서면, 제 234 항.

¹³⁸ 1 일차, 73:8-74:11 (청구인들의 모두진술).

자신의 한국법 전문가를 내세우지 않으면서, 중재판정부에 국민연금의 지위에 대한 “기능적” 분석을 취하고 한국법상 국민연금의 분류는 무시할 것을 요청하고 있습니다.¹³⁹ 메이슨의 주장은 어느 실체가 법률상 국가기관인지 판단함에 있어 그 실체의 국내법상 법적 지위를 일관되게 고려하는 투자법상 법리와 상충됩니다. 여러 중재판정부는 어느 실체의 국내법에 따른 별개의 법인격의 존부가 그 실체가 국제법상 국가기관에 해당하는지 여부에 결정적이라고 판단하였습니다.¹⁴⁰

69. 김성수 교수는 심리에서 국민연금은 행정청이고, 이러한 분류가 이를 한국법상 국가기관으로 만들지 않는다고 설명하였습니다.¹⁴¹ 행정청은 한국법상 국가기관의 3분류 구조에 속하지 않습니다.¹⁴²

B. 국민연금은 사실상 국가기관이 아닙니다

70. 국민연금은 한국법상 국가기관이 아니므로, 메이슨이 FTA 제 11.1 조 제 3 항 제(가)호에 따른 귀속을 입증하기 위해서는 국민연금이 사실상 국가기관임을 입증해야 합니다.¹⁴³ 당사자들은 *Bosnian Genocide* 사건이 어느 실체가 사실상 국가기관인지 여부를 파악하기 위한 기준을 제시한다는 내용에 동의하는데, 이러한 기준에 따라 어느 실체가 국가기관에 해당하기 위해서는 해당 실체가 “순전히 허구에 지나지 않을 가상의 독립성”을 가질 정도로 국가에 “‘완전하게 의존’하여

¹³⁹ 1 일차, 74:12-22 (청구인들의 모두진술).

¹⁴⁰ 재판박서면, 제 238-240 항 참조.

¹⁴¹ 2 일차, 392:5-14 (김성수 교수에 대한 반대신문).

¹⁴² 2 일차, 392:15-25 (김성수 교수에 대한 반대신문). 국민연금은 (i) 헌법기관, (ii) 한국 헌법에 근거하여 제정된 정부조직법 및 여타 법령에 따라 설립된 기관 또는 (iii) 개별 법령에 의하여 설립된 중앙행정기관에 해당하지 않으므로 한국법상 국가기관이 아닙니다. 김성수 제 1 차 보고서, **RER-3**, 제 11 항 참조. 이는 “행정청”에는 “법령에 의하여 행정권한의 위임 또는 위탁을 받은 행정기관, 공공단체 및 그 기관 또는 사인”이 포함된다고 규정하는 행정소송법에 의해 확인됩니다. 행정소송법, 2014. 11. 19., **CLA-153**, 제 2 조 제 2 항.

¹⁴³ 반박서면, 제 272 항; 재판박서면, 제 257 항 참조.

행위함으로써, 궁극적으로는 수단에 불과”해야 합니다.¹⁴⁴

71. 국민연금은 정부로부터 상당한 수준의 자율성을 가지며, 한국 국가에 완전하게 의존하지 않습니다. 국민연금의 이사회는 공무원 1 명과 “사회 각계 각층”에서 온 민간인 임원 14 명으로 구성되어 있습니다.¹⁴⁵ 국민연금은 자금의 대여, 복지 및 체육 시설의 설립 및 운영 등 보건복지부에 의해 위임되지 않은 다양한 활동을 수행합니다.¹⁴⁶ 국민연금은 벤처사업, 에너지 및 천연자원 개발사업, 부동산 등 자신의 판단에 따라 다양한 분야에서 수익사업을 활발히 수행하고 있습니다.¹⁴⁷ 국민연금은 이와 같은 자율적인 수익사업에서 발생하는 수익에 대해 법인세를 납부하고 있습니다.¹⁴⁸
72. 국민연금이 한국 국가에 완전하게 의존한다는 메이슨의 주장은 면밀히 검토해 보면 사실이 아니라는 점이 드러납니다.
- a) 메이슨은 “국민연금 및 그 권한의 존재...근원”이 대한민국헌법 및 국민연금법에 있다고 합니다.¹⁴⁹ 그러나, 국민연금의 권한의 근원은 대한민국헌법 체계상 국민연금의 지위를 바꾸거나, 국민연금을 한국 국가에

¹⁴⁴ *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007. 2. 26., (“*Bosnian Genocide*”), **RLA-105**, 제 392-393 항. 메이슨은 그 모두진술에서 “중재판정부는 기능적으로 국가에 편입되어 있고, 국가와 일반적으로 연관 지어지는 공적 기능을 수행하며, 국가 내 다른 실체들과의 관계에 의해 국가에 구조적으로 내재화되어 있는 실체인지를 판단하여야 한[다]”고 주장하면서 이러한 엄격한 기준을 경시하고자 하였습니다.” 1 일차, 74:13-18 (청구인들의 모두진술). 이러한 기준은 *Bosnian Genocide* 사건에서 제시한 사실상 국가기관의 기준을 충족하지 못합니다.

¹⁴⁵ 2 일차, 386:20-387:2 (김성수 교수에 대한 반대신문).

¹⁴⁶ 국민연금법, 2015. 4. 16., **CLA-157**, 제 46 조.

¹⁴⁷ 2 일차, 424:13-18 (김성수 교수에 대한 반대신문); 국민연금법 시행령, 2015. 4. 16., **CLA-150**, 제 74 조 제 3 항.

¹⁴⁸ 2 일차, 424:10-18 (김성수 교수에 대한 반대신문).

¹⁴⁹ 1 일차, 74:23-76:2 (청구인들의 모두진술).

“완전하게 의존”하는 실체로 만들지 않습니다.¹⁵⁰

b) 메이슨은 국민연금에 대한 일부 감독 및 감시 기능을 근거로 들고 있습니다.¹⁵¹ 그러나, 이러한 기능은 보건복지부와 대통령이 국민연금에 대한 간접적이고 거시적인 감독을 행사한다는 사실만 보여주지, 이들이 국민연금기금의 관리 및 운용에 관한 일상적인 의사결정을 통제함을 입증하지 않습니다.¹⁵²

c) 메이슨은 국회와 감사원이 국민연금을 감사할 권한이 있다고 주장하고 있습니다.¹⁵³ 김성수 교수는 심리에서 특히 대학교, 유치원과 같은 사경제 주체도 동일한 감사의 대상이 되므로 어느 실체가 감사의 대상이 된다고 해서 국가기관이 되는 것은 아니라고 설명하였습니다.¹⁵⁴

73. 메이슨은 *Dayyani* 사건의 중재판정부가 한국자산관리공사(“자산관리공사”)를 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관으로 본 사실을 중시하고 있습니다.¹⁵⁵ 한국이 그 재판박서면에서 설명한 바와 같이, *Dayyani* 사건의 중재판정부는 오직 자산관리공사가 미국 법원 앞에서 한 진술을 근거로 이와 같은 결정에 도달하였습니다.¹⁵⁶ 메이슨은 국가기관으로서 국민연금의 지위의 증거로

¹⁵⁰ 재판박서면, 제 260-261 항; 반박서면, 제 274-278 항.

¹⁵¹ 1 일차, 76:2-77:3 (청구인들의 모두진술).

¹⁵² 재판박서면, 제 264(b)항; 김성수 제 2 차 보고서, **RER-5**, 제 37 항. 김성수 교수는 이러한 감시가 “사실상 매우 제한적”이고, 비례원칙, 신뢰보호의 원칙 및 불평부당의 원칙에 의해 규율된다고 설명하였습니다. 2 일차, 368:18-369:6 (김성수 교수에 대한 반대신문). 예컨대, 공공기관의 운영에 관한 법률, **CLA-20**, 제 51 조 제 1 항 (“기획재정부장관과 주무기관의 장은 공기업·준정부기관의 자율적 운영이 침해되지 아니하도록 이 법이나 다른 법령에서 그 내용과 범위를 구체적으로 명시한 경우에 한정하여 감독한다.”) (강조표시 추가) 참조.

¹⁵³ 1 일차, 77:3-16 (청구인들의 모두진술).

¹⁵⁴ 2 일차, 367:11-368:7, 420:3-420:16 (김성수 교수에 대한 반대신문); 김성수 제 1 차 보고서, **RER-3**, 제 53; 69(a)항; 김성수 제 2 차 보고서, **RER-5**, 제 37 항.

¹⁵⁵ 1 일차, 77:17-24 (청구인들의 모두진술).

¹⁵⁶ 재판박서면, 제 254 항; Jerrod Hepburn, “한국을 상대로 한 이란인들의 중재소송 승소, 마침내 그 내역이 공개되다(Full Details of Iranians’ Arbitral Victory over Korea Finally Come Into View),” IAREPORTER, 2019. 1. 22., **C-108**, 제 3 면.

자산관리공사가 미국 법원 앞에서 한 주권면제에 관한 진술에 의존하고 있습니다.¹⁵⁷ 김성수 교수는 이러한 진술이 “한국 행정법을 비추어 봤을 때 합리적이지 않”고, 이로 인해 자산관리공사와 국민연금의 모두 국가기관이 아니라는 사실이 바뀌지 않는다고 설명하였습니다.¹⁵⁸ 김성수 교수는 이에 따라 자산관리공사가 미국 법원 앞에서 내세운 주권면제 주장이 한국법에 따른 사안으로서 근거가 없다는 의견을 제시하였습니다.¹⁵⁹

IV. 한국은 메이슨이 자신에게 발생하였다고 주장하는 손실을 유발하지 않았습니다

A. 메이슨은 사실적 및 법적 인과관계에 대한 입증책임을 집니다

74. 국제법상 “입증책임은 어느 사실을 확립하고자 하는 소송당사자가 부담한다”는 것이 일반적인 원칙입니다.¹⁶⁰ 이러한 원칙은 인과관계에 관한 것을 포함한 모든 사실관계에 적용됩니다.¹⁶¹
75. 메이슨은 심리에서 자신이 “사실적 사안으로서 [주장되는 한국 정부의] 계획이 실제로 국민연금의 [본건 합병에 대한 찬성] 투표로 이어졌음을 입증”하였고, “[국민연금이 본건 합병에 승인하는 상황이] 어떠한 경우에도 어떻게라도 발생하였을 것이라는 항변”에 대한 입증책임은 한국이 부담한다고 주장하였습니다.¹⁶² 그러나, 이러한 사실관계 문제, 즉 한국 정부가 행하였다고

¹⁵⁷ 청구인들의 반박서면, 제 170 항.

¹⁵⁸ 2 일차, 400:7-402:13 (김성수 교수에 대한 반대신문).

¹⁵⁹ 2 일차, 401:18-402:13 (김성수 교수에 대한 반대신문).

¹⁶⁰ *Bosnian Genocide*, **RLA-105**, 제 204 항, *Case Concerning Military and Paramilitary Activities in and against Nicaragua (Nicaragua v. United States of America)*, I.C.J. 판결, 1986. 6. 27., **RLA-73**를 인용함. 예컨대, *Biwater Gauff v. United Republic of Tanzania*, ICSID Case No. ARB/05/22, 판정, 2008. 7. 24., **CLA-95**, 제 787 항도 참조.

¹⁶¹ 예컨대, *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID Case No. ARB/06/18, 판정, 2011. 3. 28., **CLA-117**, 제 157, 165-166 항 (원인 및 결과, “둘 간의 연결고리” 등 인과관계를 입증할 책임은 청구인에게 있다고 판정함) 참조.

¹⁶² 1 일차, 256:13-21 (중재판정부의 질문).

주장되는 개입행위와 독립적으로 국민연금이 본건 합병을 승인했을지의 문제는 한국 측이 제기한 항변이 아닙니다. 이는 인과관계에 관한 메이슨 측 주장의 한 요소입니다. 메이슨은 한국 정부가 투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 투표를 하도록 만들었고, “[정부에 의한] 압력이 없었더라면 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표를 하지 않았을 것”이라고 주장하고 있습니다.¹⁶³ 이것이 메이슨 측 주장이고, 그러므로 이를 증명해야 하는 주체도 메이슨입니다. 메이슨은 투자위원들이 주장되는 정부의 개입 외에는 본건 합병을 승인할 이유가 없었음을 입증해야 합니다.

76. 메이슨의 모두진술은 인과관계에 관한 법률증거로 *Gemplus* 사건, *Gavazzi* 사건 등 2개 사건을 언급합니다.¹⁶⁴ 위 두 사건의 중재판정부는 모두 손실의 인과관계가 성립되었으나 손실의 금액이 확정되지 않은 상황에서 청구인의 입증책임을 고려하였습니다.¹⁶⁵ 이는 (손실의 금액을 고려하기에 전에 이루어지는) 손실의 인과관계에 대한 입증책임과 다릅니다. *Gemplus* 사건과 *Gavazzi* 사건은 모두 손실의 인과관계에 대한 입증책임은 청구인에게 있다는 기본적인 규칙을 확인합니다.¹⁶⁶

B. 메이슨은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다

77. 메이슨은 자신이 주장하는 한국의 개입행위가 없었더라면 국민연금이 본건 합병에 반대 투표를 했을 것이라고 주장하고 있습니다. 이러한 주장이 설득력이 있기 위해서는 메이슨은 적어도 한국의 행위가 없었더라면 (1) 본건 합병이 투자위원회에 부의되지 않았을 것이라는 점, (2) 투자위원회가 (동 사안을 전문위원회에 부의하는 대신에) 본건 합병에 찬성 투표하지 않았을 것이라는 점, (3) 동 사안이 전문위원회에

¹⁶³ 청구인들의 반박서면, 제 304 항 (강조표시 추가).

¹⁶⁴ 1 일차, 103:22-105:3 (청구인들의 모두진술) (“한국은 메이슨의 손해배상권에 대해 다투기 위한 목적으로 자신의 불법행위로 인해 발생한 불확실성을 악용해서는 안 된다”는 메이슨의 주장을 뒷받침하기 위하여 *Gemplus* 사건과 *Gavazzi* 사건을 인용함).

¹⁶⁵ *Gemplus, S.A. et al. v. United Mexican States*, ICSID Case Nos. ARB(AF)/04/3 & ARB(AF)/04/4, 판정, 2010. 6. 16. (“*Gemplus v. Mexico*”), CLA-114, 제 13-92 항; *Marco Gavazzi and Stefano Gavazzi v. Romania*, ICSID Case No. ARB/12/25, 판정 발췌, 2017. 4. 18. (“*Gavazzi v. Romania*”), CLA-178, 제 124 항.

¹⁶⁶ *Gemplus v. Mexico*, CLA-114, 제 12-56 항; *Gavazzi v. Romania*, CLA-178, 제 148 항.

부의되었다면 전문위원회가 본건 합병에 반대 투표하였을 것이라는 점을 입증해야 합니다. 메이슨은 자신의 책임을 이행하지 않았습니다.

1. 주장되는 한국 정부의 개입행위는 본건 합병이 투자위원회에 부의되도록 하지 않았습니다

78. 메이슨은 심리에서 자신이 주장하는 한국의 개입행위가 없었다라면 본건 합병에 대한 국민연금의 결정이 투자위원회가 아닌 전문위원회에 부의되었을 것이라는 자신의 주장을 되풀이하였습니다.¹⁶⁷ 이러한 주장은 한국 법원들이 본건 합병 무효 재판 및 ██████████ 재판에서 내린 결론을 무시합니다. 앞서 말씀드린 바와 같이, 법원들은 본건 합병에 대한 투자위원회의 심의와 해당 사안을 전문위원회에 부의하지 않기로 한 결정은 국민연금 지침에 의거하여 이루어진 것이라고 판결하였습니다.¹⁶⁸

79. 이 사건 중재판정부는 국민연금 지침의 올바른 해석과 국민연금의 동 지침 준수 여부에 관한 한국 법원들의 판결과 다른 결정을 내릴 이유가 없습니다.¹⁶⁹ 메이슨은 다른 주장을 제시하지 않았습니다. 한국의 심리 전 제출서면은 국민연금 지침의 해석에 관한 한국 법원 판결을 강조하였고,¹⁷⁰ 메이슨은 심리에서 이러한 판결을 무시하였습니다.

2. 주장되는 한국 정부의 개입행위는 투자위원회가 합병을 승인하도록 하지 않았습니다

80. 메이슨은 그 심리 전 제출서면에서 한국이 (i) 본건 합병으로 인해 발생될 시너지를 조작하고, (ii) ██████████ 전 본부장을 통해 본건 합병을 승인하도록 개별 위원들에게

¹⁶⁷ 1 일차, 84:2-7 (청구인들의 모두진술) (“모두 들었듯이, 국민연금의 인력, 위원, 절차는 결정을 전문위원회에서 투자위원회로 우회하라는 구체적인 지시를 포함한 ██████████ 전 장관의 구체적인 지시와 명령으로 인해 남용되고 침해되었습니다.”).

¹⁶⁸ 본 심리 후 주장서면, 제 56-58 항 참조.

¹⁶⁹ 본 심리 후 주장서면, 제 58-59 항 참조.

¹⁷⁰ 반박서면, 제 136-139, 151-152, 156-158 항; 재반박서면, 제 116, 383, 397, 424 항 참조.

압력을 행사하며, (iii) 투자위원회가 실제 본건 합병비율을 평가하기 위해 사용한 적정 합병비율의 산정을 조작함으로써 국민연금의 투자위원회로 하여금 본건 합병을 승인하도록 하였다고 주장하였습니다.¹⁷¹

81. 메이슨은 그 모두진술에서 한국이 투자위원회로 하여금 본건 합병에 승인하도록 하기 위해 사용하였다고 주장되는 방법에 관한 상당히 축소된 주장을 제시하였습니다. 메이슨은 그가 주장한 ████████ 전 본부장이 투자위원들에게 압력을 행사하고자 한 시도나 국민연금의 적정 합병비율 조작에 대해서는 언급조차 하지 않으면서 “시너지 효과는 많은 투자위원들을 본건 합병에 찬성 투표하도록 설득시킨 결정적인 요인”이었다고 주장하였습니다.¹⁷² 이와 같이 메이슨은 한국이 그 재반박서면에서 입증한, 국민연금이 정부 개입으로 인해 적정 합병비율을 (조작하기는커녕) 수정하지도 않았다는 사실과 투자위원회가 ████████ 전 본부장의 압력에 의해 본건 합병에 승인한 것이 아니라는 사실에 대하여 아무런 답변도 제공하지 못하였습니다.¹⁷³

(a) 투자위원회는 조작되었다고 주장되는 시너지 효과 때문에 본건 합병을 승인한 것이 아닙니다

82. 메이슨은 그 모두진술에서 한국 검찰에게 본건 합병의 시너지 효과 산정이 그들의 본건 합병 찬성에 있어 결정적이었다고 진술한 것으로 알려진 투자위원 4 명(██████, ██████, ██████)의 진술조서 발췌문을 인용하였습니다.¹⁷⁴ 그러나 위

¹⁷¹ 청구인들의 반박서면, 제 306-307 항. 청구인들의 반박서면, 제 55-59 항 (한국이 “합병비율을 합병에 유리한 쪽으로 추산”하였다고 주장함), 제 64-68 항 (██████ 전 본부장이 “본건 합병에 찬성표를 던질 것이라고 믿을 수 있는 호의적인 인원들로 투자위원회를 구성”하고 부적절하게 이러한 인원들에 영향력을 행사하였다고 주장함)도 참조.

¹⁷² 1 일차, 49:5-14, 51:11-14 (청구인들의 모두진술) (강조표시 추가).

¹⁷³ 재반박서면, 제 491-494, 498 항.

¹⁷⁴ 1 일차, 51:16-22, 51:23-52:4, 52:5-13, 52:14-21 (청구인들의 모두진술). ████████ 특별검사 진술조서, 2016. 12. 27., C-158, 제 7 면; ████████ 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., C-160, 제 10-11 면; ████████ 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., C-161, 제 7 면; ████████ 증인신문조서 (2017 고합 34-2017 고합 183, 서울중앙지방법원), 2017. 4. 10., C-171, 제 12 면.

진술조서는 신중하게 접근해야 합니다. 검찰은 변호인의 대동 없이 참고인들을 조사하고, 그 결과로 작성되는 조서들은 조사 내용의 축어적 속기록이 아닙니다. 오히려, 이러한 조서들은 검찰청에서 제안하는 문구에 기초해 참고인의 답변을 선별하여 기록합니다. ■■■■■은 심리에서 그 진술을 통해 이러한 점을 설명하였습니다.¹⁷⁵ 그는 검사가 그를 6 시간 동안 조사했다는 사실과 아래의 내용을 설명하였습니다.

제가 받은 질문 중 상당수는 어느 특정한 답변을 제공하길 기대하는 질문이었습니다. 그리고 기대한 대답이 나오지 않으면, 제가 제공한 많은 답변들이 아예 기록되지 않았습니다. 그리고 약 6 시간 동안 조사가 이루어졌기 때문에 많이 피곤했고, 그래서 제가 진술한 내용의 전체적인 흐름과 중요한 부분만 확인하고, 사소한 부분들은 그냥 무시했습니다.¹⁷⁶

83. 한국은 메이슨이 의존한 진술조서의 주체인 투자위원 4 명 중 1 명인 ■■■■■가 나중에 한국 법원에서 신문받을 때 변호인의 입회 하에 자신의 진술조서를 수정하였음을 보여주었습니다. 그 진술조서에는 ■■■■■가 주장되는 시너지 효과의 조작에 대해서 “■■■■■이라고 진술했다고 기록되어 있었습니다.¹⁷⁷ 그러나, ■■■■■는 나중에 ■■■■■
■■■■■
■■■■■

¹⁷⁵ 예컨대, 3 일차, 475:7-25, 477:15-480:6 (■■■■■에 대한 반대신문) 참조.

¹⁷⁶ 3 일차, 475:12-23 (■■■■■에 대한 반대신문) (강조표시 추가). 3 일차, 478:20-478:5 도 참조. (■■■■■에 대한 반대신문) (“그리고 검사는 제가 한 많은 얘기를 이 문서에 반영하지 않았습니다. 그래서 여기 국문으로 인쇄된 문구를 보시면, ‘증감’이라고 기재되어 있는데, 실제로는 생략되었습니다. 그러면, 왜 이러한 부분을 무시했나? 그 이유는 저희가 구체적인 부분에 대해서까지 물어보기 시작하면 조사는 끝나지 않을 것이기 때문이었고, 그래서 검사의 기대에 부합하지 않은 제가 한 많은 얘기들이 이 문서에서 누락되었습니다.”) (강조표시 추가), 473:23-474:2 (■■■■■에 대한 반대신문) (“답. 제가 ‘캐스팅 보트’ 부분에 대해서는 언급한 것 같은데, ‘최대주주’ 부분에 대해 확인한 기억이 없습니다. 제 생각엔, 특별검사가 이 문서를 작성했을 때 팩트체크를 한 후 이러한 사실을 추가한 것 같습니다.”).

¹⁷⁷ ■■■■■ 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016. 12. 28., C-161, 제 7 면.

이었다고 법원에서 증언하였습니다.¹⁷⁸

84. 메이슨이 의존하는 진술조서의 주체인 나머지 투자위원 3 인의 경우에도 마찬가지입니다. 이들은 각각 나중에 법원에서 증언하면서 그들의 진술조서를 수정하거나 분명히 설명하였습니다.¹⁷⁹

a) 은 [redacted]
[redacted]
증언하였습니다. 그는 매출 시너지가 결정적이라고 증언하지 않았습니다.¹⁸⁰

b) 은 [redacted]
[redacted]
증언하였습니다.¹⁸¹ 은 [redacted]
[redacted] 의견이었습니다.¹⁸²

c) 은 “ [redacted]

¹⁷⁸ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., R-482(재제출), 제 11, 22 면.

¹⁷⁹ 본건 합병을 승인한 투자위원들의 진술: 매출 시너지의 관련성, RDE-4 참조.

¹⁸⁰ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 5., R-481(재제출), 제 17, 20 면 (“ [redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted] ”)(강조표시 추가).

¹⁸¹ [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 3., R-479(재제출), 제 31-32 면 (“ [redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted] ”)(강조표시 추가).

¹⁸² [redacted] 증인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 3., R-479(재제출), 제 11-12 면 (“ [redacted]
[redacted]
[redacted]
[redacted] ”).

[REDACTED]
[REDACTED]”라고 증언하였습니다.¹⁸³
“[REDACTED]”였으므로 시너지 산정은 그 승인에 있어서 결정적이지 않았습니다.¹⁸⁴

85. 본건 합병에 승인 투표한 나머지 투자위원은 [REDACTED]과 [REDACTED] 전 본부장 2 명으로, 이들은 한국 법원에서 증언하였습니다. 이들은 모두 [REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]고 확인하였습니다.

a) [REDACTED]은 [REDACTED]
[REDACTED] 증언하였습니다.¹⁸⁵

b) [REDACTED] 전 본부장은 [REDACTED]
증언하였습니다.¹⁸⁶ 그는 본건 합병을 승인함에 있어 “[REDACTED]
[REDACTED]”

183 [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 17., R-485(재제출), 제 16 면 (강조표시 추가).

184 [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 17., R-485(재제출), 제 37 면 (“[REDACTED]
[REDACTED]”).

185 [REDACTED] 증인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 4. 10., R-483(재제출), 제 53 면 (“[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]”) (강조표시 추가).

186 [REDACTED] 피고인신문조서 ([REDACTED] 서울중앙지방법원), 2017. 5. 17., R-494(재제출), 제 82-83 면 (“[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]
[REDACTED]”).

과 같은 요소들을 고려하였습니다.¹⁸⁷

86. 앞서 인용된 조서는 [redacted] 재판에 관한 조서입니다. 서울중앙지방법원은 본건 합병 무효 사건에 대한 판결에서 본건 합병의 소급적 무효 신청을 기각하기 위해 위 진술들을 언급하였습니다.¹⁸⁸ 투자위원들의 증언을 검토한 후, 법원은 “합병시너지라는 것이 미래가치를 현재기준에서 산정하는 것으로 정확한 산정이 불가능하다는 것은 전문가인 투자위원들이 모두 알고 있었”다고 판단하였습니다.¹⁸⁹ 따라서, 법원은 “투자위원들이 [국민연금의] 손실을 위 합병시너지 분석자료만으로 보전될 것으로 믿었다고 보이지는 않는다”고 판시하였습니다.¹⁹⁰ 오히려, “합병시너지는 이 사건 합병의 효과를 판단하는 하나의 기준에 불과하[였]고 그 밖의 ... [요소] 등이 전반적으로 고려되었”습니다.¹⁹¹
87. 따라서, 설사 메이슨의 주장과 같이 국민연금의 시너지 산정이 조작된 것이었다고 해도, 이러한 조작은 본건 합병에 대한 투자위원회 결정 결과를 바꾸지 않았을 것이므로 메이슨의 손실을 초래하지 않았을 것입니다. 위 위원들은 어떠한 시너지도 신중하게 접근할 정도로 충분한 전문성을 보유하고, 본건 합병을 찬성하기로 한 그들의 결정은 다른 중요한 요소들에 기초하였습니다.
88. 메이슨의 주장을 액면가 그대로 받아들인다고 해도, 주장되는 조작된 시너지 효과는

¹⁸⁷ [redacted] 피고인신문조서 ([redacted] 서울중앙지방법원), 2017. 5. 17., R-494(재제출), 제 79 면 (“[redacted]”).

¹⁸⁸ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-242(재제출), 제 39 면 [제 45 면] (“위 형사판결에서의 투자위원들의 일부 증언도 이에 부합하는 것으로 보인다.”).

¹⁸⁹ 동 판결.

¹⁹⁰ 동 판결.

¹⁹¹ 동 판결.

본건 합병에 찬성한 투자위원 4~5 명의 투표를 변경하였을 것입니다.¹⁹² 메이슨은 과반수인 최소 7 명의 투자위원들이 본건 합병에 반대 투표하였을 것이라고 입증하기는커녕 이를 주장하지도 않습니다. 이는 메이슨의 주장대로라면 네 가지 투표 선택지(찬성, 반대, “shadow” 투표, 기권) 중 그 어느 하나도 과반수 표결을 얻지 못함을 의미하는데, 이러한 경우에는 본건 합병에 대한 결정이 전문위원회에 부의되었을 것입니다. 이는 서울고등법원이 ██████████ 재판에서 내리고, 대법원이 상소심에서 지지한 결론이기도 합니다.¹⁹³ 고등법원은 시너지 산정이 없었더라면 투자위원의 과반수가 본건 합병에 반대하였을 것이라고 판단하지 않았습니다. 또한, 설사 본건 합병이 전문위원회에 부의되었다고 하더라도, 해당 위원회의 결정 결과는 이하 제 98-103 항에서 입증된 바와 같이 불확실하였을 것입니다.

(b) 투자위원회는 주장되는 ██████████ 전 본부장의 압력으로 인해 본건 합병을 승인한 것이 아닙니다

89. 메이슨은 그 서면에서 투자위원회가 ██████████ 전 본부장의 압력으로 인해 본건 합병을 찬성하였다고 주장하였습니다.¹⁹⁴ 메이슨은 이를 뒷받침하기 위해 “투자위원회에서는 ... AGI 본부장 AGJ 의 투자위원들에 대한 압력 행사 등으로 이 사건 합병 안건에 대한 찬성 결정을 유도하였음이 인정된다”고 판시한 ██████████ 전

¹⁹² 메이슨은 그 모두진술에서 시너지 효과가 4명의 투자위원들의 투표를 바꾸었다고 주장하였습니다. 1 일차, 51:11-52:21 (청구인들의 모두진술) (시너지 효과가 ██████████, ██████████, ██████████, ██████████에게 결정적 요소였다고 주장함) 참조. 메이슨은 그가 제출한 청구인들의 반박서면에서 시너지 효과가 없었다면 5 명의 위원들이 본건 합병에 찬성 투표를 하지 않았을 것이라고 주장하였습니다. 청구인들의 반박서면, 제 63 항 참조.

¹⁹³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 (██████████ 재판) 판결(CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 60-61 면 (“투자위원회에서 합병시너지 수치가 근거 없이 산정된 사실이 밝혀졌더라면 찬성 표결을 한 투자위원회 위원들 중 상당수 내지 적어도 BJ, AX 위원이 찬성하지 아니함으로써 찬성 표결을 한 투자위원회 위원들이 과반수를 넘지 아니하여 투자위원회에서 전문위원회 부의로 의결되었을 것이 분명하다.”) (강조표시 추가). 앞서 말씀드린 대로, 본건 합병에 찬성한 투자위원들의 증인신문조서는 시너지 효과가 그들의 투표에 결정적이었다는 결론을 뒷받침하지 않습니다. 본 심리 후 주장서면, 제 23-25 항 참조.

¹⁹⁴ 수정 청구서면, 제 96-99 항; 청구인들의 반박서면, 제 64-68 항.

대통령의 형사사건에 대한 고등법원 판결의 요약문을 인용하였습니다.¹⁹⁵ 그러나 당연하겠지만 위 사건은 국민연금의 행위나 그 내부 의사결정 과정이 아닌 █████ 전 대통령의 행위에 초점이 맞춰져 있었습니다. 투자위원들에 대하여 행사되었다고 주장되는 █████ 전 본부장의 영향력에 관한 고등법원의 논의는 200장이 넘는 판결문 중 2개 문단으로 국한됩니다.¹⁹⁶

90. 투자위원들이 █████ 재판에서 한 증언의 조서는 그들이 압력을 받았는지 여부에 관한 가장 좋은 증거가 됩니다. 한국은 투자위원 중 그 어느 누구도 █████ █████ 증언하지 않았음을 보여주는 설명증거 RDE-3 에서 투자위원들의 증언에 관한 개요를 제공하였습니다.¹⁹⁷ 반대로, 본건 합병에 찬성한 투자위원 4 명은 █████ █████ 증언하였습니다.¹⁹⁸ 요컨대, 기록은 █████ 전 본부장이 투자위원들에게 압력을 가하여 그들로 하여금 본건 합병을 찬성하도록 하였다는 메이슨의 주장을 뒷받침하지 않습니다.

3. 전문위원회의 가정적 투표 결과는 불확실하고, 그러므로 인과관계를 입증하지 못합니다

91. 메이슨은 심리에서 본건 합병에 대한 결정이 전문위원회에 부의되었다면, 전문위원의 과반수가 본건 합병에 반대 투표하였을 것이라고 주장하였습니다.¹⁹⁹

¹⁹⁵ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결 (CLA-15 추가번역본), R-258, 제 86 면. 수정 청구서면, 제 99 항; 청구인들의 반박서면, 제 68 항도 참조.

¹⁹⁶ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결 (CLA-15 추가번역본), R-258, 제 85-86 면.

¹⁹⁷ 본건 합병을 승인한 투자위원들의 진술: 주장되는 █████ 전 본부장의 압력, RDE-3.

¹⁹⁸ 이러한 4 명의 위원은 █████, █████, █████, █████ 이었습니다. RDE-3, 제 1-2 면 참조. 다른 2 명의 투자위원들인 █████ 과 █████ 는 법원에서 증언하지 않았습니다. 기록에는 █████ 전 본부장이 이들에게 압력을 가했음을 보여주는 증거가 없습니다.

¹⁹⁹ 1 일차, 84:2-7 (청구인들의 모두진술) (“모두 들었듯이, 국민연금의 인력, 위원, 절차는 결정을 전문위원회에서 투자위원회로 우회하라는 구체적인 지시를 포함한 █████ 전 장관의 구체적인 지시와 명령으로 인해 남용되고 침해되었습니다.”). 청구인들의 반박서면, 제 305 항도 참조.

그러나, 전문위원회의 가정적 투표 결과는 당연히 불확실했고, 이러한 불확실성은 인과관계에 관한 메이슨의 주장에 치명적입니다.

92. 한국은 이 사건의 인과관계 조사와 유사한 *Bilcon v. Canada* 사건을 중재판정부에 참고로 제시하였습니다. *Bilcon* 사건 중재판정부는 캐나다가 채석장 사업에 대하여 자의적 환경평가를 수행하여 해당 사업의 환경승인이 거절되게끔 함으로써 NAFTA 에 따른 그 의무를 위반하였다고 판정하였습니다.²⁰⁰ 청구인들은 환경평가가 적절하게 수행되었다면 사업이 필수승인을 획득하여 진행되고 수익을 창출할 수 있었을 것이라고 하면서 손해배상을 청구하였습니다. 캐나다는 환경평가가 NAFTA 를 준수하는 방식으로 수행되었다고 하더라도 청구인들이 필수 승인을 획득하지 못했을 수 있으므로, 청구인들이 인과관계를 입증하지 못했다고 주장하였습니다.²⁰¹
93. *Bilcon* 사건 중재판정부는 그가 “일방 당사자의 관점에서는 불법적 행위가 없었다 하더라도 동일한 피해가 발생하였을 것이라는 사실적 불확실성의 상황에 직면했다”고 설명하였습니다.²⁰² 중재판정부는 이러한 상황에서는 인과관계가 존재함을 “거의 확실히” 또는 “충분한 수준의 확실성으로” 입증하는 책임이 청구인들에 있다고 보았습니다.²⁰³ *Bilcon* 사건 중재판정부는 사실관계에 대해서 “이 사건 사업이...가정적 NAFTA 준수 [환경평가]의 결과로 승인되었을 현실적인 가능성”이 존재했지만, “이러한 결과가 ‘거의 확실히’ 또는 ‘충분한 수준의 확실성’으로 발생하였을 것이라고는 말할 수 없다”고 판단하였습니다.²⁰⁴ 충분한

²⁰⁰ *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, PCA Case No. 2009-04, 손해배상에 관한 판정, 2019. 1. 10. (“*Bilcon v. Canada*”), RLA-174, 제 124-127 항.

²⁰¹ *Bilcon v. Canada*, RLA-174, 제 134 항.

²⁰² *Bilcon v. Canada*, RLA-174, 제 110 항.

²⁰³ *Bilcon v. Canada*, RLA-174, 제 110 항 (강조표시 추가). *Deutsche Telekom v. Republic of India*, PCA Case No. 2014-10, 최종 판정, 2020. 5. 27., RLA-235, 제 121 항 (청구인이 손실이 “(*Chorzów* 사건의 기준에 따라) ‘거의 확실히’ 또는 (*Genocide* 사건의 기준에 따라) ‘충분한 수준의 확실성’으로 ... 인도의 행위로 인해 발생하였다”고 입증하였다고 판단하면서 *Bilcon v. Canada* 사건과 동일한 기준을 적용함)도 참조.

²⁰⁴ *Bilcon v. Canada*, RLA-174, 제 168 항. *Bilcon* 사건 중재판정부는 환경평가가 NAFTA 를 준수하는 방식으로

확실성으로 입증된 유일한 피해는 청구인들이 공정하고 비자의적인 환경평가를 받을 기회를 박탈당했다는 것입니다. 그러나, 이러한 평가의 결과로 인한 모든 피해는 인과관계를 규명하기에는 불확실성이 너무 컸습니다.²⁰⁵

94. 이 사건의 경우도 마찬가지입니다. 메이슨은 자신이 주장하는 한국의 개입행위가 없었더라면 전문위원회가 “거의 확실히” 또는 “충분한 수준의 확실성”으로 본건 합병에 반대 투표를 하였을 것이라는 점을 입증할 책임을 부담합니다. 메이슨은 이와 같은 책임을 이행하지 못하고 있습니다. 기록에 따르면, 전문위원회의 투표 결과는 적어도 불확실했습니다.

a) █████은 심리에서 그가 과거 한국 검사의 질문에 대해 제공한 답변에서 확인한 바와 같이 전문위원회의 투표 결과가 불확실했다고 증언하였습니다.

검사는 그 질문에 가장 오래 머물렀습니다. 그 질문만 약 한 시간 넘게 했어요. 만약 이 안건이 전문위원회에 부의되었다면, 전문위원회가 그에 반대 투표를 할까? 전문위원회가 반대 투표를 했을까? 그리고 이 질문에 대해 저는 그 어느 누구도 예측할 수 없다고 말했습니다. 불확실성이 존재하고, 저는 그 누구도 예측하지 못했을 것이라는 답변을 오래 이어갔습니다.²⁰⁶

b) 메이슨 소속 애널리스트는 2015 년 6 월 말 내부 이메일에 “현재 [전문]위원회는 합병을 찬성하는 쪽으로 기운 것으로 보[인다]”는 의견을 제시하였습니다.²⁰⁷ 적어도 이는 전문위원회의 투표 결과가 불확실했음을 메이슨이 인정한 것입니다.

수행되었다고 하더라도, 이 사건 사업에 필수적인 승인이 거부되었을 수 있는 근거가 여럿 존재하였다고 판시하였습니다. *Bilcon v. Canada*, 제 169-175 항 참조.

²⁰⁵ *Bilcon v. Canada*, **RLA-174**, 제 175 항.

²⁰⁶ 3 일차, 480:12-25 (█████에 대한 반대신문) (강조표시 추가). 3 일차도 참조. (“검사와 저는 아무도 ‘몰랐다’라는 표현 대신 ‘확실성이 있었다’, ‘█████’는 표현에 대해 타협하고 합의하였으나, 제가 제공한 답변의 정확한 표현은 ‘아무도 예측할 수 없었다’였습니다.”).

²⁰⁷ J. Lee 가 K. Garschina 등에게 송부한 2015. 6. 24.자 이메일, **R-429**, 제 1 면.

- c) 메이슨은 2015년 6월 말 Bank of America Merrill Lynch 소속 애널리스트로부터 “현재로서는” 확실하지 않은 2표를 포함해 “[전문위원회가] 합병에 4:3으로 [투표할] 것이라고 예측할 수 있다”고 조언을 받았습니다.²⁰⁸ 이는 본건 합병에 대한 전문위원회의 투표가 예측 불가능함을 확인합니다.
95. 메이슨은 전문위원회가 2가지 이유에서 본건 합병에 반대하였을 것이라고 주장하고 있는데, 면밀히 검토해 보면 둘 다 타당하지 않습니다.
96. 첫째, 메이슨은 전문위원회가 2015년 6월 SK 합병에 대해 반대 투표를 함으로써 확립된 “선례”를 따랐을 것이라고 하고 있습니다.²⁰⁹ 그러나, 국민연금 지침상 각 합병은 그 고유의 가치에 따라 심의의결되어야 하므로 선례에 관한 제도는 존재하지 않습니다. 지침에 따르면, 전문위원회가 물어야 할 기본적인 질문은 본건 합병이 국민연금기금을 위해 “장기적이고 안정적인 수익률”을 창출할 수 있는지였을 것입니다.²¹⁰ 이 평가는 복잡하고 구체적인 사실관계에 달려 있습니다. 전문위원회가 SK 합병에 대해 어떠한 방식으로 결정을 내렸다는 사실이 본건 합병에 대해서도 전문위원회가 동일한 방식으로 결정을 내렸을 것임을 의미하지 않습니다.
97. 또한, 두 합병 사이에는 중요한 차이점들이 존재하였습니다. 그 중 하나는 서울중앙지방법원이 2015년 7월 1일 선고한 결정이 존재한다는 사실인바, 이 결정에서 법원은 본건 합병비율이 조작되었고 삼성물산 주주들에게 불공정하다는 엘리엇의 주장을 기각하였습니다.²¹¹ 만약 전문위원회가 본건 합병에 대해 결정해 달라는 요청을 받았더라면, 전문위원회는 이 결정을 고려하였을 것입니다. █████은 이러한 결정에 비추어 볼 때, 그와 그 동료 전문위원들이 본건 합병에 반대하기

²⁰⁸ D. Kim (BAML)이 J. Lee에게 보낸 2015. 6. 26.자 이메일(첨부 포함), **R-431**; 첨부: 국민연금 전문위원 프로필, 날짜미상, **R-431A**.

²⁰⁹ 수정 청구서면, 제 56-58 항; 청구인들의 반박서면, 제 46 항.

²¹⁰ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., **R-55**, 제 4 조의 2.

²¹¹ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-177**, 제 4, 11-14 면.

어려웠을 것이라고 증언하였습니다.²¹²

98. 둘째, 메이슨은 각 전문위원이 본건 합병에 대해 어떻게 투표할지에 관해 고려한 보건복지부 내부 문서에 의존하고 있습니다. 메이슨은 보건복지부가 “합병 투표가 전문위원회에 부의될 경우 승인되지 않거나 적어도 결정이 ‘예측이 안된다’는 결론을 내렸[다]”고 하고 있습니다.²¹³ 이것이 확인해주는 유일한 사실은 전문위원회의 투표가 예측 불가능하다는 점이므로 이는 인과관계에 관한 메이슨의 주장에 도움이 되지 않습니다. 한국은 심리에서 본건 합병에 대해 전문위원회 위원들이 어떻게 표결할지에 관한 보건복지부의 예상은 시간에 따라 바뀌었음을 입증한 바 있는데, 이는 예측가능성의 부재를 확인해 주는 것입니다.²¹⁴
99. 만약 본건 합병이 전문위원회에 부의되었다면, 전문위원회는 이를 승인할 타당한 경제적 이유가 있었을 것입니다. 다수의 국부펀드와 세계 최대 자산운용사 중 하나인 블랙록을 포함한 기타 전문 투자자들은 본건 합병에 찬성 투표하였습니다.²¹⁵ Dow 교수도 그 증언에서 경제적 관점에서의 국민연금 투표의 불확실성을 확인한 바 있습니다. Dow 교수는 반대신문에서 이 문제가 그의 의견과 밀접한 관련성이 없다고 생각했기 때문에 이를 자세히 분석하지 않았다고 설명하였습니다.²¹⁶ 그는 설사 국민연금이 본건 합병에 반대 투표를 했을 “가능성이 높지는 않더라도 가능”했을

²¹² 3 일차, 500:2-22, 502:11-18 ([REDACTED] 에 대한 반대신문) (“그리고, 법원에서 내린 결정의 범위를 벗어나고 법원에서 다루지 않은 새로운 쟁점에 관한 증거가 전문위원들에게 제시되지 않는 이상, 법원 결정의 내용과 권위가 다소 압도적이기 때문에 제가 다른 결정을 내리기 다소 어려웠을 것입니다.”).

²¹³ 수정 청구서면, 제 88 항, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (CLA-14 수정 및 추가 번역본), R-243, 제 17 면(강조표시 추가)을 인용함. 청구인들의 반박서면, 제 299(a)항도 참조.

²¹⁴ 1 일차, 197:22-199:10 (피청구국의 모두진술); 3 일차, 480:12-25 ([REDACTED] 에 대한 반대신문) 참조.

²¹⁵ Duarte-Silva 보고서 II, CER-6, 제 40 항, 각주 48 (“BlackRock (3.12%), 싱가포르투자공사 (GIC) (1.47%), 사우디아라비아 중앙은행 (SAMA) (1.11%), 및 아부다비투자청 (ADIA) (1.02%)은 합병에 찬성 표결하였습니다.”). 또한, 블랙록은 국민연금과 비슷하게 제일모직보다 삼성물산에 더 많은 지분을 가지고 있었으나, 그럼에도 불구하고 본건 합병을 승인하기 위해 투표하였습니다. 조귀동, “삼성물산 - 제일모직 동시 투자 외국인 주주들 ‘합병 저울질,’” 조선비즈, 2015. 7. 5., R-189 (블랙록이 그 당시에 제일모직보다 삼성물산을 더 많이 보유하고 있었음을 언급함) 참조.

²¹⁶ 4 일차, 767:9-15 (Dow 에 대한 반대신문) (“제가 제 보고서에서 제공한 답변은 이에 대해 모르겠다고 기재되어 있고. ... 그것은 제 분석에서 중요하지 않습니다.”).

것이라고 인정하였고, 이 내용은 그가 작성한 보고서에서 그가 투표의 불확실성에 관하여 보인 입장과 일치합니다.²¹⁷ “가능한” 결과는 메이슨이 문헌들이 요구하는 바에 따라 인과관계를 “거의 확실히” 또는 “충분한 수준의 확실성으로” 입증해야 하는 책임을 이행하기에 충분하지 않습니다.²¹⁸

C. 메이슨은 법적 인과관계를 입증하지 못하였습니다

100. 메이슨은 자신이 법적 인과관계에 대하여 입증책임을 진다는 점에 대해서 다투고 있지 않습니다.²¹⁹ 메이슨은 한국의 행위가 그가 주장하는 손실을 발생시킨 “하나의” 원인이었을 뿐만 아니라 “주된”, “근본적인” 또는 “상당한” 원인이었음을 입증해야 합니다.²²⁰ 메이슨은 이러한 점에서 자신의 책임을 이행하지 못하였습니다.

1. 메이슨이 자신에게 발생하였다고 주장하는 손실은 국민연금 지침의 보호범위 내에 있지 않습니다

101. ILC 규정 제 31 조의 주석 10은 법적 인과관계를 파악하기 위한 고려사항 중 하나로서 “발생한 손해가 위반된 규칙의 목적을 고려할 때 그 규칙의 보호범위 내에 있”었는지 여부를 규정합니다.²²¹ 한국은 그 심리 전 제출서면들에서 메이슨이 주장하는 손실이, 메이슨에 따르면 한국 정부가 본건 합병에 대한 국민연금의 의사결정에 개입함으로써 위반한 규칙인 국민연금 지침의 보호범위 내에 있지 않았음을

²¹⁷ 4 일차, 767:9-13 (Dow 에 대한 반대신문) (“제가 제 보고서에서 제공한 답변은, 이에 대해 모르겠다고 기재되어 있고, 그러나 물론 그들이 본건 합병에 반대 투표했을 가능성이 다소, 다소 있었다, 가능성이 높지는 않더라도 가능했다고 인정합니다.”); Dow 보고서 I, **RER-4**, 제 15, 19 항 (“한국에 의한 주장되는 행위가 없었다고 해도, 국민연금의 표결과 본건 합병의 승인 여부는 불확실했을 것입니다.”); Dow 보고서 II, **RER-6**, 제 102-110 항 (국민연금의 분석은 본건 합병이 승인될 경우 삼성그룹 전체와 그룹의 안정성에 집중했다고 언급함), 제 139-145 항.

²¹⁸ *Bilcon v. Canada*, **RLA-174**, 제 110 항 (강조표시 추가). *Deutsche Telekom v. Republic of India*, PCA Case No. 2014-10, 최종 판정, 2020. 5. 27., **RLA-235**, 제 121 항 (청구인이 손실이 “(Chorzów 사건의 기준에 따라) ‘거의 확실히’ 또는 (Genocide 사건의 기준에 따라) ‘충분한 수준의 확실성’으로 ... 인도의 행위로 인해 발생하였다”고 입증하였다고 판단하면서 *Bilcon v. Canada* 사건과 동일한 기준을 적용함)도 참조.

²¹⁹ 청구인들의 반박서면, 제 312 항.

²²⁰ 반박서면, 제 479-483 항; 재반박서면, 제 538-542 항 참조.

²²¹ ILC 규정 주석서(2001), **CLA-166**, 제 31 조, 주석 10, 제 92-93 면.

입증하였습니다.²²² 즉, 한국은 국민연금이 자신의 주주 의결권을 행사함에 있어 메이슨의 경제적 이익을 고려할 의무가 없었으므로 국민연금의 주주 의결권 행사(그리고 이로 인해 발생하였다고 주장되는 FTA 위반)가 메이슨이 주장하는 손실과 너무나 동떨어져 있음을 보여주었습니다.

102. 메이슨은 그 심리 전 제출서면에서 국민연금 지침이 주식 10 의 목적을 위한 관련 “규칙”이라는 점에 대해서 다루지 않았습니다.²²³ 메이슨은 심리에서 “관련 규칙”은 국민연금 지침이 아닌 “협정 제 11.5 조에 따라...한국이 외국인 투자자들의 투자에 대하여 대우의 최소기준을 부여해야 하는 국제적 의무”라고 처음으로 주장하였습니다.²²⁴ 메이슨은 나아가 자신이 “국민연금으로 하여금 국민연금의 합당한 의결권 행사로 인해 발생한 손실에 대하여 책임을 지도록 하려는 것이 아니”고, 한국 정부와 국민연금이 있었다고 주장되는 “수십억 달러 상당의 가치를 삼성물산에서 제일모직으로 이전하려는 범죄 계획”에 대해 책임을 지도록 하는 것이므로, 위 지침에 따른 국민연금의 의무가 관련이 없다고 주장하였습니다.²²⁵
103. 메이슨이 FTA 제 11.5 조에 중점을 둔 것과 이러한 규정에 따른 의무와 국민연금 지침에 따른 의무를 구분하고자 하는 그의 시도는, 주장되는 FTA 제 11.5 조의 위반이 국민연금 지침의 위반에 근거를 두고 있으므로 무용합니다. 메이슨의 주장에 따르면, 한국 정부는 국민연금 지침에 위반하여 국민연금의 의사결정 과정을 침해함으로써 주장되는 “범죄 계획”을 수행하였습니다. 메이슨은 만약 국민연금 지침이 준수되었다면, 본건 합병은 전문위원회에 부의되었을 것이고, 동 위원회는 본건 합병에 반대하였을 것이며, 메이슨에게 손실이 발생하지 않았을 것이라고 합니다.²²⁶

²²² 반박서면 제 494-498 항; 재반박서면, 제 543-547 항 참조.

²²³ 청구인들의 반박서면, 제 319(b)항.

²²⁴ 5 일차, 815:16-817:19 (중재판정부의 질문).

²²⁵ 5 일차, 816:18-23 (중재판정부의 질문).

²²⁶ 예컨대, 청구인들의 반박서면, 제 32-36, 41-44, 137 항 참조.

한국에 대하여 주장되는 FTA 제 11.5 조의 위반이 주장되는 국민연금 지침의 위반으로 인해 발생한다는 점을 고려해 보면, 인과관계의 경계가 어디인지 파악할 때 이러한 규칙의 보호범위를 고려하는 것이 바람직합니다.

104. 따라서 남아있는 문제는 과연 국민연금 지침의 목적을 고려할 때, 메이슨이 주장하는 손실이 동 지침의 보호범위 내에 있는지 여부입니다. 국민연금 지침은 메이슨과 같은 제 3 자들의 이익이 아닌 오직 국민연금기금의 수익자들의 이익을 위해서만 존재한다는 점에 대해서는 다툼이 없습니다. 만약 국민연금이 (정부 개입으로 인해) 자신의 주주 의결권을 국민연금 지침에 위반하여 행사하였다면, 메이슨이 아닌 한국 연금가입자들이 소송을 제기할 근거가 있을 것입니다. 그러나 메이슨에 대한 손해는 “위반된 규칙의 ... 보호범위 내에” 있지 않았으므로 너무나 동떨어져 있습니다.²²⁷

2. 메이슨이 삼성물산 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 주된 원인은 한국이 아닌 삼성과 삼성 총수 일가의 행위였습니다

105. 한국은 메이슨이 그 삼성물산 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 “주된” 그리고 “근본적인” 원인이 삼성 및 삼성 총수 일가의 행위와 그로 인한 본건 합병비율이었다고 입증하였습니다.²²⁸ 메이슨의 주장은 위 삼성물산 주식이 메이슨이 이를 매수한 시점인 2015 년 6 월에 그 “내재적” 가치에서 디스카운트된 가격에 거래되고 있었고, 이러한 디스카운트가 본건 합병비율에 구체화되었다는 점을 전제로 합니다.²²⁹ 만약 이것이 사실이라면, 메이슨의 손실의 주된 원인은 주식이 디스카운트된 가격에 거래되었다는 점인데, 메이슨은 한국이 이러한 과소평가 또는 본건 합병비율을 초래하였다고 주장하고 있지 않습니다(그리고 이러한 주장을 할 수도 없습니다). 메이슨의 주장에 따르면, 디스카운트는 한국의 어떠한 행위로

²²⁷ ILC 규정 주석서(2001), CLA-166, 제 31 조, 주석 10, 제 92-93 면.

²²⁸ 1 일차, 238:20-239:11 (피청구국의 모두진술); 반박서면, 제 479-483 항; 재반박서면, 제 539 항 참조.

²²⁹ 1 일차, 22:22-23:1 (청구인들의 모두진술)(“[SOTP] 모델에 대한 분석 보고서에 반영된 바와 같이, 메이슨의 관점에서 삼성물산이 매력적인 투자처였던 이유 중에서는 가격이 매우 저렴했고 메이슨이 핵심 사업을 무료로 매수할 수 있었다는 이유도 있었습니다.”); 수정 청구서면, 제 35-40 항; 청구인들의 반박서면, 제 15, 17 항.

인해서가 아니라, 삼성과 삼성 총수 일가가 조작과 기회주의적인 시점 선택을 통해 다른 주주들의 희생을 바탕으로 불공정한 합병을 강행하는 것에 대한 시장의 우려로 인해 발생한 것입니다.²³⁰

3. 메이슨이 삼성전자 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 주된 원인은 한국의 어떠한 행위가 아니라 메이슨이 자신의 주식을 매도하기로 한 결정이었습니다

106. 메이슨이 자신의 삼성전자 주식에 대하여 발생하였다고 주장하는 손실의 “주된” 원인은 그 주식을 (메이슨이 말한 그 투자 논거가 현실화되었을 시점인) 2017 년 1 월이 아닌 2015 년 7 월과 8 월에 매도하기로 한 메이슨의 결정이었습니다.²³¹ 한국 정부의 압력 없이 내려지고, 실제로 주장되고 있는 한국의 모든 조치를 무시한 메이슨의 이러한 매도 결정은 인과관계의 연결고리를 깨뜨립니다.²³² 메이슨은 심리에서 이에 대해 그 어떠한 답변도 제공하지 못했습니다.

V. 메이슨은 손해배상을 청구할 권리가 없습니다

107. 본건 심리를 통해 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 청구가 작위적이고 뻔뻔하게 기회주의적임을 확인하였습니다.²³³ 이러한 청구는 억지스럽고 명백히 허위인

²³⁰ 1 일차, 64:11-15 (청구인들의 모두진술) (“이러한 계획은 원하는 결과를 얻어내기 위한, 즉 타인의 희생으로 본건 합병을 강행하기 위한 국민연금의 의사결정 침해와 대통령 및 장관들의 악의적인 권한 행사를 수반하였습니다.”); 수정 청구서면, 제 46, 227 항 (“국민연금의 합병 찬성 투표 등을 포함하는 이 계획은 [redacted] 과 그 일가에 상당한 경제적 이익을 제공하였으며, 메이슨과 삼성물산의 다른 외국인 투자자들에게 상당한 손실을 초래했습니다.”); 청구인들의 반박서면, 제 318 항 참조.

²³¹ 1 일차, 240:7-18 (피청구국의 모두진술); 반박서면, 제 488-492 항; 재반박서면, 제 540-542 항 참조.

²³² *Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier and Michael Stein v. Italian Republic*, ICSID Case No. ARB/14/3, 판정, 2016. 12. 27., **RLA-162**, 제 394 항; *Micula v. Romania I*, ICSID Case No. ARB/05/20, 최종 판정, 2013. 12. 11., **RLA-143**, 제 1137, 1154 항.

²³³ 심리에서 언급된 바와 같이, 메이슨의 성과보수 분배 청구는 그 삼성물산 및 삼성전자 청구 모두에서 파생된 것(즉, 이는 메이슨이 이 사건 중재에서 주장하고 있는 수익을 그가 그 삼성물산 및 삼성전자 투자를 통해 얻었어야 한다는 가정에 기초합니다.)으로서 삼성물산과 삼성전자에 관한 본건 업무집행사원의 청구에 예비적인 것(즉, 케이만 펀드의 본건 유한책임사원에게 발생한 것으로 주장되는 손실에 대해 본건 업무집행사원이 보상을 수령할 권리가 있다면, 그 성과보수 분배 보상에 더한 보상을 제공할 근거가 없습니다)입니다. 한국은 본 심리 후 주장서면에서 메이슨의 성과보수 분배 청구에 대해 추가적으로 다루고 있지 않으며, 이에 관해서는 당사자들의 이전 제출서면을 참고해 주실 것을

시장가격과 공정시장가격 간의 구분에 기초할 뿐만 아니라, 가정적 세계에 관한 일련의 형편없는 추측성의 사실에 대한 가정들에 기초합니다. 여기에는 (i) 본건 합병이 부결되었다면, 수년 동안 삼성물산 주가에 하방 압력을 가한 지배구조 관련 우려가 단번에 해결되었을 것이고, (ii) 시장참가자들이 부결된 본건 합병에 대한 반응으로 삼성물산 주가를 즉시 올려 Duarte-Silva 박사가 산정한 삼성물산의 “내재적” 가치로 맞출 것이며, (iii) 메이슨이 삼성물산 및 삼성전자 주식을 보유하고 있다가 그가 현재 주장하고 있는 상당한 거래이익을 실현시킬 수 있을 때 현금화했을 것이라는 가정이 포함됩니다.²³⁴ 이러한 배경에서 메이슨은 국제법상 일실 이익 청구에 있어 청구인들에게 요구되는 엄격한 입증의 정도를 충족할 수 없습니다.

A. 메이슨은 그가 한국의 행위로 인해 삼성물산과 삼성전자에 대한 투자와 관련하여 실제로 손실을 입었다는 점을 입증하지 못하였습니다

108. 우선, 본건 심리를 통해 메이슨의 손해배상 주장이 아닌 것이 무엇인지 부각되었습니다. 배상은 “불법행위의 결과를 모두 제거하고, 동 행위가 자행되지 않았다면 거의 확실히 존재했을 상황을 재확립”²³⁵한다는 *Chorzów Factory* 사건의 기준에 따라, 본건 합병으로 인해 발생한 손실액을 공정하게 평가하기 위해서는 메이슨이 삼성물산 및 삼성전자 주식에 대한 본건 합병의 구체적인 영향과, 더 중요하게는, 양사에 대한 메이슨 지분의 가치에 각각 미치는 영향을 파악해야 합니다.
109. 이에 따라, 메이슨은 가격에 영향을 미치는 수많은 다른 요소들과 분리해 본건 합병에 관한 소식이 양사 주가에 미친 영향을 평가하기 위해 소위 사건연구를 수행했어야 합니다. 그러나, 메이슨 측 전문가들은 심리에서 그들이 이러한 연구를 수행하지

중재관정부에 요청합니다. 수정 청구서면, 제 257-259 항; 반박서면, 제 545-549 항; 청구인들의 반박서면, 제 362-364 항; 재반박서면, 제 653-656 항.

²³⁴ 1 일차, 230:21-231:17 (피청구국의 모두진술). 반박서면, 제 449-457, 486(b) 항; 재반박서면, 제 627-631, 633, 635-636 항도 참조.

²³⁵ *Case Concerning the Factory at Chorzów (Germany v. Poland)*, 본안판결, 1928. 9. 13., PCIJ, Rep. Series A, No. 17, CLA-1, (“*Chorzów Factory*”), 제 47 면.

않았다고 확인하였습니다.²³⁶ 삼성물산 주가에 대한 본건 합병의 영향을 측정하기 위해 사건연구를 수행한 유일한 전문가는 Dow 교수인데, 그가 제시한 증거는 메이슨의 “가치 이전” 손해배상 이론과 상충됩니다.²³⁷

110. 여하튼, 메이슨이 사건연구를 통해 자신의 주장을 입증하려고 시도했다고 해도, Duarte-Silva 박사가 인정한 두 가지 사실에 비추어 봤을 때, 메이슨은 본건 합병이 자신의 삼성물산 및 삼성전자 지분에 미친 이와 같은 부정적 영향을 입증하지 못했을 것입니다.

a) 삼성물산과 관련하여 Duarte-Silva 박사는 메이슨이 (본건 합병이 발표된 날로부터 1 주 이상 후) 그 삼성물산 주식을 매수하였을 때는 이미 주식이 Duarte-Silva 박사가 공정시장가치라고 보는 가치의 디스카운트된 가격에 거래되고 있었음을 확인해 주었습니다.²³⁸ 즉, (메이슨이 주장하는 바와 같이) 본건 합병에 대한 전망이 삼성물산에 손해를 입혔다면, 이러한 손해는 메이슨이 그 주식을 매수한 시점에 이미 발생하였습니다. Duarte-Silva 박사는 그때 이미 “본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영”되어 있었다고 인정하였습니다.²³⁹

²³⁶ 5 일차, 873:1-10 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 어느 특정한 시점에 주식이 그 내재 가치보다 저평가된 가격에 거래되는 데에는 여러 가지 이유가 있지요? 답. 예, 그렇습니다. 문. 그리고 증인은 본건 합병이 발표되기 전에 삼성물산-제일모직 합병에 관한 소식과 삼성물산 주가 하락을 연결 짓는 그 어떠한 사건연구도 수행하지 않았지요? 답. 네, 수행하지 않았습니다. 문. Duarte-Silva 박사도 수행하지 않았고요. 답. 수행하지 않았습니다.”). 4 일차, 596:6-13 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“증인은 삼성 그룹사들에 대한 본건 합병 표결의 영향 분석을 직접 수행하지 않았나요? 답. 제가 한 게 이를 시사하였기 때문에 그럴 필요가 없었습니다.”).

²³⁷ Dow 보고서 II, RER-6, 제 184 항 (“위의 분석에서 시장 전반의 거래 가격 변동의 영향을 적절하게 제어하기 위해 본인은 표 2 에 나열된 15 개 삼성 계열사의 통합 시가 총액에 대한 이벤트 연구를 수행합니다.”); 표 2 (본건 합병 발표일과 본건 합병 표결일에 삼성물산 및 제일모직의 주가에 미친 가격 영향을 보여주는 “합병 소식에 대한 삼성과 KOSPI 의 반응”).

²³⁸ 4 일차, 604:23-605:1 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 그렇다면, 메이슨이 본건 합병 발표 후에 그 주식을 취득했을 때는 주식이 이미 공정시장가치에 디스카운트된 가격에 거래되고 있었다고 생각한다는 말씀이지요? 답. 네, 맞습니다.”).

²³⁹ 4 일차, 608:19-20 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문). 4 일차, 609:9-11 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“답. 이미 설명한 바와 같이, 본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영되었습니다.”)도

b) 삼성전자와 관련하여 Duarte-Silva 박사는 메이슨이 본건 합병 표결 후에 그 삼성전자 주식을 매도하였을 때 시장가격을 받았고,²⁴⁰ 삼성전자가 그 공정시장가치에서 디스카운트된 가격에 거래되고 있었다고 생각하지 않으며,²⁴¹ 이에 대해 조사한 적은 없지만 그 당시에 가격이 더 높거나 낮았어야 한다고 “생각할 이유가 없다”고 설명하였습니다.²⁴² 달리 말해, 메이슨이 그 삼성전자 주식을 매도했을 때 공정시장가치를 받지 않았다는 증거가 없습니다.

111. 사건연구 없이는 중재판정부가 본건 합병이 (양사에 대한 메이슨의 지분은커녕) 삼성물산 또는 삼성전자 주가에 미친 구체적인 부정적 영향의 범위를 파악하는 것은 물론 이러한 부정적 영향이 있었다는 결론을 내리는 것조차 할 수 없으므로, 메이슨이 사건연구를 수행하지 못한 사실은 치명적인 입증 실패입니다.

a) 삼성물산과 관련하여 메이슨은 삼성물산 가격이 본건 합병 표결일에 폭락했다는 사실을 중시하지만(-9.8%), 본건 합병의 전반적인 영향은 긍정적이었다는 증거가 존재합니다. Dow 교수가 지적한 바와 같이, 삼성물산 주가는 본건 합병 발표 후에 그 이상으로 올라(+16.1%) 본건 합병의 전반적인 영향은 긍정적이었습니다.²⁴³

참조.

²⁴⁰ 4 일차, 656:9-13 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문: 그렇다면, 메이슨은 2015년 7월과 8월에 삼성전자 주식을 매도했을 때 그 공정시장가치를 받았지요? 답: 주식을 매도하고 시장가격을 받았습니다. 네.”).

²⁴¹ 4 일차, 655:1-4 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문: 삼성전자가 2015년 여름에 그 공정시장가치에 디스카운트된 가격에 거래되었다는 것은 증인의 의견이 아니지요? 답: 저는 그런 의견을 가지고 있지 않습니다.”).

²⁴² 4 일차, 655:25-656:6 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 증인은 증인의 가치평가에서 시장가격을 받아들였는데, 그러니 삼성전자의 시장가격이 신뢰할 수 있는 가치의 지표인지 여부에 대해 어떤 의견이 있었을 것 아니에요. 답. 그렇다기보다는 조사를 수행하지 않고서는 그것이 더 높거나 낮아야 한다고 생각할 이유가 없었기 때문에 그냥 시장가치를 사용했습니다.”).

²⁴³ 4 일차, 704:3-6 (Dow 의 모두진술) (“발표와 표결에 관한 증거를 종합해보면, 매우 유의미한데, [삼성물산 주가 상승이] 6.3%로 나옵니다.”). Dow 보고서 II, RER-6, 제 185 항 (본건 합병 발표 및 본건 합병 투표가 누적적으로 삼성물산 가격에 통계학적으로 유의미한 긍정적 영향이 있었고, 양사 모두에 종합적으로 통계학적으로 유의미한 긍정적 영향이 있었다고 결론을 내림.).

b) 삼성전자와 관련하여 Duarte-Silva 박사는 그가 삼성전자나 모든 삼성 그룹사에 대한 본건 합병 표결의 영향을 분석하지 않았음을 인정하였습니다.²⁴⁴ 이하 추가적으로 설명된 바와 같이, Dow 교수는 그로서는 (승인된) 본건 합병이 삼성전자 주식에 어떠한 영향이 있었다면 그것은 긍정적인 영향이었을 것이라는 결론을 내렸습니다.²⁴⁵

112. 예비적으로, 메이슨은 자신의 거래손실(존재한다면) 중 (본건 합병과 관련이 없는 다른 요소들이 아닌) 본건 합병과 관련된 부분을 파악하고자 하였을 수 있었습니다. 그랬다면 이는 메이슨에게 실제로 발생한 손실(존재한다면)에 대한 그럴듯한 평가가 되었을 것입니다. 그러나, Duarte-Silva 박사는 심리에서 그가 이와 관련하여 중재판정부에게 도움이 되지 못함을 확인하였습니다. 그는 메이슨의 삼성물산 포지션에 대한 거래 손실은 산정하였으나, “제 보고서는 거래 손실의 어느 부분이 한국의 조치들로 인해 발생하였는지는 설명하지 않습니다”라고 인정하였습니다.²⁴⁶ 또한, Duarte-Silva 박사는 그가 메이슨의 삼성전자 포지션에 대한 거래 손실(또는 이익)을 산정하지 않았다고 확인하였습니다.²⁴⁷ 이러한 기록에 따르면, 한국의 조치들의 결과로 메이슨에 거래 손실이 발생하였다고 단정지을 수 없습니다.

B. 메이슨은 본건 합병이 없었더라면 자신이 삼성물산 및 삼성전자 거래로 상당한 이익을 창출하였을 것이라는 자신의 주장에 대한 매우 엄격한 입증책임을 부담하고 있습니다

113. 메이슨은 이 사건 중재에서 실제 손실(적극적 손해)에 대해 손해배상을 청구하는

²⁴⁴ 4 일차, 596:6-10 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문: 증인은 삼성 그룹사들에 대한 본건 합병 표결의 영향 분석을 직접 수행하지 않았나요? 답: 제가 한 게 이를 시사하였기 때문에 그럴 필요가 없었습니다.”).

²⁴⁵ Dow II, RER-6, 제 184 항 및 표 2 (본건 합병 발표일에 삼성전자 주가에 0.9%의 긍정적인 가격 영향이 있었고, 본건 합병 표결일에 삼성전자 주가에 1.8%의 긍정적인 가격 영향이 있었음을 보여줌).

²⁴⁶ 4 일차, 580:3-4 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

²⁴⁷ 4 일차, 580:15-18 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문: 증인은 삼성전자에 대해서도 동일한 산정을 해달라는 요청을 받지 않았나요? 답: 그런 기억이 없습니다. 아마도 그런 요청이 없었을 거예요. 제가 수행하지 않았으니까요.”).

대신에 본질적으로 상실된 미래 이익(소극적 손해)에 대한 청구에 해당하는 손해배상청구를 진행하기로 선택하였습니다. 이는 (메이슨이 공공연하게 자신이 삼성전자 주식을 2017년 1월까지 보유했다면 얻었을 이익을 청구하고 있는) 삼성전자의 경우에서 분명히 드러납니다. 그러나, 이 점은 삼성물산에 관한 청구도 마찬가지입니다. 메이슨과 Duarte-Silva 박사는 이러한 청구가 마치 “메이슨이 삼성물산 투자주식의 공정시장가치에 관하여 입게 된 손해”²⁴⁸에 대한 청구인 것처럼 포장하지만, Duarte-Silva 박사는 반대신문을 통해 메이슨이 삼성전자와 삼성물산 모두에 관한 그 투자 논거를 실현할 수 있는 유일한 방법이 자신의 주식을 매도하고 이익을 창출하는 방법뿐이라고 인정하였습니다.²⁴⁹

114. 심리를 통해 메이슨이 그 손해배상 주장을 이러한 방식으로 접근한 이유가 밝혀졌는데, 그 이유는 바로 기회주의였습니다. Duarte-Silva 박사는 (지시에 따라) 삼성물산과 삼성전자와 관련하여 메이슨에게 발생하였다고 주장되는 손실을 산정하기 위해 2 가지 방법론을 적용하고 있습니다.²⁵⁰ 중재인 Gloster 의 질문에 답변하면서, Duarte-Silva 박사는 그가 양사에 대하여 동일한 방법론을 적용해 (그가 삼성물산에 대하여 했다고 주장한 것과 동일하게) 삼성전자의 가정적 가치를 본건 합병일을 기준으로 산정할 수 있었지만, 그가 “그와 같이 하라는 요청을 받은 적이 없다”고 인정하였습니다.²⁵¹ 여기에서 Duarte-Silva 박사가 이러한 요청을 받지 않은

²⁴⁸ Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 제 11(a)항.

²⁴⁹ 4 일차, 674:21-25, 675:10-14 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 메이슨이 그 투자 논거를 실현하기 위해서는 언젠가는 그 주식을 매도했어야 했지요? 답. 주식을 매도하면서 수익을 실현했을 것입니다.”).

²⁵⁰ Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 제 11(a)항(“메이슨이 삼성물산 투자주식의 공정시장가치에 관하여 입게 된 손해의 평가”)과 Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 제 11(b)항 (“메이슨이 삼성전자 투자주식에 관하여 입게 된 손해의 평가”) (강조표시 추가) 비교. Duarte-Silva 보고서 II, CER-6, 제 24 항 (“본인은 ... 합병 표결을 가능케한 한국의 조치가 없었을 경우의 가치와 한국의 조치에 따른 가치 사이의 차액으로 Mason 이 보유한 삼성물산 주식의 공정시장가치에 관한 손해를 평가하였습니다.”); Duarte-Silva 보고서 II, CER-6, 제 194 항 (“Mason 이 실제로 얻은 수익과 Mason 이 당초 투자 전략을 실행하였다면 얻었을 수익 간의 차이를 계산하였습니다. 한국의 조치가 없었을 경우 매매 수익은 삼성전자 주가가 Mason 의 삼성전자에 대한 가치평가와 동일 했을 때 이루어진다고 가정하였습니다.”)도 참조.

²⁵¹ 4 일차, 679:19-680:1 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (문: “거래가, 합병이 무산되었다는 가정 하에 2015년 8월 6일에 가정적 가격을 산정하는 것이 가능했을까요? 답. 그러려면, 제가 직접 삼성전자의 가치를

이유는 (이미 언급된 바와 같이) 본건 합병이 이루어진 시점에 삼성전자의 공정시장가치가 그 시장가격 외의 가격이었다는 증거가 존재하지 않으므로 산정 결과상 손해가 없다고 밝혀질 것이기 때문이라고 합리적으로 추론할 수 있습니다.

115. 여하튼, 일실 이익에 대한 청구를 구하기로 선택한 메이슨은 그에 수반되는 높은 수준의 입증책임을 부담해야 합니다. 국제법상 이러한 청구는 높은 수준의 확실성으로 입증되어야 합니다.²⁵² 이러한 기준은 배상이 “[불법] 행위가 자행되지 않았다면 거의 확실히 존재했을 상황을 재확립”한다는 *Chorzów Factory* 사건의 요건과 일치합니다.²⁵³
116. 메이슨은 그 모두진술에서 “한국은 메이슨의 손해배상청구권에 대해 다투기 위한 목적으로 자신의 불법행위로 인해 발생한 불확실성을 악용해서는 안 [되]”기 때문에 이러한 책임이 한국에 넘어갔다고 주장하였습니다.²⁵⁴ 메이슨은 그가 주장하는

평가하고, 이러한 가정적 가치가 얼마였을지 평가했어야 하겠죠. 만약—가정적 한국의 조치들. 저는 안 했습니다. 저는 그와 같이 하라는 요청을 받은 적이 없습니다.”).

²⁵² *Bilcon v. Canada*, **RLA-174**, 제 110 항 (“국제공법에 관한 법률증거들은 위반과 피해 사이의 인과관계 연결고리를 입증하기 위해서는 높은 수준의 사실적 확실성을 요구한다. (*Chorzów* 사건에서처럼) 주장되는 피해가 ‘거의 확실히’ 위반에 의해 발생했어야 하거나, (*Genocide* 사건에서처럼) ‘충분한 수준의 확실성으로’ 위반이 없었다면 피해를 방지할 수 있었다는 결론이 내려져야 한다.”); *Micula v. Romania I*, ICSID Case No. ARB/05/20, 최종 판정, 2013. 12. 11., **RLA-143**, 제 1010 항 (“중재판정부는, 충분한 확실성 기준은 계속기업과 지속적으로 수익성이 있었다는 점에 대한 증명 없이는 대개 충족하기가 상당히 어렵다고 판단한다”); *Crystallex International Corp. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID Case No. ARB(AF)/11/2, 판정, 2016. 4. 4., **RLA-160**, 제 875 항 (“청구인은 실제로 얻었을 수익을 박탈당했음을 입증해야 한다. 그러기 위해서는 청구인이 피청구인의 불법행위가 없었다라면 영리활동을 행하였다거나 행하였을 것이며, 그러한 활동이 실제로 수익을 가져왔을 것이 충분히 확실하다는 것을 입증해야 한다.”). *Deutsche Telekom v. Republic of India*, PCA Case No. 2014-10, 최종 판정, 2020. 5. 27., **RLA-235**, 제 121 항 (청구인이 손실이 “(*Chorzów* 사건의 기준에 따라) ‘거의 확실히’ 또는 (*Genocide* 사건의 기준에 따라) ‘충분한 수준의 확실성’으로 ... 인도의 행위로 인해 발생하였다”고 입증하였다고 판단하면서 *Bilcon v. Canada* 사건과 동일한 기준을 적용함)도 참조. 이와 마찬가지로, ILC 규정 제 36 조도 일실이익의 배상판정은 “그것이 입증되는 한”에서만 국제법에 따라 내려질 수 있다고 확인하고 있으며, ILC 규정 제 36 조 주석은 “실무에서 일반적으로 일실 이익은 발생한 손해에 대한 배상에 포함되지 않았다. 중재판정부들은 본질적으로 추측에 기반한 측면이 있는 청구에 대해서는 손해배상을 명하는 편정[sic]을 내리기 주저했다”고 기술하며, 입증책임을 다하기 어렵다는 점을 명확히 밝히고 있습니다. ILC 규정 주석서, **CLA-166**, 제 36 조에 대한 주석, 제 31 항.

²⁵³ *Chorzów Factory*, **CLA-1**, 제 47 면 (강조표시 추가).

²⁵⁴ 1 일차, 104:2-4 (청구인들의 모두진술).

원칙을 뒷받침하기 위해 *Gemplus v. Mexico*, *Gavazzi v. Romania* 등 2 개 사건을 인용하는데, 이 두 사건 모두 메이슨이 자신의 책임으로부터 면제되고 그 대신에 한국이 메이슨의 손해배상 주장이 틀렸음을 입증해야 한다는 포괄적인 명제를 뒷받침해주지 않습니다.²⁵⁵

117. *Gavazzi* 사건과 *Gemplus* 사건은 모두 기회의 상실에 대한 손해배상청구를 수반하였습니다. 메이슨이 언급하는 문언은 그 구체적인 맥락에 적용되는 원칙들에 관한 중재판정부의 논의에서 발췌된 것입니다.²⁵⁶ 이 두 사건 모두 국제법에서 기회의 상실이라는 개념을 논할 때 인용되는 가장 대표적인 사건인 *Sapphire v. National Iranian Oil Co.* 사건²⁵⁷을 인용합니다.²⁵⁸ 이러한 원칙들은 메이슨이 (기회의 상실의 평가법을 분명히 설명하기는커녕) 기회의 상실에 대한 청구를 제기하지 않기로 하였으므로 이 사건에 적용되지 않습니다.
118. 여하튼, 메이슨이 지지하는, 불법행위가 불확실성을 발생시킬 경우 손해 입증 책임이 어떠한 방법으로 피청구국에게 전환된다는 원칙은 사실일 수 없습니다. 이는 청구인들이 사실상 투자의 미래 수익성이 문제되는 모든 사건에서 손해를 입증할 책임으로부터 면제됨을 의미하는데, 이는 사실이 아님이 명백합니다. 실제로, *Gemplus* 사건과 *Gavazzi* 사건은 책임이 인정되더라도 손실의 존재를 요구되는 비추측적 정도까지 입증할 책임은 분명 청구인에게 있다는 논쟁의 여지가 없는 명제를 확인하였습니다.

국제법에 따라 ... 청구인들은 그들의 손해배상 청구의 기초가 되는
손실에 대한 입증책임을 부담한다. 만약 이러한 손실이 지나치게

²⁵⁵ 청구인들의 모두진술 발표자료, 슬라이드 203; 1 일차, 104:2-4 이하 (청구인들의 모두진술).

²⁵⁶ *Gavazzi v. Romania*, **CLA-178**, 제 224 항 (“중재판정부는 기회의 상실에 대한 보상을 평가함에 있어 잠재적인 특별 요소를 언급한다.”). *Gemplus v. Mexico*, **CLA-114**, 제 13-95-99 항 (“사실적 쟁점은 사업시행사의 미래 수익창출기회의 상실을 금액으로 어떻게 평가하느냐의 문제이다.”).

²⁵⁷ *Gemplus v. Mexico*, **CLA-114**, 제 13-82, 13-84, 13-92 항; *Gavazzi v. Romania*, **CLA-178**, 제 218 항.

²⁵⁸ *Sapphire International Petroleum Ltd. v. National Iranian Oil Co.*, 판정, 1963. 3. 15., 35 I.L.R. 136, **CLA-183**, 제 187-188 항.

불확실하거나 추측에 기반하거나 달리 입증되지 않는다고 판단되는 경우, 중재판정부는 설령 피청구국의 책임이 인정되더라도 청구를 기각해야 한다.²⁵⁹

C. 메이슨의 삼성물산 청구는 개념적으로 잘못되었고, 시장 증거와 배치됩니다

119. Duarte-Silva 박사의 보고서에 따르면, 메이슨은 본건 합병일 현재 삼성물산 주식의 시장가격과 그가 말하는 같은 날 현재 그 공정시장가치(FMV)의 차액을 청구하고 있습니다.
120. 삼성물산에 관한 메이슨 측 주장의 핵심 쟁점은 그 투자가 이루어진 시점입니다. 심리에서 Duarte-Silva 박사는 “본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영”된 후에 메이슨이 그 모든 삼성물산 주식을 취득하였다고 인정할 수밖에 없었으므로 이를 인정했습니다.²⁶⁰ 따라서, 메이슨은 그 주장대로라면 본건 합병으로 인한 “가치가 이전될 우려”의 손해가 이미 반영된 가격에 그 삼성물산 주식을 매수하였습니다.²⁶¹ 메이슨은 낮은 가능성에도 불구하고²⁶² 본건 합병 투표의 결과가 그에게 예상을 뒤엎고 횡재를 가져다 줄 것을 기대했을 수 있지만, 결국 그러지 않을 것이라는 위험을 감수하였습니다. 메이슨의 추측에 기반한 위험 감수는 손해배상의 근거가 되지 않습니다. 한국이 설명한 바와 같이, 이러한 상황은 중재판정부가 “시장이 회사의 기본 자산을 저평가하였다고 판단하고 주식을 구매하는” 청구인은

²⁵⁹ *Gemplus v. Mexico*, **CLA-114**, 제 12-56 항. *Gavazzi v. Romania*, **CLA-178**, 제 148 항(“중재판정부는 청구인들의 사실관계에 관한 주장을 입증해야 하는 법적 책임이 청구인들에게 있다는 점을 인정한다.”)도 참조.

²⁶⁰ 4 일차, 608:19-20 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문). 4 일차, 609:9-11 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (답. “이미 설명한 바와 같이, 본건 합병의 조건과 본건 합병이 성사될 가능성은 주가에 반영되었습니다.”)도 참조.

²⁶¹ 1 일차, 235:14-237:22 (피청구국의 모두진술). 4 일차, 558:3-10 (Duarte-Silva Direct) (“거래된 가치—삼성물산이 그 SOTP 금액보다 낮게 거래된 가치가 제일모직의 가치가 되는 겁니다. 시장은 이를 이해했고, 가격이 이를 반영했습니다. 이는 예상되는 가치 이전에 대한 투자자들의 인식에 따른 자연스러운 결과였기 때문에, 양사의 주가는 이를 반영하였습니다.”); Duarte-Silva 보고서 I, **CER-4**, 제 46-50 항; Duarte-Silva 보고서 II, **CER-6**, 제 70-76 항도 참조.

²⁶² 본 심리 후 주장서면, 제 27-28, 60-61 항 참조.

“투자 및 회수에 대하여 가장 낙관적인 평가”를 적용하여 산출한 손해배상액을 받을 수 없다고 결론내린 *RosInvestCo v. Russia* 사건과 매우 유사합니다.²⁶³ 이와 동일한 논리는 이 사건에도 적용됩니다.

121. 한국이 이하 설명하는 바와 같이, 본건 심리를 통해 메이슨의 삼성물산 청구에 개념적인 및 증거에 관한 여러 문제점이 있음을 확인하였습니다.

1. 메이슨의 삼성물산 청구는 회사의 “공정시장가치”(FMV)가 그 “내재 가치”에 상응한다는 잘못된 가정에 기초합니다

122. 당사자들의 전문가들은 매수 의사가 있는 매수인이 매도 의사가 있는 매도인과 합의할 가격을 의미하는 FMV의 정의에 대하여 다투고 있지 않습니다.²⁶⁴ 그러나, 메이슨의 삼성물산 손해배상에 관한 주장에서 FMV는 어느 시점에 삼성물산 주식에 대하여 매수 의사가 있는 매수인이 매도 의사가 있는 매도인에게 지급할 가격이 아닌, 그 주식의 “내재적” 가치를 의미합니다(그는 이러한 내재 가치를 “사업별 평가가치 합산” 또는 “SOTP” 산정을 통해 도출하였습니다).²⁶⁵

123. 그러나, Wolfenzon 교수는 반대신문 과정에서 회사의 “내재적” 가치가 그 FMV와 동일하다고 하는 것은 잘못된 설명이라고 확인하였습니다. “내재 가치와 공정시장가치는 서로 상응하는 용어인가요?”라는 질문에 Wolfenzon 교수는 솔직하게 “아닙니다”라고 답변하였고,²⁶⁶ 그가 자신의 보고서에 이 용어들을 혼용해서 사용한

²⁶³ *RosInvestCo UK Ltd v. The Russian Federation*, SCC Case No. V079/2005, 최종 판정, 2010. 9. 12., **RLA-184**, 제 668-70 항; 반박서면, 제 528 항; 재반박서면, 제 622-624 항.

²⁶⁴ Dow 보고서 II, **RER-6**, 제 65-66 항; Dow 보고서 I, **RER-4**, 제 95-96 항; Duarte-Silva 보고서 II, **CER-6**, 제 115 항.

²⁶⁵ 청구인들의 반박서면, 제 344 항 (“완전한 배상은 ... 보유 주식의 진정한 가치에 근거할 필요가 있습니다.”); 4 일차, 559:20-21 (Duarte-Silva Direct) (“따라서, 저는 삼성물산의 가정적 공정시장가치를 내재 가치에 기초해 산정했습니다.”).

²⁶⁶ 5 일차, 849: 14-16 (Wolfenzon에 대한 반대신문) (“문. 증인이 봤을 때, 내재 가치와 공정시장가치는 서로 상응하는 용어인가요? 답. 아닙니다.”).

것에 대해 미안함을 내비쳤습니다.²⁶⁷ 질문을 되풀이하자, Wolfenzon 교수는 아래와 같이 확인하였습니다.

문. ... 더 분명히 하기 위해 다시 묻지만, 공정시장가치는 가격이고, 증인이 봤을 때, 이는 내재 가치와 다른 것이지요?

답. 네, 네.²⁶⁸

124. 따라서, Wolfenzon 교수는 삼성물산의 “내재적” SOTP 가치가 그 FMV 와 같다고 할 수 있다는 메이슨의 손해배상 이론의 기본 전제를 부인하였습니다.

2. 메이슨은 삼성물산의 FMV 가 그 시장가격 외의 가격이었음을 입증하지 못하였습니다

125. 한국의 입장은 삼성물산 주식의 FMV 는 시장참가자들이 그 당시에 그 주식을 거래하고자 한 가격에 반영된다는 것입니다. 메이슨은 자신의 주식을 시장가격에 매수하고 매도하였으므로, 메이슨은 그 삼성물산 주식의 FMV 에 관한 아무런 손실도 입지 않았고, 따라서 그에게 그 어떠한 손해배상도 지급할 의무가 없습니다.²⁶⁹

126. 삼성물산과 같이 널리 거래되는 기업의 시장가격에 FMV 가 반영되어 있다는 명제는 논쟁의 여지가 없어야 합니다. 이는 경제학 문헌과 판례법과도 일치합니다.²⁷⁰ 실제로, Wolfenzon 교수는 심리에서 “공정시장가치는 가격”이라는 점을 확인하면서 이

²⁶⁷ 5 일차, 850:3-17 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 증인의 보고서에서 증인은 이들을 같은 목적으로 사용했지요? 이들은 증인의 보고서에서 상응어지요? 답. 제가 그 용어들을 정의할 때 더 신중했어야 하는데, 네, 맞습니다. ... 이러한 법률적 정의에서 벗어나서 미안합니다.”).

²⁶⁸ 5 일차, 850:19-22 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (강조표시 추가).

²⁶⁹ 4 일차, 850:20-23 (Dow 에 대한 주신문).

²⁷⁰ Dow 보고서 II, RER-6, 제 65-66 항; Dow 보고서 I, RER-4, 제 95-96 항. *DFC Global Corp. v. Muirfield Value Partners, et al.*, 2017 WL 3261190, 2017. 8. 1., DOW-49, (“경제학은 매수 의사가 있는 매수인들에게 대상 물건에 대한 가격을 책정하고 호가를 제시할 수 있는 공정한 기회가 주어지는 한, 경쟁시장에서 형성된 것이 가장 신뢰할 수 있는 가치의 증거라고 가르친다. 이러한 주장은 합리적이고 경제학 문헌과 일치한다.”).

내용을 인정하였습니다.²⁷¹

127. 그러나, 메이슨은 시장가격은 신뢰할 수 없다면서 이를 무시하고 있습니다. 메이슨 측 전문가들은 이를 무시해야 하는 3 가지 이유를 제공하였지만,²⁷² 심리에서의 증언은 이러한 각 이유를 지지할만한 근거가 없다는 사실을 보여주었습니다.

a) 메이슨은 본건 합병 관련 가치 이전이 예상되는 바람에 시장가격이 떨어졌다고 말하지만, Dow 교수는 본건 합병은 한국법에 따라 시장가격에 이뤄졌기 때문에 “합병에 대한 우려” 이론은 순환적이고 비논리적이라고 설명하였습니다.²⁷³ 이 이론은 Wolfenzon 교수가 자신의 1 차 보고서에서 이를 사실상 전혀 다루지 않았을 정도로 억지스럽습니다.²⁷⁴ Wolfenzon 교수는 Duarte-Silva 박사가 이러한 이론을 뒷받침하기 위해 분석 보고서 3 건만을 인용하는데,²⁷⁵ 이러한 보고서 내용을 감안하더라도 본건 합병으로 인한 잠재적 “가치 이전”이 단독으로 삼성물산 주식의 하락을 유발했다는 점에

²⁷¹ 5 일차, 850:19-21 (Wolfenzon 에 대한 반대신문).

²⁷² Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 제 46-47 항; Wolfenzon I, CER-7, 제 48-53 항.

²⁷³ Dow 보고서 II, RER-6, 제 163-169 항; 4 일차, 698:6-20 (Dow 에 대한 주신문) (“본건 합병에 대한 우려로 인하여 디스카운트가 발생하였다고 할 수 없는데, 이는 슬라이드 33 에 기재된 요인 하나로 간단히 설명됩니다. 만약 인수대상회사가 그 가치에 못 미치는 인수가격을 받아드릴 것이라고 시장이 생각한다면, 이로 인해 주가는 실제로 떨어질 것입니다. 아시겠죠? 만약 제가 어떠한 자산을 가지고 있는데, 이 자산을 그 가치보다 낮은 가격에 넘겨야 한다고 생각한다면, 그 가격은 떨어질 것입니다. 그러나, 이는 한국에서 요구되는 바와 같이, 본건 합병비율이 시장가격일 때는 불가능합니다. 저는 어떠한 자산을 넘겨야 하는 상황을 걱정할 수 있지만, 만약 시장가격에 넘겨야 한다고 하면, 이러한 우려가 없습니다. 아시겠죠? 따라서, 자산을 시장가격으로 평가하는 것 자체가 시장가격을 떨어뜨린다는 것은—굳이 계산할 필요도 없겠지만—수학적으로 불가능하고, 논리적으로 불가능합니다.”).

²⁷⁴ 5 일차, 869:20-25 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 가치를 빼앗길 우려는 증인이 1 차 보고서에 기재한 2 가지 요인 중에 그 어느 것에도 해당하지 않습니다. 답. 아니었죠. 문. 실제로, ‘가치의 빼앗김’이라는 단어들은 증인의 1 차 보고서 어디에도 없습니다. 답. 네, 없습니다.”); Wolfenzon 보고서 II, CER-6, 제 50 항.

²⁷⁵ Duarte-Silva 박사는 잠재적인 합병에 대한 우려가 주가에 하방 압력을 가했다는 자신의 이론을 뒷받침하기 위해 기록에 포함된 수십건의 분석 보고서 중 오직 3 건만 인용하였고, 심지어 이러한 보고서들조차 삼성물산의 순자산가치 대비 디스카운트가 발생한 이유를 확실하게 파악하지 못하였습니다. 예컨대, 삼성증권, “13년 4 분기 보고,” 2015. 1. 19., CRA-48, 제 1 면; Nomura, “실망스러운 2015 년 1 분기 실적,” 2015. 4. 23., CRA-49, 제 1 면; HSBC, “제일모직-삼성물산 합병,” 2015. 5. 26., CRA-238, 제 1 면 참조.

대하여 증거가 엇갈린다는 점을 확인하였습니다.²⁷⁶ 메이슨 측 전문가들은 그 다른 분석 보고서들이 가치 이전에 대해 전혀 언급하지 않았다는 점도 인정하였습니다.²⁷⁷

- b) 본건 합병 발표 시점에 관하여 Dow 교수는 삼성 총수 일가가 시장으로 하여금 일정을 맞추도록 하였을 수 없다고 설명하였습니다.²⁷⁸ Wolfenzon 교수의 분석과 증언에 따르면, 설사 삼성 총수 일가가 이와 같이 할 수 있었다고 하더라도, 본건 합병비율에 대한 그 영향은 미미했을 것입니다. Wolfenzon 교수는 자신의 1 차 보고서에서 합병비율이 “[본건 합병이 발표된 시점인]

²⁷⁶ 5 일차, 878:16-879:1 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 제가 묻고자 하는 것은, 이러한 2 가지 요소들이 본건 합병 전에 삼성물산 주가의 하락으로 이어졌을 가능성이 있었다는 것이죠? 답. 언제부터 언제까지인지는 모르겠습니다. 문. 이 보고서는 2015 년 1 월에 발간된 것이지요? 답. 네 – 그들은—네, 그들은 하락으로 이어졌을 수 있습니다. 문. 그리고 증인도 Duarte-Silva 박사도 이러한 요소들이 가격에 미치는 영향을 조사하지 않았죠? 답. 조사하지 않았습니다.”).

²⁷⁷ 4 일차, 606:25-607:12 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (R-345 를 검토함); 4 일차, 647:12-16 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“그들은 가치를 빼앗길 것으로 예상된다라는 말을 하지 않으면서 타당한 주가를 보여주려고, 현재 시장가격에 비추어 봤을 때 타당한 근본적인 가치평가를 보여주려고 최선의 노력을 하고 있습니다.”); 5 일차, 875:20-25 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 그러면, 증인은 이 문제에 관한 여러 보고서를 검토하였지요? 답. 예. 문. 그리고 그 중 일부에는 – 그 중 일부는 가치 추출을 전혀 언급하지 않았지요? 답. 네, 맞습니다.”). 삼성물산에 관한 대부분의 분석 보고서는 본건 합병에 의해 암시되는 가치 이전에 삼성물산의 주가 동향을 설명해준다고 시사하기는커녕 이러한 가치의 이전에 대해서 논의하지도 않습니다. 예컨대, **R-126** (대신, 2015. 5. 26.), **R-127** (KTB 자산운용, 2015. 5. 27.), **R-128** (SK 증권, 2015. 5. 27.), **R-155** (BNK 증권, 2015. 6. 18.), **R-158** (현대리서치, 2015. 6. 22.), **CRA-41** (Nomura, 2015. 1. 30.), **CRA-42** (UBS, 2015. 6. 29.), **CRA-47** (Macquarie, 2015. 7. 2.), **CRA-48** (삼성증권, 2015. 1. 19.), **CRA-49** (Nomura, 2015. 4. 23.), **CRA-66** (CIMB, 2015. 7. 17.), **CRA-68** (UBS, 2015. 6. 30.), **CRA-69** (신한금융투자, 2015. 4. 24.), **CRA-70** (Deutsche Bank, 2015. 4. 23., **DOW-28** 도 참조), **CRA-81** (CIMB, 2015. 1. 29.), **CRA-82** (Deutsche Bank, 2015. 1. 30., **DOW-24** 도 참조), **CRA-83** (UBS, 2015. 1. 29., **DOW-23** 도 참조), **CRA-84** (신한금융투자, 2015. 1. 30.), **CRA-85** (CIMB, 2015. 4. 23.), **CRA-86** (UBS, 2015. 4. 23.), **CRA-87** (KB, 2015. 4. 24., **CRA-88** 에 일부 번역됨), **CRA-89** (UBS, 2015. 4. 27., **DOW-25** 도 참조), **CRA-90** (신한금융투자, 2015. 5. 27.), **CRA-91** (UBS, 2015. 6. 4.), **CRA-92** (UBS, 2015. 6. 8.), **CRA-93** (UBS, 2015. 6. 10), **CRA-94** (UBS, 2015. 6. 19.), **CRA-95** (UBS, 2015. 7. 17.), **CRA-238** (HSBC, 2015. 5. 26.), **CRA-254** (Morgan Stanley, 2015. 6. 8.), **CRA-257** (현대증권, 2015. 6. 8.), **CRA-260** (한국투자증권, 2015. 4. 24.), **CRA-262** (KB, 2015. 5. 27.), **DOW-19** (Nomura, 2015. 1. 26.), **DOW-21** (Macquarie, 2015. 2. 9.), **DOW-26** (Credit Suisse, 2015. 4. 23.), **DOW-27** (삼성증권, 2015. 4. 24.), **DOW-116** (UBS, 2015. 6. 30.), **DOW-118** (CLSA, 2015. 5. 27.), **DOW-123** (UBS, 2015. 6. 29.) 및 **DOW-138** (J.P. Morgan, 2015. 5. 27.) 참조.

²⁷⁸ Dow 보고서 I, **RER-4**, 제 216-218 항, 별표 C, C-3; 4 일차, 698:21-699:23 (Dow 에 대한 주신문) (“만약 시점을 설정하는 것이 가능했다면, 주가의 움직임이 예측 가능했을 것인데, 이는 금융시장에서는 가능한 일이 아닙니다. 그렇다면, 차익거래로 쉽게 돈을 벌 수 있었을 것입니다. 이는 예측 가능성을 제거했을 것인데, 바로 이러한 이유에서 주요 주식시장이 예측 불가능하다고 말하는 것입니다.”).

2015.5.26.에 그에 앞선 다른 날들에 적용되었을 합병비율들에 비해 특히 낮았”다고 주장하였습니다.²⁷⁹ 그러나, Wolfenzon 교수는 심리에서 본건 합병 발표 직전 5 개월의 기간 동안 본건 합병비율이 1:0.42 를 초과한 적이 없었고, 이는 실제 본건 합병비율인 1:0.35 와 비교했을 때 “투자자들에게는 유의미한 차이일지도 모르겠지만, 1.35(즉, Duarte-Silva 박사의 SOTP 가치평가가 상정하는 본건 합병비율)까지 올라가지는 않았을 것”이라는 것을 보여준다는 점에 대해 인정할 수밖에 없었습니다.²⁸⁰

- c) 문제되는 주가 조작에 관하여 Dow 교수는 메이슨이 주장한 각 주가 조작의 경우들을 수치화하였고, 주가에 미치는 영향은 적었을 것이라는 점을 입증하였습니다.²⁸¹ 메이슨은 심리에서 Dow 교수의 증언에 대해 이의를 제기하지 않았습니다. 실제로, Wolfenzon 교수는 그가 FMV 를 측정함에 있어 시장가격을 사용하지 않은 이유 중 하나가 주가가 조작되었다는 주장이라는 점을 인정하였지만, 그는 이러한 주장들과 서로 직접적으로 상충되는 기록상 증거를 설명하려고 하지 않았을 뿐더러²⁸² 주가 조작의 잠재적인 영향 또한 분석한 적이 없다는 점을 인정하였습니다.²⁸³

128. 따라서, 메이슨 측 전문가들은 본건 합병 당일의 삼성물산 주가가 삼성물산의 FMV 를 반영하지 않았다고 결론을 내릴 만한 확실한 증거를 제시하지 않고 있고, 이에 따라 같은 날 삼성물산의 “내재 가치”가 얼마였는지 추측할 근거가 없습니다. 메이슨의

²⁷⁹ Wolfenzon 보고서 I, CER-5, 제 52 항.

²⁸⁰ 5 일차, 893:20-25, 895:16-18 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (강조표시 추가). Dow 보고서 I, RER-4, 그림 21 도 참조.

²⁸¹ Dow 보고서 I, RER-4, 제 133-138 항; 4 일차, 696:4-698:2 (Dow 에 대한 주신문) (카타르 계약, 제일모직 창고 화재, 주장되는 삼성바이오에피스 콜옵션 관련 정보 비공개를 포함한, 주장되는 조작의 영향에 관하여 논의함).

²⁸² 5 일차, 900:11-905:21 (Wolfenzon 에 대한 반대신문).

²⁸³ 5 일차, 897:8-10, 899:12-15 (Wolfenzon 에 대한 반대신문). Wolfenzon 교수는 반대신문 중에 카타르 계약의 비공개 및 삼성 그룹사 내 사업 재배치가 가격에 미친 영향은 최대 “2%의 영향”을 끼쳤을 것이라는 Dow 교수의 분석에 동의한다고 인정하였습니다. 5 일차, 899:7-11 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) 참조.

입장은 메이슨의 전문가들이 그들 스스로 제시한 증거의 다른 부분에서 삼성 그룹사 주식의 시장가격을 해당 그룹사 주식의 FMV 로 서슴없이 받아들이고 있다는 점에서 그 기회주의적 성격이 부각됩니다.²⁸⁴

3. Duarte-Silva 박사의 주장되는 삼성물산의 내재 가치는 지나치게 과도하게 산정되었고, 당시 시장 상황을 보여주는 증거에 의해 사실이 아님이 입증되었습니다

129. 본건 심리를 통해 Duarte-Silva 박사의 SOTP 분석과 본건 합병 당시 삼성물산을 연구한 사실상 다른 모든 애널리스트들의 분석 간에 큰 격차가 있다는 점 또한 밝혀졌습니다. Duarte-Silva 박사는 그가 삼성물산의 가치를 평가할 때 사후적인 판단 요소를 최소한으로 고려하였고,²⁸⁵ 따라서 당시 시장참가자들이 Duarte-Silva 박사와 “매우 유사한 가치평가”를 수행할 수 있었을 것이라고 인정하였습니다.²⁸⁶ 이들이 이와 같이 하지 않았다는 사실은 참고할 만한데, 그 이유는 Duarte-Silva 박사가 평가한 가치는 당시의 모든 주식 애널리스트들에 비해 거의 2배이기 때문입니다.²⁸⁷

²⁸⁴ Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 제 39 항; 4 일차, 613:8-12 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“이제, 상장되어 거래되는 부분의 경우, 이 부분은 이 표에서 증인이 미화 107.2 억 달러로 평가한 두 번째 부분을 말하는데, 2015 년 7 월 17 일 당시 주가를 사용했나요? 답. 네.”); 5 일차, 862:9-17 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“Duarte-Silva 박사의 SOTP 분석에 열거된 보유지분에는 여러 다른 삼성 그룹사가 포함되었지요? 답. 네. 문. 여기에는 삼성전자, 삼성 SDS—답. 네. 문.—삼성엔지니어링도 포함되었습니다. 이러한 요소들이 그 시장가격으로 평가된 것에 대해 문제가 된다고 생각하지 않았나요? 답. 그렇게 생각하지 않았습니다.”).

²⁸⁵ 4 일차, 614:21-615:9 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 2016 년 상장일 기준 시장가격이 사용된 바이오리직스를 제외하고, 증인은 증인의 가치평가에 있어 사후판단을 사용하였나요? 답. 질문이 복합적인데, 제가 도와드리죠. 삼성바이오리직스를 산정할 때, 저는 사실 사후적인 판단을 사용하지 않았습니다. 저는 시장가치의 최선의 근사치를 사용했습니다. 제가 말씀드렸듯이, 이는 작은 부분을 차지하기 때문에 그렇게까지 중요하지는 않습니다. 삼성물산 핵심사업의 경우, 저는 당시 시장 배수와 EBITDA 기대치를 사용하였습니다. 상장되어 거래되는 지분의 경우, 당시 시장가치를 사용하였습니다. 비상장 거래 지분의 경우, 이러한 비상장 기업들의 가장 최근 장부가를 사용하였습니다.”).

²⁸⁶ 4 일차, 617:16-22 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 그렇다면, 이 경우에는 애널리스트들과 시장 주체들이 2015 년 7 월 17 일에 증인이 이 중재사건에서 수행한 것과 매우 유사한 가치평가를 수행할 수 있었겠네요? 그렇지요? 답. 그렇다고 말할 수 있죠, 네. 문. 그런데 그들은 그렇게 하지 않았죠? 답. 물론 안 그랬죠.”).

²⁸⁷ Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 표 4 (SOTP: 미화 159.9 억 달러); Dow 보고서 I, RER-4, 그림 23 참조.

Duarte-Silva 박사가 인정한 바와 같이, SOTP 가치평가는 주관적입니다.²⁸⁸

130. Duarte-Silva 박사의 사후적 가치평가와 일치한다고 주장하며 메이슨과 Duarte-Silva 박사가 언급한 당시의 삼성물산 가치평가는 (i) 메이슨 자체의 가치평가와 (ii) ISS 가 작성한 가치평가뿐입니다.²⁸⁹ 메이슨 측 전문가들이 이 사건 중재에서 제시한 삼성물산 가치평가가 그 당시 메이슨의 내부 가치평가 결과와 일관적이지 않았다면 놀라운 일일 것입니다. ISS 에 관해서는 Duarte-Silva 박사는 ISS 가 주식 애널리스트가 아니며, 논란의 대상이 되는 기업의 사건에 대한 의결권 행사 자문을 제공하는 사업에 종사하는 의결권 자문기관이라는 점을 인정하였습니다.²⁹⁰ 삼성물산의 기업가치에 관한 ISS 의 의견은 당시 애널리스트들로부터 “지나치게 낙관적”이라는 비판을 받았습니다.²⁹¹ 또한, 당시에 ISS (및 다른 의결권 자문기관들의)의 역할과 독립성에 대한 의문도 제기되었습니다.²⁹² 실제로, 메이슨이 현재 의존하고 있는 ISS 의 가치평가 및 의결권 행사 권고가 발표되기 전에 ISS 와 연락을 취했다는 증거가 존재합니다.²⁹³
131. 거의 모든 주식 애널리스트들이 자신보다 삼성물산의 가치를 낮게 평가하였다는 사실에 대해 Duarte-Silva 박사는 이러한 애널리스트들과 시장참가자들은 “가정적

²⁸⁸ 4 일차, 619:5-14 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“답. 그것과 관계없이, 네, 의견 차이라는 게 존재합니다. 그리고 애널리스트들은 대상...실제 시장가격을 설명하려고 노력하고 있다고 말할 수 있습니다. 문. 그렇군요. 그런데, 이런 의견 차이가 존재한다는 것은 결국 SOTP 가치평가가 필연적으로 주관적이라는 건가요? 답. 정확히 말하자면 가치평가가 주관적이라는 의미겠죠.”).

²⁸⁹ 1 일차, 105:4-107:17 (청구인들의 모두진술) (“그리고 이제 메이슨 측 ISS 및 CRA 가치평가의 결과를 비교해보면, 이 둘이 실제로 매우 근접하다는 점을 알 수 있습니다.”). 청구인들의 모두진술 발표자료, 슬라이드 208; Duarte-Silva 박사의 직접발표자료, 슬라이드 28 도 참조.

²⁹⁰ 4 일차, 649:2-650:4 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

²⁹¹ 박정윤 및 박은지, “금요일 표결 앞두고 삼성 위임장 대결 펼쳐져,” 중앙일보, 2015. 7. 12., **DOW-53**, 제 4 면.

²⁹² 박정윤 및 박은지, “금요일 표결 앞두고 삼성 위임장 대결 펼쳐져,” 중앙일보, 2015. 7. 12., **DOW-53**, 제 4 면.

²⁹³ 4 일차, 650:24-652:14 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (C-125 에 관하여 논의함; “문. 그리고 나서 “내일 저와 저스틴이 ISS 와 얘기할 예정입니다.” 보이시나요? 답. 네.”); E. Gomez-Villalva 가 K. Garschina 에게 송부한 2015. 6. 8.자 이메일, **C-125**.

세계”가 아닌, 본건 합병에 대한 전망 및 미리 예상되었던 합병 승인에 삼성물산 주가가 영향을 받았던 “실제 세계”에서 살고 있었다는 상투적인 답변을 내놓았습니다.²⁹⁴ 그러나, 만약 애널리스트들이 그 당시에 이와 같이 우려하였다면, 각자 보고서에서 이를 감쪽같이 숨겼다고 할 것입니다. 본건 기록에 포함된 삼성물산 분석 보고서 46 건 중에서 Duarte-Silva 박사는 본건 합병에 대해 우려되는 점으로 삼성물산 가격에 하방 압력이 존재한다는 점을 지적한 보고서로 오로지 3 건만을 인용하고 있습니다.²⁹⁵

4. 메이슨은 본건 합병이 부결되었다면 과거 삼성물산 주식 거래 당시 적용되었던 디스카운트가 소멸했을 것이라는 점을 입증하지 못하였습니다

132. 심리로 인하여 Duarte-Silva 박사의 삼성물산 SOTP 가치평가가 당시의 모든 애널리스트들의 평가보다 훨씬 높았던 주된 이유가 Duarte-Silva 박사의 모델이 극단적이고 문면상 받아들이기 힘든 2 가지 명제를 가정하였기 때문이었음을

²⁹⁴ 4 일차, 616:22-23 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“답. 당연히 아닙니다. 그들은 가정적 세계가 아닌 실제 세계에서 살고 있었습니다.”); 4 일차, 647:10-16 (“답. 맞습니다. 그들은 최선의 노력을 하고 있습니다. 그들은 실제 세계에서 살고 있습니다. 그들이 가정적 세계에서 살고 있지 않음을 기억해야 합니다. 그들은 가치의 빼앗김이 예상된다는 말을 하지 않으면서 타당한 주가를 보여주려고, 현재 시장가격에 비추어 봤을 때 타당한 기본 가치평가를 보여주려고 최선의 노력을 하고 있습니다.”).

²⁹⁵ **CRA-48** (삼성증권, 2015. 1. 19.), **CRA-49** (Nomura, 2015. 4. 23.) 및 **CRA-238** (HSBC, 2015. 5. 26.)을 인용하는 Duarte-Silva 보고서 II, **CER-6**, 제 75 항과 **R-126** (대신, 2015. 5. 26.), **R-127** (KTB 자산운용, 2015. 5. 27.), **R-128** (SK 증권, 2015. 5. 27.), **R-155** (BNK 증권, 2015. 6. 18.), **R-158** (현대리서치, 2015. 6. 22.), **CRA-41** (Nomura, 2015. 1. 30.), **CRA-42** (UBS, 2015. 6. 29.), **CRA-47** (Macquarie, 2015. 7. 2.), **CRA-66** (CIMB, 2015. 7. 17.), **CRA-68** (UBS, 2015. 6. 30.), **CRA-69** (신한금융투자, 2015. 4. 24.), **CRA-70** (Deutsche Bank, 2015. 4. 23., **DOW-28** 도 참조), **CRA-71** (CIMB, 2014. 7. 23.), **CRA-73** (신한금융투자, 2014. 7. 24.), **CRA-74** (UBS, 2014. 8. 23.), **CRA-75** (Deutsche Bank, 2014. 8. 26.), **CRA-76** (신한금융투자, 2014. 9. 22.), **CRA-81** (CIMB, 2015. 1. 29.), **CRA-82** (Deutsche Bank, 2015. 1. 30., **DOW-24** 도 참조), **CRA-83** (UBS, 2015. 1. 29., **DOW-23** 도 참조), **CRA-84** (신한금융투자, 2015. 1. 30.), **CRA-85** (CIMB, 2015. 4. 23.), **CRA-86** (UBS, 2015. 4. 23.), **CRA-87** (KB, 2015. 4. 24.), **CRA-88** 에 일부 번역됨), **CRA-89** (UBS, 2015. 4. 27., **DOW-25** 도 참조), **CRA-90** (신한금융투자, 2015. 5. 27.), **CRA-91** (UBS, 2015. 6. 4.), **CRA-92** (UBS, 2015. 6. 8.), **CRA-93** (UBS, 2015. 6. 10), **CRA-94** (UBS, 2015. 6. 19.), **CRA-95** (UBS, 2015. 7. 17.), **CRA-254** (Morgan Stanley, 2015. 6. 8.), **CRA-257** (현대증권, 2015. 6. 8.), **CRA-260** (한국투자증권, 2015. 4. 24.), **CRA-262** (KB, 2015. 5. 27.), **DOW-19** (Nomura, 2015. 1. 26.), **DOW-21** (Macquarie, 2015. 2. 9.), **DOW-26** (Credit Suisse, 2015. 4. 23.), **DOW-27** (삼성증권, 2015. 4. 24.), **DOW-116** (UBS, 2015. 6. 30.), **DOW-118** (CLSA, 2015. 5. 27.), **DOW-123** (UBS, 2015. 6. 29.) 및 **DOW-138** (J.P. Morgan, 2015. 5. 27.)을 비교.

확인하였습니다. 첫째, Duarte-Silva 박사는 삼성물산이 (Duarte-Silva 박사가 산정한) SOTP 에서 디스카운트된 가격에 거래된 유일한 이유가 시장이 삼성물산으로부터 가치를 빼앗는 제일모직과의 합병이 성사될 것을 우려했기 때문이라는 것이 본인의 의견임을 확인하였습니다. 이러한 가치 디스카운트가 존재할 다른 이유를 생각해볼 수 있느냐는 질문에 Duarte-Silva 박사는 “못한다는 게 제 대답”이라고 답변하였습니다.²⁹⁶ 둘째, 위 명제와 관련된 것으로, Duarte-Silva 박사는 그가 본건 합병이 부결되었다면 이러한 디스카운트가 완전히 소멸되었을 것이라고 가정하고 손해액을 평가했다고 확인하였습니다.²⁹⁷

133. 심리기간 동안 이러한 명제들의 비현실성이 밝혀졌습니다. 본건 기록에 포함된 다수의 분석 보고서에 따르면, SOTP 또는 순자산가치(“NAV”) ²⁹⁸ 에 대한 디스카운트는 본건 합병이 발표되기 오래 전부터 시장 주체들에 의해 목격되어왔습니다.²⁹⁹ Duarte-Silva 박사는 삼성물산이 본건 합병일로부터 거의 10년 전인 2006년부터 디스카운트가 적용된 가격에 거래되고 있었음을 인정하였습니다.³⁰⁰

²⁹⁶ 4 일차, 635:21-23 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 본건 합병이 일어나지 않았다면 NAV 에 대한 디스카운트가 존재했을 수 있는 이유 하나를 생각하지 못한다는 말씀이신가요? 답. 방금 설명 드렸고, 못한다는 게 제 대답입니다.”).

²⁹⁷ 4 일차, 622:6-15 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 그리고 본건 합병이 부결되었다면 이러한 디스카운트가 전부 소멸되었을 것이라는 게 증인의 입장이지요? 답. 본건 합병이 부결되었다면, 가치를 빼앗길 우려가 없어졌을 것이고, 따라서 가격은 그 SOTP 금액 또는 그 내재 가치에 해당하는 금액까지 올랐을 것입니다. 문. 디스카운트가 전부 소멸되었을 것이라는 말씀이시죠? 답. 네, 그렇게 말했습니다.”).

²⁹⁸ Duarte-Silva 박사는 이러한 용어들이 일반적으로 상용어로 사용된다고 설명하였습니다. 4 일차, 611:19-22 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

²⁹⁹ Dow 보고서 I, RER-4, 표 7 (UBS, CGS, KCGS, Hankook, 하나대투, Deutsche Bank, 대우, Nomura, Deloitte 및 KPMG 로부터 보고서를 수령함) 참조. *연기금이 삼성 합병에 대하여 결정하다*, Korea Herald, 2015. 7. 10., C-85, 제 11 면(엘리엇이 과거 삼성물산에 디스카운트를 적용하였음을 보여줌)도 참조.

³⁰⁰ 4 일차, 633:14-20 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. UBS 소속 애널리스트는 그 설명에 2007년~2008년의 기간을 제외하였는데, 그 결론은 디스카운트가 2007년 이전에도 존재했다는 것이지요? 타당한 결론이네요. 답. 그럴 필요 없습니다. 제 말은, 그렇게 추론할 필요가 없습니다. 그냥 그림 2를 보면 됩니다. 거기에 모든 수치가 나와있습니다.”).

134. Duarte-Silva 박사의 확신에도 불구하고, Wolfenzon 교수가 직접 인정한 바와 같이 주식이 디스카운트가 적용된 가격에 거래되는 데에는 여러 가지 이유가 있습니다.³⁰¹ Dow 교수는 한국에는 디스카운트가 “어쩔 수 없는 현실”로서 다양한 이유에서 발생한다고 설명하였습니다.³⁰² 위에 대하여 심리에서는 2 가지 이유(세금, 부실한 지배구조)가 상당히 자세하게 논의되었습니다.
135. 세금의 경우, 삼성물산은 회사가 보유하고 있던 상당한 상장 계열사 지분과 관련하여 상당한 우발조세채무를 부담하고 있었습니다. Duarte-Silva 박사가 산정한 바와 같이, 삼성물산이 보유했던 삼성전자 및 기타 상장 계열사의 지분은 삼성물산의 SOTP 가치 중 3분의 2를 상회하였습니다.³⁰³ 삼성물산은 그 주식을 현재 주가 대비 극히 일부에 지나지 않는 낮은 가격에 인수하였으므로, 이에 따른 미실현이익은 미화 100 억 달러에 달했고, 따라서 삼성물산은 이러한 지분을 처분할 경우 막대한 양도소득세 채무를 부담해야 합니다.³⁰⁴ Dow 교수는 이러한 우발조세채무는 시장이 삼성물산의 보유 상장주식을 그 시장가격으로 평가하지 않을 것임을 의미한다고 설명하였습니다.³⁰⁵ Wolfenzon 교수와 Duarte-Silva 박사는 이에 원칙적으로 동의하였으나, 삼성물산은 삼성그룹에 대한 “경영권”을 위해 주식을 보유하는 것이었으므로 위 주식을 매도하지는 않을 것이기 때문에, 본건에도 위 논리가

³⁰¹ 5 일차, 873:1-10 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 주식이 어느 시점에 그 내재 가치보다 저평가된 가격에 거래되는 데에는 다양한 이유가 있을 수 있지요? 답. 네.”).

³⁰² 4 일차, 687:7-689:24 (Dow 에 대한 주신문) (SOTP 에 대한 디스카운트를 설명해주는 세금, 경영 및 기업 지배구조에 관하여 논의함); 4 일차, 691:11-692:22 (Dow 에 대한 주신문) (“한국에서는 SOTP 금액에 대한 디스카운트가 있는 것이 어쩔 수 없는 현실입니다. 디스카운트가 왜 존재하는지에 대한 이론이 있거나 그것이 불합리하다고 생각하는 것은 중요하지 않습니다. 디스카운트가 적용된 가격에 거래된다는 것이 현실입니다.”).

³⁰³ Duarte-Silva 보고서 I, CER-4, 표 4 (Duarte-Silva 가 평가한 미화 159.9 억 달러의 삼성물산 가치 중에서 상장되어 거래되는 지분이 미화 107.2 억 달러를 차지함을 보여줌). 삼성물산 및 그 자회사의 연결재무제표, 2014 년 및 2013 년 12 월 31 일, DOW-2, 제 62 면도 참조.

³⁰⁴ 삼성물산 및 그 자회사의 연결재무제표, 2014 년 및 2013 년 12 월 31 일, DOW-2, 제 62 면; 기획재정부, “한국의 조세제도에 관한 지침,” 2015, CRA-124, 제 11 면 [제 19 면].

³⁰⁵ Dow 보고서 I, RER-4, 제 158, 160 항.

적용되는지 여부에 대해서는 의견을 달리 하였습니다.³⁰⁶ 그러나, Dow 교수가 답변한 바와 같이, “설사 즉시 매도할 계획이 없다고 해도, 미래에 언젠가는 매도할 수 있으니 이러한 우발채무가 없는 자산이 우발채무가 있는 자산보다는 가치가 더 높을 것이라는 점은 분명합니다.”³⁰⁷

136. 삼성물산이 삼성 총수 일가의 “경영권을 위해” 상장 계열사들의 주식을 보유하고 있었다(그리고 따라서 이러한 주식을 매도할 가능성이 적었다)는 Wolfenzon 교수와 Duarte-Silva 박사의 주장은 삼성물산이 디스카운트되어 거래된 두 번째 이유인 지배구조에 초점을 맞추고 있습니다. 배기홍 교수가 설명한 바와 같이, 삼성물산이 보유한 상장 계열사 주식이 시장에서 디스카운트된 가격에 거래되고 있던 정확한 이유는 (그 주주들에게 가치를 창출하기 위해 보유 자산에 배분하는 것이 아닌, 삼성 총수 일가의 삼성그룹 경영권 유지를 목적으로 하는) 비효율적인 자본배분이었습니다.³⁰⁸
137. 여하튼, 이러한 강학상 토론과 관계없이, Duarte-Silva 박사가 그 SOTP 가치평가에서 채택한 접근법과 반대로 삼성물산을 주시하고 있던 대부분의 애널리스트들이 삼성물산 보유 상장 계열사 주식에 디스카운트를 적용하였다는 것이 현실입니다. 본건 기록에는 이러한 디스카운트를 적용한 당시의 분석 보고서가 수십건 포함되어

³⁰⁶ 5 일차, 906:24-9:07:9 (Wolfenzon 에 대한 반대신문) (“문. 지주사 할인으로 다시 돌아가 봅시다. 그러면, SOTP 분석에는 그냥 지주사 할인을 적용하지 않는다는 것이 증인이 진실되게 내린 학문적 의견이라는 것인가요? 답. 네. 문. 지주사 할인을 적용하는 것은 어떠한 경우에도 틀린 것인가요? 답. 아니요. 어떠한 경우에도 틀린 것은 아닙니다. 오늘 제 발표에서는 지주사 할인을 적용하는 것이 타당한 경우들을 제시하였습니다. 예를 들어, 자산이나 주식을 청산해 양도소득세를 납부해야 하는 경우가 있죠.”) (강조표시 추가); 5 일차, 841:7-15 (Wolfenzon 에 대한 주신문) (“Dow 교수의 의견에 동의하는데, 아시다시피, 삼성물산이 보유하는 다른 기업들의 주식을 매도한다면, 이는 양도소득세를 발생시킬 것입니다. ... 삼성물산이 삼성전자와 SDS 에 주식을 보유하는 정확한 이유는 이러한 기업들에 대한 경영권을 유지하기 위함인데, 배기홍 교수도 그 보고서에 이러한 점을 언급하고, 이러한 점에서 의견이 저희와 일치한다고 생각합니다.”); 4 일차, 641:18-22 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (삼성물산에게 “막대한” 우발채무를 잡부할 의무가 발생하였음을 인정하면서도, “삼성물산이 그 보유 지분을 매도할 것이라고 시장참가자들이 생각할 이유가 없고 ... 그리고 실제로 그가 경영권을 위해 이를 보유하고 있었”기 때문에 이것이 디스카운트를 유발했을 가능성을 고려하기 거부함).

³⁰⁷ 4 일차, 796:18-797:9 (중재판정부의 질문).

³⁰⁸ 5 일차, 926:25-929:12 (배기홍 교수에 대한 주신문). 5 일차, 938:1-16 (배기홍 교수에 대한 주신문)도 참조.

있습니다.³⁰⁹ 실제로, Duarte-Silva 박사가 본인의 가치평가 결과와 매우 근접하다고 주장한 ISS의 가치평가에 따르면 애널리스트들이 상장 및 비상장 보유 지분에 대해 30%의 디스카운트를 자주 적용하지만, 시장이 배제한 가치를 결과에 보여주기 위해 자신의 가치평가에서는 이를 적용하지 않기로 선택했다고 인정하였습니다.³¹⁰

138. Duarte-Silva 박사는 이러한 보고서들을 본건 합병에 대한 전망이 주가에 영향을 미친 “실제 세계”를 반영한다는 이유로 무시했지만, 상술한 바와 같이, 소수의 애널리스트만이 이러한 우려를 표시하였습니다. 실제로, 본건 합병이 승인되지 않을 것이라고 판단한 애널리스트들조차 삼성물산이 보유하는 상장 주식에 디스카운트를 적용하였습니다.³¹¹ Wolfenzon 교수도 이러한 점을 인정하였습니다.³¹²

139. 마지막으로, 다른 증거들은 삼성물산의 디스카운트를 오로지 본건 합병만이 설명할 수 있다는 메이슨 주장의 오류를 분명히 보여줍니다. 본건 기록에 있는 증거는 삼성물산이 순자산가치에서 큰 폭의 디스카운트가 적용된 가격에 (현재까지도)

³⁰⁹ SOTP 가치평가에 상장 보유 주식에 할인을 적용한 분석 보고서는 수가 방대하며, UBS, Deutsche Bank, Nomura, 하나대투 및 Hankook 등을 포함한 국내외 애널리스트들의 보고서를 포함합니다. 이러한 보고서들은 다음에서 찾을 수 있습니다: **CRA-41, CRA-42, CRA-49, CRA-57, CRA-66, CRA-68, CRA-69, CRA-70, CRA-75, CRA-76, CRA-82, CRA-86, CRA-89, CRA-91, CRA-92, CRA-93, CRA-94, CRA-95, DOW-12, DOW-19, DOW-24, DOW-25, DOW-27, DOW-28, DOW-101**. 회계법인 Deloitte 및 KPMG를 포함한 여러 가치평가는 조세효과로 인해 디스카운트가 필요하다고 강조하기도 하였습니다. **DOW-12**, 제 8 면 참조. UBS는 삼성물산이 그 보유 상장 주식을 매도하지 않을 것이지만, 그럼에도 불구하고 디스카운트를 적용하였다고 재차 강조하였습니다. **CRA-89, CRA-91, CRA-92** 참조.

³¹⁰ ISS Special Situations Research, 삼성물산 (KNX:000830): 제일모직과(KNS: 028260)의 합병안 분석, 2015. 7. 3., **C-9**, 제 15 면 (“일반적으로 대기업은 디스카운트가 적용된 주가에 거래되며, 많은 경우 애널리스트들은 비상장 기업(때로 상장 기업도)의 소수 지분 가치에 30% 감가를 적용합니다. 한정된 정보 공개를 감안할 때, 당사는 디스카운트의 시계열이 강력하지 않을 수 있으므로 어느 정도 오도된 것이라 생각합니다. 그보다, 당사는 운영 사업과 비상장 지분이 시장에서 얼마나 ‘간과되고’ 있는지 알아보기 위해 삼성물산의 기업 가치 대비 상장 지분 가치를 평가했습니다.”).

³¹¹ Nomura, “실망스러운 2015년 1분기 실적,” 2015. 4. 23., **CRA-49**, 제 1, 2, 3 면 (“당사는 이러한 합병이 이루어지지 않을 것이라고 판단하고 있다”고 기재되어 있고, 상장 자산에 30%의 디스카운트를 적용함).

³¹² 5 일차, 911:10-20 (Wolfenzon에 대한 반대신문) (“SOTP 분석이 목표주가와 동일하다는 점을 다시 확인할 수 있습니다. 이렇게 목표주가를 도출한 것인가요? 답. 네. 문. 그리고 삼성물산의 보유 자산 및 상장 계열사에 30% 디스카운트를 적용한 것인가요? 답. 네, 30%의 디스카운트를 적용했는데, 한 가지 말씀드리고 싶은 부분은, 제 생각엔 이것이 애널리스트들이 그런다는 것을 보여줄 의도가 있는지는 모르겠고—일부 애널리스트들은 할인을 적용합니다. 적용해요. 왜 적용하는지는 저는 잘 모르겠습니다.”).

거래되는 유일한 재벌기업이라는 주장이 전혀 사실이 아니라는 점을 입증합니다.³¹³ 이는 디스카운트가 단 한 건의 거래가 아닌 공통적인 근본적 요인(기업지배구조 문제)으로부터 비롯되었다는 사실을 뒷받침해줍니다. 이는 본건 합병 후 발간된 분석 보고서에 대한 배기홍 교수의 연구에 따르면, 합병회사(합병 후 삼성물산)가 본건 합병 후에도 오늘날까지 계속해서 디스카운트가 적용된 가격에 거래되는 이유이기도 합니다.³¹⁴ 위 증거는 오직 본건 합병으로 인하여 발생한 “가치를 빼앗길 우려”만이 본건 합병 표결 전 삼성물산의 주가에 대한 디스카운트와 이에 상응하는 제일모직 주가에 대한 프리미엄을 설명할 수 있다는 Duarte-Silva 박사의 증언과 정면으로 배치됩니다.³¹⁵

140. 요컨대, Duarte-Silva 박사처럼 본건 합병이 부결되었다면 디스카운트가 소멸되었을 것이라고 가정하는 것은 지나친 추측입니다. Dow 교수와 배기홍 교수가 설명한 바와 같이, 다른 국내기업의 경험을 통해 오히려 그 반대가 사실이라는 것을 알 수 있습니다. 삼성그룹과 현대그룹 내 회사 간 합병이 부결되었을 때, 이들에 대해 NAV 대비 더 높은 디스카운트가 적용된 가격으로 주가가 형성되었습니다.³¹⁶ 따라서, 수년

³¹³ Dow 보고서 I, **RER-4**, 제 190-193, 211-213 항 (엘지그룹과 SK(주) 재벌기업의 지속된 할인을 언급함); Dow 보고서 II, **RER-6**, 제 14, 26-31, 150-155 항 (재벌기업이 오랜 기간 직면해온 할인에 관하여 기술하고, 현대그룹의 지속적인 NAV 할인에 대해 설명함); 배기홍 보고서 I, **RER-7**, 제 112-118 항.

³¹⁴ 5 일차, 931:10-16 (배기홍 교수에 대한 주신문) (“저는 합병 후 삼성물산의 할인 여부를 확인하기 위해 분석 보고서를 살펴보았는데, 그 이유는 Duarte-Silva 박사에 따르면, 합병 후 삼성물산이 가치를 빼앗기는 경우가 없었기 때문이고, 그래서 2015 년 10 월부터 12 월까지 본건 합병 후 3 개월에 대한 분석 보고서를 검토했습니다. 그래서, 증거가 어떤 점을 입증하였을까요? 증거에 따르면, 모든 분석 보고서에 상당한 디스카운트가 존재했습니다.”). 배기홍 보고서 I, **RER-7**, 별첨 H 도 참조.

³¹⁵ 4 일차, 646:5-11 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“또한, 본건 합병 후에는 지주회사 디스카운트가 없었습니다. 제 보고서에 나와 있으니, 다른 비교자료를 살펴볼 필요가 없습니다. 이 회사를 보십시오. 본건 합병 후, 지주회사 디스카운트가 없었고, 여기 파란색, 초록색 차트에 나와 있습니다. 둘 사이의 순 프리미엄이 내려가기 시작하거나, 합병기업의 총 프리미엄이 약 0 입니다.”).

³¹⁶ 배기홍 보고서 I, **RER-7**, 제 112-118 항; 5 일차, 934:4-935:9 (배기홍 교수에 대한 주신문) (“만약 삼성물산과 제일모직 사이의 본건 합병이 부결되었다면, 시장은 부정적으로 반응했을 것이기 때문에 삼성물산 주가는 떨어졌을 것입니다. 따라서, 디스카운트 폭은 오히려 더 커졌을 것입니다.”); Dow 보고서 I, **RER-4**, 제 190-193 항; Dow 보고서 II, **RER-6**, 제 150-155 항; 4 일차, 694:2-7 (Dow 에 대한 주신문) (부결된 삼성중공업-엔지니어링 및 현대모비스-글로벌비스 합병에 대하여 논의하면서 “부결된 [합병]은 디스카운트를 제거하지 않았다”고 함).

동안 삼성물산 주가에 하방 압력을 가해 왔던 동일한 지배구조 및 기타 요소들은 높은 확률로 “가정적 세계”에서도 삼성물산 주가에 하방 압력을 계속 가했을 것입니다.³¹⁷

D. 메이슨은 본건 합병이 없었더라면 삼성전자 주식을 메이슨이 주장하는 목표주가에 매도할 수 있었을 것이라는 사실을 입증하지 못하였습니다

141. 메이슨은 삼성전자 청구를 제기함으로써 삼성전자 주식을 실제로 메이슨이 매도하였던 2015년 여름이 아닌 2017년 1월에 동 주식을 매도했다면 그로부터 얻을 수 있었던 수익을 요구하고 있습니다. Dow 교수가 설명한 바와 같이, 메이슨이 주식 보유에 따른 투자 위험을 감수하지 않았으므로 이러한 청구는 경제적 관점에서 비논리적입니다.³¹⁸ Duarte-Silva 박사는 심리에서 메이슨이 “2015년 삼성전자 주식을 매도한 후 보유하고 있던 삼성전자 주식과 관련된 일체의 투자 위험에 노출”되어 있지 않았다고 인정하였습니다.³¹⁹ 이러한 메이슨의 위 청구에는 심리에서 강조된 바와 같이 다른 많은 결함이 존재합니다.

1. 삼성전자 주가는 본건 합병으로 인해 영향을 받지 않았습니까(중재판정부 질문 8)

142. 중재판정부 질문 8은 다음과 같습니다. “당사자들은 삼성전자 주가가 본건 합병 표결로 인해 직접적인 영향을 받지 않았다는 내용에 동의하는가? 만약 동의하지 않는다면, 그 이유는 무엇인가?”

143. 한국은 삼성전자 주가가 본건 합병 표결로 인해 직접적으로 영향을 받지 않았다는 점을 입증하였습니다. 만약 영향을 받았다고 하더라도, 삼성전자 주가는 본건 합병에 의해 간접적인 영향만을 받았고, 증거의 취지는 그 영향이 긍정적이었음을 시사합니다. Dow 교수는 자신의 1차 보고서에서 “삼성전자와 삼성물산의 상당한

³¹⁷ 4일차, 693:4-694:7 (Dow에 대한 주신문); 5일차, 933:2-935:9 (배기홍 교수에 대한 주신문).

³¹⁸ Dow 보고서 I, RER-4, 제 172-173, 199-202 항; Dow 보고서 II, RER-6, 제 211-214 항.

³¹⁹ 4일차, 660:6-11 (Duarte-Silva에 대한 반대신문) (“문. 메이슨은 2015년 자신의 삼성전자 주식을 매도한 후에 동 주식과 관련된 투자 위험에 노출되어 있었나요? 답. 아니요, 그래서 제가 실제 세계에서는 그 매도대금을 이용해 평가일까지 이월시킨 것입니다.”).

규모 차이와 삼성전자의 국제적 위상 및 시장 규모 때문에” 본건 합병은 삼성전자 주가에 큰 영향을 미치지 않았을 것이라는 의견을 개진하였습니다.³²⁰ Dow 교수는 자신의 2차 보고서에서 사건 연구를 통해 오히려 본건 합병이 본건 합병 발표일 기준 및 본건 합병 표결일 기준 삼성전자 주가에 약간의 긍정적 영향을 끼쳤다는 점을 제시하였습니다.³²¹

144. 메이슨은 Dow 교수의 증거에 대한 반박을 제기하지 않고 있고, 메이슨 측 전문가들은 위 설명에 대한 대안이 될 만한 증거를 제시하지 않았습니다. 실제로, Duarte-Silva 박사는 직접 삼성전자 및 기타 삼성 그룹사들에 대한 본건 합병 표결이 끼친 영향을 분석한 적이 없다는 점을 인정하였습니다.³²² Duarte-Silva 박사의 접근법은 삼성전자가 실제 세계에서와 같이 가정적 세계에서 완전히 동일한 실적을 기록했을 것이라고 가정하였습니다(그러나 이를 증명하지는 못했습니다).³²³

2. Duarte-Silva 박사의 손해 산정은 메이슨이 2017년 1월까지 삼성전자 주식을 보유하였을 것이라는 터무니없는 가정에 기초하고 있습니다

145. Duarte-Silva 박사는 손해를 산정하면서 메이슨이 본건 합병이 없었다면 삼성전자 주식을 (2017년 1월까지) 18개월의 추가 기간 동안 보유했을 것이라고 가정하였습니다. Duarte-Silva 박사가 심리에서 청구인 변호인단의 지시 사항에 따른

³²⁰ Dow 보고서 I, RER-4, 제 196(b)항; 그림 9; 별첨 C (“삼성전자와 삼성물산의 상당한 규모 차이와 삼성전자의 국제적 위상 및 시장 규모 때문에, 현재 문제가 제기된 한국과 국민연금의 삼성물산과 제일모직 합병과 관련한 행위는 현실적으로 삼성물산 주가에 큰 영향력을 행사하지 않았다고 할 것입니다.”).

³²¹ Dow 교수는 시장 “잡음”을 제거하기 위한 초과수익분석을 이용해 주가가 본건 합병으로 인해 2.7% 상승하였음을 보여주었습니다. Dow 보고서 II, RER-6, 표 2 (본건 합병 발표일에 삼성전자 주가에 0.9%의 긍정적 가격 영향이 있었고, 본건 합병 표결일에 삼성전자 주가에 대한 1.8%의 긍정적인 가격 영향이 있었음을 보여줌).

³²² 4 일차, 597:6-10 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (문: “증인은 삼성 그룹사들에 대한 본건 합병 표결의 영향 분석을 직접 수행하지 않았나요? 답. 제가 한 게 이를 시사하였기 때문에 그럴 필요가 없었습니다.”).

³²³ Duarte-Silva 보고서 II, CER-6, 제 195, 199 항도 참조.

것이라고 설명한³²⁴ 이러한 가정은 본건 기록에 의해 뒷받침되지 않았으며, 문면상 합리적이지 않습니다.

146. 첫째, 메이슨이 자신의 “목표주가”가 달성되었을 때까지 그 삼성전자 주식을 보유하고자 했다는 주장은 오직 Garschina 의 일방적인 진술에 기초합니다.³²⁵ 그러나, Garschina 가 심리에서 한 증언은 주장되는 투자 논거의 견고성에 대한 의구심을 불러일으켰습니다. Garschina 는 메이슨의 삼성전자 투자와 관련하여 “저희는 사전 결정된 계획이 없습니다”라고 설명하였습니다.³²⁶ 놀랍지 않게도, 메이슨은 자신의 투자 논거를 문서화한 단 1 건의 문서도 공개하지 않았습니다. 이러한 소위 투자 논거는 메이슨이 “평균 보유 기간이 3~9 개월” 정도로 투자하며, 이는 이벤트 드리븐 헤지펀드들 사이에서도 단기투자에 속한다고 기술하는, 접근가능한 시장 리서치 정보와도 상충됩니다.³²⁷
147. 둘째, 메이슨이 본래 그 삼성전자 주식을 계속 보유할 의도가 있었다고 하더라도 이와 같이 할 수 있었을지 여부는 매우 불확실합니다. 메이슨은 본건 합병 직전 연도에 자신의 삼성전자 포지션을 2 차례 전부 매각하였습니다.³²⁸ Garschina 는 과거에

³²⁴ 4 일차, 661:25-662:4 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 지시내용의 합리성을 보장하기 위해 문의를 하진 않았나요? 답. 저는 그들이...메이슨이 그 주식을 보유했을지 여부를 물었고, 보유했을 것이라고, 이는 합리적이니 그렇게 가정하라는 답변을 받았던 것으로 기억합니다.”).

³²⁵ Garschina III, CWS-5, 제 15 항 (“Emilio 의 모델에서 보수적으로 측정되었듯이 삼성전자의 펀더멘털 가치가 발견되어 주가에 반영이 되면, 당사의 투자 전략은 달성될 수 있을 것으로 보였습니다. 그렇게 되면, 당사는 주가에 만족할 것이고, 본인은 투자를 종료하는 결정을 내렸을 것입니다.”).

³²⁶ 2 일차, 346:13-21 (Garschina 에 대한 반대신문) (강조표시 추가) (“문. 만약 증인이 본건 합병 후에 매도를 계획하고 있었다면, 삼성 구조조정에서의 다음 단계들을 고려할 필요가 없었겠네요? 답. 저희의 계획은 이미 발생한 일에 기초합니다. 저희는 사전 결정된 계획이 없습니다. 저희는 본건 합병이 부결될 것이라고 강한 의견을 가지고 있었습니다. 부결되지 않았을 때에는 무슨 일이 일어난 것인지 이해되지 않았습니다. 상업적 기준에서 보았을 때 제가 틀렸던 것에 대한 거부감은 없습니다.”)

³²⁷ 헤지 펀드 투자 실사보고서, 메이슨 캐피탈, 2010. 12. 31., R-3, 제 6 면 (“메이슨의 투자시계(investment horizon)는 평균 보유 기간이 3~9 개월로 대부분의 이벤트 드리븐(event driven) 운용사들 및 부실채권(distressed) 운용사들에 비해 짧은 경향이 있습니다.”).

³²⁸ 메이슨의 삼성전자 거래 기록, C-31, 제 1-2 면 참조.

이러한 매도가 메이슨의 포지션을 “최적화”하기 위한 시도였다고 설명했지만,³²⁹ 심리에서 그 당시가 “기업의 손익에 있어 매우 어려웠던 시기”였고, 위 포지션이 “당사 투자자들의 위험을 제어”하기 위해 정리되었던 것이었을 수 있다고 인정하였습니다.³³⁰ 메이슨은 2015년 1월부터 2017년 1월까지 다수의 환매 요구에 의해 투자자 510명 중 389명을 잃었고, 운용자산이 미화 50억 달러에서 미화 10억 달러 미만으로 대폭 줄었습니다.³³¹ Duarte-Silva 박사가 인정한 바와 같이, 메이슨이 미화 수십억 달러 상당의 환매를 위한 자금을 대기 위해 포지션을 정리했다고 “추론하는 것은 합리적”입니다.³³² 메이슨이 자신의 삼성전자 지분을 매도할 필요가 있었을 것이냐는 질문에 Duarte-Silva 박사는 “가능합니다. 그렇다고 할 수 있지요. 가능합니다”라고 확인하였습니다.³³³

148. 이와 같이 기록에 따르면, 본건 합병이 없었더라면 메이슨이 2017년 1월까지 삼성전자 주식을 보유했을 것이라고 통상 일실 이익 청구를 입증하기 위해 요구되는 수준의 사실적 확실성을 갖고 단언할 수 없습니다.

³²⁹ Garschina IV, CWS-7, 제 19 항 (“따라서 우리의 거래는 가격, 유동성, 그리고 당시 우리가 이용 가능했던 정보에 근거하여 두 유가증권들 사이에서 우리의 포지션을 최적화하려는 시도를 반영한 것이었습니다.”).

³³⁰ 2 일차, 281:5-14 (Garschina 에 대한 반대신문) (“문. 여기에 2 주의 시차가 있는데, 이것이 메이슨의 포지션 최적화에 해당한다는 것이 증인의 입장인가요? 답. 이게 정확히 무엇인지 기억나지 않지만, 제가 말할 수 있는 건, 그 당시에 기업이—기업의 손익에 있어 매우 어려웠던 시기였고, 저희는 상황을 잘못 판단할 때마다 수탁자로서 당사 투자자들의 위험을 제어하기 위해 저희의 자산규모를 축소했습니다.”)(강조표시 추가).

³³¹ Dow 보고서 I, RER-4, 표 12.

³³² 4 일차, 663:7-11 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 실무적으로 헤지펀드는 보통 환매에 자금을 어떻게 대나요? 답. 주식 판매를 통해 하는데, 그렇기 때문에 한국이 문제되는 조치들을 취했던 실제 세계에서는 그들이 주식을 판매해야 했습니다.”); 4 일차, 666:24-667:6 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 그리고 메이슨은 그 당시에 약 미화 40 억 달러를 환매금으로 상환해야 했지요? 답. 그 정도 됐습니다. 문. 기금의 5 분의 4 에 해당하는 약 미화 40 억 달러를 환매금으로 지급하기 위해 메이슨은 포지션을 매도해야 했겠네요. 그렇죠? 답. 그랬을 것 같아요. 실제로 어땠는지는 모르지만, 그렇게 추론하는 것은 합리적인 것으로 보입니다.”).

³³³ 4 일차, 667:7-16 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 증인은 오늘 여기에 앉아 계시는데, Duarte-Silva 씨, 메이슨이 이러한 환매에 자금을 대기 위해 그 삼성전자 지분을 청산할 필요가 없었다고는 말할 수 없는 거죠? 답. ... 가능합니다. 그렇다고 할 수 있지요. 가능합니다.”).

3. 메이슨은 그 삼성전자 주식의 매도대금의 사용처를 설명하지 못하였습니다

149. 한국은 기 제출한 서면에서 메이슨이 자신의 경감의무에 따라 그 삼성전자 포지션을 청산하고 받은 대금을 다른 수익성 있는 투자에 사용했어야 한다고 설명하였습니다.³³⁴ 메이슨은 이 사건 중재 내내 삼성전자 매도대금의 사용처를 보여주는 서류를 공개하기를 거부하고,³³⁵ 위 주장을 “진지하지 않은” “비합리적인” 주장이라고 묘사하며 이러한 주장에 대응하지 못하였습니다.³³⁶
150. 메이슨이 매도대금으로 무엇을 했는지는 그 손해배상 청구와 높은 연관성을 가짐에도 불구하고 이에 관한 그 어떠한 증거도 중재판정부에 제시되지 않았습니다. Duarte-Silva 박사는 심리에서 메이슨이 가정적 세계에서는 미화 8,500 만 달러 상당의 삼성전자 매도대금을 사용 가능한 형태로 보유하고 있지 않았을 것이라는 점을 인정하였습니다.³³⁷ 심리기일 당시 Duarte-Silva 박사는 본인 발표에서 위에 대한 “대략적인” 산정³³⁸을 제시하였는데, 이때 이것이 투자자 환매를 설명하면서도 메이슨 펀드의 수익을 해당 기간에 대해 적용함으로써 매도대금의 시간가치를 나타낸다고 주장하였습니다.³³⁹ Duarte-Silva 박사가 증언일 전날 저녁에 마련한

³³⁴ 반박서면, 제 550 항; 재반박서면, 제 657-660 항.

³³⁵ 절차 명령 제 5 호, 요청 제 21 호, 제 57 면 (“한국의 주장에 따른 자본지출은 메이슨의 삼성그룹 투자와 아무런 관련이 없는 새로운 투자에 해당하고, 이에 따라 일종의 손해 경감행위로 볼 수 없다.”), 요청 제 25 호, 제 62-63 면 (“설사 메이슨이 2015 년 8 월 4 일부터 삼성물산, 삼성전자 또는 기타 삼성 그룹사 주식의 인수, 보유 또는 매도를 ‘논의’, ‘분석’ 또는 ‘달리 고려’하였다고 해도, 이는 한국이 2015 년에 부정하게 개입한 투자의 기본 가정으로 작용한 메이슨의 투자 논거를 평가함에 있어 아무런 관련이 없다.”) 참조.

³³⁶ 1 일차, 114:14, 115:3 (청구인들의 모두진술).

³³⁷ 4 일차, 670:4-8 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“문. 저희는 가정적 세계에 있습니다. 이러한 가정적 세계에서는 미화 8,500 만 달러가 메이슨의 은행 계좌에 현금으로 있지 않을 것입니다. 이는 2017 년 1 월까지 삼성전자 주식에 투자되어 있을 것입니다. 맞나요? 답. 네, 동의합니다.”).

³³⁸ 4 일차, 671:17-19 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“그러나 저는—제 말은, ‘대략적인’ 산정도 했는데, 제 보고서에는 없지만 지금 발표자료에는 포함시켰습니다...”).

³³⁹ 4 일차, 672:4-7 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“그러나, 제가 상세히 말씀드릴 순 없지만, 기본적으로

피상적인 성격의 산정 결과는 메이슨이 본 건에서 요구되는 정도의 입증에 실패하였다는 사실을 보완할 수 없습니다.

E. 메이슨이 청구하는 중재판정 이전 기간에 대한 이율은 경제적 현실에서 아무런 근거가 없습니다

151. 메이슨은 한국의 법정이율인 (월 복리) 5%의 판정 전 이자를 청구하고 있습니다.³⁴⁰ 중재인 Gloster 는 심리에서 5%의 법정이율을 사용할 상업적 근거가 있는지 질문하였습니다.³⁴¹ 메이슨 측 법률대리인은 메이슨이 이 사건 중재에서 청구하는 수익을 수령했다라면 이를 재투자했을 것이라고 했지만,³⁴² 메이슨은 기록에 포함된 증거 중에서 5% 이율의 상업적 합리성을 뒷받침해주는 그 어떠한 증거도 인용하지 못하였습니다.³⁴³ Duarte-Silva 박사는 그 당시 메이슨 펀드의 실적이 “연 2 또는 3%” 정도였다고 설명하면서 오히려 메이슨 측 입장을 설득력을 더욱 약화시켰습니다.³⁴⁴ Dow 교수가 설명한 바와 같이, 메이슨이 청구한 이율은 경제적 현실을 고려하였을 때 아무런 근거가 없고, 더 합리적인 이율은 한국 국채 금리인 약 2%일 것입니다.³⁴⁵

실적을 확인했고, 연 2 또는 3% 정도였습니다. 그러니까, 은행간 익일물 대출금리보다도 낮았습니다.”).

³⁴⁰ 1 일차, 115:6-16 (청구인들의 모두진술); 수정 청구서면, 제 260-268 항; 청구인들의 반박서면, 제 371-374 항.

³⁴¹ 1 일차, 116:9-16 (청구인들의 모두진술) (중재인 Gloster: “5%가 상업적으로 판정되는, 상업적으로 부과되는 이자보다 훨씬 적을 수 있는 청구인 측이 말하는 상황에서, 상대방이 지급판정에 따라 금전을 지급하고 있지 않은 판정 전 기간에 대해 한국법에 따른 법정이율을 판정하는 것이 적절하다고 말하는 상업적 근거가 무엇인가요?”).

³⁴² 1 일차, 116:17-20 (“MR. PAPE: 메이슨은 아마도 다른 수익성 있는 투자를 했을 것이기 때문에 메이슨에게 손실이 발생한 시점부터 적절한 이율로 보상을 받아야 합니다.”).

³⁴³ 1 일차, 116:22-117:2 (청구인들의 모두진술) (“[문:] 단순히 한국의 법정이율이 5%다라고 하기보다는, 메이슨이 창출했을 수익물이나 자금을 차입하기 위해 지급했어야 하는 이율을 뒷받침해주는 증거가 있나요? MR. PAPE: 그런 증거는 기록에 없습니다.”).

³⁴⁴ 4 일차, 672:4-6 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문).

³⁴⁵ Dow 보고서 I, RER-4, 제 268-269 항; Dow 보고서 II, RER-6, 제 246-247 항 (“Mason 의 손해배상 청구는 한국 정부에 대한 청구이기 때문에 적정 이율은 한국의 국가 금리이며, 더 위험한 상업 채무자에게 적용되는 이율이 아닙니다. 본인의 제 1 차 보고서에서 설명드린 바와 같이, 모든 판결 전 이자의 금리로는 2015 년 기준 2.01%였던 한국의 차입금 이율이 적당합니다.”).

F. 메이슨은 세금이 차감된 기준으로 지급판정을 내릴 근거를 분명히 제시한 적이 없습니다

152. 메이슨은 이 사건의 지급판정을 세금이 차감된 기준으로 원천징수 없이 지급되도록 선고해줄 것을 중재판정부에 요청하고 있습니다.³⁴⁶ 메이슨은 이러한 요청을 근거로 뒷받침할 시도조차 하지 않고 있습니다. Duarte-Silva 박사는 심리에서 메이슨이 그 투자 논거를 실현하고 그가 산정한 수익을 실현하기 위해서는 그가 보유한 삼성물산 및 삼성전자 주식을 매도했어야 한다는 점, 메이슨에 이에 따라 세금이 발생했을 가능성이 높았다는 점, 자신의 손해배상액 산정이 세금 차감 전 기준이었다는 점, 그가 적용 세금의 영향을 고려하지 않았다는 점을 확인하였습니다.³⁴⁷ 메이슨의 손해액은 세금 차감 전 기준으로 산정되었으므로, 세금이 차감된 기준의 지급판정은 성립할 수 없습니다.

³⁴⁶ 수정 청구서면, 제 269(f)항 (“또한, i. 손해배상 및 이자의 판정은 해당 한국 세금을 제외한 금액으로 한다; 및 ii. 한국은 손해배상 및 이자의 판정의 지급에 관하여 세금을 공제할 수 없다”); 청구인들의 반박서면, 제 403(f)항 (상동).

³⁴⁷ 4 일차, 675:23-25 (Duarte-Silva 에 대한 반대신문) (“답. 저는 그 어떠한 조세채무에 대해서도 설명하지 않았습시다.”).

대한민국을 위하여 제출함
2022년 4월 29일

대한민국 법무부
국제분쟁대응과
대한민국 법무부
정부과천청사
대한민국



법무법인(유) 광장

이문성
한상훈
원정연
우한얼
이준원
유민재
안수진
오유림



White & Case LLP

Paul Friedland
Damien Nyer
Sven Volkmer
Surya Gopalan
Joy Lee
Eric Lenier Ives

1221 Avenue of the Americas
New York, NY 10020 United States of America

서울 중구 남대문로 63, 한진빌딩 04352
대한민국