

대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정 (2007년 6월 30일)

및

유엔국제무역법위원회 중재규칙(2013)에 관한

PCA 사건 번호 2018-51

엘리엇 어소시엣 엘.피. (미국) (ELLIOTT ASSOCIATES, L.P. (U.S.A.))

(이하 “청구인”)

대한민국

(이하 “피청구국”)

(“청구인” 및 “피청구국”의 집합은 “당사자들”로 칭한다.)

판정문

중재판정부

Dr. Veijo Heiskanen (의장중재인)

Mr. Oscar M. Garibaldi

Mr. J. Christopher Thomas KC

사무국

상설중재재판소

2023년 6월 20일

해당면은 의도적으로 공란으로 둬

목차

I.	서문	1
A.	당사자들	1
B.	분쟁의 주제	3
II.	절차 경과	4
A.	중재 개시 및 중재판정부의 구성	4
B.	임명조건서 및 절차명령 제 1 호	5
C.	절차일정표 및 제 1 차 서면제출	5
D.	문서제출, 절차일정표의 수정 및 비분쟁 당사자 서면	7
E.	제 2 차 서면제출, 추가 문서제출 요청 및 추가 서증 제출	9
F.	본안 전 이의제기에 대한 재반론서면 및 추가 문서제출 요청	13
G.	심리일정 계획	15
H.	심리	16
I.	심리 후 절차	18
III.	분쟁의 사실관계	21
A.	당사자들과 관련 개인 및 단체	21
1.	청구인 및 그 계열사들	21
2.	피청구국과 관련 개인 및 단체	22
3.	삼성그룹	23
4.	국민연금기금	25
5.	국민연금공단	26
6.	전문위원회	29
B.	청구인의 삼성물산과 제일모직 주식 보유 및 지분	29
1.	삼성물산	29
2.	제일모직	33
C.	본건 합병	33
1.	본건 합병안에 관한 소문	33
2.	본건 합병 소문에 대한 청구인의 대응	35
3.	본건 합병 표결의 발표	38
4.	본건 합병에 대한 청구인의 반대	40
5.	국민연금의 본건 합병 찬성 투표	46
6.	본건 합병의 완성	53
7.	본건 합병의 기대 이익	54
D.	한국 법원에서의 주식매수청구 절차 및 EALP 와 삼성물산 간의 합의서	58
E.	본건 합병 이후의 기타 절차	60
1.	이재용 및 특정공무원에 대한 형사재판	60
2.	본건 합병의 무효를 구하는 다른 주주들의 소송	68

3.	국민연금 내부감사.....	70
IV.	청구취지	72
A.	청구인의 청구취지	72
B.	피청구국의 청구취지	73
V.	관할 및 청구적격	75
A.	청구인의 청구가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”를 야기하는지 여부	75
1.	피청구국의 입장.....	75
2.	청구인의 입장.....	82
3.	중재판정부의 결정.....	88
B.	국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되는지 여부	93
1.	피청구국의 입장.....	93
2.	청구인의 입장.....	106
3.	미국 서면.....	116
4.	중재판정부의 결정.....	117
C.	청구인이 협정에 따라 적용대상 “투자”를 하였는지 여부.....	120
1.	피청구국의 입장.....	121
2.	청구인의 입장.....	125
3.	미국 서면.....	128
4.	중재판정부의 결정.....	129
D.	청구인의 청구가 절차의 남용을 구성하는지 여부	131
1.	피청구국의 입장.....	131
2.	청구인의 입장.....	134
3.	중재판정부의 결정.....	136
VI.	본안.....	138
A.	최소기준대우	138
1.	청구인의 입장.....	139
2.	피청구국의 입장.....	147
3.	미국 서면.....	154
4.	중재판정부의 결정.....	155
B.	내국민대우	178
1.	청구인의 입장.....	179
2.	피청구국의 입장.....	183
3.	미국 서면.....	188
4.	중재판정부의 결정.....	189
C.	위험의 감수.....	190
1.	피청구국의 입장.....	190
2.	청구인의 입장.....	194
3.	중재판정부의 결정.....	196

D.	당사자들의 불리한 추론 요청	198
1.	청구인의 요청.....	198
2.	피청구국의 요청.....	199
3.	중재판정부의 결정.....	200
VII.	인과관계	201
A.	적용 가능한 법적 기준	201
1.	청구인의 입장.....	201
2.	피청구국의 입장.....	203
3.	미국 서면.....	205
B.	피청구국이 국민연금의 본건 합병에 찬성 투표하도록 유도하였는지 여부	206
1.	청구인의 입장.....	206
2.	피청구국의 입장.....	215
C.	국민연금의 표결로 인하여 본건 합병이 승인되었는지 여부	228
1.	청구인의 입장.....	228
2.	피청구국의 입장.....	230
D.	본건 합병이 청구인에게 손실을 야기하였는지 여부	232
1.	청구인의 입장.....	232
2.	피청구국의 입장.....	233
E.	중재판정부의 결정.....	235
VIII.	손해산정	240
A.	내재가치를 토대로 한 청구인의 가치평가	240
1.	청구인의 입장.....	240
2.	피청구국의 입장.....	248
B.	주식 시장 가격을 기준으로 한 피청구국의 가치평가	255
1.	피청구국의 입장.....	255
2.	청구인의 입장.....	259
C.	제일모직 스왑의 이익과 손실의 경감	262
1.	청구인의 입장.....	262
2.	피청구국의 입장.....	264
D.	삼성물산과의 합의서에 따른 지급금	265
1.	피청구국의 입장.....	265
2.	청구인의 입장.....	265
E.	손실의 계량화.....	266
1.	청구인의 입장.....	266
2.	피청구국의 입장.....	267
F.	중재판정문의 통화.....	268
1.	청구인의 입장.....	268
2.	피청구국의 입장.....	268

G.	중재판정부의 결정	269
IX.	이자	282
A.	청구인의 입장	282
B.	피청구국의 입장	282
C.	중재판정부의 결정	283
X.	비용	285
A.	청구인의 입장	285
1.	비용의 부담	286
2.	비용의 합리성	287
B.	피청구국의 입장	290
1.	비용의 부담	290
2.	비용의 합리성	291
C.	중재판정부의 결정	293
XI.	판정	296

정의된 용어 안내

ADIA	아부다비 투자청 (Abu Dhabi Investment Authority)
수정 청구서면	2019년 4월 4일자 청구인의 수정 청구서면
제일모직	제일모직 주식회사
BAML	Bank of America Merrill Lynch
본부장	기금운용본부장
홍완선 본부장	국민연금 기금운용본부장 홍완선
청구인 또는 EALP	엘리엇 어소시엣 엘.피. (Elliott Associates, L.P.)
청구인의 제 2 차 문서제출 요청	2020년 6월 1일자 청구인의 추가 문서제출 요청
청구인의 제 3 차 문서제출 요청	2020년 6월 12일자 청구인의 추가 문서제출 요청
청구인의 제 4 차 문서제출 요청	2021년 7월 14일자 청구인의 불리한 추론 요청 및 신규 문서제출
청구인의 심리 후 주장서면	2022년 4월 13일자 청구인의 심리 후 주장서면
청구인의 심리 후 재반박서면	2022년 5월 18일자 청구인의 심리 후 재반박서면
DART	전자공시
임시주주총회	임시주주총회
EILP	엘리엇 인터내셔널 엘.피. (Elliott International L.P.)
엘리엇	엘리엇 매니지먼트 코퍼레이션 (Elliott Management Corporation)
엘리엇 펀드	청구인 및 엘리엇 인터내셔널 엘.피.
전문위원회	의결권 행사 전문위원회
FMV	공정시장가격 (Fair market value)
기금	국민연금기금
운용위원회	국민연금 기금운용위원회
기금운용지침	국민연금 기금운용지침
기금운용규정	국민연금 기금운용규정

ICJ	국제사법재판소 (International Court of Justice)
ILC 규정	국제법위원회의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정
투자위원회	국민연금 투자위원회
IRC	인베스터 릴레이션스 카운슬러스 (Investor Relations Counsellors)
ISS	인스티튜셔널 셰어홀더 서비스 (Institutional Shareholder Services)
KAMCO	한국자산관리공사
KCGS	한국기업지배구조원
KRW	원화
합병 무효소송	일성제약과 기타 삼성물산 소액주주들이 2016 년 2 월 29 일 제기한 삼성물산 및 제일모직의 합병 무효 소송
본건 합병	삼성물산 주식회사와 제일모직 주식회사의 합병
본건 합병비율	제일모직 0.3500885 주당 삼성물산 1 주로 정한 합병비율
보건복지부	대한민국 보건복지부
NAFTA	북미자유무역협정
NAV	순자산가치 (Net asset value)
신설 삼성물산	삼성물산과 제일모직의 합병에 따라 명칭 변경된 신설 삼성물산 주식회사
국민연금	국민연금공단
기금운용본부	국민연금 기금운용본부
PCA	상설중재재판소 (Permanent Court of Arbitration)
개인정보법	개인정보 보호법
검찰 공소장	2020 년 9 월 1 일자 서울중앙지방검찰청 금융범죄조사팀의 이재용 공소장
매수청구 주식	한국법상 주식매수청구권의 대상이었던 청구인의 삼성물산 주식

MST	최소기준대우 (Minimum Standard of Treatment)
기금운용본부	국민연금 기금운용본부
재반박서면	2020년 11월 13일 피청구국의 재반론 및 본안 전 이의제기에 대한 재반박서면
본안 전 이의제기에 대한 재반론서면	2020년 12월 23일 청구인의 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면
답변서면	2020년 7월 17일 청구인의 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면
피청구국 또는 한국	대한민국
피청구국의 심리 후 주장서면	2022년 4월 13일 피청구국의 심리 후 주장서면
피청구국의 심리 후 재반박서면	2022년 5월 18일 피청구국의 심리 후 재반박서면
피청구국의 제 2차 문서제출 요청	2020년 5월 30일 피청구국의 추가 문서제출 요청
SAMA	사우디아라비아 통화청의 국부펀드인 SAMA 국부펀드
삼성물산	삼성물산 주식회사
SK 합병	2015년 6월 SK 그룹 내 두 계열사인 SK C&C 와 SK(주)의 합병안
SOTP	사업별평가가치 합산기법
반박서면	2019년 9월 27일 피청구국의 반박서면
협정	2007년 6월 30일에 서명하여 2012년 3월 15일에 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정
UNCITRAL 규칙	2013년 유엔국제무역법위원회 중재규칙
미국 또는 U.S.	미합중국
USD	미국 달러화
미국의 모델 BIT	2004년 미국 양자간 투자협정 표준안
미국 서면	2020년 2월 7일 미합중국의 서면
의결권 행사지침	국민연금기금 의결권 행사지침

등장인물

안중범	박근혜 대통령 경제수석비서관
배기홍	캐나다 토론토 요크대학교 솔릭 경영대학 재무 교수; 피청구국의 손해배상 전문가
백진주	보건복지부 국민연금정책과 사무관
Richard Boulton	버클리 리서치 그룹 (영국) 리미티드 회장; 청구인의 손해배상 전문가
■■■■	국민연금 (국내주식) 리서치팀장
조영길	2013 년부터 2017 년까지 의결권 행사 전문위원회 위원; 피청구국의 증인
최홍석	보건복지부 국민연금재정과장; 전문위원회 간사
■■■■	국민연금 이사장
최원영	박근혜 대통령/청와대 고용복지수석비서관
최순실	박근혜 대통령의 前 측근
James Dow	런던비즈니스스쿨의 재무 교수; 피청구국의 손해배상 전문가
홍완선	국민연금 기금운용본부장; 국민연금 투자위원회 위원장
■■■■	국민연금 주식위탁운용팀장
■■■■	국민연금 책임투자팀장
조남권	보건복지부 연금정책국장
■■■■	국민연금 리서치팀 직원
김진수	박근혜 대통령/청와대 보건복지비서관
■■■■	대한승마협회 전무
김기춘	청와대 비서실장
김기남	청와대 보건복지비서관실 행정관
이상훈	경북대학교 법학전문대학원 부교수; 청구인의 합병비율 전문가

■■■■■

전문위원회 위원장

김성수

연세대학교 법학 교수; 국민연금의 법적 지위와 그에 따른 주주 의결권 행사에 대한 피청구국의 전문가

이중기

홍익대학교 법학 교수; 국민연금의 법적 지위와 그에 따른 주주 의결권 행사에 대한 청구인의 전문가

이건희

삼성그룹 회장; 이재용의 부친

이재용

삼성전자 부회장

이태한

보건복지부 인구정책실장

■■■■■

삼성물산 부사장 겸 최고재무책임자

이영상

청와대 민정수석비서관실 행정관

■■■■■

국민연금 운용전략실장; 국민연금 투자위원회 위원

Curtis J. Milhaupt

스탠포드 법학전문대학원 법학 교수; 청구인의 한국 기업지배구조 전문가

문형표

대한민국 보건복지부 장관

노홍인

청와대 보건복지비서관실 행정관

박근혜

본건 합병 당시 대한민국 대통령

■■■■■

국민연금 준법감시인실 직원

■■■■■

국민연금 리스크관리팀장

■■■■■

국민연금 리서치팀 직원

James Smith

엘리엇 어드바이저스 (UK) 포트폴리오 관리자; 엘리엇 매니지먼트 코퍼레이션의 아시아 투자팀장

우병우

박근혜 대통령 민정수석비서관

■■■■■

국민연금 해외대체실장

■■■■■

국민연금 리서치팀 직원

■■■■■

국민연금 대체투자실장; 국민연금 투자위원회 위원

해당면은 의도적으로 공란으로 둠

I. 서문

A. 당사자들

1. 본 중재의 청구인은 미합중국(이하 “미국”) 법률에 따라 설립되어 1209 Orange Street Wilmington, DE 10901 에 등록 사무소를 두고 있는 엘리엇 어소시엣 엘.피.(이하 “청구인” 또는 “EALP”)이다.
2. 본 중재에서 청구인의 대리인은 다음과 같다:

Mr. Constantine Partasides KC
Mr. YiKang Zhang
Three Crowns LLP8-10 New Fetter Lane
London EC4A 1AZ
United Kingdom

Dr. Georgios Petrochilos KC
Three Crowns LLP
104 avenue des Champs-Élysées
75008 Paris
France

Ms. Elizabeth Snodgrass
Mr. Simon Consedine
Ms. Nicola Peart
Ms. Julia Sherman
Three Crowns LLP
Washington Harbour
3000 K Street NW Suite 101
Washington, DC 20007
United States of America

Mr. Zach Mollengarden
Three Crowns LLP
88 Market Street
#40-01A CapitaSpring
Singapore 048948
Singapore

김범수
이은녕
박영석
KL Partners
시그니처타워 동관 17 층
중구 청계천로 100
서울 04542
대한민국

Mr. Michael S. Kim

Mr. Andrew Stafford KC
Mr. Robin J. Baik
Mr. Nathan Park
Mr. Kunhee Cho
Mr. S. Michael Bahn
Kobre & Kim LLP
25 Old Broad Street
London EC2N 1HQ
United Kingdom

3. 피청구국은 대한민국(이하 “피청구국” 또는 “한국”)이다.
4. 본 중재에서 피청구국의 대리인은 다음과 같다:

Mr. Peter J. Turner KC
Freshfields Bruckhaus Deringer LLP
9 avenue de Messine
75008 Paris
France

Mr. Nicholas Lingard
Ms. Samantha Tan
Mr. Rohit Bhat
Mr. Nicholas Lee
Freshfields Bruckhaus Deringer
10 Collyer Quay 42-01
Ocean Financial Centre
Singapore 049315
Singapore

Mr. Joaquin P. Terceño
Freshfields Bruckhaus Deringer
Akasaka Biz Tower, 36F
5-3-1 Akasaka Minato-ku
Tokyo 107-6336
Japan

이문성
한상훈
유민재
이준원
우한얼
안수진
오유림
법무법인(유) 광장
한진빌딩
중구 남대문로 63
서울 04532
대한민국

B. 분쟁의 주제

5. 본 중재는 삼성그룹의 일부를 구성하는 한국 상장회사인 삼성물산 주식회사(이하 “**삼성물산**”)에 대한 청구인의 투자로 인하여 발생한다.
6. 청구인은 피청구국이 삼성물산 주식회사(이하 “**삼성물산**”)와 제일모직 주식회사(이하 “**제일모직**”)의 합병 승인과 관련하여, 해당 합병(이하 “**본건 합병**”)이 청구인과 국민연금공단(이하 “**국민연금**”) 스스로를 포함한 삼성물산의 주주들에게 손해를 발생시킴에도 불구하고, 국민연금이 보유한 주주 의결권 행사에 부적절하게 개입하였다고 주장한다. 청구인에 따르면, 본건 합병이 진행되도록 한 피청구국의 개입은 2007 년 6 월 30 일자 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(이하 “**협정**”)상 최소대우기준과 내국민대우기준의 위반에 해당한다. 청구인은 이러한 위반이 본 중재에서 배상을 구하는 상당한 손실을 야기하였다고 주장한다.
7. 피청구국은 중재판정부가 청구인의 청구에 대한 관할권이 없으며, 청구가 청구적격이 없다고 주장한다. 또한, 피청구국은 청구인이 협정 위반을 입증하지 못하였고, 청구인이 주장하는 손실이 피청구국에게 귀속되지 않으며, 손실이나 손해를 입었다는 것을 입증하지 못하였으므로, 어떠한 배상도 받을 권리가 없다고 주장한다.

II. 절차 경과

A. 중재 개시 및 중재판정부의 구성

8. 2018년 4월 13일, 청구인은 협정 제 11.16조 제 2항에 따라 청구를 중재에 제기하겠다는 의사에 관한 의사통보를 대한민국 정부에게 전달하였다.
9. 2018년 7월 12일자 중재통보 및 청구서면에 의하여, 청구인은 피청구국을 상대로 협정 제 11.16조 제 3항 다호 및 2013년 유엔국제무역법위원회 중재규칙(이하 “**UNCITRAL** 규칙”) 제 3조 제 1항에 따라 중재절차를 개시하였다.
10. 청구인은 자신의 중재통보 및 청구서면에서 미국 및 아르헨티나 공화국 국적의 Mr. Oscar M. Garibaldi 를 중재인으로 임명하였다. Mr. Garibaldi 의 연락처는 다음과 같다:

Mr. Oscar M. Garibaldi
809 Wincrest Place
Great Falls, Virginia 22066
United States of America
이메일: ogaribaldi@garibaldiarbitrator.com

11. 2018년 8월 13일, 피청구국은 중재통보 및 청구서면에 대한 답변서를 제출하였고, 캐나다 국적자인 Mr. J. Christopher Thomas KC 를 중재인으로 임명하였다. Mr. Thomas 의 연락처는 다음과 같다:

Mr. J. Christopher Thomas KC
4649 Puget Drive
Vancouver, British Columbia V6L-2V9
Canada
이메일: jcthomas@thomas.ca

12. 2018년 11월 15일, 당사자들은 협정 제 11.19조 제 1항에 따라 핀란드 국적자인 Dr. Veijo Heiskanen 을 의장중재인으로 임명하였다. Dr. Heiskanen 의 연락처는 다음과 같다:

Dr. Veijo Heiskanen
LALIVE
35, Rue de la Mairie
P.O. Box 6569
1211 Geneva
Switzerland
이메일: vheiskanen@lalive.law

13. 2018년 11월 20일, 중재판정부는 사무국으로 행위하며 중재절차를 진행할 기관으로서 상설중재재판소(이하 “**PCA**”)를 임명한다는 당사자들의 합의를 PCA 에 통지하였다.

2018 년 11 월 21 일, PCA 는 요청된 서비스를 제공할 것에 동의함을 중재판정부에게 전달하였다.

B. 임명조건서 및 절차명령 제 1 호

14. 2018 년 12 월 3 일, 중재판정부는 임명조건서 초안 및 절차명령 제 1 호 초안을 회람하였다. 중재판정부는 당사자들에게 초안의 수정안에 대한 합의를 구할 것을 요청하였으며, 당사자들이 합의할 수 없는 범위 내에서 각자의 수정안을 중재판정부에게 전달할 것을 요청하였다.
15. 2019 년 1 월 17 일, 당사자들은 임명조건서 초안 및 절차명령 제 1 호 초안에 대하여 합의된 수정안을 제출하였다. 당사자들은 같은 날짜에 별도의 서한을 통하여, 미합의된 사안에 대한 의견을 제공하였다.
16. 2019 년 3 월 22 일, 중재판정부는 임명조건서 초안 및 절차명령 제 1 호 초안의 내용을 논의하기 위해 제 1 차 절차회의를 화상 회의로 개최하였다. 동 회의에는 당사자들의 대리인 및 대표, 중재판정부와 PCA 가 참여하였다.
17. 2019 년 3 월 27 일, 중재판정부는 (i) 청구인이 UNCITRAL 규칙 제 20 조 제 4 항 및 제 22 조에 따라 수정 청구서면을 제출할 수 있고, (ii) 청구인의 수정 청구서면 이후에 피청구국은 협정 제 11.20 조 제 6 항에 따라 이의를 제기할 수 있으며 절차의 분리를 요청할 수 있음을 지시함으로써, 당사자들의 서면 제출 순서를 결정하였다. 같은 날, 중재판정부는 임명조건서도 회람하였다. 2020 년 7 월 31 일, PCA 는 양 당사자들과 각 중재판정부 위원이 서명한 임명조건서를 배포하였다.
18. 2019 년 4 월 1 일, 중재판정부는 절차명령 제 1 호를 발령하여, 런던을 중재지로 결정하고, 절차 규칙과 절차에 적용되는 투명성을 규정하였으며, 절차일정표에 대한 결정을 후속 절차명령으로 유보하였다.

C. 절차일정표 및 제 1 차 서면제출

19. 2019 년 4 월 4 일, 청구인은 수정 청구서면을 입증자료와 함께 제출하였다.
20. 2019 년 4 월 16 일, 피청구국은 한국의 개인정보 보호법(이하 “개인정보법”)을 원용하면서, 절차명령 제 1 호 제 10.1 항에 따라 중재통보 및 청구서면, 중재통보 및 청구서면에 대한 답변서와 수정 청구서면의 편집본 사본을 제출하였다.

21. 2019 년 4 월 26 일, 청구인은 본 중재에서 개인정보법의 적용 가능성에 대해 이의를 제기하였고, 중재판정부가 피청구국의 편집 제안을 기각할 것을 요청하였다.
22. 2019 년 4 월 30 일, 피청구국은 청구인이 수정 청구서면과 함께 제출하지 않은 특정 문서가 있다고 주장하면서, 중재판정부에게 제출을 명령할 것을 요청하였다.
23. 2019 년 5 월 6 일, 청구인은 2019 년 4 월 30 일자 피청구국의 문서제출 요청에 대한 답변을 제공하였다.
24. 2019 년 5 월 6 일 및 5 월 16 일, 피청구국과 청구인은 중재판정부의 요청에 따라 서면 3 부에 대한 피청구국의 편집 제안에 대하여 각자의 추가 의견을 제공하였다.
25. 2019 년 5 월 14 일, 중재판정부는 절차일정표에 대한 당사자들의 의견을 추가로 교환한 후, 절차명령 제 2 호를 발령하여, 피청구국의 관할 또는 청구적격 관련 이의제기 여부, 위 이의제기의 근거와 위 이의제기가 절차의 본안 전 단계에서 다를 것인지 여부에 따라, 절차일정표의 4 가지 대안 트랙을 기재하였다.
26. 2019 년 5 월 27 일, 중재판정부는 절차명령 제 3 호를 발령하여, 요청된 문서가 관할 이의제기를 위해 필요하지 않으며, 그러한 요청이 절차의 문서제출 단계에서 더 적절할 것이라는 점을 근거로 하여, 조기 문서제출 명령에 대한 피청구국의 2019 년 4 월 30 일자 요청을 기각하였다.
27. 2019 년 6 월 26 일, 중재판정부는 당사자들 각자의 2019 년 5 월 6 일 및 5 월 16 일자 제출 서면을 고려하여, 당사자들에게 각자의 제출 서면으로 제기된 특정 문제들에 대해 답변하고, 한국법상 이러한 쟁점들 중 일부에 대한 각자의 입장을 상세히 설명할 것을 요청하였다.
28. 2019 년 7 월 22 일, 중재판정부는 절차명령 제 4 호를 발령하여, 피청구국이 편집을 요청한 개인정보는 한국법상 “보호정보”에 해당하며, 이에 따라 피청구국은 청구인의 중재통보 및 청구서면과 청구인의 수정 청구서면을 편집하도록 제안할 수 있다고 판단하였다. 다만, 중재판정부는 피청구국이 중재통보 및 청구서면에 대한 답변서에 대한 편집을 제안할 권리를 포기하였다고 판단하였다.
29. 2019 년 8 월 22 일, 피청구국은 절차일정표에 관한 다수의 수정사항 및 반박서면의 제출기한을 4 주 연장하여 2019 년 9 월 27 일에 제출하는 것으로 청구인과 합의하고, 동

연장의 승인을 요청하였다. 피청구국은 반박서면에서 제기할 수 있는 관할권 또는 기타 이의제기의 권리를 해하지 않는 범위에서 본 절차의 분리를 요청하지 아니할 것을 확정하였다.

30. 2019 년 8 월 26 일, 중재판정부는 절차명령 제 5 호를 발령하여, 당사자들이 합의한 절차일정표를 수정하였다. 또한 중재판정부는 관할권 및 기타 이의를 제기할 권리를 유보하면서 절차 분리를 요청하지 않을 것이라는 피청구국의 결정을 확인하였다.
31. 2019 년 9 월 27 일, 피청구국은 입장자료와 함께 반박서면을 제출하였다.
32. 또한 2019 년 9 월 27 일, 피청구국은 반박서면의 게시를 대한민국 대법원에 계류 중인 소송의 결과가 나올때까지 연기하는 신청서를 제출하였다.
33. 2019 년 10 월 10 일, 청구인은 피청구국의 2019 년 9 월 27 일자 신청서에 답변하였다.
34. 2019 년 10 월 11 일, 중재판정부는 절차명령 제 6 호를 발령하여, 당사자들 간에 합의된 수정 절차일정표를 승인하고, 자발적 문서제출에 대한 기한을 2020 년 1 월 6 일에서 2020 년 2 월 7 일로 연장하였다.
35. 2019 년 10 월 17 일 및 10 월 21 일, 피청구국과 청구인은 각각 피청구국의 2019 년 9 월 27 일자 신청서에 대한 추가 의견을 제공하였다.
36. 2019 년 11 월 12 일, 중재판정부의 요청에 따라, 피청구국은 협정 제 23.4 조에 요건을 충족시키는 것으로 판단되는 반박서면의 문구를 명시하였다.
37. 2019 년 11 월 15 일, 청구인은 피청구국의 2019 년 11 월 12 일자 제출 서면에 대한 추가 의견을 제공하였다.
38. 2019 년 11 월 20 일, 중재판정부는 절차명령 제 7 호를 발령하여, 한국 대법원에 계류 중인 소송의 결과가 나올때까지 반박서면의 게시를 중재판정부가 지연할 것을 요청한 피청구국의 2019 년 9 월 27 일자 신청서를 기각하였다.

D. 문서제출, 절차일정표의 수정 및 비분쟁 당사자 서면

39. 2019 년 11 월 1 일과 22 일 사이에, 당사자들은 문서제출과 관련하여 각자의 요청, 이의제기 및 답변을 교환하였다.

40. 2019 년 12 월 13 일, 각 당사자는 상대 당사자가 지속적으로 이의를 제기하여 미해결된 문서제출 요청에 대하여 중재판정부에 결정을 요청하였다.
41. 2020 년 1 월 6 일, 미국은 절차명령 제 6 호에 따라 협정의 해석 문제에 관한 비분쟁 당사자 서면을 2020 년 2 월 7 일까지 제출할 의사를 통지하였다.
42. 2020 년 1 월 13 일, 중재판정부는 절차명령 제 8 호를 발령하여, 문서제출 관련 당사자들이 분쟁 중인 요청에 대한 결정을 기재하고, 각 당사자에게 법적 장애 또는 특권을 이유로 제출이 보류되고 있는 문서를 열거하는 특권보호문서목록을 작성할 것을 지시하였다.
43. 2020 년 1 월 17 일, 중재판정부는 절차명령 제 9 호를 발령하여, 당사자들의 합의에 따라, 자발적 및 비자발적 문서제출 기한을 2020 년 2 월 7 일에서 2020 년 2 월 10 일로 연장하고, 청구인의 답변서면 제출 기한을 2020 년 6 월 7 일에서 2020 년 6 월 8 일로 연장하였다.
44. 2020 년 2 월 6 일, 중재판정부는 절차명령 제 10 호를 발령하여, 당사자들의 합의에 따라, 자발적 및 비자발적 문서제출 기한을 2020 년 2 월 10 일에서 2020 년 2 월 21 일로 연장하였다.
45. 2020 년 2 월 7 일, 미국은 협정 제 11.20 조 제 4 항 및 절차명령 제 6 호에 따라 비분쟁 당사자 서면(이하 “미국 서면”)을 제출하였다.
46. 2020 년 2 월 13 일, 피청구국은 청구인에게 요구되는 문서제출의 범위에 관하여 중재판정부에 설명 및 추가 지시를 요청하였다.
47. 2020 년 2 월 19 일, 청구인은 피청구국의 2020 년 2 월 13 일자 요청에 대한 의견을 제출하였다.
48. 2020 년 2 월 21 일, 피청구국은 중재판정부에 당사자들이 합의한 절차일정표를 통지하였다. 또한, 피청구국은 청구인이 본안전 이의제기에 대한 재반론서면을 제출할 수 있는지 여부에 관한 당사자들 간의 의견 불일치를 해결하고자 하는 의사를 중재판정부에게 통지하였다.
49. 같은 날, 중재판정부는 절차명령 제 11 호를 발령하여, 문서 제출 및 당사자들의 제 2 차 서면제출에 대한 기한을 수정하기 위하여 당사자들 간에 합의된 수정 절차일정표를 승인하였다. 또한 중재판정부는 수정된 절차일정표가 본안전 이의제기 관련 청구인의

재반론서면 제출의 타당성에 대한 당사자들의 추가 논쟁이 적절한 때에 더 필요할 수 있다고 있다는 점을 반영한다고 고지하였다.

50. 2020 년 2 월 27 일, 중재판정부는 절차명령 제 12 호를 발령하여, 당사자들의 문서제출 의무에 대한 범위를 추가 명시하였다.

E. 제 2 차 서면제출, 추가 문서제출 요청 및 추가 서증 제출

51. 2020 년 5 월 26 일, 피청구국은 피청구국의 2020 년 2 월 21 일자 서한에서 예정한 바와 같이, 중재판정부에게 청구인이 본안전 이의제기에 대한 재반론서면을 제출할 권리가 없음을 확인해 줄 것을 요청하였다.
52. 2020 년 5 월 30 일, 피청구국은 절차명령 제 8 호에 따른 청구인의 문서제출에 결점이 있다고 주장하며 중재판정부에게 이에 관한 추가 명령을 발령할 것을 요청하였다(이하 “**피청구국의 제 2 차 문서제출 요청**”).
53. 2020 년 6 월 1 일, 청구인은 피청구국의 문서제출에 결점이 있다고 주장하며 이에 관하여 중재판정부가 추가 명령을 발령할 것을 요청하였고, 청구인의 답변서면 제출 기한을 고려하여 중재판정부가 자신의 요청을 2020 년 5 월 30 일자 피청구국의 요청보다 우선적으로 다루어줄 것을 요청하였다(이하 “**청구인의 제 2 차 문서제출 요청**”).
54. 2020 년 6 월 2 일, 청구인은 PCA가 양 당사자들을 대리하여 특정 문서를 에스스로에 보관할 것을 요청하였다. 2020 년 6 월 3 일, PCA 는 청구인의 요청에 대한 피청구국의 동의를 확인한 후, 당사자들이 합의한 절차에 따라 해당 문서를 에스스로에 보관하였다.
55. 2020 년 6 월 5 일, 청구인은 중재판정부의 요청에 따라, 당사자들이 합의한 수정 절차일정표를 중재판정부에 통지하였으며, 이에 따라 상대 당사자의 제 2 차 문서제출 요청에 대한 의견제출 및 당사자들의 제 2 차 서면제출 기한이 변경되었다.
56. 2020 년 6 월 10 일, 중재판정부는 절차명령 제 13 호를 발령하여, 당사자들의 제 2 차 서면제출에 대한 수정된 기한과 상대 당사자의 제 2 차 문서제출 요청에 대한 의견 제출 절차 및 기한 등을 조정한 당사자들 간에 합의된 수정 절차일정표를 승인하였다.
57. 또한 2020 년 6 월 10 일, 피청구국은 청구인의 제 2 차 문서제출 요청에 대한 의견을 제출하였다.

58. 2020 년 6 월 12 일, 피청구국은 청구인의 제 2 차 문서제출 요청에 따른 검색을 실시한 후 추가 사실증거를 제출하고 청구인에게 추가 문서를 제출하였다.
59. 또한 2020 년 6 월 12 일, 청구인은 최근 언론 보도를 통해 알게 된 7 건의 추가 문서 제출을 피청구국에게 요청하는 서한(이하 “**청구인의 제 3 차 문서제출 요청**”)에 중재판정부를 참조인으로 포함하였다. 또한, 청구인은 피청구국이 2020 년 6 월 12 일에 제출한 추가 문서를 검토할수 있도록 피청구국의 2020 년 6 월 10 일자 서한에 대한 의견 제출기한에 대한 연장을 요청하였다.
60. 2020 년 6 월 15 일, 피청구국은 중재판정부의 요청에 따라, 청구인에게 청구인의 제 2 차 문서제출 요청에 새로운 요청 추가가 허용되지 않는 선에서, 청구인이 제안한 기간의 연장에 동의하였다. 같은 날, 중재판정부는 연장을 확정하였으며, 이와 유사하게 청구인의 신청에 대한 결정 기한을 2020 년 6 월 24 일로 연장하였다.
61. 2020 년 6 월 17 일, 피청구국은 청구인의 제 3 차 문서제출 요청에 답변하는 서한에 중재판정부를 참조인으로 포함하였다.
62. 또한 2020 년 6 월 17 일, 청구인은 청구인의 제 2 차 문서제출 요청에 따른 피청구국의 답변에 대한 의견을 제출하였다.
63. 2020 년 6 월 18 일, 중재판정부는 같은 날짜의 피청구국의 요청에 따라 청구인의 2020 년 6 월 17 일자 의견에 대한 추가 답변을 2020 년 6 월 19 일까지 제출하도록 하였고, 청구인이 2022 년 6 월 22 일까지 피청구국의 추가 답변에 대한 의견을 제출할 것을 허가하였다.
64. 2020 년 6 월 19 일, 피청구국은 청구인의 제 2 차 문서제출 요청에 관한 청구인의 2020 년 6 월 17 일자 서한에 대한 의견을 제출하였다.
65. 2020 년 6 월 22 일, 청구인은 (i) 피청구국의 2020 년 6 월 19 일자 서한에 대한 의견과; (ii) 청구인의 제 3 차 문서제출 요청에 관한 피청구국의 2020 년 6 월 17 일자 서한에 대한 의견을 각각 제출하였다.
66. 2020 년 6 월 23 일, 피청구국은 중재판정부에게 청구인의 2020 년 6 월 22 일자 2 차 서한에서 주장하는 청구인의 제 3 차 문서제출 요청을 인용하지 않거나, 피청구국에게 답변할 기회를 부여할 것을 요청하였다. 같은 날, 청구인은 피청구국의 같은 일자 서한에 대한 의견을 제공하였다.

67. 2020년 6월 24일, 중재판정부는 절차명령 제 14호를 발령하여, 청구인의 제 2차 문서제출 요청 및 제 3차 문서제출 요청을 결정하였다. 중재판정부는 피청구국에게 법적 장애를 이유로 제출이 보류되고 있는 각 문서를 열거하는 최신 특권보호문서목록을 제출하고, 모든 요청 문서의 최종본이 제출되었음을 확인할 것을 지시하였다. 또한 중재판정부는 청구인이 적절한 때에 피청구국의 특정 문서 미제출을 입증하고자 할 수 있고, 중재판정부가 그러한 미제출로부터 적절한 추론을 도출할 것을 요청할 수 있음을 확인하였다.
68. 2020년 6월 26일, 청구인은 청구인이 본안 전 이의제기에 대한 청구인의 재반박서면을 제출할 권리에 관한 피청구국의 2020년 5월 26일자 요청에 대한 의견을 제출하였다.
69. 2020년 7월 6일, 중재판정부는 절차명령 제 15호를 발령하여; (i) 피청구국이 반박서면에서 본안 전 이의제기를 제기함에 따라 청구인이 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면을 제출할 수 있으며; (ii) 본안 전 이의제기에 대한 청구인의 재반론서면은 피청구국이 재반론 및 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면에서 본안 전 이의제기에 대하여 제기한 새로운 논점에 대응하는 것으로 제한됨을 관시하였다.
70. 2020년 7월 7일, 피청구국은 자신의 업데이트된 특권보호문서목록을 제출하였으며, 절차명령 제 14호에서 중재판정부가 지시하는 바에 따라 자신이 보유, 보관 또는 관리하는 답변 문서의 최종본을 제출하였음을 확인하였다.
71. 2020년 7월 17일, 청구인은 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면(이하 “**답변서면**”)을 입장자료와 함께 제출하였다.
72. 2020년 7월 24일, 청구인은 절차명령 제 13호에 따라 피청구국의 제 2차 문서제출 요청에 대한 의견을 제출하였다.
73. 2020년 7월 31일, 피청구국은 청구인의 2020년 7월 24일자 서한에 대한 의견을 제출하였다.
74. 2020년 8월 6일, 청구인은 피청구국의 2020년 7월 31일자 서한에 대하여 추가 의견을 제공하였다.
75. 2020년 8월 7일, 중재판정부는 절차명령 제 16호를 발령하여, 피청구국의 제 2차 문서제출 요청을 결정하고, 청구인이 (i) 범주 A 및 범주 B 문서와 관련하여 적용 가능한 법적 기준을

적용하였음을 확인하고; (ii) 범주 D 문서 1 건을 공개하고; (iii) 피청구국에게 범주 C-4 에 열거된 문서의 공개 동의를 얻는 지위를 통지하도록 지시하였다. 또한 중재판정부는 이러한 결정이 청구인이 소유, 보관 또는 통제하고 있는 특정 문서를 미제출하였음을 적절한 때에 입증하고 중재판정부가 이러한 미제출로부터 적절한 추론을 도출할 것을 요청할 수 있는 피청구국의 권리를 침해하지 않음을 확인하였다.

76. 2020 년 8 월 12 일, 청구인은 중재판정부가 절차명령 제 16 호에서 판시한 법적 기준을 적용하였고, 몇몇 범주 A 문서에는 별도의 특권을 적절하게 적용하였으며, 중재판정부의 나머지 지시사항은 피청구국과 별도로 접촉할 것이라고 확인하였다.
77. 2020 년 8 월 14 일, 피청구국은 중재판정부가 절차명령 제 16 호에서 정하는 범주 A 및 범주 B 문서와 관련된 결정을 재고할 것을 요청하였다.
78. 또한 2020 년 8 월 14 일, 청구인은 경미한 수정내역을 표시한 표와 몇 가지 업데이트된 사실증거와 함께 답변서면의 업데이트된 버전을 제출하였다.
79. 2020 년 8 월 18 일, 청구인은 경미한 수정내역을 표시한 표와 함께 Richard Boulton KC 의 제 2 차 전문가 보고서(CER-5)의 업데이트된 버전을 제출하였다.
80. 2020 년 8 월 19 일, 청구인은 피청구국의 2020 년 8 월 14 일자 요청에 대한 의견을 제출하며, 피청구국의 재고 요청을 기각할 것을 요청하였다.
81. 2020 년 9 월 4 일, 중재판정부는 절차명령 제 17 호를 발령하여, 절차명령 제 16 호의 특정 결정을 재고하라는 피청구국의 2020 년 8 월 14 일자 요청을 기각하였다. 중재판정부는 기존 결정을 재고해 달라는 당사자의 요청을 다루는 절차적 설정에서 특별보조법관을 임명할 수 없다고 판단하였으나, 당사자들이 특별보조법관 임명 가능성에 관하여 협의하고 2020 년 9 월 18 일까지 중재판정부에 알릴 것을 권고하였다.
82. 2020 년 9 월 14 일, 피청구국은 (i) 청구인의 특권 주장; 및 (ii) 당사자들의 문서제출 이의제기의 상이한 성격에 비추어 볼 때의 특별보조법관 임명의 적합성과 관련하여 “절차명령 제 17 호에 내재된 심각한 불규칙성”에 대한 우려를 표명하였다.
83. 2020 년 9 월 17 일, 청구인은 피청구국의 2020 년 9 월 14 일자 서한에 대한 의견을 제출하여, 절차명령 제 17 호가 “심각한 절차적 불규칙성”을 가졌다는 주장을 배척하였다.

84. 2020년 9월 21일, 중재판정부는 당사자들이 당시 특별보조법관 임명을 위한 공동 제안을 하지 않겠다는 내용을 포함한 2020년 9월 14일 및 17일자 당사자들의 서한을 확인하였다. 중재판정부는 중재판정부가 양 당사자들을 절차적 평등에 따라 대우해야 할 의무를 이행할 수 있는 상이한 절차적 설정에서, 당사자들이 여전히 공동으로 또는 개별적으로 특별보조법관의 임명을 요청할 수 있음을 강조하였다.
85. 2020년 11월 12일, 청구인은 피청구국에게 서울중앙지방검찰청 금융범죄조사팀이 작성하고 한국 언론사가 발표한 2020년 9월 1일자 이재용 공소장(이하 “**검찰 공소장**”)에 대한 검토와 바에 따르면, 피청구국은 청구인의 문서제출 요청에 대응하고 중재 결과와 관련이 있는 중요한 문서를 보유하고 있음을 주장하였다. 따라서, 청구인은 이들 문서의 제출을 요청하였다. 중재판정부와 PCA는 서한에 참조로 추가되었다.
86. 2020년 11월 13일, 피청구국은 입장자료와 함께 재반론 및 본안 전 이의제기에 대한 재반박서면(이하 “**재반박서면**”) 제출하였다.
87. 2020년 11월 16일, 피청구국은 2020년 11월 13일에 제출한 재반박서면에서 확인한 경미한 정정 사항을 나열한 정오표와 함께 재반박서면 수정본을 제출하였다.
88. 2020년 11월 27일, 피청구국은 청구인에게 검찰 공소장과 관련된 문서들에 대한 청구인의 2020년 11월 12일자 서한에 답변할 예정임을 통지하였다.
89. 2020년 12월 4일, 피청구국은 청구인에게 검찰 공소장이 공개되어 있으며 재반박서면 입장자료에 첨부되어 있으므로, 이를 제출할 의무가 없다고 판단하였음을 알렸다. 나머지 문서제출 요청에 관해서는, 최대한 신속하게 최신 정보를 제공하고, 추가 제출을 할 의사를 표명하였다. 중재판정부와 PCA는 서한에 참조인으로 포함되었다.
90. 2020년 12월 11일, 청구인은 피청구국의 2020년 12월 2일자 서한에 답변하여, 중재판정부에 적절한 지시를 신청할 것이라고 시사하였다. 중재판정부와 PCA는 서한에 참조인으로 포함되었다.

F. 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면 및 추가 문서제출 요청

91. 2020년 12월 23일, 청구인은 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면(이하 “**본안 전 이의제기에 대한 재반론서면**”)을 입증자료와 함께 제출하였다.

92. 2021 년 2 월 19 일, 피청구국은 당사자들 간의 2020 년 12 월 30 일자 이메일 교환을 기록에 추가하기 위하여 중재판정부로부터 허가를 구하였다.
93. 2021 년 2 월 24 일, 피청구국의 2021 년 2 월 19 일자 요청에 대한 청구인의 동의 하에, 중재판정부는 당사자들 간의 2020 년 12 월 30 일자 이메일 교환을 기록에 추가하기 위한 피청구국의 허가 요청을 승인하였다.
94. 2021 년 7 월 14 일, 청구인은 피청구국의 2021 년 3 월 22 일자 자발적 문서제출 및 검찰 공소장과 관련하여 진행 중인 절차를 고려하여, 중재판정부가 (i) 피청구국이 중재판정부의 문서제출 명령을 준수하지 않은 부분에서 적절한 추론을 도출하고; (ii) 새롭게 확인된 문서들의 제출을 명령할 것을 요청하였다(이하 “**청구인의 제 4 차 문서제출 요청**”). 청구인은 신청서와 함께 피청구국이 자발적으로 제출한 6 건의 문서 등 여러 증거들을 첨부하였다.
95. 2021 년 8 월 12 일, 피청구국은 청구인의 제 4 차 문서제출 요청에 대한 의견을 제출하였다.
96. 2021 년 8 월 27 일 및 9 월 3 일, 청구인과 피청구국은 각각 청구인의 제 4 차 문서제출 요청에 대한 추가 의견을 제출하였다.
97. 2021 년 9 월 20 일, 중재판정부는 청구인의 제 4 차 문서제출 요청 관련 절차명령 제 18 호를 발령하여, 요청된 문서(또는 그 내용)가 법원 절차에서 공개되거나 언론에 의해 공개된 경우에 한하여, 청구인이 요청한 특정 범주의 문서제출을 허가하였다.
98. 2021 년 10 월 13 일에 열린 사건관리회의에서, 청구인은 중재판정부가 피청구국에게 (i) 절차명령 제 18 호에 따라 모든 문서의 제출을 명령하고; (ii) 피청구국이 보관 및 통제하고 있는 모든 제출대상문서를 제출하였다고 확인, 또는 기한이 지난 이후에도 제출될 수 있는 다른 문서의 존재를 인지하고 있는지 여부를 명시하고 제출이 지연된 사유에 대해서 설명할 것을 요청하였다.
99. 2021 년 10 월 15 일, 피청구국은 청구인의 2021 년 10 월 13 일자 요청에 대하여 의견을 제출하고 이에 대한 기각을 구하였다.
100. 2021 년 10 월 28 일, 중재판정부는 절차명령 제 19 호를 발령하여, 절차명령 제 18 호에 따라 피청구국이 수색할 수 있는 추가 문서들을 2021 년 10 월 22 일까지 제출할 것을 지시하였다. 중재판정부는 청구인의 2021 년 10 월 13 일자 두번째 요청은 기각하였다.

101. 2021 년 11 월 3 일, 양 당사자들은 추가 문서를 기록에 제출하기 위하여 중재판정부의 승인을 요청하였다.
102. 2021 년 11 월 5 일, 각 당사자는 상대 당사자의 요청에 대한 의견을 제출하였다.
103. 2021 년 11 월 9 일, 중재판정부는 절차명령 제 21 호를 발령하여, 요청된 추가 문서를 기록에 추가하였다.

G. 심리일정 계획

104. 2020 년 9 월 3 일부터 10 월 14 일까지 글로벌 COVID-19 팬데믹을 고려하여, 중재판정부는 당사자들과 2021 년 1 월 25 일부터 2 월 1 일 주간 동안 예정된 심리의 형식 및 장소 후보에 관하여 논의하였다.
105. 2020 년 10 월 23 일, 중재판정부는 심리에서 이용가능한 옵션을 논의하기 위해 화상회의로 절차회의를 개최하였다. 동 회의에는 당사자들의 대리인 및 대표, 중재판정부와 PCA 가 참여하였다.
106. 2020 년 10 월 26 일, 중재판정부는 절차회의에서 제시된 당사자들의 입장을 고려하여, 다음과 같은 3 가지 옵션에 대한 당사자들의 의견을 요청하였다: (i) 2021 년 3 월 29 일 또는 5 월 24 일 주간을 추가 예비일로 지정하고 기존에 예정된 심리일에 서울에서 개최하는 하이브리드 형태의 심리; (ii) 2021 년 상반기 중 한 주를 추가 예비일로 지정하고 기존에 예정된 심리일에 개최하는 비대면 심리; 및 (iii) 2021 년 11 월 15 일 및 22 일 주간에 개최되는 대면 심리.
107. 2020 년 11 월 4 일, 당사자들은 각각 기존에 예정된 심리일에 서울에서 개최되는 하이브리드 형태의 심리를 선호한다고 표명하였다.
108. 2020 년 11 월 7 일, 중재판정부는 심리가 2021 년 1 월 25 일 및 2 월 1 일 주간 동안 서울에서 하이브리드 형태의 심리로 개최될 것을 결정하였다. 또한, 당사자들에게 예상치 못한 상황의 경우를 대비하여 2021 년 11 월 15 일 및 22 일 주간을 유보할 것을 요청하였다.
109. 2020 년 12 월 7 일, 중재판정부는 심리의 구성을 논의하기 위해 화상 회의로 사전심리 회의를 개최하였다. 동 회의에는 당사자들의 대리인 및 대표, 중재판정부와 PCA 가 참여하였다.

110. 2021년 1월 5일, 청구인은 한국의 COVID-19 상황 전개에 관한 피청구국의 2020년 12월 23일, 29일 및 2021년 1월 5일자 서한에 따라, 당사자들이 2021년 1월 25일과 2월 1일 주간에 개최하기로 한 심리를 취소하기로 합의하였다고 중재판정부에게 통지하였다. 청구인은 당사자들이 2021년 11월 유보일보다 더 이전에 심리를 개최할 의향이 있음을 시사하고, 심리를 2021년 11월 이전에 개최할 수 있는 가능성 여부를 중재판정부가 확인하여 줄 것을 추가로 요청하였다.
111. 2021년 1월 6일, 중재판정부는 2021년 1월 25일에 개시가 예정되었던 심리가 추가 통지시까지 연기됨을 확정하였다.
112. 2021년 1월 8일, 25일 및 27일, 중재판정부는 2021년 11월 이전에 가능한 심리기일 및 대면 심리 장소와 관련하여 당사자들과 논의하였다.
113. 2021년 1월 27일, 중재판정부는 당사자들의 2021년 1월 25일 및 27일자 서한을 고려하여, 심리가 2021년 1월 15일 및 22일 주간에 유럽에서 개최될 것임을 결정하였다.
114. 2021년 8월 13일 및 2021년 10월 13일, 사건관리회의가 심리의 진행을 논의하기 위해 개최되었다.
115. 2021년 11월 1일, 중재판정부는 당사자들의 공동 제안에 기초한 절차명령 제 20호를 발령하여, 2021년 11월 15일부터 26일까지 개최될 심리 운영 전반에 대한 규율을 정하였다. 절차명령 제 20호 부속서에는 중재판정부가 2021년 10월 6일에 사전 승인한 당사자들의 합의된 권고 심리 일정을 포함하였다. 또한 중재판정부는 심리가 스위스 제네바에서 개최된다는 사전 합의를 확인하였다.

H. 심리

116. 심리는 2021년 11월 15일부터 26일까지 제네바에서 개최되었다. 심리에 참석한 인원을 다음과 같다:

중재판정부

Dr. Veijo Heiskanen(의장중재인)
Mr. Oscar M. Garibaldi
Mr. J. Christopher Thomas KC

청구인

피청구국

당사자 대표

Mr. Richard Zabel
Ms. Alice Best

대리인, Three Crowns LLP
Mr. Constantine Partasides KC
Dr. Georgios Petrochilos KC
Ms. Liz Snodgrass
Mr. Simon Consedine
Ms. Nicola Peart
Mr. YiKang Zhang
Ms. Julia Sherman
Mr. Zach Mollengarden
Ms. Kelly Renehan
Mr. Anish Patel
Ms. Nayomi Goonesekere

대리인, Kobre & Kim
Mr. Michael Kim
Mr. Andrew Stafford KC
Mr. Robin Baik
Mr. Kunhee Cho
Mr. Nathan Park
Mr. Michael Bahn
Ms. Julia Lee
Mr. Ki-Baek Kim
Ms. Jessica Bae

대리인, KL Partners
박영석
이은녕
김병철
허유진
김범수

당사자 대표

한창완
엄영신
문희조
이동건
박지민
이담은

대리인, Freshfields Bruckhaus Deringer LLP
Mr. Peter J. Turner KC
Mr. Nicholas Lingard
Mr. Joaquin Terceño
Ms. Samantha Tan
Mr. Rohit Bhat
Mr. Nicholas Lee
Mr. David Perrett

대리인, 법무법인(유) 광장
이문성
한상훈
유민재
이준원
우한얼
안수진
오유림

증인 및 전문가

청구인

사실관계 증인
Mr. James Smith

■■■■
■■■■
■■■■

전문가 증인
이중기 교수
이상훈 교수
Mr. Richard Boulton KC
Curtis Milhaupt 교수

전문위원
Mr. Stuart Jibson

피청구국

사실관계 증인
조영길

전문가 증인
James Dow 교수
김성수 교수
배기홍 교수

전문위원
Mr. Alexis Maniatis
Mr. Bin Zhou

PCA

Dr. Dirk Pulkowski
석진영

통역

김희성
박혜연
손선희
하명란

속기사

Ms. Lisa Garforth

117. 2021년 11월 29일, 중재판정부는 당사자들 간에 합의된 특정 사항을 기록하고, 심리 후 절차에 관한 중재판정부의 추가 지침을 당사자들에게 제공하였다. 또한 중재판정부는 당사자들의 각 심리 후 제출 서면에서 다루어질 당사자들에 대한 질의를 발령하였다.

I. 심리 후 절차

118. 당사자들의 각 심리 후 주장서면의 제출기한인 2022년 3월 4일, 청구인은 중재판정부에 같은 날 피청구국으로부터 한국어로 작성된 다수의 여러 추가 문서들을 수령하였음을 통지하였다. “부득이한 경우를 제외하고 심리 후 재반박서면에서 새로운 문서에 대한 참조를 회피”하기 위해, 청구인은 청구인이 신규 문서를 번역하고 적절히 판단할 수 있도록 심리 후 주장서면의 교환을 1주일 연기할 것을 제안하였다.

119. 같은 날, 중재판정부의 요청에 따라 피청구국은 청구인에게 제출한 문서가 현재 진행 중인 형사 재판의 심리에서 비롯되었으며, 절차명령 제 18호에 따른 계속적인 문서제출 의무에 따라 신의성실로써 제출되었다고 진술하였다. 또한 피청구국은 “최대한 빨리” 청구인의 요청에 대한 답변을 제공할 것이라고 언급하였다.

120. 청구인의 요청에 대한 중재판정부의 결정이 있기 전까지, 당사자들은 기존 권리를 침해하지 않는다는 근거로 하여 PCA에 각자의 심리 후 주장서면을 제출하였다.

121. 2022년 3월 5일, 피청구국은 문서가 검찰과 한국 법원에 공식적으로 요청한 결과 “마지막 형사 심리 이후 가능한 한 빨리” 제출되었다고 설명하면서, 1주일 연장 요청에 대한 근거가 있다는 청구인의 주장에 동의하지 않았다. 또한, 피청구국은 중재판정부에게 피청구국이 “오늘 일자 이후에 진행 중인 형사 재판 심리에서 [절차명령 제 18호]에 따라 추가 제출을

요구받지 않는다”고 명령할 것을 요청하였다. 또한, 피청구국은 청구인의 요청이 인용되는 경우 중재판정부가 후속 제출의 기한을 1 주일 연장할 것을 요청하였다.

122. 2022 년 3 월 7 일, 중재판정부는 청구인이 (i) 2022 년 3 월 11 일까지 추가 문서들을 기록에 제출하도록 하는 승인 요청을 하고; (ii) 피청구국의 2022 년 3 월 5 일자 서한에 대한 의견을 제공할 수 있도록 하였다. 또한 중재판정부는 피청구국이 2022 년 3 월 18 일까지 청구인의 승인 요청에 대한 의견을 제공하고 그 이후 기록에 제출된 신규 문서에 대한 답변으로 증거를 제출할 기회가 부여될 것이라고 적시하였다. 중재판정부는 판결이 있을 때까지 모든 잔여 기한을 연기하였다.
123. 2022 년 3 월 11 일, 청구인은 5 건의 문서를 신규 증거로서 기록에 추가하도록 승인을 구하고, 추가 절차 단계를 제안하였다. 또한 청구인은 절차명령 제 18 호에 따른 피청구국의 지속적 공개 의무는 “당사자들의 마지막 실질적 서면제출일에 자연스럽게 종료”되어야 한다고 주장하였다.
124. 2022 년 3 월 18 일, 피청구국은 5 건의 문서의 관련성에는 동의하지 않지만 동 문서들을 기록에 추가하고자 하는 청구인의 요청에는 이의를 제기하지 않았다. 또한 피청구국은 청구인의 추가 절차 단계에 대한 의견을 제공하였다.
125. 2022 년 3 월 28 일, 중재판정부는 (i) 5 건의 문서를 인정해달라는 청구인의 2022 년 3 월 11 일자 요청을 승인하였고; (ii) 피청구국에게 2022 년 4 월 6 일까지 신규 증거물에 대응하는 증거를 제출할 기회를 제공하였으며; (iii) 나머지 심리 후 서면 제출 절차와 관련하여 지시하였다. 또한 중재판정부는 절차명령 제 18 호에 따른 피청구국의 계속적인 문서제출의무를 당사자들의 심리 후 주장서면이 제출될 때까지 잠정 중단하고, 당사자들의 심리 후 재반박서면 제출일에 의무가 재개되어 UNCITRAL 규칙 제 31 조에 따라 절차가 종결될 때까지 유지될 것을 명령하였다.
126. 중재판정부의 지시에 따라, 청구인은 2022 년 3 월 30 일에 5 건의 증거물을 제출하였고, 피청구국은 2022 년 4 월 6 일에 2 건의 신규 증거를 제출하였다.
127. 2022 년 4 월 13 일, 당사자들은 각자의 심리 후 주장서면(각각 “청구인의 심리 후 주장서면” 및 “피청구국의 심리 후 주장서면”)을 제출하였다.
128. 2022 년 5 월 18 일, 당사자들은 각자의 심리 후 재반박서면(각각 “청구인의 답변서 심리 후 재반박서면” 및 “피청구국의 심리 후 재반박서면”)을 제출하였다.

129. 2022년 5월 20일, 피청구국은 피청구국의 심리 후 재판박서면의 일부 오기를 수정하여 제출하였으며, 이에 대하여 청구인은 이의를 제기하지 않았다.
130. 2022년 6월 1일, 당사자들은 각자의 비용 신청서를 제출하였다.
131. 2022년 6월 3일, 피청구국은 청구인의 비용 청구 금액을 지적하면서, “청구인의 천문학적인 비용 청구는 특별한 정당성을 요구”하고, 청구의 각 개별 구성요소는 “합리적으로 면밀히 평가되어야 한다”고 주장하였다.
132. 2022년 6월 8일, 청구인은 피청구국의 2022년 6월 3일자 서한에 대해 의견을 제출하며, “최대한 많은 주요 형사 공판 참석 등, 상대한 사실관계 수집 ... 하면서, 매우 중요한 증거를 기록에 추가하도록 하게한 문서제출 명령을 정당화 및 취득하기 위한 중요하고 필요한 동시 기록을 입수”하였다고 주장하였다.
133. 2023년 3월 13일, 중재판정부는 당사자들에게 중재판정문이 완성화 단계에 있음을 통지하였고, 따라서 UNCITRAL 규칙 제 31 조 제 1 항에 따라 절차가 종결되었음을 선언하였다. 또한 중재판정부는 당사자들이 영문본을 우선 발행하고 국문본을 이어서 발행하기로 합의하지 않는 한, 임용조건서 제 8.2 항에 따라 중재판정문이 영문본과 국문본으로 동시에 발부될 것임을 시사하였다.
134. 2023년 3월 20일, 피청구국은 임명조건서 제 8.2 항에 따라 양 언어 버전이 제공될 때까지 중재판정문의 발부를 연기하고자 하는 중재판정부의 의사에 동의하였다. 같은 날, 청구인은 “한국어 동시 번역이 제공될 때까지 중재판정부 판정문 영문본의 발부를 지연할 이유는 없다”고 지적하였다.
135. 2023년 3월 21일, 중재판정부는 당사자들이 중재판정문의 영문본 및 국문본의 발부 순서를 동의하지 않은 상황에서는, 두 언어본을 동시에 발부할 것이라고 통지하였다.

III. 분쟁의 사실관계

136. 본 절은 당사자들의 제출 서면에 기재된 분쟁의 사실관계를 요약한다. 이는 모든 내용을 열거한 것으로 의도되지 않으며, 아래 제 V 절 내지 제 VII 절에 명시된 분쟁 사실에 대한 중재판정부의 결정을 침해하지 않는다.

A. 당사자들과 관련 개인 및 단체

I. 청구인 및 그 계열사들

137. 1977 년에 설립된 델라웨어주 유한회사인 EALP 는 엘리엇 매니지먼트 코퍼레이션(이하 “엘리엇”)과 그 자회사가 관리하는 2 개의 주요 투자 펀드 중 하나이다.¹

138. 엘리엇에 따르면, 엘리엇은 상장회사에 대한 지분투자함에 있어서 그 내재가치 또는 순자산가치(이하 “NAV”)를 엘리엇이 평가한 것과 비교하여 할인 거래되는 회사를 투자 기회로 파악한다.² 엘리엇은 회사의 할인이 일시적이거나 회사 구조와 관련이 없는 것으로 판단될 경우, 그 할인은 “거래 가격이 회사의 내재가치에 접근함에 따라 정도의 차이는 있어도 시간이 지나면 할인폭이 자연스럽게 감소될 수 있을 것”으로 예상한다.³ 이러한 회사들의 주가는 결국 “실제 가치”와 일치하도록 상승하여 엘리엇의 투자 수익을 창출할 수 있도록 한다.⁴

139. 엘리엇 애널리스트들은 투자금을 운용함에 있어서 “엘리엇이 관리하고 있는 전체 투자 포트폴리오 내에서 각 투자의 총 규모와 리스크를 관리하는 데 도움을 주기 위한 가이드라인”으로서 다수의 투자 건에 대한 “거래 계획”을 작성한다.⁵

140. 또한, 엘리엇은 NAV 대비 할인율의 감소를 가속화할 “합의에 기반한 경우와 그렇지 않은 경우를 포함한” 전략과 보상에도 집중하고 있다.⁶ 엘리엇은 이러한 “주주 행동주의”를

¹ 수정 청구서면, 제 15 항, 2019 년 4 월 4 일자 James Smith 증인진술서(이하 “Smith 제 1 차 진술서”), 제 1 항(CWS-1) 인용.

² Smith 제 1 차 진술서, 제 13 항(CWS-1); 2020 년 7 월 16 일자 James Smith 제 2 차 증인진술서(이하 “Smith 제 2 차 진술서”), 제 5 항(CWS-5).

³ Smith 제 1 차 진술서, 제 14 항(CWS-1).

⁴ 수정 청구서면, 제 16 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 14 항(CWS-1).

⁵ Smith 제 2 차 진술서, 제 20 항(CWS-5). 심리 속기록, 3 일차, 56:4-7 면 참조.

⁶ Smith 제 2 차 진술서, 제 5 항(CWS-5).

통해 “다양한 기업지배구조 개선, 기업 구조조정 등을 통하여 기업의 내재적 가치를 드러내어”⁷ 주주 수익을 증대하거나 특정 목적을 추진하였다고 주장한다.⁸ 엘리엇에 따르면, 주주 행동주의는 “막대한 권한을 가진 회사 경영진이 자신의 권한을 남용하여 소액주주에게 손해를 끼치는 것을 억제하는 중요한 역할을 수행할 수 있다”.⁹

141. 반면, 피청구국은 엘리엇이 “일반적인 투자자”가 아니며, 단기적인 이익 목표를 달성하기 위해 소송에 과도하게 의존하고 있는 “공격적 투자자 행동주의”로 유명하다고 주장한다.¹⁰ 피청구국은 엘리엇이 “먹튀” 투자 전략을 추구하면서 대상 기업의 장기적 이익과 국가 경제의 건전성을 무시한다고 주장한다.¹¹

2. 피청구국과 관련 개인 및 단체

142. 본건은 특히 다음을 포함하는 다수의 한국 국가 관계자 및 기관의 행위에 관한 것이다:

- (a) 본건 합병 당시 한국의 대통령이었던 박근혜 대통령.¹²
- (b) 한국 대통령 집무실을 지칭하는 청와대.¹³
- (c) 한국 대통령 통할하의 17 개 행정각부 중 하나인 보건복지부. 1980 년대 말, 국민연금법에 따라 보건복지부는 국민연금기금(이하 “기금”)을 설립하였다.¹⁴ 보건복지부는 기금과 관련된 거시적 정책 결정과 기금 운용 계획을 관리하는

⁷ 답변서면, 제 51 항. “씨트릭스, 엘리엇의 압력 후 구조조정 단행”, 파이낸셜 타임즈, 2015 년 7 월 28 일(C-437); “NRG, 행동주의 압박에 순응하여 자산매각·비용삭감 예정”, 월스트리트저널, 2017 년 7 월 12 일(C-521); “2017 년도 S&P 500 최고평가 및 최저평가 기업들”, 마켓워치, 2018 년 1 월 3 일(C-530); “엘리엇의 코스타 보유 지분 공개로 위트브레드 주가 날아올라”, 블룸버그, 2018 년 4 월 16 일(C-536) 참조.

⁸ 답변서면, 제 52 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 19 항.

⁹ 답변서면, 제 52 항; 2020 년 7 월 16 일자 Curtis J. Milhaupt 교수 전문가 보고서(이하 “Milhaupt 보고서”) 제 84-88 항(CER-6).

¹⁰ 반박서면, 제 87-88 항, 제 91 항.

¹¹ 반박서면, 제 89 항, 제 91-92 항.

¹² 반박서면, 제 31 항. 수정 청구서면, 제 168-70 항 참조.

¹³ 반박서면, 제 32 항. 수정 청구서면, 제 171 항 참조.

¹⁴ 반박서면, 제 30 항, 제 33 항; 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일, 제 26 조(C-258); 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 101 조(C-77). 수정 청구서면, 제 172 항 참조.

국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”)를 감독한다.¹⁵ 또한 (i) 기금 운용 목적과 투자 정책을 정하는 국민연금 기금운용지침(이하 “기금운용지침”) ¹⁶ 과 (ii) 의결권 행사시에 기금이 따라야 하는 의결권 행사 원칙을 정하는 국민연금기금 의결권 행사지침(이하 “의결권행사지침”)을 공표하고 승인한다.¹⁷

- (d) 본건 합병 당시 보건복지부 장관이었던 문형표.¹⁸ 보건복지부장관은 “국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬 수 있도록 ... 기금운용위원회의 의결사항에 따라” 기금을 관리 및 운용한다.¹⁹ 국민연금법에 따라 보건복지부장관은 기금운용위원회 위원장이 된다.²⁰
- (e) 문형표 장관 이외에도 보건복지부의 인구정책실장 이태한; 연금정책국장 조남권; 국민연금재정과장 최홍석; 국민연금재정과 사무관 백진주 등 보건복지부 고위 공직자들 역시 본건 합병을 야기한 국민연금 의사결정과정에 가담하였다는 의혹이 제기된다.²¹

3. 삼성그룹

143. 한국 5 대 재벌 중 하나인 삼성그룹은 1938 년에 설립되었다.²² 이는 전자, 엔지니어링, 건설, 보험, 첨단 제품 등 다양한 산업 분야에서 운영되고 있다.²³ 다른 재벌의 경우와 마찬가지로

¹⁵ 반박서면, 제 33 항; 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 102 조, 제 103 조(C-77).

¹⁶ 수정 청구서면, 제 58 항; 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 1 조 제 1 항(C-194/R-99). 국민연금 기금운용규정, 2015 년 5 월 26 일, 제 36 조 제 2 항(C-177) 참조.

¹⁷ 2019 년 4 월 4 일자 이중기 교수 전문가 보고서(이하 “이중기 제 1 차 보고서”), 제 31(iv)항(CER-1); 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일(C-309/R-57).

¹⁸ 반박서면, 제 149 항. 수정 청구서면, 제 173 항 참조.

¹⁹ 국민연금법, 2013 년 7 월 31 일, 제 102 조 제 2 항(C-77); 2019 년 9 월 27 일자 김성수 교수 제 1 차 전문가 보고서(이하 “김성수 제 1 차 보고서”), 제 32 항(RER-2).

²⁰ 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 103 조 제 2 항(C-77).

²¹ 수정 청구서면, 제 174 항.

²² 재벌은 제 2 차 세계대전 말에 가족 기업으로 시작하여 광범위한 산업을 영위하는 대규모 기업 집단으로 발전한 기업 집단이다. 재벌의 소유구조는 지주회사 체제가 아니라 다수의 복잡한 순환출자를 수반하는 경우가 많다. 삼성그룹을 포함한 5 대 재벌은 한국 주식 시가총액의 거의 절반을 차지하며, 각각 평균 70 개 기업으로 구성되어 있다. 반박서면, 제 57-61 항 참조.

²³ 반박서면, 제 63 항.

삼성그룹 계열사들은 복잡한 순환출자 구조로 서로의 주식을 보유하고 있다.²⁴

144. 본건 합병 당시 이재용의 아버지인 이건희는 삼성그룹 회장이었다.²⁵

(a) 삼성물산

145. 삼성물산은 1938 년에 삼성그룹의 모회사로 설립되었고, 1975 년 한국 증권거래소에 상장되었다.²⁶ 삼성물산은 특히 건설 및 상사 분야에서 활발하게 운영되고 있다.²⁷

146. 합병 당시 삼성물산은 모회사와 다수의 자회사 및 계열사로 구성되어 있었다.²⁸ 이는 제휴 및 합작 투자를 통해 타사에 투자하고 상장 및 비상장 삼성 그룹사의 주식을 보유하고 있었다.²⁹ 합병 전인 2015 년 6 월 말 당시 삼성물산은 특히 삼성전자 주식회사(발행주식의 4.06%), 삼성 SDS(발행주식의 17.08%) 등, 다른 삼성그룹 회사들의 주식을 보유하고 있었다.³⁰

147. 2015 년 6 월 11 일(본건 합병에 대한 의결권을 행사할 수 있는 주주가 누구인지 결정하기 위해 삼성물산 주주명부가 폐쇄된 날) 당시 삼성물산 주주들은 (i) 이건희를 포함한 삼성그룹 관계자; (ii) 11.21% 지분을 보유하여 최대주주가 된 국민연금을 포함한 국내 기관; (iii) 국부펀드와 해외투자 및 연금펀드를 포함한 해외 투자자로 구성되었다.³¹ EALP 는 7.12% 지분을 가진 최대 외국인 투자자였다.³²

²⁴ 반박서면, 제 63 항.

²⁵ 수정 청구서면, 제 23 항; 반박서면, 제 69 항 참조.

²⁶ 수정 청구서면, 제 19 항.

²⁷ 2019 년 4 월 4 일자 Richard Boulton KC 전문가 보고서(이하 “Boulton 제 1 차 보고서”), 제 5.2.1 항, 제 5.3 항(CER-3); 삼성물산 DART 공시자료, “주요사항보고서”, 2015 년 5 월 26 일, 3 면(R-82). 전자공시(이하 “DART”) 시스템은 기업이 온라인으로 공시를 하고 투자자 및 다른 사용자들이 이를 즉시 이용할 수 있도록 하는 한국의 전자공시 시스템이다. 반박서면, 제 64 항, 각주 78 참조.

²⁸ 2015 년 2 분기삼성물산 재무제표, 2015 년 8 월 17 일(C-248).

²⁹ Boulton 제 1 차 보고서, 제 5.2.4 항 및 그림 10(CER-3); 삼성물산 DART 공시자료, “대규모기업집단 소속회사에 대한 현황 공시” 2015 년 8 월 31 일(R-145).

³⁰ 삼성물산 DART 공시자료, “대규모기업집단 소속회사에 대한 현황 공시” 2015 년 8 월 31 일(R-145).

³¹ 반박서면, 표 1 참조.

³² 반박서면, 표 1 참조. 수정 청구서면, 제 46(a)항 참조.

(b) 제일모직

148. 제일모직은 1963 년에 설립되었다. 이는 삼성그룹 내 기업으로서 특히 패션, 전문급식, 레저, 건설 사업을 영위했다.³³ 제일모직은 본건 합병으로부터 몇 달 전인 2014 년 12 월에 한국거래소에 주식을 상장하여 상장회사가 되었다.³⁴
149. 2015 년 초 당시, 제일모직은 삼성그룹의 사실상 지주회사였으며, 삼성생명을 19%를 초과하여 보유하여 삼성전자의 7.2%를 지배하였다.³⁵
150. 2015 년 6 월 11 일 당시, 제일모직 주주들은 특히 국민연금(5.04% 지분)과 여러 해외 연기금을 포함하였다.³⁶

4. 국민연금기금

151. 국민연금기금은 “국민연금사업에 필요한 재원을 원활하게 확보하고, 이 법에 따른 급여에 충당하기 위한 책임준비금으로서” 국민연금법에 따라 1988 년에 보건복지부 산하로 설립되었다.³⁷
152. 기금은 주로 국민연금법에 따라 한국 국민의 기여금으로 조달된다. 기여금은 일부 예외를 제외하고 18 세에서 59 세 사이의 모든 한국 거주 국민들에게 강제 부과된다.³⁸ 2014 년 당시 기금은 580 조 3 천억 원(미화 약 5,200 억 달러)이 넘는 자금을 보유하고, 가입자는 2,100 만 명, 수익자는 370 만 명이 넘었다.³⁹

³³ 삼성물산 DART 공시자료, “주요사항보고서”, 2015 년 5 월 26 일, 9 면(R-82). 맥쿼리 보고서에서 발췌, “제일모직”, 2015 년 1 월 29 일, 1 면(C-146) 참조.

³⁴ 반박서면, 제 67 항.

³⁵ 맥쿼리 보고서에서 발췌, “제일모직”, 2015 년 1 월 29 일(C-146).

³⁶ 반박서면, 제 68 항.

³⁷ 이중기 제 1 차 보고서, 제 35 항(CER-1); 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 101 조 제 1 항(C-77) 인용.

³⁸ 이중기 제 1 차 보고서, 제 36 항(CER-1); 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 6 조, 제 8 조, 제 9 조(C-77).

³⁹ 이중기 제 1 차 보고서, 제 36 항(CER-1); 국민연금 연례보고서, 2014, 40 면(C-118).

153. 보건복지부장관은 국민연금법에 따라 “국민 연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을 최대한 증대시킬” 의무를 가진다.⁴⁰ 이를 위해 장관은 “증권의 매매 및 대여”와 “장내파생상품과 장외파생 상품의 거래”를 포함하는 다양한 방법을 사용할 수 있다.⁴¹ “안정적인 펀드 운용 실적을 유지하기 위하여”, 국민연금은 주식, 채권 및 파생상품 등 다양한 금융자산에 투자하고 있다.⁴² 2014년 말 기준 기금의 적립금 중 469조 8천억원이 이와 같은 금융자산에 투자되어 있었다.⁴³

5. 국민연금공단

154. 국민연금은 1986년 국민연금법에 따라 “보건복지부장관의 위탁을 받아 사업을 효율적으로 수행하기 위하여”, “국민의 노령, 장애 또는 사망에 대한 연금급여의 실시를 통하여 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지”할 목적으로 설립되었다.⁴⁴ 국민연금은 보건복지부장관의 감독 하에 통상적인 기금의 관리 및 운용을 위탁받고, 한국의 공적연금사업을 관리한다.⁴⁵

155. 국민연금은 투자 결정을 할 때에 기금운용지침에서 정하는 원칙에 따라 행동한다.⁴⁶ 기금운용지침 제 4조에 따르면, 기금은 “운용 독립성의 원칙”과 수익성, 안정성, 유동성 및 공익성의 원칙에 따라 운용되어야 하며, “다른 목적을 위하여 이러한 원칙이 훼손되어서는 안 된다.”⁴⁷

156. 또한 기금운용지침은 “기금운용관련자는 기금운용과 관련된 모든 조직의 구성원으로서”, 국민연금 가입자와 수급자의 재산을 관리하는 수탁자로서 충실의무와 선량한 관리자의

⁴⁰ 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 102조 제 2항(C-77).

⁴¹ 이중기 제 1차 보고서, 제 37항(CER-1); 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 102조 제 2항(C-77). 국민연금법 시행령, 2015년 4월 16일, 제 74조 제 3항(C-164) 참조.

⁴² 국민연금 연례보고서, 2014년, 13면(C-118).

⁴³ 이중기 제 1차 보고서, 제 37항(CER-1); 국민연금 연례보고서, 2014, 13면(C-118).

⁴⁴ 이중기 제 1차 보고서, 제 52항(CER-1); 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 1조, 제 24조, 제 26조(C-77).

⁴⁵ 반박서면, 제 34항; 수정 청구서면, 제 88항; 국민연금법 시행령, 2015년 4월 16일, 제 76조(C-164); 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 5조(C-77); 이중기 제 1차 보고서, 제 54항(CER-1); 김성수 제 1차 보고서, 제 30항(RER-2).

⁴⁶ 수정 청구서면, 제 228항.

⁴⁷ 수정 청구서면, 제 88항, 제 228항, 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4조 제 1항 내지 제 5항(C-194/R-99) 인용.

주의의무를 진다고 규정한다.⁴⁸ 이러한 의무에 따라 기금을 운영하는 자는 “오직 가입자와 수급자의 이익을 위해 행동하고 전문적인 판단 하에 신중하게 의사결정을 하여야 한다”.⁴⁹ 또한 의결권행사지침은 기금의 의결권에 대하여 “국민연금 가입자·가입자이었던 자 및 수급권자에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사”할 것을 요구한다.⁵⁰

157. 당사자들은 국민연금과 한국 국가 간의 관계에 대해 이견이 존재한다. 청구인에 따르면, 국민연금은 한국법과 국제법상 국가기관이다.⁵¹ 피청구국은 이에 동의하지 않고, 국민연금이 독립된 법인격을 가지는 법인이라고 주장한다.⁵² 국민연금의 지위에 관한 당사자들의 입장은 한국에 대한 국민연금 행위의 귀속 여부에 관한 당사자의 입장과 관련하여 아래 제 V.B 절에서 자세히 설명한다.

(a) 국민연금 기금운용본부

158. 국민연금 기금운용본부(이하 “**기금운용본부**”)는 특히 투자전략계획, 위험관리, 자금운용 및 다양한 주주 결의에 대한 국민연금의 의결권 행사를 담당한다.⁵³ 기금운용본부는 국민연금 상임 기금이사도 역임하는 기금운용본부장(이하 “**본부장**”)이 지휘한다.⁵⁴ 본건 합병 당시 홍완선은 국민연금 기금운용본부장을 역임하였다(이하 “**홍완선 본부장**”).⁵⁵
159. 기금운용본부의 부서 중에서,⁵⁶ 본건과 가장 높은 관련성을 갖는 부서는 (i) 기금운용본부가 내릴 투자 결정과 관련된 행정관리 업무를 하는 운용전략실 산하 투자전략팀; (ii) 기금의 보유지분율이 3% 이상인 경우 기금운용본부의 의결권 행사 방향을 결정하는 과정을

⁴⁸ 이중기 제 1 차 보고서, 제 101 항(**CER-1**), 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 23 조 제 3 항(**C-194/R-99**) 인용.

⁴⁹ 이중기 제 1 차 보고서, 제 101 항(**CER-1**), 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 23 조 제 3 항(**C-194/R-99**) 인용.

⁵⁰ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 3 조(**C-309/R-57**).

⁵¹ 예컨대, 수정 청구서면, 제 181-82 항 참조.

⁵² 예컨대, 반박서면, 제 253 항 참조.

⁵³ 국민연금공단 직제규정, 2015 년 5 월 19 일, 제 6 조, 제 15 조, 28 면 부속서 3(**C-175**).

⁵⁴ 국민연금공단 직제규정, 2015 년 5 월 19 일, 제 3 조 제 3 항(**C-175**).

⁵⁵ 수정 청구서면, 제 60 항; 반박서면, 제 17(a)항.

⁵⁶ 기금운용본부는 본건 합병 당시 9 개의 부서로 나뉘어져 있었다. 반박서면, 그림 3; 기금운용본부 운영규정, 2014 년 12 월 29 일, 제 5 조(**R-77**) 참조.

관리하는 운용전략실 산하 책임투자팀; (iii) 국내주식에 대한 투자 및 거래를 위한 포트폴리오를 작성하고 포트폴리오 현황을 분석하는 주식운용실 산하 리서치팀이다.⁵⁷

160. 국민연금 기금운용규정(이하 “기금운용규정”)은 기금의 관리 및 운용에 적용되는 윤리규정을 명시하고 있다. 기금운용규정에 따르면, 임직원은 특히 기금의 선량한 관리자로서 주의의무에 따라 행동하여야 하며, 항상 청렴하고 공정하게 업무를 처리하여야 한다.⁵⁸

161. 기금운용규정 시행규칙은 기금운용본부 임직원들이 특히 “기금운용의 투명성 및 투자의 효율성을 확보하여 국민으로부터 신뢰를 받도록”, “기금의 관리, 운용 원칙에 따라” 기금을 관리, 운용하여야 한다고 기술한다.⁵⁹

(b) 투자위원회

162. 국민연금 투자위원회(이하 “투자위원회”)는 기금의 위험관리 및 운용과 관련된 주요 사항이나 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항을 심의 및 의결하기 위하여 기금운용본부에 산하에 설립되었다.⁶⁰ 국민연금 본부장이 의장을 맡으며, 기타 11 명의 위원으로 구성된다.⁶¹ 이러한 11 명의 위원들 중 8 명은 기금운용본부 내부 팀장으로서 당연직 상근 위원에 해당한다.⁶² 본부장은 투자위원회 회의에 부의될 안건에 따라 요구되는 전문성에 따라, 기금운용본부 팀장들 중에서 나머지 3 명의 위원들을 선임한다.⁶³ 따라서 나머지 3 명의 위원들은 각 투자위원회 회의마다 달리 정해질 수 있다.⁶⁴ 투자위원회

⁵⁷ 반박서면, 제 40-41 항; 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015년 5월 22일, 부속서 1, 26-27면(R-80).

⁵⁸ 이중기 제1차 보고서, 제 102 항(CER-1); 국민연금기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제4조 제1항(C-177).

⁵⁹ 국민연금 기금운용규정 시행규칙, 2011년 12월 28일, 제 4 조 제 1-2 항(C-109).

⁶⁰ 반박서면, 제 43 항; 국민연금기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제 5 조 제 2 항, 제 7 조 제 2 항, 제 42 조 제 3 항, 제 49 조 제 1 항, 제 69 조, 제 75 조 제 1 항(C-177).

⁶¹ 반박서면, 제 44 항; 국민연금기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제 7 조 제 1 항(C-177).

⁶² 반박서면, 제 44 항; 국민연금기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제 7 조 제 1 항(C-177). 기금운용본부 내에는 8 개 부서가 존재한다. 반박서면, 그림 3 및 각주 38-39 참조.

⁶³ 반박서면, 제 44 항; 국민연금기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제 7 조 제 1 항(C-177); 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011년 12월 28일, 제 16 조 제 1 항(C-109). 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 16면(C-69) 참조.

⁶⁴ 반박서면, 제 44 항.

위원들 전원은 각 팀의 책임자로서 11년 이상의 실무 투자 경험이나 이에 준하는 자격을 갖출 것이 요구된다.⁶⁵

6. 전문위원회

163. 의결권 행사 전문위원회(이하 “**전문위원회**”)는 국민연금이 전문위원회에 부의한 사안에 대하여 국민연금의 주주 의결권 행사의 방향을 심의하고 결정하기 위하여, 보건복지부가 2006년에 기금운용위원회 산하로 설치하였다.⁶⁶

164. 전문위원회 위원 9명은 사용자 단체, 근로자 단체, 지역 사회연금 가입자, 정부, 연구기관, 학계 등 다양한 이익단체의 추천을 받아 보건복지부장관이 2년 임기로 임명한다.⁶⁷

B. 청구인의 삼성물산과 제일모직 주식 보유 및 지분

I. 삼성물산

165. 엘리엇은 2002년에 한국에서 투자를 시작했다고 한다.⁶⁸ 엘리엇은 2003년에 삼성물산에 최초로 투자하였으며, 2010년부터 2014년까지 여러 차례에 걸쳐서 계속 삼성물산에 투자하였다.⁶⁹

166. 엘리엇 애널리스트들은 삼성물산 주식이 NAV 대비 34.3%의 할인으로부터 25.8%의 프리미엄의 범위 내에서, NAV 대비 2007년 7월부터 2014년 11월까지 7년간 평균 16%의 할인율로 거래되었다고 평가하였다.⁷⁰ 2014년 11월, 삼성물산의 할인율은 30% 이상으로 급격하게 벌어졌으며, 엘리엇 애널리스트들은 이를 “별다른 이유 없이”, “전적으로

⁶⁵ 반박서면, 제 45 항; 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015년 5월 22일, 24면, 표 1-2(R-80); 기금운용본부 운영규정, 2014년 12월 29일, 20-21면, 표 7-8(R-77). 피청구국에 따르면, 백오피스 직책인 투자/운용지원팀 팀장은 유일한 예외사항에 해당한다. 반박서면, 각주 42 참조.

⁶⁶ 수정 청구서면, 제 61 항; 반박서면, 제 52 항; 2019년 9월 24일자 조영길 증인진술서(이하 “조영길 제 1차 진술서”), 제 6 항, 제 8 항(RWS-1); 보건복지부 보도자료, “국민연금, ‘주식 의결권행사 전문위원회’ 공식 출범”, 2006년 3월 10일, 1-2면(R-45).

⁶⁷ 수정 청구서면, 제 61 항; 반박서면, 제 52 항; 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015년 6월 9일, 제 3조 제 2항(R-98); “‘2100만 대표’국민연금 의결권위, 구성은 어떻게”, 중앙일보, 2015년 6월 25일(R-110); 조영길 제 1차 진술서, 제 5항(RWS-1).

⁶⁸ 수정 청구서면, 제 17 항; Smith 제 1차 진술서, 제 11항(CWS-1).

⁶⁹ 수정 청구서면, 제 18 항; Smith 제 1차 진술서, 제 12항(CWS-1).

⁷⁰ Smith 제 2차 진술서, 제 17항(CWS-5).

부당”하다고 보았다.⁷¹ 이에 따라 2014 년 11 월 27 일 EALP 와 엘리엇 인터내셔널 엘.피.(이하 “EILP”, EALP 와 총칭하여 “엘리엇 펀드”)는 삼성물산이 “저위험/고수익의 투자 기회”를 제공한다고 보고 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 총 수익 스왑을 매수하기 시작하였다.⁷²

167. 당시 삼성물산에 대한 EALP의 지분은 총 수익 스왑의 형태로 보유하고 있었다.⁷³ 청구인에 따르면, EALP 는 (주주와 달리) 스왑 보유자에 해당하여 회사 지배구조에 참여할 수 없었는데, 이는 “펀드투자자들을 대신하여 수익을 창출하는데 집중하고 있었고”, “주주들에 제안되는 안건과 관련하여 의결권을 행사할 계획이 없었기 때문에”, “중요하지 않다고 생각하였다”.⁷⁴

168. 엘리엇의 최초 거래 계획에 따르면, 엘리엇 펀드는 NAV 대비 최대 40%의 할인율까지 지속적으로 삼성물산에 대한 투자를 지속하여, 합계 2억 달러의 투자로 이어지게 되었다.⁷⁵ 이에 엘리엇 펀드는 2014 년 12 월과 2015 년 1 월에 삼성물산 주식의 NAV 대비 할인율이 꾸준히 증가하면서 삼성물산 지분을 늘려 나갔다. 2015 년 1 월 29 일, 그들은 삼성물산 주식 약 235 만주를 기초자산으로 하는 스왑을 보유하고 있었는데, 이는 삼성물산 주식의 1.5% 지분에 해당하였다.⁷⁶

⁷¹ 답변서면, 제 25(a)항, 제 29 항; Smith 제 2 차 진술서, 제 17 항, 제 25 항(CWS-5). 한국 회사의 주가에 할인을 초래할 수 있는 요소 중 하나로 회사의 주주 구성이 관련이 있는데, 회사를 지배하는 재벌, 즉 대주주가 소액주주의 이해를 언제나 최우선적으로 고려하지는 않을 것이라고 소액주주가 “우려”하는 상황이 있는 반면, 청구인은 삼성물산을 분석한 결과 이러한 우려가 발생하지 않았다고 설명한다. 삼성 일가는 삼성물산에 대한 소수 지분만을 가지고 있었으며, 삼성물산의 최대주주는 국민연금이었다. Smith 제 1 차 진술서 제 15 항(CWS-1) 참조.

⁷² 수정 청구서면, 제 21 항; 답변서면, 제 30 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 16 항(CWS-1). 심리 속기록, 3 일차, 106:19 – 107:2 면 참조.

⁷³ 수정 청구서면, 제 22 항.

⁷⁴ 답변서면, 제 31 항, Smith 제 1 차 진술서, 제 19 항(CWS-1) 인용.

⁷⁵ 답변서면, 제 33 항; Smith 제 2 차 진술서, 제 21 항(CWS-5).

⁷⁶ Smith 제 2 차 진술서, 제 26 항, 부속서 A(CWS-5); 삼성물산에 대한 엘리엇의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2014 년 11 월 ~ 2015 년 6 월 4 일), 52-53 열(C-383).

169. 2015년 1월 29일 이후, EALP는 기존 스왑과 별도로 주식을 직접 매수함으로써 삼성물산 지분을 증가시켰다.⁷⁷ EALP는 2015년 2월 말까지 삼성물산 주식의 약 1.4%를 차지하는 223 만주를 보유하고 있다.⁷⁸
170. 2015년 3월 2일, EALP는 스왑 포지션을 종료하고 삼성물산 주식을 직접 매수하여 삼성물산 주식의 약 3%를 소유하였다.⁷⁹ 삼성물산의 할인율이 40%를 넘어설 수 있고 여전히 일시적일 가능성이 높다는 점을 고려하여, EALP는 2015년 3월에 삼성물산에 대한 투자를 최대 52.5% 할인율(최대 3억 5천만 달러)까지 할 수 있도록 거래 계획을 수정하였다.⁸⁰
171. 2015년 3월 3일 이후, EALP는 삼성물산 주식을 계속 직접 매수하였고, 그 결과 2015년 4월 20일까지 삼성물산 발행주식의 약 4.7%를 소유하였다.⁸¹
172. 2015년 4월 20일 이후, EALP는 스왑과 주식을 혼합하여 삼성물산에 대한 지분을 늘렸고, 삼성물산과 제일모직의 이사회가 본건 합병안을 승인하였다고 발표하기 전날인 2015년 5월 25일에는⁸² 청구인은 삼성물산 주식 3.1%를 소유하였다.⁸³ 엘리엇 펀드는 삼성물산 주식 3.86%을 기초자산으로 하는 스왑 등 삼성물산 주식 총 6.96%를 보유하고 있다.⁸⁴

⁷⁷ Smith 제 2 차 진술서, 부속서 A(CWS-5); 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015년 1월 27일 ~ 6월 4일), 2 열(C-384).

⁷⁸ Smith 제 2 차 진술서, 제 36 항(CWS-5); 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015년 1월 27일 ~ 6월 4일), 21-25 열(C-384); 삼성물산에 대한 EALP 의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2014년 11월 ~ 2015년 6월 4일), 54-61 열(C-383).

⁷⁹ Smith 제 2 차 진술서, 제 36 항, 부속서 A(CWS-5); 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015년 1월 27일 ~ 6월 4일), 21-25 열(C-384); 삼성물산에 대한 EALP 의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2014년 11월 ~ 2015년 6월 4일), 54-61 열(C-383).

⁸⁰ Smith 제 2 차 진술서, 제 21 항(CWS-5), 엘리엇, 삼성물산 거래 계획 지침, 2015년 3월 5일(C-374) 인용.

⁸¹ 답변서면, 제 198(e)항. Smith 제 2 차 진술서, 부속서 A; 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015년 1월 27일 ~ 6월 4일), 59 열(C-384) 참조.

⁸² 아래 제 III.C.3 절 참조.

⁸³ Smith 제 2 차 진술서, 제 63 항, 부속서 A(CWS-5); 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015년 1월 27일 ~ 6월 4일), 59 열(C-384).

⁸⁴ 답변서면, 제 198(f)항. Smith 제 2 차 진술서, 제 63 항, 부속서 A(CWS-5); 삼성물산에 대한 EALP 의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2014년 11월 ~ 2015년 6월 4일)(C-383) 참조.

173. 2015 년 6 월 4 일까지, 모든 스왑 포지션은 “직접적인 주식 보유로 전환”되어, EALP 는 추가적인 삼성물산 주식을 직접 매수하여⁸⁵ EALP 의 지분이 삼성물산 주식 11,125,927 주 내지 7.12% 에 이르게 되었다.⁸⁶ EALP 는 2015 년 7 월 17 일 본건 합병 표결일에 위 주식을 보유하였다.⁸⁷
174. EALP 는 본건 합병 후 수 개월에 삼성물산 주식을 매도하였다.⁸⁸ 2015 년 8 월 4 일, 청구인은 청구인의 매수청구권을 보유한 주식 7,732,779 주를 삼성물산이 매수하라는 서면 요청서를 발행하였다.⁸⁹ 2015 년 8 월 20 일, 삼성물산은 모든 반대주주에게 주당 57,234 원에 주식매수청구권 대상 주식을 취득할 것을 통지하였다.⁹⁰
175. 2016 년 3 월, 삼성물산과의 합의서에 따라⁹¹ EALP 는 삼성물산에 대한 주식매수청구권에 따라 7,732,779 주를 매도하였다.⁹²
176. 본건 합병 발표 이후 매수하였기 때문에 주식매수청구권을 가지지 않는 나머지 3,393,148 주는 본건 합병 이후 설립된 신설 삼성물산 주식회사(이하 “신설 삼성물산”)의

⁸⁵ 답변서면, 제 198(g)항; Smith 제 1 차 진술서, 제 39(iii)항(CWS-1); Smith 제 2 차 진술서, 제 65 항, 부속서 A(CWS-5). 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015 년 1 월 27 일 ~ 6 월 4 일)(C-384); 삼성물산에 대한 엘리엇의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2014 년 11 월 ~ 2015 년 6 월 4 일)(C-383) 참조.

⁸⁶ BAML, 2015 년 7 월 17 일자 엘리엇 어소시엣 엘피 주식 및 현금 포지션(C-243); DART 공시자료 “주식 등의 대량보유상황 보고서”, 2015 년 6 월 4 일(R-3).

⁸⁷ Smith 제 2 차 진술서, 제 6(ii)항(CWS-5).

⁸⁸ 답변서면, 제 198(g)항.

⁸⁹ 반박서면, 제 141 항. 주주가 합병에 관하여 이사회 결의에 반대하는 경우, 한국법상 주주는 회사에게 서면으로 자신의 주식을 매수하도록 요구할 수 있다. 이러한 서면 요구는 임시주주총회가 합병을 승인한 날로부터 20 일 이내, 즉 2015 년 7 월 17 일부터 20 일 이내에 발행되어야 한다. 2019 년 4 월 4 일자 이상훈 교수 전문가 보고서(이하 “이상훈 보고서”), 제 67-69 항(CER-2); 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2018 년 5 월 1 일, 제 165 조의 5 제 3 항(R-24) 참조.

⁹⁰ 삼성물산이 엘리엇 어소시엣 엘.피.에 발송한 서한, 2015 년 8 월 20 일(C-250).

⁹¹ 서울중앙지방법원 2015 비합 91(병합), 2016 년 1 월 27 일(C-259). 주식매수청구권에 관한 가격 산정 절차는 아래 제 III.D 절에서 논의한다.

⁹² 수정 청구서면, 제 259 항. 합의서의 세부 내용은 아래 제 III.D 절에서 논의된다.

주식 1,187,902 주로 전환되었다.⁹³ EALP 는 위 주식 전부를 2015 년 9 월 25 일까지 여러 차례의 거래에 걸쳐서 1,797 억 원에 매도하였다.⁹⁴

2. 제일모직

177. 엘리엇 펀드는 2015 년 5 월 초부터 제일모직의 주가가 자신들이 보기에 “시장에 의해 대폭 고평가”되면서 스왑 형태로 제일모직의 숏 포지션을 취하였다.⁹⁵ 2015 년 5 월 26 일 본건 합병 발표 이후, 엘리엇 펀드는 (i) 본건 합병의 실패 이후 제일모직 숏 스왑의 수익 창출이 예상되고; (ii) 본건 합병이 승인되더라도 “본건 합병이 완료되면 고평가된 신규 삼성물산 주식의 합병 비율에 따라 예상되는 삼성물산 주식 가격의 하락을 일부 상쇄”할 수 있기 때문에, 스왑 형태로 제일모직의 숏 포지션을 증가시켰다.⁹⁶

178. 엘리엇 펀드는 2015 년 7 월 20 일부터 두 상품 간의 가격 불일치에 따른 소액의 차익을 얻기 위해 삼성물산과 제일모직에 투자하는 차익거래를 하였다.⁹⁷ 본건 합병이 2015 년 9 월 14 일 발효된 이후, 엘리엇 펀드의 신설 삼성물산 및 제일모직 스왑 거래는 기존 숏 포지션에 “완전히 집중”되었다.⁹⁸ 엘리엇 펀드는 2015 년 9 월 25 일까지 소량의 잔여 숏 스왑 포지션을 유지하였고, 2016 년 1 월 21 일에 전부 매각하였다.⁹⁹

C. 본건 합병

1. 본건 합병안에 관한 소문

179. 2014 년 5 월 10 일 삼성그룹 회장 이진희에게 심근경색이 발생하자, 투자자 커뮤니티 내에서 삼성그룹의 리더십과 지배권 승계에 관한 의문이 제기되었다.¹⁰⁰ 삼성그룹의

⁹³ 수정 청구서면, 제 260 항.

⁹⁴ Smith 제 2 차 진술서, 제 66(ii)항(CWS-5).

⁹⁵ 2021 년 11 월 21 일자 James Smith 제 4 차 증인진술서(이하 “Smith 제 4 차 진술서”), 9-10 항(CWS-7). “숏” 포지션은 증권 가격의 움직임과 반대 방향으로 수익 또는 손실(즉, 각각의 경우 하향 또는 상향)을 발생시킨다. 엘리엇은 숏 포지션을 취함으로써, 가격 하락이 예상되는 고평가된 증권에서 이익을 얻고자 하였다. Smith 제 4 차 진술서, 제 4-8 항(CWS-7) 참조.

⁹⁶ Smith 제 4 차 진술서, 제 11-13 항(CWS-7).

⁹⁷ Smith 제 4 차 진술서, 제 14 항(CWS-7).

⁹⁸ Smith 제 4 차 진술서, 제 15 항(CWS-7).

⁹⁹ Smith 제 4 차 진술서, 제 15 항(CWS-7).

¹⁰⁰ 수정 청구서면, 제 23 항; 반박서면, 제 69 항.

소유권과 지배권이 상속을 통해 삼성 일가에게 넘어갈 경우 이견회의 아들이자 후계자인 이재용과 그의 두 자매는 수십억 달러의 상속세에 직면할 것으로 알려졌다.¹⁰¹

180. 삼성그룹의 승계계획은 삼성그룹이 삼성그룹의 일부 구조조정과 일부 삼성그룹 회사들의 전략적 합병을 통해 이재용에게 소유권과 지배권을 통합 및 이전하려는 의도가 있었다는 의심과 함께 언론의 증대한 관심사가 되었다.¹⁰² 이와 같은 구조조정 계획은 상속인들의 상속세 납세 의무를 최소화하면서 삼성 일가 내에서 소유권과 지배권을 유지하는 가장 경제적인 방법으로 인식되었다.¹⁰³
181. 2014 년 9 월 삼성엔지니어링과 삼성중공업의 합병 시도가 실패하자,¹⁰⁴ 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성 등 삼성그룹 내 다른 합병이 추진될 가능성이 상정되었다.¹⁰⁵ 언론은 삼성지주회사 설립의 일환으로 삼성물산과 제일모직이 합병할 것이며, 다른 삼성 계열사들은 지주회사 산하의 제조회사들과 금융회사들로 나뉠 것이라고 예측하였다.¹⁰⁶ 삼성물산과 제일모직이 각각 건설사업을 영위하고 있었으므로, 양사의 합병은 삼성그룹이 건설사업을 하나의 회사로 통합할 것으로 간주되었다.¹⁰⁷

¹⁰¹ 수정 청구서면, 제 23 항; “삼성 후계자들로서는 쓴웃음을 지으며 60 억 달러의 세금을 감내하는 수밖에 없어”, 로이터, 2014 년 6 월 5 일(C-130).

¹⁰² “포스트 이견회 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭) 아래 헤쳐 모여”, MK 뉴스, 2014 년 5 월 19 일(C-5); “삼성 경영권 승계작업 어디까지”, 연합뉴스, 2014 년 5 월 15 일(C-4); “삼성전자 이견회, 심장마비”, 월스트리트저널, 2014 년 5 월 11 일(C-3).

¹⁰³ 수정 청구서면, 제 23 항.

¹⁰⁴ 수정 청구서면, 제 24 항; “삼성중공업, 삼성엔지니어링 합병 무산되다”, 코리아타임즈, 2014 년 11 월 19 일(C-8).

¹⁰⁵ 수정 청구서면, 제 25 항; “포스트 이견회 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭) 아래 헤쳐 모여”, MK 뉴스, 2014 년 5 월 19 일, 4-5 면(C-5); “이재용 승계 시나리오, 제일모직과 삼성물산 합병”, 비즈니스포스트, 2015 년 1 월 6 일(C-9); “제일모직-삼성물산 합병하나?”, 증권일보, 2015 년 1 월 6 일(C-10). 반박서면, 제 71 항 참조.

¹⁰⁶ 반박서면, 72 항; “삼성물산 어디로: 이재용의 ‘건설’”, 비즈위치, 2014 년 9 월 5 일(C-7). “삼성중공업, 25 억 달러에 삼성엔지니어링을 흡수하다”, 2014 년 9 월 1 일(C-6); “내달 제일모직 상장 ... 삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, 매일경제, 2014 년 11 월 25 일(R-73); “삼성車-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 개편될까”, 조선비즈, 2014 년 10 월 22 일(R-69) 참조.

¹⁰⁷ 반박서면, 제 72 항; “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?” 머니 S, 2014 년 9 월 16 일(R-68); “삼성車-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 개편될까”, 조선비즈, 2014 년 10 월 22 일(R-69).

182. 2014년 11월 제일모직이 내달 상장할 것이라는 발표는 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 있을 것이라는 예측에 힘을 실었다.¹⁰⁸ 이러한 인식은 특히 제일모직이 “현재 삼성 일가 지분으로 소유권이 집중되어 삼성그룹 지배구조의 꼭대기에 있다”고 보았음을 토대로 하였다.¹⁰⁹ 2015년 초 제일모직은 삼성생명 지분을 19% 넘게 소유함으로써, “삼성그룹의 최우량회사”인 삼성전자의 7.2%를 지배하였다.¹¹⁰ 삼성물산도 삼성전자 지분 4%을 근거로 하여 핵심 지주회사로 여겨졌다.¹¹¹ 따라서 합병이 이루어질 경우 합병회사가 양사의 자산을 모두 소유하게 됨에 따라, 삼성 일가가 삼성전자에 대한 자신의 지분을 늘리고 삼성그룹에 대한 경영권을 강화할 수 있을 것으로 예상되었다.¹¹²
183. 2015년 초, 삼성물산 주식은 NAV 보다 상당히 낮은 가격으로 거래되었다.¹¹³ 한 애널리스트는 삼성물산의 낮은 주가에 대하여 삼성물산과 제일모직의 “최종 합병”에 관한 투자자들의 우려가 일부 원인이라고 지적하였다.¹¹⁴

2. 본건 합병 소문에 대한 청구인의 대응

184. Mr. Smith 에 따르면, 엘리엇 애널리스트들은 삼성물산 주식이 상당히 저평가되어 있는 반면, 제일모직 주식은 상당히 고평가되어 있기 때문에 삼성물산의 주주들이 삼성물산과 제일모직의 합병을 승인할 가능성이 낮다고 평가하였다.¹¹⁵ 다만, 이와 동시에 엘리엇은 “삼성물산의 순자산가치에 비해 주식 거래가격에서 할인폭이 확대되고 있는 상황”과

¹⁰⁸ 반박서면, 제 72 항; “내달 제일모직 상장 ... 삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, 매일경제, 2014년 11월 25일(R-73); “연일 놀라게 하는 삼성 ... 전문가들이 꼽은 다음 시나리오는”, 조선비즈, 2014년 11월 26일(R-74).

¹⁰⁹ 맥쿼리 보고서에서 발췌, “제일모직”, 2015년 1월 29일, 6면(C-146).

¹¹⁰ 수정 청구서면, 제 26 항; 맥쿼리 보고서에서 발췌, “제일모직”, 2015년 1월 29일, 5면(C-146).

¹¹¹ 수정 청구서면, 제 26 항; 노무라, “삼성물산”, 2015년 1월 26일, 5면(C-144); “이재용 승계 시나리오, 제일모직과 삼성물산 합병”, 비즈니스포스트, 2015년 1월 6일(C-9).

¹¹² 노무라, “삼성물산”, 2015년 1월 26일, 5면(C-144); “이재용 승계 시나리오, 제일모직과 삼성물산 합병”, 비즈니스포스트, 2015년 1월 6일(C-9).

¹¹³ 노무라, “삼성물산”, 2015년 1월 26일, 1면(C-144).

¹¹⁴ 노무라, “삼성물산”, 2015년 1월 26일, 1면(C-144).

¹¹⁵ Smith 제 1차 진술서, 제 22 항(CWS-1); Smith 제 2차 진술서, 제 31-32 항(CWS-5).

삼성물산이 삼성그룹 구조조정에 관여될 수 있는 가능성을 인식하여, 삼성물산 투자를 보호하기 위한 “예방조치”를 시작하였다.¹¹⁶

185. 첫째로, 청구인은 2015년 3월 초에 모든 스왑 포지션을 종료하고 총 보유 주식을 약 470만 주로 늘려서, 향후 소집될 수 있는 임시주주총회에서 “상호 이익”이 되는 지배구조개편안을 제시할 수 있는 위치에 서고자 하였다.¹¹⁷

186. 엘리엇은 삼성물산의 NAV 대비 할인율이 지속적으로 악화되어 50%에 도달하자, 엘리엇은 거래 계획 지침을 다양한 수준의 NAV 대비 할인율(최대 47.5%)에 따라 3억 5천만 달러를 삼성물산에 투자할 수 있도록 수정하였다.¹¹⁸ 이러한 투자로 EALP는 삼성물산에게 불리한 합병안을 저지하기에 충분한 의결권을 가지게 될 것으로 예상되었다.¹¹⁹

187. 둘째로, 삼성물산의 최대 단일주주로서 합병안에 대한 주주결의 결과에 영향을 줄 수 있는 지위에 있는 국민연금을 인식한 청구인은 인베스터 릴레이션스 카운슬러스(이하 “IRC”)와 스펙트럼 아시아 등 제 3자 자문기관에 의결권 행사 규정 등 국민연금에 관한 보고서 작성을 의뢰하였다.¹²⁰ 청구인에 따르면, 보고서는 국민연금이 수익성과 독립성 원칙에 따라 기금을 운용해야 할 의무를 가지고 있기 때문에 삼성물산 주주들에게 불리한 조건의 합병에 반대할 것으로 예상할 수 있음을 확인하였다.¹²¹

¹¹⁶ 수정 청구서면, 제 30 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 23 항(CWS-1).

¹¹⁷ 답변서면, 제 25(c)항, 제 37-38 항.

¹¹⁸ 답변서면, 제 39 항.

¹¹⁹ 수정 청구서면, 제 31 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 23(i)항(CWS-1).

¹²⁰ 수정 청구서면, 제 32 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 23(ii)항(CWS-1); IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015년 4월 20일(C-166); 스펙트럼 아시아가 엘리엇 매니지먼트에 제출한 삼성물산-제일모직 합병 관련 보고서, 2015년 3월 19일(R-255).

¹²¹ Smith 제 1 차 진술서, 제 23(iii)항, 제 25-27 항, 제 34-35 항(CWS-1); Smith 제 2 차 진술서, 제 31(iii)항, 제 38 항(CWS-5), IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015년 4월 20일, 2면, 13-14면, 20면(C-166); 스펙트럼 아시아가 엘리엇 매니지먼트에 제출한 삼성물산-제일모직 합병 관련 보고서, 2015년 3월 19일, 24-25면(R-255) 인용. 심리 속기록, 2일차, 211:5-19면, 213:17-214:7면; 3일차, 89:2-92:18면 참조.

188. 2015년 3월 18일, Mr. Smith는 본건 합병에 관한 소문을 논의하기 위해 주요 국민연금 직원들과 회의를 개최하였다.¹²² Mr. Smith와 ██████는 엘리엇과 그 계열사를 대표하여, (주식운용실) 주식위탁운용팀장 ██████, (주식운용실) 리서치 팀장 ██████와 모건스탠리 한국 상무 ██████와의 회의에 참석하였다.¹²³ 회의에서 발생한 사항(특히, 두 회사의 당시 주가를 토대로 한 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 불리할 것이라는 견해를 국민연금 대표들이 표명하였는지 여부)에 대하여 당사자들 사이에는 이견이 존재한다.¹²⁴
189. 셋째로, 엘리엇은 합병 가능성에 대한 우려를 표명하기 위해 삼성물산 이사회와 접촉하고자 하였다.¹²⁵ Mr. Smith는 “[삼성물산]의 주주가 된 엘리엇과 그 계열사들을 대리하여” 2015년 2월 4일과 2월 16일 삼성물산 이사회에 대하여 삼성물산의 NAV 대비 “매우 현저한 할인”, 삼성물산의 “전략적 방향” 및 제일모직과의 합병에 관한 소문에 대한 우려 사항을 논의하기 위해 이사회 회의를 요청하는 서신을 보냈다.¹²⁶
190. 2015년 2월 16일, 삼성물산 부사장 겸 금융팀장 ██████은 Mr. Smith의 2015년 2월 4일자 서한에 대하여 “[Mr. Smith]가 언급하신 것과 같은 경영상의 문제가 발생할 경우, 당사는 그러한 사안을 관련 법률 및 법적 절차에 따라 대응할 것이고, 공시 관련 규정상 요구되는 바와 같이 관련 정보를 모든 시장 관계자에 제공할 것입니다”라고 답변하였다.¹²⁷
191. Mr. Smith는 2015년 2월 27일 삼성물산 이사회에 다시 서신을 보내면서, 이사회가 “회사와 [제일모직] 간의 합병은 이루어지고 있지 않으며, (회사 가치평가의 중대한 정상화가 없이는) 이사회가 예정하고 있지 않다는 최종 확인”을 할 것을 재요청하였다.¹²⁸

¹²² Smith 제 1차 진술서, 제 28항(CWS-1).

¹²³ 답변서면, 제 40항; Smith 제 1차 진술서, 제 28항(CWS-1).

¹²⁴ Smith 제 1차 진술서, 제 28항(CWS-1); Smith 제 2차 진술서, 제 43항(CWS-5); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 6월 3일, 3면(C-187); 모건스탠리 한국 담당 이사 ██████가 서명한 사실관계 확인서, 날짜미상(R-210); 반박서면, 각주 106.

¹²⁵ 수정 청구서면, 제 34항.

¹²⁶ 수정 청구서면, 제 34항; 답변서면, 제 36항; Smith 제 1차 진술서, 제 23(i)항(CWS-1); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015년 2월 4일(C-11).

¹²⁷ 삼성물산이 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드에게 발송한 서한, 2015년 2월 16일(C-681).

¹²⁸ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015년 2월 27일(C-187).

192. 2015 년 3 월 13 일, 삼성물산 ██████는 Mr. Smith 를 2015 년 4 월 9 일 서울에서 열리는 회의에 초청하였다.¹²⁹ 2015 년 3 월 16 일, Mr. Smith 는 합병 가능성에 관하여 삼성물산으로부터 어떠한 확인도 받지 못한 것에 대한 실망감을 표시하였으며, “이 문제는 향후 회의에서 논의될 것”이라고 언급하였다.¹³⁰
193. 2015 년 4 월 9 일, Mr. Smith 와 ██████는 삼성물산 경영진과 만났다.¹³¹ 청구인은 당시 회동에서 삼성물산의 최고재무책임자 ██████가 삼성물산이 “제일모직과의 합병은 검토된 바 없고 현재 검토되고 있지 않다”고 확인시켜 주었다고 주장한다.¹³² 2015 년 4 월 16 일 Mr. Smith 는 삼성물산에게 “4월 회의에서 회사와 [제일모직]이 합병할 의사가 없다는 경영진의 확인”에 대한 감사의 뜻을 전달하였다.¹³³
194. 그 후 청구인은 삼성물산에 대한 직접 지분율을 3%를 약간 넘는 수준(임시주주총회를 소집하고 안건을 상정할 수 있는 권리를 유지하는 수준)까지 줄였으며, 삼성물산 주식에 상응하는 스왑 포지션의 형태로 투자를 계속 보유하고 있었다.¹³⁴

3. 본건 합병 표결의 발표

195. Mr. Smith 에 따르면, 합병 가능성이 낮다고 생각한 청구인은 삼성 일가에게 제공하기 위한 삼성물산 구조조정안을 작성하였다.¹³⁵ 청구인은 삼성 일가를 개인적으로 알고 있는 것으로 이해하고 있는 골드만삭스 투자은행 고위 임원을 통해 자신의 제안을

¹²⁹ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015 년 3 월 16 일(C-187).

¹³⁰ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015 년 3 월 16 일(C-187).

¹³¹ 수정 청구서면, 제 35 항.

¹³² 답변서면, 제 48 항, Smith 제 1 차 진술서, 제 31 항(CWS-1) 인용. Smith 제 2 차 진술서, 제 47-49 항(CWS-5) 참조.

¹³³ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015 년 4 월 16 일(C-187).

¹³⁴ 답변서면, 제 49 항; Smith 제 2 차 진술서, 부속서 A(CWS-5).

¹³⁵ 엘리엇의 안은 4 단계로 되어 있었다: (i) 삼성전자와 삼성 SDS 의 합병; (ii) 새 삼성전자를 지주회사와 사업회사로 분할; (iii) 지주회사, 제일모직 및 삼성물산간 3 자 합병; 및 (iv) 앞 단계로 생성된 신규 지주회사를 삼성 일반지주회사와 삼성 금융지주회사로 분리. 답변서면, 제 54 항; Smith 제 2 차 진술서, 제 52-63 항(CWS-5) 참조.

전달하였다고 진술한다.¹³⁶ 청구인의 제안을 삼성 일가가 수령하였는지 여부는 명확하지 않다.¹³⁷

196. 그러나 2015년 5월 26일, 엘리엇이 업무에 착수하자마자 삼성물산과 제일모직 이사회는 본건 합병안을 승인하였다고 발표하였다.¹³⁸ 본건 합병의 조건은 다음과 같았다:

- (a) 제일모직은 삼성물산을 인수하고, 사명은 신설 삼성물산으로 변경한다;¹³⁹
- (b) 합병비율은 삼성물산 0.3500885 주당 제일모직 1 주로 산출한다(이하 “**본건 합병 비율**”);¹⁴⁰
- (c) 본건 합병안에 대한 의결권을 행사할 수 있는 주주명부는 2015년 6월 12일에 폐쇄한다;¹⁴¹
- (d) 본건 합병에 대한 주주들의 표결은 2015년 7월 17일 각 회사의 임시주주총회에서 이루어진다;¹⁴²
- (e) 반대주주는 주주의 의결권 행사 후 2주 내에 주식매수청구권을 행사할 수 있다;¹⁴³ 및
- (f) 본건 합병은 2015년 9월 1일에 종결된다.¹⁴⁴

¹³⁶ Smith 제 2 차 진술서, 제 57-62 항(CWS-5); 심리 속기록, 3 일차, 35:13-17 면.

¹³⁷ 심리 속기록, 2 일차, 37:2-5 면 참조.

¹³⁸ Smith 제 2 차 진술서, 제 57 항(CWS-5).

¹³⁹ 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 1 면(C-16).

¹⁴⁰ 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 1 면(C-16).

¹⁴¹ 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 7 면(C-16).

¹⁴² 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 4 면(C-16).

¹⁴³ 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 5-7 면(C-16).

¹⁴⁴ 삼성물산 DART 공시자료 “회사 합병 결정”, 2015년 5월 26일, 4 면(C-16).

197. 삼성물산의 보도자료에 따르면, 본건 합병의 목적은 “두 회사가 패션, 식품, 건설, 레저 및 생명 공학 산업의 세계적인 선도기업으로 성장할 수 있는 기반을 마련”하기 위한 것이었다.¹⁴⁵
198. 한국 자본시장법에 따라, 본건 합병비율은 본건 합병 발표 이전 1 개월 간 각 회사의 평균주가를 기준으로 산정되었다.¹⁴⁶ 법정 산식을 적용하면 삼성물산 주식의 주당 평균 가격은 55,767 원, 제일모직 주식의 평균 주당 가격은 159,294 원이므로, 1:0.35 라는 본건 합병비율이 산출되었다.¹⁴⁷
199. 청구인은 본건 합병의 예상치 못한 발표가 “충격”적이었다고 주장하지만,¹⁴⁸ 피청구국은 자신의 손해산정 전문가 Dow 교수가 수행한 언론 보도 검토를 인용하면서, 공식 발표 당시에 시장은 이미 수개월 동안 거래가 제안될 것으로 널리 예상되었다고 주장한다.¹⁴⁹ 따라서, 피청구국의 견해에 따르면 발표는 단지 형식에 불과하고 청구인이 “이미 예정된 것으로 알고 있었던” 것이었다.¹⁵⁰
200. 본건 합병 발표 직후, 삼성물산과 제일모직의 주가는 모두 상승하였고, 직전 거래일로부터 제일모직 주가는 14.98%, 삼성물산 주가는 14.83% 상승하였다.¹⁵¹

4. 본건 합병에 대한 청구인의 반대

201. 시장에서는 1:0.35 라는 본건 합병비율에 대하여 상충된 견해가 표출되었다.¹⁵² 최소 21 명의 한국 증권 애널리스트들이 본건 합병을 긍정적으로 보았고, 일부는 본건 합병이

¹⁴⁵ 삼성물산 주식회사, 보도자료, “제일모직과 삼성물산의 합병”, 2015 년 5 월 26 일(C-17).

¹⁴⁶ 수정 청구서면, 제 40 항, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015 년 7 월 8 일, 제 176 조의 5 제 1 항(C-222) 인용.

¹⁴⁷ 수정 청구서면, 제 40 항; 반박서면, 제 76-77 항.

¹⁴⁸ 답변서면, 제 58 항.

¹⁴⁹ 반박서면, 제 75 항, 2019 년 9 월 27 일자 James Dow 전문가 보고서(이하 “Dow 제 1 차 보고서”), 제 53-54 항(RER-1) 인용.

¹⁵⁰ 반박서면, 제 3 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 53 항(RER-1).

¹⁵¹ Dow 제 1 차 보고서, 제 23-24 항(RER-1); “주가 10% 오른 삼성물산 더 요동칠듯”, 매일경제, 2015 년 6 월 4 일(R-88). Dow 제 1 차 보고서, 9 면, 그림 2(RER-1) 참조.

¹⁵² 반박서면, 제 82 항.

매출 및 주가 상승으로 이어질 수 있다고 예측했다.¹⁵³ 이들은 “[삼성물산] 투자자 입장에서는 장기적으로 합병회사의 기업가치 증대를 위한 여러 가능성이 열려 있어 투자수익률 측면에서 충분히 만회가 가능할 것으로 기대된다”면서, 삼성전자에 대한 잠재적 이익을 고려할 때 “본건 합병에 찬성 투표하는 것이 투자자에게 더 유리하다”고 기재하였다.¹⁵⁴

202. 일부 애널리스트들은 새로운 지배구조가 가치를 창출할 것으로 예상했지만,¹⁵⁵ 다른 애널리스트들은 이것이 가능할지에 대해 의문을 제기하였다.¹⁵⁶ 한국기업지배구조원(이하 “KCGS”)과 인스티튜셔널 웨어홀더 서비스(이하 “ISS”)를 포함한 의결권 자문사들은 본건 합병비율이 삼성물산 주주들에게 비합리적으로 낮은 수준에서 결정되었고, 본건 합병비율이 자산가치를 충분히 반영하지 못하였으며, 본건 합병의 시기가 일반 주주들의 가치하락 문제를 야기했다는 점을 근거로, 삼성물산 주식을 보유한 기관 고객들에게 본건 합병에 반대할 것을 자문하였다.¹⁵⁷ 이와 동시에 ISS는 제일모직 주주들에게 본건 합병에 찬성할 것을 권고하였다.¹⁵⁸

203. 청구인은 본건 합병안을 “터널링의 전형적인 예시”로 보았다고 언급하였으며, 이는 기업집단 내 두 관계사의 지배주주가 제 3 자 소액주주들의 부를 자신에게 이전시키는 절차를 의미한다.¹⁵⁹ 청구인에게 있어서, 본건 합병의 명목상 이익은 “최소한의 비용으로 삼성 일가의 승계계획을 이행하고 삼성물산, 나아가 삼성그룹에 대한 총수일가의 지배력을 확보”한다는 본건 합병의 진정한 목적을 숨기는 것으로 여겨졌다.¹⁶⁰

¹⁵³ “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?”, 디지털데일리, 2015년 7월 8일(R-11); “삼성물산 합병 찬성했던 증권사 상당수 ‘지금 판단해도 찬성’”, 동아일보, 2016년 11월 25일(R-19); “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015년 5월 27일, 9면(R-86); “합병의 영향 및 주가 방향에 대한 고려”, KB, 2015년 5월 27일, 7면(R-87).

¹⁵⁴ 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015년 6월 22일, 2면(R-107).

¹⁵⁵ “삼성물산-제일모직 합병 ... 증권사 20 곳 ‘시너지 크다’” 매일경제, 2015년 6월 21일(R-8) 참조.

¹⁵⁶ “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015년 5월 27일, 1면, 5면, 8면 R-86).

¹⁵⁷ ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015년 7월 3일, 2면(C-30); KCGS, “2015년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015년 7월 3일, 1면(C-402).

¹⁵⁸ ISS 의결권 자문기관, “제일모직(주): 의결권위임경고”, 2015년 7월 8일(R-122).

¹⁵⁹ 답변서면, 제 68 항, Milhaupt 보고서, 제 61 항(CER-6) 인용.

¹⁶⁰ 수정 청구서면, 제 38 항, 삼성물산 주식회사, 보도자료, “제일모직과 삼성물산의 합병”, 2015년 5월 26일, 2면(C-17) 인용.

(a) 삼성, 국민연금, 한국 정부를 향한 지원 요청

204. 2015 년 5 월 27 일, Mr. Smith 는 삼성물산 이사회에 본건 합병안의 발표가 “귀사 측에서는 합병할 의사가 없으며 [제일모직]과의 합병은 고려하지 않고 있다는 내용의 2015 년 4 월 9 일자 [귀사] 경영진들의 직접적이고도 무조건적인 확인”과 정면으로 모순된다고 항의하는 서신을 보냈다.¹⁶¹ 구체적으로, Mr. Smith 는 다음과 같이 기재하였다:

당사가 귀하에게 요약하여 말씀드린 상황이 본건 합병계획을 통하여 적절한 보상 없이 귀사의 각 주주들의 법적인 권리를 빼앗기 위하여 제일모직, 제일모직의 이사들(모든 배후조종이사 및 사실상 이사 포함) 및 기타 경영진, 그리고 귀사의 귀 이사들 및 기타 경영진 등이 연루하여 위법한 공모를 하였음을 나타내는 것일 수도 있다는 점에 대해 우려하고 있습니다. ... 당사 및 당사 계열사 및 관계인들은 귀 이사들 각 개인을 상대로 한국 및 기타 모든 재판관할권에서 모든 가능한 소송 및 법적 조치를 취할 권리를 지닙니다.¹⁶²

205. 2015 년 5 월 29 일 및 6 월 8 일, Mr. Smith 는 각각 한국 금융위원회와 한국 공정거래위원회에 본건 합병의 정당성에 대해 의문을 제기하고 서한에서 제기된 쟁점에 대한 조사를 요청하는 서신을 작성하였다.¹⁶³

206. 2015 년 6 월 3 일, Mr. Smith 는 국민연금에게 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 “[삼성물산]의 약 7.1% 지분을 보유한 엘리엇 및 계열사의 일부”임을 언급하였다. 또한, 엘리엇은 (i) 본건 합병안의 조건에 대한 우려; (ii) 각 회사별로 회계법인이 작성한 독자적인 가치평가 등, 삼성물산과 제일모직의 내재가치 분석; (iii) 당시 주가를 기준으로 한 합병이 국민연금에게 이익이 되지 않는다는 견해를 국민연금이 피력한 2015 년 3 월 18 일자 회의에 대한 기억; (iv) 국민연금이 “[국민연금] 이해관계인들의 이익에 따라야 한다는 공언된 의무에 따라” 본건 합병에 반대할 것이라는 자신의 기대를 전달하였다.¹⁶⁴

¹⁶¹ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015 년 5 월 27 일(C-179).

¹⁶² 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015 년 5 월 27 일, 4 면(C-179).

¹⁶³ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 금융위원회에게 발송한 서한, 2015 년 5 월 29 일(C-184); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 한국 공정거래위원회에게 발송한 서한, 2015 년 6 월 8 일(C-191).

¹⁶⁴ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015 년 6 월 3 일(C-187).

207. 본건 합병 발표 이후, 청구인은 삼성물산 주식에 대한 모든 스왑 포지션을 종료하고 그 대신에 삼성물산의 추가 주식을 매수하였다. 그 결과, 2015년 6월 4일까지 삼성물산에 대한 청구인의 총 투자는 6.94%에서 7.12%로 증가하였다.¹⁶⁵
208. 2015년 6월 4일, 엘리엇은 보도자료를 발표하면서, 자신의 삼성물산 지분 7.12%와 본건 합병에 대한 반대 의사를 발표하였다.¹⁶⁶ 청구인의 발표 당일 삼성물산 주식의 거래 가격은 약 10% 상승하였다.¹⁶⁷
209. 또한, 엘리엇은 다른 삼성물산 주주들의 잠재적 투표 성향을 파악하고 본건 합병에 반대하도록 독려하기 위해 시장분석업체인 Ipreo 에게 의뢰하는 등 본건 합병에 공개적으로 반대하기 위한 기타 조치를 취하였다.¹⁶⁸ 또한 엘리엇은 웹사이트를 통해 홍보 캠페인을 펼쳐, 다른 주주들에게 본건 합병의 해로운 경제적 효과에 대한 분석을 공개했다.¹⁶⁹
210. 2015년 6월 15일, 국민연금은 Mr. Smith 의 2015년 6월 3일자 서한에 회신하면서, “본건 합병에 관한 의도나 입장을 밝힌 바 없다”면서 “내부 의사결정 절차가 완료되면 적절한 시기에 적정방식에 따라 입장을 취할 것”을 밝혔다.¹⁷⁰ 이에 대해, Mr. Smith 는 만남을 요청하였으나, 국민연금은 이에 답변하지 않았다.¹⁷¹
211. 2015년 7월 7일, Mr. Smith 는 보건복지부, 국민연금 관계자 및 전문위원회 위원장에게 본건 합병안에 반대 투표할 것을 촉구하고 본건 합병에 대한 결정을 전문위원회에

¹⁶⁵ Smith 제 1 차 진술서, 제 39(iii)항(CWS-1); 답변서면, 제 63 항.

¹⁶⁶ Smith 제 1 차 진술서, 제 40 항(CWS-1); 엘리엇 그룹 보도자료, 2015년 6월 4일(C-189). 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 147 조에 따라, 한국거래소가 발행한 증권의 100분의 5 이상을 보유한 투자자는 그 사실을 거래일부터 5 영업일 이내에 금융위원회와 한국거래소에 신고하여야 한다. 금융감독원은 엘리엇이 2015년 6월 3일 하루 동안 330 만주 이상의 삼성물산 주식을 매수하였다는 보고를 근거로 공시 위반이 발생했을 수 있다고 판단하였다. 엘리엇이 한국법상 “5%룰”을 위반하였는지에 대한 문제는 계속 조사 중이다. 반박서면, 각주 143. “검찰, ‘5%룰’ 위반 엘리엇 수사 착수 ... 실무자 소환”, 뉴시스, 2018년 5월 2일(R-164) 참조.

¹⁶⁷ 답변서면, 제 64 항; Dow 제 1 차 보고서, 그림 1(RER-1).

¹⁶⁸ Smith 제 1 차 진술서, 제 38 항(CWS-1).

¹⁶⁹ Smith 제 1 차 진술서, 제 40 항(CWS-1).

¹⁷⁰ 국민연금이 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드에게 발송한 서한, 2015년 6월 15일(C-201).

¹⁷¹ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 6월 23일(C-202). 수정 청구서면, 제 51 항 참조.

부의하는 것의 중요성을 강조한 서신을 보냈다.¹⁷² 다음 날 추가 서한에서 Mr. Smith 는 삼성물산과 제일모직에 대한 국민연금의 상대적 지분 규모를 고려할 때, KCGS 와 ISS 가 모두 국민연금이 본건 합병안에 반대 투표를 할 것을 조언하였고 본건 합병이 국민연금에게 손실을 초래할 것이라고 강조하였다.¹⁷³ 그는 이후 전문위원회,¹⁷⁴ 문형표 장관¹⁷⁵ 과 박근혜 대통령 비서실장 이병기에게 서한을 전달하였다.¹⁷⁶ 엘리엇은 이들 관계자 중 어느 누구로부터도 답변을 받지 못했다고 진술한다.¹⁷⁷

212. 2015년 7월 9일, 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금의 결정을 내릴 것이라는 소문이 계속 떠돌자 Mr. Smith 는 본건 합병에 찬성 투표가 “불공정하고 전혀 정당화될 수 없으며” 삼성물산 주주들에게 막대한 손실을 초래할 것이라는 엘리엇의 입장을 투자위원회 위원들에게 전달하였다.¹⁷⁸
213. 2015년 7월 10일, 엘리엇은 같은 날 국민연금이 전문위원회에 안건을 부의할지 여부를 결정하기 위한 비공개 회의에 앞서 국민연금에 대해 공개성명을 발표하면서, 국민연금이 “이렇듯 심히 불공정한 인수 합병안에 대해 반대함으로써 올바른 결정을 내릴 것”이라는 기대를 재차 표명하였다.¹⁷⁹

¹⁷² 수정 청구서면, 제 66 항; 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 보건복지부에게 발송한 서한, 2015년 7월 7일(C-220); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 7월 7일(C-221); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금 전문위원회에게 발송한 서한, 2015년 7월 7일(C-219).

¹⁷³ 수정 청구서면, 제 69 항; 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 7월 8일(C-225).

¹⁷⁴ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 전문위원회에게 발송한 서한, 2015년 7월 8일(C-223).

¹⁷⁵ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 보건복지부에게 발송한 서한, 2015년 7월 8일(C-224).

¹⁷⁶ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 박근혜 대통령 비서실장에게 발송한 서한, 2015년 7월 8일(C-226).

¹⁷⁷ 수정 청구서면, 제 71 항.

¹⁷⁸ 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 투자위원회에게 발송한 서한, 2015년 7월 9일(C-228).

¹⁷⁹ 수정 청구서면, 제 73 항; 엘리엇 보도자료, 2015년 7월 10일, 1면(C-230).

214. 국민연금의 회의 이후, 회의 결과는 공개되지 않았지만 엘리엇은 영향을 받는 주주들에게 “투명하고 적법한 절차적 권리를 보장하여 주기” 위해 “국민연금이 [전문위원회]에 안건을 정식으로 부의하기를 계속 희망한다”는 2 차 성명을 발표하였다.¹⁸⁰
215. 본건 합병에 대한 엘리엇의 공개적 반대는 엘리엇의 전략과 의도에 대한 대중의 의심을 야기하였다.¹⁸¹ 특히, 한국 언론은 엘리엇의 “먹튀” 문제와 대상회사에 대한 피해를 고려하지 않고 단기수익을 달성하기 위한 잠재적 위험을 가진 행동주의에만 초점을 맞추면서, 엘리엇을 “벌처 펀드”¹⁸²로 묘사하였다.¹⁸³
216. 청구인에 따르면, 삼성그룹은 소액주주들이 본건 합병에 찬성 투표하도록 설득하기 위해 “여론전”을 적극적으로 수행하였다.¹⁸⁴

(b) 본건 합병을 방지하기 위한 가처분 절차

217. 2015 년 6 월 9 일, 청구인은 삼성물산이 본건 합병안 표결을 위한 임시주주총회 소집을 금지하거나, 임시주주총회가 소집될 경우 본건 합병안에 관한 결의를 금지하여 달라는 취지의 가처분 절차를 한국 법원에 개시하였다.¹⁸⁵

¹⁸⁰ 수정 청구서면, 제 73 항; 엘리엇 보도자료(2), 2015 년 7 월 10 일(C-231).

¹⁸¹ 반박서면, 제 106-07 항. 예를 들어, “‘행동주의 펀드’ 엘리엇의 전략은 단순치 않다”, 이코노믹 리뷰, 2015 년 6 월 4 일(R-91); “제일모직-삼성물산 합병 제동 건 엘리엇 진짜 속셈은”, 뉴스웨이, 2015 년 6 월 7 일(R-97); “[삼성 17 일 ‘운명의 주총’ 래리 핑크 블랙록 회장 “기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐”, 한국경제, 2015 년 7 월 16 일(R-138) 참조.

¹⁸² 답변서면, 제 187 항, “황영기, ‘벌처’펀드에 대항해 삼성 옹호”, 코리아헤럴드, 2015 년 6 월 14 일(C-25); “기업사냥꾼 ‘엘리엇’ 먹잇감 ‘삼성’ ...국가 자존심 문제다”, 미디어펜, 2015 년 6 월 25 일(C-206) 인용.

¹⁸³ 반박서면, 제 108 항. 예를 들어, “[삼성합병] 엘리엇, ‘지분 10%’ 확보여부가 먹튀가능자”, 뉴스핌, 2015 년 6 월 5 일(R-94) 참조; “삼성물산 소액주주들 “엘리엇 먹튀 우려” 위임장 전달 늘어”, 동아일보, 2015 년 7 월 13 일(R-134); “엘리엇과 넷애플, 美式 자본주의의 그늘”, 더벨, 2015 년 7 월 17 일(R-141); “합병시 소멸되는 배당안 ... 엘리엇 노림수는”, 더벨, 2015 년 7 월 16 일(R-139); “국민연금, 삼성물산-제일모직 주총안건 모두 찬성 왜?”, 더벨, 2015 년 7 월 29 일(R-144).

¹⁸⁴ 답변서면, 제 186 항, “[단독] ‘합병 찬성이 국익’ 소나기 광고 ...기사도 대신 써줘”, MBC, 2020 년 6 월 11 일, 1-2 면(C-569); 옵저버(The Observer)가 2015 년 7 월 13 일 포착한 삼성 웹사이트 화면(C-40) 인용. 답변서면, 제 188 항, “‘삼성물산 합병 무산시 세계 벌처펀드 공격 유발’”, 연합뉴스, 2015 년 6 월 14 일(C-673); “헤지펀드, 대기업 순환출자 해소때 경영권 빈틈 노려”, 동아일보, 2015 년 6 월 23 일(C-674). “황영기, ‘벌처’펀드에 대항해 삼성 옹호”, 코리아헤럴드, 2015 년 6 월 14 일(C-25) 인용참조.

¹⁸⁵ 수정 청구서면, 제 52 항; 반박서면, 제 169 항.

218. 2015 년 7 월 1 일, 서울중앙지방법원은 청구인의 신청을 기각하였다.¹⁸⁶ 이러한 결정을 내리면서, 서울중앙지방법원은 본건 합병 발표 이후 삼성물산의 주가 상승에 비추어 볼 때 시장이 본건 합병에 긍정적인 평가를 보였다고 판단하였다.¹⁸⁷ 서울고등법원은 금반언의 원칙에 위반이 없다는 취지 등으로 ¹⁸⁸ 원심에 대한 판단을 유지하였다.¹⁸⁹
219. 2015년 6월 11일, 청구인은 삼성물산이 보유한 자기주식을 (주)KCC에 매각하지 못하도록 금지할 것을 구하는 별도의 가치분 신청을 한국 법원에 제기하였다.¹⁹⁰
220. 2015년 7월 7일, 서울지방법원은 자사주를 특정 시거나 특정 조건으로 매각하는 것이 법으로 금지되어 있지 않음을 이유로 신청을 기각하였다. 2018년 7월 10일 항고심은 원심판결을 유지하였다.¹⁹¹

5. 국민연금의 본건 합병 찬성 투표

(a) 국민연금의 내부 표결 절차

221. 앞서 언급한 바와 같이, 국민연금의 의사 결정은 기금운용위원회에서 공표한 기금운용지침과 의결권행사지침의 적용을 받는다.¹⁹²
222. 의결권행사지침은 기금운용지침에 따라 기금이 행사하는 “의결권 행사에 관한 기준, 방법 및 절차”를 정하고 있다. 의결권행사지침에 따르면, 의결권은 국민연금 가입자의 이익을 위하여,¹⁹³ “장기적으로 주주가치 증대에 기여”하고 “장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업지배구조 등 책임투자 요소를 고려”하여 성실하게 행사되어야

¹⁸⁶ 서울중앙지방법원 2015 카합 80582, 2015년 7월 1일, 11-14면, 16면(R-9).

¹⁸⁷ 서울중앙지방법원 2015 카합 80582, 2015년 7월 1일, 14면(R-9).

¹⁸⁸ 서울고등법원 2015 라 20485, 2015년 7월 16일, 7-12면(C-235).

¹⁸⁹ 서울중앙지방법원 2015 카합 80582, 2015년 7월 1일, 14면(R-9); 서울고등법원 2015 라 20485, 2015년 7월 16일, 13면(C-235).

¹⁹⁰ 자사주 처분금지 가치분신청서, 2015년 6월 11일, 8면(C-198).

¹⁹¹ 수정 청구서면, 제 55항.

¹⁹² 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 105조(C-77); 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 1조 제 1항(C-194/R-99); 국민연금 기금운용규정, 2015년 5월 26일, 제 36조 제 2항(C-177); 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014년 2월 28일(C-309/R-57).

¹⁹³ 이중기 제 1차 보고서, 제 103항(CER-1); 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014년 2월 28일, 제 3조(C-309/R-57). 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 17조 제 2항(C-194/R-99) 참조.

한다.¹⁹⁴ 기금은 “주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건”¹⁹⁵에 반대 투표하여야 하고, 합병이 “주주가치의 훼손이 있다고 판단되는 경우” 반대 투표하여야 한다.¹⁹⁶

223. 기금운용지침에 따라, 투자위원회는 기금 보유한 지분의 의결권을 “심의·의결”에 따라 행사한다.¹⁹⁷ 또한 기금운용지침은 “[투자위원회]가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은 [전문위원회]에 결정을 요청할 수 있다”고 규정하고 있다.¹⁹⁸ 또한 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항은 투자위원회가 “찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건”에 대해 전문위원회에 결정을 요청할 수 있다고 정하고 있다.¹⁹⁹

224. 본건 합병 당시 전문위원회가 국민연금의 의결권을 행사하는 것은 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정 제 2 조가 규율하였다. 제 2 조는 다음과 같다:

위원회는 국민연금이 보유한 주식 의결권 행사 등에 관한 다음 각 호의 사항을 검토하거나 결정하고 그 결과를 기금운용위원회에 보고한다.

1. 의결권 행사 일반 원칙 및 세부 기준 등
2. 국민연금공단 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)가 행사한 의결권 행사 내역
3. 기금운용위원회 위원장이 요청하는 사안
4. 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안
5. 배당에 관한 의결권행사의 실효성 확보를 위한 사항
6. 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항²⁰⁰

225. 당사자들은 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정 제 2 조 제 6 항에 따라 전문위원회 위원장이 안건을 결정할 수 있는지 여부에 대해 이견을 보인다. 청구인에

¹⁹⁴ 이중기 제 1 차 보고서, 제 103 항(CER-1); 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 4 조, 제 4 조의 2(C-309/R-57). 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 17 조 제 3 항(C-194/R-99) 참조.

¹⁹⁵ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 6 조 제 2 항(C-309/R-57).

¹⁹⁶ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 부속서 1, 제 34 조 제 1 항(C-309/R-57).

¹⁹⁷ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 부속서 1, 제 8 조 제 1 항(C-309/R-57).

¹⁹⁸ 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 17 조 제 5 항(C-194/R-99).

¹⁹⁹ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 8 조 제 2 항(C-309/R-57).

²⁰⁰ 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015 년 6 월 9 일, 제 2 조(R-98)(인용문구 임의삭제).

따르면, “전문위원회 위원장이 필요하다고 인정하는 경우에도 전문위원회로 사안이 부의될 수 있다”.²⁰¹ 피청구국은 청구인의 해석이 기금운용본부가 자체적으로 안건을 결정할 수 있는 명시적 권한²⁰²에 위배되며, 기금운용본부에서 위임한 “곤란한” 사안을 결정하는 것을 초과하여 전문위원회 권한을 확대 해석한다고 주장한다.²⁰³

226. IRC 보고서에 따르면, 2010 년과 2015 년 4 월 사이에 투자위원회가 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항에 따라 7 건의 의결권 결정을 전문위원회에 부의하였다.²⁰⁴ 이는 이사 선임 또는 재신임과 지주회사 설립을 위한 기업 분할에 관한 주주 의결권 행사를 포함하였다.²⁰⁵ 또한, 투자위원회는 2015 년 6 월에 다른 한국 재벌인 SK 그룹의 두 계열사 사이의 합병안(이하 “SK 합병”)에 관하여, SK 합병안이 “최대주주들에게 유리한 것으로서 논란의 여지가 있고” 합병 의결이 결정하기 “곤란하다”는 점을 이유로 전문위원회에 표결을 부의하였다.²⁰⁶

(b) 삼성물산-제일모직 합병에 대한 국민연금의 표결

227. 청구인은 2015 년 6 월 29 일경 박근혜 대통령이 청와대 관계자들에게 “[제일모직]과 [삼성물산]의 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라”고 지시하였고, 회의 참석자들은 본건 합병이 성사되도록 하라는 의미로 이해하였다고 주장한다.²⁰⁷ 청구인에 따르면, 청와대 최원영 수석은 부하 직원들에게(또한 재차 부하 직원의 부하

²⁰¹ 수정 청구서면 제 61 항, 제 66(c)항 및 제 233 항.

²⁰² 반박서면, 제 54 항; 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 8 조 제 1 항, 제 2 항(C-309/R-57).

²⁰³ 반박서면, 제 54 항, 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015 년 6 월 9 일, 제 2 조 제 4 항(R-98) 인용. 피청구국은 국민연금의 본건 합병 결정에 대하여, 2018 년에 의결권행사지침이 개정되어 “전문위원회 위원 3 인 이상이 장기적인 주주가치에 미치는 영향이 크다고 판단하여 전문위원회에 부의할 것을 요구하는 안건”에 대하여 전문위원회가 결정을 내릴 권한이 있다고 언급하고 있다. 반박서면, 제 55 항, 국민연금기금 의결권 행사지침, 2018 년 3 월 16 일, 제 8 조 제 2 항 제 2 호(R-157) 인용.

²⁰⁴ IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015 년 4 월 20 일, 3 면, 24 면(C-166). 예를 들어, IRC, 한국 국민연금기금 관련 최종보고서, 2015 년 4 월 20 일 (C-166) 참조.

²⁰⁵ IRC, 한국 국민연금기금 관련 최종보고서, 2015 년 4 월 20 일, 24 면(C-166).

²⁰⁶ 2019 년 4 월 4 일자 █████ 증인진술서(이하 “█████ 진술서”), 부속서 4, 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 26 일, 4 면(CWS-4); 국민연금 보도자료, 2015 년 6 월 24 일, 1 면(C-204). 조영길 제 1 차 진술서, 제 15 항(RWS-1) 참조.

²⁰⁷ 답변서면, 제 432(a)항, 김진수 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017 년 1 월 9 일, 5-6 면(C-488/R-286); 문형표 제 4 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017 년 1 월 5 일, 9 면(C-482) 인용.

직원에게) “대통령의 지시사항이라고 하면서, ... 국민연금이 의결권을 잘 행사하여 합병이 성사될 수 있도록 챙겨보라”고 지시하였다.²⁰⁸

228. 또한 청구인은 2015년 6월 말, 문형표 장관이 보건복지부 연금정책국장 조남권에게 본건 합병을 “통과시켜야 한다”고 지시하였다고 주장한다.²⁰⁹ 조남권 국장은 투자위원회나 전문위원회가 국민연금의 본건 합병 투표를 결정하도록 하는 것의 “장단점”을 평가한 뒤, 투자위원회가 본건 합병에 대한 결정을 하도록 노력하였다.²¹⁰

229. 또한 청구인은 2015년 6월 30일 회의에서 보건복지부 조남권 국장과 최홍석 과장이 홍완선 본부장에게 “[본건 합병]에 대하여 투자위원회에서 결정하라”고 지시하였다고 주장한다.²¹¹ 최홍석은 전문위원회 간사인 자신의 지위를 이용하여 본건 합병을 전문위원회에 안건으로 제출하려는 일체의 시도를 봉쇄할 것이라고 진술하였다고 한다.²¹²

230. 2015년 7월 초, 국민연금 책임투자팀장 ██████은 특히 SK 합병 선례와 본건 합병비율에 대한 의결권 자문사들의 우려를 고려하여, 전문위원회가 본건 합병에 대한 투표를 할 것을

²⁰⁸ 답변서면, 제 432(b)-(c)항, 김진수 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017년 1월 9일, 7-9면(C-488/R-286) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 38 항, 제 40 항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 86-90면, 103면, 111면(C-286/R-169); “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, 오마이뉴스, 2020년 9월 10일, 55-56면(R-316) 인용.

²⁰⁹ 답변서면, 제 432(d)항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 29면(C-79/R-153); 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 44면(C-69) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 41(a)항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69) 인용.

²¹⁰ 답변서면, 제 432(d)-(e)항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 29면(C-79/R-153); 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 12-13면(C-497); 증인 홍완선에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결)(1부), 2017년 6월 21일, 13-14면(C-516) 인용. 보건복지부, “각 단계별 의사결정시 장단점 분석”, 일차 미상(C-583); 김기남 제 4 회 특별검사 진술조서, 2017년 1월 4일, 11-13면, 14면(C-481); 김기남 증인신문조서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 20일, 49면(C-495); 김진수 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017년 1월 9일, 11면(C-488/R-286); [노홍인] 2 차 특별검사 진술조서, 2017년 1월 7일, 41면(C-485) 참조.

²¹¹ 수정 청구서면, 제 107 항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69) 인용. ██████ 진술서, 부속서 2, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 5면(CWS-4) 참조.

²¹² 수정 청구서면, 제 107 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 14면(C-79/R-153); ██████ 진술서, 부속서 5, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 5월 8일, 6면(CWS-4) 인용.

권고하는 보고서를 작성하였다.²¹³ [REDACTED]은 2015년 7월 6일 보건복지부 조남권, 최홍석 및 백진주와의 회의에서 “보건복지부의 지시를 따르는 것은 합리적이지 않다”면서 같은 의견을 표시하였다.²¹⁴

231. 이에 문형표 장관은 조남권, 최홍석 및 백진주에게 전문위원회 위원들의 “투표경향을 분석”하라는 지시하였다고 한다.²¹⁵ 2015년 7월 8일 보건복지부의 분석에 따르면 안건이 전문위원회에 부의되면 본건 합병에 찬성 표결할 가능성이 낮다고 보았고, 문형표 장관은 보건복지부 관계자들에게 본건 합병 표결이 투자위원회로 부의되도록 지시하였다고 한다.²¹⁶ 같은 날, 보건복지부 조남권 국장은 홍완선 본부장과 다른 국민연금 관계자들에게 투자위원회가 본건 합병에 표결하도록 하는 “확실한” 지시를 내렸고, 해당 안건을 투자위원회에서 결정하게 하는 대신 일단 전문위원회가 본건 합병을 승인하도록 “설득”하여 동일한 결과를 구하겠다는 홍완선 본부장의 최초 제안을 거부하였다.²¹⁷

232. 2015년 7월 9일, 홍완선 본부장은 투자위원회가 투표를 결정한다고 보건복지부에 보고하였다.²¹⁸ 피청구국에 따르면, 결정을 전적으로 투자위원회에 부의함에 있어서,

²¹³ 수정 청구서면, 제 110 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 14-15면(C-79/R-153) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 41(b)항, [REDACTED] 진술서, 부속서 4, 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 26일, 8면(CWS-4) 참조.

²¹⁴ 수정 청구서면, 제 111 항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 15면(C-79/R-153) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 41(b)항, [REDACTED] 진술서, 부속서 4, 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 26일, 8면(CWS-4); [REDACTED] 진술서, 부속서 2, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 7면(CWS-4) 참조.

²¹⁵ 수정 청구서면, 제 112 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 29면(C-79/R-153); 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69) 인용.

²¹⁶ 수정 청구서면, 제 115 항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 8면(C-69) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 41(c)항; 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 17-18면(C-79/R-153). [REDACTED] 진술서, 부속서 2, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 10면(CWS-4) 참조.

²¹⁷ 수정 청구서면, 제 115 항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 47면(C-69); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 18면(C-79/R-153) 인용. [REDACTED] 진술서, 부속서 2, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 13면(CWS-4); [REDACTED] 진술서, 부속서 4, 증인 [REDACTED]에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 26일, 9면(CWS-4) 참조.

²¹⁸ 수정 청구서면, 제 117 항, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 16면, 48면(C-69) 인용.

국민연금은 투자위원회가 국민연금의 투표를 어떻게 지시할지 책임투자팀이 권고하는 기존 관행과는 차이가 있었다.²¹⁹

233. 2011 년 7 월 10 일과 11 일, 전문위원회 위원장은 투자위원회 위원인 홍완선 본부장과 다른 국민연금 관계자들에게 서신을 보내어, 본인은 본건 합병이 “곤란한” 결정이라고 판단하였음을 시사하고, 안건을 전문위원회에 부의할 것을 요청하였다.²²⁰ 그러나 안건은 전문위원회에 부의되지 않았다.²²¹
234. 2015 년 7 월 10 일, 국민연금 투자위원회는 본건 합병에 대한 심의를 개최하였다.²²² 투자위원회는 의결권행사지침상 본건 합병에 대한 투표에 대한 4 가지 선택권이 있었다: 찬성투표, 반대투표, 중립투표 또는 기권투표.²²³
235. 2015 년 7 월 10 일 회의 당시 12 명의 투자위원회 위원들은 3 시간 동안 본건 합병비율, 본건 합병의 경제적 이익 예상, 본건 합병에 대한 반대(엘리엇의 입장 포함)과 본건 합병 발표에 따른 시장 반응에 대해 심의하였다.²²⁴ 투자위원회는 본건 합병비율이 그 자체로만 보면 삼성물산에게 불리함을 인정하였지만, 삼성그룹에 대한 투자가 “기금 보유 주식의 약 25%에 달하므로”, 국민연금이 제일모직 및 기타 삼성그룹 회사에 대하여 보유한 지분, 즉 삼성그룹 전체 포트폴리오에 대한 전체 수익성도 고려하였다.²²⁵ 구체적으로, 국민연금은

²¹⁹ 반박서면, 제 115-16 항, 국민연금, “2010~2016 년 주요 합병분할 관련 투자위원회 심의 현황”, 일자 미상(R-209); 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015 년 6 월 17 일(R-102) 인용.

²²⁰ ██████ (의결권전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015 년 7 월 10 일, 1 면(C-427); ██████ (전문위원회 위원장)이 국민연금 전문위원회 위원들 및 공동간사들에게 발송한 서신, 제목: 국민연금 전문위원회 소집 통지, 2015 년 7 월 11 일, 2 면(C-429).

²²¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 41(d)항. 심리 속기록, 3 일차, 211:12 – 215:10 면 참조.

²²² 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015 년 7 월 10 일, 제 1 절(R-126).

²²³ 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 19 면(C-79/R-153). 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014 년 2 월 28 일, 제 6 조(C-309/R-57) 참조.

²²⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일(R-128). 반박서면, 제 129-30 항 참조.

²²⁵ 서울중앙지방법원 2017 고평합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 67 면(C-69). 본건 합병 당시, 국민연금은 삼성 SDI, 삼성화재 및 삼성전기 등 다른 삼성 기업에 대한 지분을 가지고 있었다. 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015 년 7 월 8 일, 부속서 1(C-225) 참조.

2015 년 6 월 말까지 삼성그룹 17 개 상장사 주식을 함께 23 조 1,900 억 원 규모로 보유하였다.²²⁶

236. 피청구국에 따르면, 투자위원회 위원들은 국민연금 리서치팀이 제시한 합병비율 및 잠재적 시너지에 대한 계산 및 분석에 이의를 제기하였다.²²⁷ 몇몇 투자위원회 위원들도 삼성물산과 제일모직의 주가, 시가총액, 장기 주주가치 측면에서 본건 합병이 미치는 영향에 대해 의문을 제기하였다.²²⁸
237. 이와 달리, 청구인은 국민연금 리서치팀이 제시한 시너지 효과가 홍완선 본부장의 지시에 따라 본건 합병이 국민연금에 야기할 손실을 숨기기 위해 역산하였다고 주장한다.²²⁹ 또한 청구인은 홍완선 본부장이 자신이 직접 임명한 투자위원회 위원들과 다른 위원회 위원들에게 외국 헤지펀드인 엘리엇의 이익에 반하는 방향으로 투표하도록 압박하였다고 주장한다.²³⁰
238. 국민연금 투자위원회 위원 및 운용전략실장 ████████는 투자위원회 위원 12 명 중 7 명 이상이 본건 합병에 대해 동일한 방식으로 표결하기로 합의하지 않은 경우, 안건은 “곤란한” 것으로 간주되어 전문위원회에 부의될 것이라고 설명하였다.²³¹ 투자위원회

²²⁶ 반박서면, 제 110 항, 표 3; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, 8 면(R-127).

²²⁷ 반박서면, 제 31 항.

²²⁸ 반박서면, 제 132 항, 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일, 11-12 면(R-128) 인용.

²²⁹ 답변서면, 제 127-128 항, 제 131-32 항, 기금운용본부 리서치팀, “제일모직/삼성물산 적정가치 산출 보고서”, 2015 년 7 월 10 일, 2 면(C-426) 인용; ████████ 특별검사 진술조서, 2017 년 1 월 9 일, 7279 면(C-487); 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 5 월 8 일, 8 면(C-510); ████████ 특별검사 진술조서, 2017 년 1 월 2 일, 12 면, 14-15 면(C-478) 참조.

²³⁰ 답변서면, 제 355(k)항. ████████ 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 26 일, 4 면(C-507); ████████ 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 26 일, 3-4 면, 6-7 면(C-463); [홍완선] 특별검사 피의자신문조서, 2016 년 12 월 26 일, 41-42 면, 45-47 면(C-464); 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 17 면, 55 면(C-69) 참조.

²³¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일, 14 면(R-128).

위원 8 명에 해당하는 과반수가 결국 본건 합병에 찬성 표결하였고, 이에 따라 그 결정은 전문위원회에 부의되지 않았다.²³²

239. 다음 날, 한국 언론은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표할 것을 투자위원회가 결정하였음을 보도하였다.²³³ 또한, 국민연금이 “결정 내용에 따른 과급력을 고려”하여 임시주주총회까지 자신의 입장을 공식적으로 발표하지 않을 것이라고 보도되었다.²³⁴

6. 본건 합병의 완성

240. 2015 년 7 월 17 일에 개최된 임시주주총회에서 삼성물산 주주들은 (같은 날 제일모직 임시주주총회에서의 제일모직 주주들과 마찬가지로) 본건 합병을 승인하였다.²³⁵ 총 발행주식의 84.73%(또는 발행주식 156,217,764 주 중 132,355,800 주)가 회의에 참석하였다.²³⁶
241. 본건 합병은 임시주주총회에 출석한 주주 의결권 132,355,800 표 중 69.53%(또는 92,023,660 표)에 의해 승인되었으며, 그 중 13.23%(또는 17,512,011 주)의 찬성 투표가 국민연금의 지분에서 나왔다. ²³⁷ 찬성표는 삼성물산의 총 발행주식의 58.91%에 해당하였다.²³⁸ 의결권 격차는 임시주주총회에 출석한 주주의 최소 2/3 와 발행주식총수의 1/3 이 본건 합병에 찬성 투표하여야 한다는 법률상의 승인 기준을 충족하였다.²³⁹
242. 국내 기관 투자자들 대부분과 외국인 주주의 약 1/3 이 본건 합병에 찬성 표결하였다.²⁴⁰ 싱가포르 GIC(1.47% 지분), 사우디아라비아 통화청의 국부펀드인 SAMA Foreign

²³² 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일, 2 면, 14-15 면(R-128).

²³³ “국민연금/삼성물산-제일모직 합병’ 찬성 결론”, YTN 뉴스, 2015 년 7 월 11 일(R-131).

²³⁴ “국민연금/삼성물산-제일모직 합병’ 찬성 결론”, YTN 뉴스, 2015 년 7 월 11 일(R-131).

²³⁵ 수정 청구서면, 제 77 항; 반박서면, 제 137 항.

²³⁶ 수정 청구서면, 제 77 항; 반박서면, 제 137 항; 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 4 면, 라항(R-20).

²³⁷ 답변서면, 제 161 항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 라항, 4 면(R-20) 인용; 서울중앙지방법원, 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 4 면(R-20); “[속보] 삼성물산 주총, 제일모직과 합병 승인 ... 찬성률 69.53%”, 한겨레, 2015 년 7 월 17 일(C-241).

²³⁸ 반박서면, 제 137 항.

²³⁹ 한국 상법, 2016 년 3 월 2 일, 제 522 조, 제 434 조(R-16) 참조.

²⁴⁰ 반박서면, 제 138 항.

Holdings(이하 “SAMA”)(1.11% 지분)와 Abu Dhabi Investment Authority(이하 “ADIA”)(1.02% 지분) 등의 국부펀드를 비롯한 외국인 주주들이 본건 합병에 찬성표를 던졌다.²⁴¹ 발행주식의 24.43%를 차지하는 소액주주의 약 88%가 본건 합병에 찬성 투표하였다.²⁴²

243. 임시주주총회일인 2015년 7월 17일, 홍완선 본부장은 “[국민연금]은 내부 규칙 및 규정을 준수하여 결정을 하였음”이라고 기재하여, Mr. Smith 의 2015년 7월 14일자 서한에 답변하였다.²⁴³
244. 2015년 7월 24일 Mr. Smith 는 국민연금 주요 임직원들과 투자위원회 위원들에게 투자위원회가 국민연금에 대한 막대한 손해에도 불구하고 본건 합병에 찬성 표결을 했다면서 엘리엇의 실망감을 표명하는 서신을 보냈다.²⁴⁴ Mr. Smith 는 국민연금이 SK 합병과 달리 전문위원회에 결정을 부의하지 않은 이유와 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하기로 결정한 이유를 공개하도록 요청하였다.²⁴⁵
245. Mr. Smith 는 2015년 8월 11일자 서한에서 자신의 요청을 반복하였다.²⁴⁶ 국민연금은 2015년 8월 20일에 “비밀유지에 대한 우려로 인하여, 이를 제공시 국민연금의 이익을 회복 불가능하고 영구적으로 해할 수 있는 점”으로 인해 자신의 결정에 대한 구체적인 사유를 제공할 수 없다고 답변하였다.²⁴⁷

7. 본건 합병의 기대 이익

246. 당사자들은 국민연금이 본건 합병으로 인해 발생할 것으로 합리적으로 예상할 수 있었던 경제적 이익에 대해 동의하지 않는다.
247. 당사자들의 입장은 그들 각자의 전문가들의 분석에 기초한다. 청구인의 손해산정 전문가인 Mr. Boulton 은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 합리적인 경제적 정당성이

²⁴¹ 반박서면, 제 138 항; “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘텃밭’ 외국인 주주 설득 성공 주효” 조선비즈, 2015년 7월 17일(R-143).

²⁴² 임도원/허란/김우섭 기자, “소액주주 압도적 ‘찬성’ ... 삼성물산, ISS 반대 뚫고 막판 뒤집기”, 한국경제, 2015년 7월 17일(R-13).

²⁴³ 국민연금이 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드에게 발송한 서한, 2015년 7월 17일(C-242).

²⁴⁴ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 7월 24일(C-246).

²⁴⁵ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 7월 24일(C-246).

²⁴⁶ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 8월 11일(C-247).

²⁴⁷ 국민연금이 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드에게 발송한 서한, 2015년 8월 20일(C-249).

없다는 견해를 취한다. 피청구국의 손해산정 전문가인 Dow 교수와 배기홍 교수는 본건 합병 발표 이후 삼성물산과 제일모직의 가격 반응과 여러 경쟁사의 주가 하락뿐만 아니라 여러 시장 애널리스트들의 입장을 지적하면서, 시장이 본건 합병으로 인해 시너지가 발생할 것으로 예상하였기 때문에 경제적 타당성이 있었다고 결론 내린다. 또한, 이들은 국민연금이 본건 합병이 포트폴리오 전체에 미치는 영향과 보다 광범위하게는 한국 경제에 미치는 영향을 고려할 수 있었음을 강조한다.

(a) 청구인의 입장

248. Mr. Boulton 은 본건 합병이 국민연금에 미치는 순 경제적 영향을 계량화하고자 한다. 국민연금은 삼성물산 발행주식의 11.2%를 보유했지만, 제일모직 보통주는 4.8%만 보유하였기 때문에, Mr. Boulton 은 “국민연금은, [삼성물산]의 주주로부터 제일모직의 주주로 이전되는 매 달러마다, 6.4 센트의 경제적 손실을 입었습니다”라고 주장한다.²⁴⁸ 8조 6,232억 9,800만원 내지 9조 6,378억 400만원이 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 이전되었다는 자신의 계산에 따라,²⁴⁹ Mr. Boulton 은 삼성물산과 제일모직의 지분을 모두 고려하더라도 본건 합병으로 인한 국민연금의 순 경제적 손실이 5,518억 9,100만원 내지 6,168억 1,900만원에 달한다고 결론 내린다.²⁵⁰ 따라서 그는 “본건 합병으로부터 유의미한 영업상 또는 재무상 시너지가 발생하지 않는 것으로 보였습니다”라고 주장한다.²⁵¹
249. 또한 Mr. Boulton 은 2015년 동안 삼성물산, 제일모직, 신설 삼성물산의 상장 가격의 움직임을 분석한다.²⁵² 그는 본건 합병 발표 후 11일 동안 삼성물산과 제일모직의 상장 가격이 단기적으로 상승하였다고 설명한다.²⁵³ Mr. Boulton 은 “합병발표에 포함되었던 중대한 매출 시너지가 발생한다는 뉴스” 또는 “현재 진행 중인 것으로 이해되는 형사조사의 대상인 ... 주가조작”에 대한 시장의 “과도하게 낙관적” 반응으로 인하여

²⁴⁸ 2020년 7월 17일자 Richard Boulton KC 전문가 보고서(이하 “Boulton 제 2차 보고서”), 제 8.3.4항 및 그림 23(CER-5);

²⁴⁹ Mr. Boulton 은 자신의 제 2차 보고서에서 SOTP 분석에 대한 “대조 검토”의 일부로서 이러한 “가치 이전”을 계량화한다. Boulton 제 2차 보고서, 제 7절(CER-5) 참조.

²⁵⁰ Boulton 제 2차 보고서, 제 8.3.5항 및 그림 24(CER-5).

²⁵¹ Boulton 제 2차 보고서, 제 8.2.6항(CER-5); Boulton 제 1차 보고서, 제 8.5.3항(CER-3).

²⁵² Boulton 제 2차 보고서, 제 8.2.13-8.2.44항 및 그림 22(CER-5).

²⁵³ Boulton 제 2차 보고서, 각주 234(CER-5).

이루어진 것일 수 있다고 주장한다.²⁵⁴ 어떠한 경우에도 그는 “단기적인 반응이 [삼성물산]의 내재가치에 영향을 미쳤을 것”으로 보지 않는다.²⁵⁵ Mr. Boulton 은 본건 합병 표결에 따른 삼성물산과 제일모직의 주가 하락에 대해 언급하면서,²⁵⁶ 본건 합병 후 4 개월 동안 신설 삼성물산의 주가가²⁵⁷ 본건 합병 발표 전 5 개월 동안의 삼성물산과 제일모직의 합산 가격 범위와 거의 동일하였음을 지적한다.²⁵⁸ 따라서, 시너지에 대한 기대는 “합병발표문에 담겨있는 잘못된 정보에서 비롯된 것으로 보이며”, “본건 합병의 결과로 합리적으로 기대할 만한 [삼성물산] 또는 [제일모직]에 대한 유의미한 근본적인 사업개선이 존재하지 않았기 때문에 얼마 지나지 않아 소멸”하였다.²⁵⁹

250. Mr. Boulton 은 자신의 분석에 따르면 국민연금이 예측한 2.1 조 원의 시너지가 현실적이지 않다고 결론 내린다.²⁶⁰ 그는 “[삼성물산]과 [제일모직]의 핵심 영업들은 주로 서로 다른 산업과 지역에서 운영되었고, 각자의 영업, 고객 및 판로가 다양하였으며 대부분 중복되지 않았음을 쉽게 파악할 수 있으므로”, 운영 시너지의 기회가 제한적이라고 덧붙인다.²⁶¹

251. 또한, 재무 시너지를 달성할 수 있는 가능성이 있었지만, 이러한 시너지는 기업 수준(삼성물산과 제일모직 모두 본건 합병 없이 상당한 현금잔고를 보유하고 있었고

²⁵⁴ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.16-8.2.19 항(CER-5).

²⁵⁵ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.17-8.2.21 항(CER-5).

²⁵⁶ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.26-8.2.31 항(CER-5). 삼성물산과 제일모직의 가격이 본건 합병 표결일보다 빨리 하락하기 시작하지 않은 이유에 대한 의문에 대하여, Mr. Boulton 은 (i) “이는 일부 주주들이 결의의 결과를 기다렸다가 주식을 처분해서 그럴 수 있습니다” 또는 (ii) “아니면, 본건 합병을 지원하였던 주가조작으로 인할 수도 있습니다”라고 추측한다. Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.30 항(CER-5).

²⁵⁷ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.32-8.2.37 항, 제 8.2.42 항(CER-5). Mr. Boulton 은 본건 합병 발표일과 본건 합병 완료일 사이의 “합병 진행기간” 동안 삼성물산과 제일모직의 가격이 변동성과 투기를 고조하고 합병 진행기간 동안 정상 거래 범위 밖에서 거래되었음이 나타난다고 주장한다. Mr. Boulton 은 이와 같은 가격이 부풀려졌다면서 합병법인의 내재가치에 대한 신뢰할 수 있는 지표라고 보지 않는다. Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.39-8.2.41 항(CER-5).

²⁵⁸ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.28-8.2.29 항, 제 8.2.36 항, 각주 247(CER-5).

²⁵⁹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.5 항, 각주 223(CER-5).

²⁶⁰ Boulton 제 1 차 보고서, 제 8.3.70 항(CER-3).

²⁶¹ Boulton 제 1 차 보고서, 제 8.1.2 항(CER-3). Boulton 제 1 차 보고서, 제 8.3.67 항(CER-3) 참조.

추가자금을 확보할 수 있었음)에서 또는 주주 수준(양 회사의 주주들이 본건 합병보다 더 쉽고 저렴한 비용으로 다각화할 수 있었음)에서 높은 가치를 가질 가능성이 없었다.²⁶²

252. 마지막으로, Mr. Boulton 은 국민연금이 스스로 예상한 “브랜드 로열티 시너지”와 “매출 시너지”가 순 경제적 손실을 상쇄할 수 없다고 본다.²⁶³

(b) 피청구국의 입장

253. 피청구국의 전문가 배기홍 교수는 신흥시장 기업집단 내의 합병이 (터널링의 가능성으로 인해) 가치 향상 또는 가치 파괴로 볼 수 있음을 지적한다.²⁶⁴ 그러나 그는 2000 년부터 2019 년 사이의 합병 사례를 보면 한국 주식시장이 “더 이상 재벌 그룹 기업의 합병이 가치 파괴적이라고 인식하지 않게 되었다”고 주장한다.²⁶⁵

254. 배기홍 교수에 따르면 한국 투자자들 사이에서 “이재용이 아버지의 지위와 [삼성그룹]에 대한 지배권을 승계하고자 했을 것”이 상식으로 통용되었다.²⁶⁶ 이와 같이 배기홍 교수는 이재용이 삼성그룹에 대한 지배권을 유지하려는 동기는 이재용의 주가 조작 혐의에 관계없이, 제일모직의 주가(이재용이 23.34% 지분을 소유함)를 상승시키면서, 삼성물산의 주가(이재용이 지분을 소유하지 않음)는 하락할 수 있도록 시장에 신호를 보내어, 본건 합병에 대한 기대로 주가를 재평가시키기에 충분했다고 주장한다.²⁶⁷

255. Dow 교수는 당시 다수의 애널리스트들이 본건 합병으로 인해 시너지가 발생할 것으로 예상하였음을 지적한다.²⁶⁸ Dow 교수는 “참여 회사들이 효율 시장에서 거래되는 상장 기업일 경우 표준 접근법”인 본건 합병에 대한 주가 반응을 토대로, 본건 합병 발표에 대한

²⁶² Boulton 제 1 차 보고서, 제 8.3.69 항(CER-3).

²⁶³ Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.4.1-8.4.7 항(CER-5).

²⁶⁴ 2020 년 11 월 12 일자 배기홍 교수 전문가 보고서(이하 “배기홍 보고서”), 제 39-40 항(RER-5).

²⁶⁵ 배기홍 보고서, 제 40-41 항 및 부속서 E(RER-5).

²⁶⁶ 배기홍 보고서, 제 44 항(RER-5).

²⁶⁷ 배기홍 보고서, 제 44 항(RER-5); 심리 속기록, 6 일차, 111:11-24 면, 112:22 – 113:2 면.

²⁶⁸ 재판박서면, 제 490(c)항, 제 501 항; 2020 년 11 월 12 일자 James Dow 교수 전문가 보고서(이하 “이중기 제 2 차 보고서”), 제 154-164 항(RER-3), 신한금융투자, 삼성물산-제일모직과의 합병 발표, 2015 년 5 월 27 일, 1 면(DOW-68) (“합병이 핵심 경쟁력을 향상시키고 성장 동력을 확보할 것”); UBS, “삼성물산 합병인가 무산인가? 어느 경우든 호재. 투자의견 ‘매수’로 상향”, 2015 년 6 월 29 일, 1 면(DOW-51)(본건 합병의 승인이 “이재용 일가의 이해관계와 일치하며 주주들의 수익률 증가의 가능성이 있기에 장기적 관점에서 유용”하다고 기재함) 인용.

삼성물산과 제일모직의 주가의 긍정적인 반응뿐만 아니라, 삼성물산의 건설부문 경쟁사들의 주가 하락을 지적하면서, 본건 합병에 따른 시장의 시너지 예상을 시사한다고 주장한다.²⁶⁹

256. Dow 교수는 엘리엇 자회사들이 특정 거래를 어떻게 하였는지 여부와 관계없이, 엘리엇 회사들이 실행한 삼성물산과 제일모직의 거래를 전체적으로 고려해야 한다고 주장하며, Mr. Smith의 증언은 거래가 “연결기준”으로 관리되었음을 확인한다고 주장한다.²⁷⁰ Dow 교수는 제일모직의 이익을 상쇄하지 않고, 삼성물산의 손실에만 초점을 맞추는 것은 “통합 베팅이었던 합병 차익거래 전략으로 기회주의적이거나 횡재에 해당하는 소송 이익을 창출”할 수 있을 것, 즉 제일모직의 주가가 삼성물산 주가와 반대 방향으로 움직일 것이라는 점에 주목한다.²⁷¹

D. 한국 법원에서의 주식매수청구 절차 및 EALP와 삼성물산 간의 합의서

257. 한국법상 합병과 관련하여 이사회 결의에 반대하는 주주는 임시주주총회가 합병을 승인하는 날로부터 20일 이내에 회사로 하여금 자신의 그 주식을 매수하도록 서면으로 요구할 수 있다.²⁷²
258. 2015년 8월 4일, 청구인은 삼성물산이 청구인의 주식 7,732,779주를 매수할 것을 요구하였다.²⁷³ 2015년 8월 20일, 삼성물산은 모든 반대주주에게 주당 57,234원에 주식을 매수할 것을 통지하였다.²⁷⁴ 주식매수청구 가격은 회사의 이사회가 합병을 결의한 날의

²⁶⁹ Dow 제 2차 보고서, 제 20(b)항, 제 156항, 제 159-62항 및 그림 15(RER-3); Dow 제 1차 보고서, 제 55-64항(RER-1); 재반박서면, 제 503항. 또한 Dow 교수는 거래 분야에서 삼성물산과 비교 가능한 회사들 간의 수익률을 조사하여, 다소 미묘하지만 방향성은 일관된 결과를 찾았다. Dow 제 2차 보고서, 제 163-64항 및 그림 16(RER-3) 참조.

²⁷⁰ 심리 속기록, 8일차, 8:11-13면.

²⁷¹ 심리 속기록, 8일차, 7:3-13면, 8:16-20면.

²⁷² 이상훈 보고서, 제 67-69항, 제 72항(CER-2); 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015년 7월 1일, 165조의 5 제 3항(C-213).

²⁷³ 수정 청구서면, 제 255항.

²⁷⁴ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015년 7월 8일, 제 176조의 7 제 3항(C-222); 반박서면, 제 177항.

전날까지 일정한 기간 동안 시장에서 거래된 주가의 평균치를 이용하여 법정 산식에 따라 산정되었다.²⁷⁵

259. 청구인은 주식매수청구 가격안을 거부하였고, 다른 여러 주주들과 함께 2015년 8월 27일 한국 법원에서 새로운 주식매수 청구 가격을 결정하여 줄 것을 요청하는 법적 절차를 개시하였다.²⁷⁶
260. 2016년 1월 27일, 서울중앙지방법원은 법원이 법정 산식에 구속된다는 이유로 주식매수청구 가격 재산정을 기각하였다.²⁷⁷ 법원은 주당 57,234 원의 가격을 확정하였다.²⁷⁸
261. 일부 주주들의 항소에 따라, 2016년 5월 30일 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 결정을 파기하고 1주당 66,602 원으로 재산정하였다.²⁷⁹ 서울고등법원은 결정을 내림에 있어서, 삼성물산 이사회가 본건 합병을 발표한 날의 전날인 2015년 5월 26일이 아니라, 제일모직 주식의 상장일 전날인 2014년 12월 17일을 주식 환매 가격 결정의 기준일로 선정하였다.²⁸⁰ 법원은 2014년 12월 17일이 본건 합병 계획이 삼성물산 주가에 영향을 미치지 않은 본건 합병과 가장 가까운 날짜라고 판단하였다.²⁸¹ 양측은 판결에 항소하였고, 대법원은 2022년 4월 14일 원심을 유지하였다.²⁸²
262. 서울중앙지방법원이 반대주주의 신청을 기각한 이후이며, 서울고등법원이 서울중앙지방법원의 판결을 파기하기 이전인 2016년 3월 15일, 청구인은 삼성물산과 합의서를 체결하였다.²⁸³ 합의서에 따르면, 삼성물산은 주당 57,234 원의 가격으로

²⁷⁵ 이상훈 보고서, 제 72 항(CER-2), 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015년 7월 8일, 제 176 조의 7 제 3 항(C-222) 인용.

²⁷⁶ 수정 청구서면, 제 256-57 항, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015년 7월 1일, 제 165 조의 5 제 3 항(C-213) 인용; 반박서면, 제 177 항.

²⁷⁷ 서울중앙지방법원 2015 비합 91(병합), 2016년 1월 27일, 6면(C-259).

²⁷⁸ 서울중앙지방법원 2015 비합 91(병합), 2016년 1월 27일, 6면(C-259).

²⁷⁹ 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016년 5월 30일, 2면, 31면(C-53).

²⁸⁰ 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016년 5월 30일, 29-30면(C-53).

²⁸¹ 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016년 5월 30일, 29면(C-53).

²⁸² 대법원 2016 마 5394(병합), 2022년 4월 14일, 1면, 11면(C-782).

²⁸³ 반박서면, 제 180 항.

주식매수청구권 대상 주식을 매수하였다.²⁸⁴ 세금 및 기타 차변 및 대변을 고려하여, 삼성물산은 청구인에게 총 약 4,020 억 원을 지급하였다.²⁸⁵

263. 합의서는 다른 반대주주가 법원의 명령 또는 계약에 따라 자신의 주식에 대해 더 높은 가격을 지급받는 경우, 삼성물산이 청구인에게 “추가지급금”을 지급할 가능성도 규정하였다.²⁸⁶ 청구인은 2022 년 5 월 12 일 추가지급금을 수령하였다.²⁸⁷

E. 본건 합병 이후의 기타 절차

1. 이재용 및 특정공무원에 대한 형사재판

264. 2016 년 말, 한국 언론은 박근혜 대통령이 자신의 측근인 최순실과 공모하여 재벌들에게 부여하는 특혜에 대한 대가로 여러 재벌들로 하여금 최 씨의 딸의 승마 교육에 기여하도록 했다는 혐의를 발표하였다.²⁸⁸ 부패 혐의는 박근혜 대통령,²⁸⁹ 최순실, 이재용, 문형표 장관, 홍완선 본부장 등 여러 공무원과 개인에 대한 특별 검사의 수사를 촉발시켰다.²⁹⁰
265. 2014 년 9 월 15 일 및 2015 년 7 월 25 일에 이루어진 면담을 비롯하여 박근혜 대통령과 이재용 사이의 2 차례의 비밀 회동에서 박근혜 대통령이 이재용에게 특정 “특혜성 사업”을 후원할 것을 요청한 혐의가 소송에서 밝혀졌다.²⁹¹ 본건 합병에 대한 박근혜 정부의 지원이 대가관계가 있었는지, 혹은 박근혜 대통령의 “특혜성 사업”과 관련이 있었는지, 특히

²⁸⁴ 엘리엇 어소시엣 엘.피.와 삼성물산 주식회사 사이의 주식매수가격 및 이전에 관한 합의서, 2016 년 3 월 15 일(이하 “합의서”), 제 1.1 조(C-450). 합의서의 조건은 비밀이지만, 청구인은 중재판정부의 명령에 따라 합의서를 공개할 수 있었음을 지적한다. 답변서면, 각주 1637.

²⁸⁵ Smith 제 2 차 진술서, 제 66 항(CWS-5). 합의서, 제 2.2 조(C-450) 참조.

²⁸⁶ 합의서, 제 2.4 조(C-450).

²⁸⁷ 청구인의 심리 후 재판박서면, 제 102 항.

²⁸⁸ 반박서면, 제 150 항. “대한민국의 대통령 스캔들”, BBC 뉴스, 2018 년 4 월 6 일(R-160) 참조.

²⁸⁹ 2017 년 3 월, 박근혜 대통령은 부패와 한국 헌법 위반을 이유로 탄핵되었다. 답변서면, 제 170(a)항 참조.

²⁹⁰ 반박서면, 제 149 항. 심리 당시, 2018 년 서울고등법원의 형사 판결은 한국 대법원에 계속 상고 중이거나, 대법원에서 파기환송되었다. 재판박서면, 부속서 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황, 295-98 면 참조.

²⁹¹ 수정 청구서면, 제 139-40 항; 반박서면, 제 157-58 항.

국민연금의 본건 합병 찬성 투표가 뇌물의 대가로 이루어졌다고 한국 법원이 판단하였는지에 관하여 당사자들 사이에는 이견이 존재한다.²⁹²

(a) 공소장 및 법원 판결의 증거 가치

266. 중재판정부가 한국 법원의 사실관계 판단과 관련하여 이와 반대되는 증거가 제시되어 중재판정부가 사실관계 결정을 위해 증거를 형량하여야 하는 경우에 해당하지 않는 한, 법원의 사실관계 판단을 원용할 수 있음은 당사자들 간에 다툼이 없다.²⁹³ 또한, 한국 법원의 형사재판에서 사실 인정에 도달함에 있어서 본 중재에서 적용되는 기준(즉, 개연성의 우위)보다 더 높은 입증 기준(즉, 합리적인 의심을 넘어섬)을 적용한다는 사실에도 이견이 없다.²⁹⁴
267. 그러나, 당사자들은 검찰 기소에서 이루어진 사실 주장의 증거 가치에 대해서는 서로 동의하지 않는다.²⁹⁵
268. 청구인에 따르면, 중재판정부는 (i) 한국 공소장이 형사 입증 기준(즉, 합리적인 의심을 넘어섬)에 부합할 수 있는 충분한 증거가 있는 경우에만 제출되고;²⁹⁶ (ii) 검찰은 어떠한 경우에도 본 중재에서 피청구국이 이의를 제기할 수 없는 국가기관이기 때문에, 공소장의 사실 주장을 신뢰할 수 있다.²⁹⁷ 청구인의 견해에 따르면, 수사심의위원회에 대한 사건의 부의²⁹⁸ 또는 해당 위원회의 구속력 없는 권고(본 사건에서 이재용과 다른 삼성 임원을 기소하지 말 것을 권고함)는 협정 청구의 맥락에서 공소장의 증거 가치와 무관하다.²⁹⁹

²⁹² 수정 청구서면, 제 139 항; 반박서면, 제 152 항.

²⁹³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 110 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 45 항.

²⁹⁴답변서면, 제 172 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 108 항.

²⁹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 110 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 40 항.

²⁹⁶ 청구인은 한국의 검찰실무상 요구되는 입증 기준이 미국 검찰이 적용하는 “상당한 근거” 기준보다 더 엄격하다고 설명한다. 청구인의 심리 후 주장서면, 제 108 항, 검찰실무 I: 법률실무과목(2018), 14 면(CLA-196) 인용; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 25 항 참조.

²⁹⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 108-10 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 25 항. 청구인의 심리 후 주장서면, 제 105 항 참조.

²⁹⁸ 수사심의위원회는 각 잠재적 공소제기를 검토하고 검찰의 공소장 제출을 “견제(그러나 재량에 대한 권고를 통해 견제)”하기 위해 다양한 분야의 한국 국민 10 명 내지 15 명으로 구성된다. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 44 항.

²⁹⁹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 26 항.

269. 피청구국은 공소장이 “입증되지 않은 공소사실”을 나타내며, 한국 법원이 기각한 주장을 포함한다고 주장한다.³⁰⁰ 청구인이 주장하는 바와 달리, 피청구국은 한국 검찰이 공소장 제출 여부를 결정할 단독 재량을 가지고 있고, 이를 위해 어떠한 입증 기준도 충족할 필요가 없다고 주장한다.³⁰¹ 피청구국은 검찰이 수사심의위원회의 권고에도 불구하고 이재용에 대한 공소를 제기하였음을 지적한다.³⁰² 피청구국은 중재판정부가 공소장의 혐의의 기초가 되는 증거가 설득력이 있는지 여부를 판단할 재량을 가지고 있으므로, 기록상 다른 증거와 마찬가지로 평가하여야 한다고 주장한다.³⁰³

(b) 박근혜 대통령에 대한 형사재판

270. 박근혜 대통령에 대한 형사재판은 박근혜 대통령이 권한을 남용하고, 자신이 원하는 사업에 대해 재정적 기부 형태로 뇌물을 수수했으며, 본건 합병 및 삼성그룹의 승계 계획과 관련하여 이재용의 부정청탁을 받았다는 혐의를 포함하고 있다.³⁰⁴

271. 2017년 3월 10일 탄핵 이후 박근혜 대통령은 뇌물, 직권남용 및 강요죄로 징역 24년을 선고받았다.³⁰⁵ 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 판결을 일부 파기하여 박근혜 대통령의 형기를 25년 징역으로 늘렸다.³⁰⁶ 두 법원은 특히 박근혜 대통령이 본건 합병 또는 삼성그룹의 승계계획과 관련하여 이재용이 부정청탁을 하였는지 여부와 박근혜 대통령이 삼성그룹으로부터 뇌물을 수수하였는지 여부를 판단하였다.³⁰⁷

³⁰⁰ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 40 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 21 항.

³⁰¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 42-4 항. 피청구국은 청구인이 원용하고 있는 검찰실무가 법이 아니며, 학생들을 위한 교육 지침서라고 지적한다. 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 22-23 항.

³⁰² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 44 항.

³⁰³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 41 항. 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 24 항 참조.

³⁰⁴ 수정 청구서면, 제 143(d)항; 반박서면 제 156 항. 반박서면, 부속서 A, 8 면 참조.

³⁰⁵ 수정 청구서면, 제 143(d)항, 서울중앙지방법원 2017 고합 364-1, 2018년 4월 6일, 1면(C-280) 인용. 수 개월 후, 박근혜 대통령의 측근인 최순실 역시 징역 20년의 유죄 판결을 받았고, 뇌물 요구 및 수수, 박근혜 대통령과의 뇌물 요구 및 수수 음모, 직권남용 등으로 유죄 판결을 받았다. 수정 청구서면, 제 143(d)항, 서울고등법원 2018 노 723-1, 2018년 8월 24일, 3면(C-285) 인용 참조.

³⁰⁶ 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 1면(C-286/R-169).

³⁰⁷ 재반박서면, 부속서 A, 297 면. 서울중앙지방법원 2017 고합 364-1, 2018년 4월 6일(C-280); 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(C-286/R-169) 참조.

272. 본건 합병과 관련하여 박근혜 대통령이 이재용의 청탁을 받았는지 여부에 관하여, 서울고등법원은 “검사가 주장하는 개별 현안들 중”, 본건 합병이 다음과 같다고 판단하였다:

한국동계스포츠영재센터 등에 대한 [박근혜 대통령]의 지원 요구가 있었던 2015. 7. 25. 단독 면담 당시 이미 해결되어 종결된 현안들로서 본 법리에 비추어 보면 위 현안들은 위 단독 면담에서 [박근혜 대통령]의 요구 및 그에 따른 금품제공과 *대가관계*에 있다고 볼 수는 없다.³⁰⁸

273. 대법원은 2019년 8월 29일 판결에서 박근혜 대통령의 모든 유죄 판결을 각 유죄 사실마다 별도로 선고하지 않고 하나의 형으로 선고하였다는 기술적인 이유로 서울고등법원의 판결을 파기하였다.³⁰⁹ 2020년 7월 10일, 서울고등법원은 박근혜 대통령을 상대로 뇌물공여 1건과 그 밖의 모든 공소사실 1건에 대하여 각각 별개의 형을 선고하여, 합계 징역 20년을 선고하였다.³¹⁰

274. 박근혜 대통령의 측근 3명인 청와대 수석비서관 우병우, 안중범과 청와대 비서실장 김기춘도 부패와 연루되어 형사상 유죄판결을 선고받았다.³¹¹

275. 청구인에 따르면, 한국 법원은 박근혜 대통령이 직권을 남용하여 박근혜 대통령과 이재용 사이의 2014년 9월 15일자 비밀회동에서 삼성그룹에게 뇌물공여를 강요한 사실을 확정하였다.³¹² 삼성그룹이 “언젠가 정부의 지원이 필요할 때 이를 얻을 수 있으리라는 기대가 없었다면 그러한 거액의 공여행위에 응하지 않았을 것”이라면서, 청구인은 “정부의 부정한 지원에 대해 지급된 이러한 선금은 엘리엇에 대한 정부의 선입견과 편견에도 부합하였다”고 설명한다.³¹³ 청구인은 “[삼성] [삼성물산-제일모직] 합병에 도움[을 받았기 때문]”에 삼성그룹이 금전적 지원을 제공하였다면서, 뇌물을 수수한 박근혜 대통령의 특혜 단체 관계자 중 한 명의 증언을 인용한다.³¹⁴ 청구인은 박근혜

³⁰⁸ 서울고등법원 2018노 1087, 2018년 8월 24일, 51면(C-286/R-169).

³⁰⁹ 답변서면, 제 172(a)(i)-(ii)항, 대법원 2018도 14303, 2019년 8월 29일, 13면(R-180) 인용.

³¹⁰ 서울고등법원 2019노 1962, 2020년 7월 10일, 2-3면(R-314).

³¹¹ 수정 청구서면, 제 142항; 답변서면, 제 170(b)항.

³¹² 수정 청구서면, 제 139항, 서울고등법원 2017노 2556, 2018년 2월 5일, 116면, 120-21면(C-80) 인용.

³¹³ 수정 청구서면, 제 139항.

³¹⁴ 수정 청구서면, 제 140항, 2019년 4월 4일자 █████ 증인진술서, 부속서 1; 이재용에 대한 서울중앙지방법원 공판, 2017년 5월 29일, (대한승마협회 전무) █████의 증언, 11면(CWS-2) 인용.

대통령이 삼성그룹의 승계 계획을 도와주는 대가로 뇌물을 수수하였음을 한국 법원이 확인하였다고 주장하면서, 법원의 사실 판단을 잘못 해석하였다는 피청구국의 주장에 반대한다.³¹⁵

276. 피청구국은 박근혜 정부가 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 대가로서 뇌물이 제공되었다고 서울고등법원과 대법원이 판단하였음을 부정한다.³¹⁶ 피청구국은 삼성그룹의 승계계획에 관한 이재용과의 대가관계 혐의가 본건 합병이 승인된 이후인 2015년 7월 25일까지 발생할 수 없다는 서울고등법원의 판시(대법원에서 파기되지 않음)를 지적한다.³¹⁷ 특히, 피청구국은 박근혜 대통령이 삼성그룹의 한국동계스포츠영재센터에 대한 재정적 지원을 대가로 본건 합병 승인 이후에 해당하는 삼성그룹의 승계계획의 향후 일정 단계를 지원하였다는 증거를 인용한다.³¹⁸ 따라서, 피청구국은 삼성그룹의 보다 광범위한 승계 계획에 대한 자신의 지지를 본건 합병에 대한 지원으로 부풀리려는 청구인의 시도를 기각하여야 하며, 부패에 대한 한국 법원의 판단은 본 중재에서 문제되는 본건 합병에 관한 주주 표결과 전적으로 무관하다고 주장한다.³¹⁹

(c) 이재용에 대한 형사재판

277. 이재용은 본건 합병이나 삼성그룹의 승계계획과 관련하여 박근혜 대통령의 지지를 위해 뇌물을 공여하는 혐의와 기타 혐의로 기소되었다.³²⁰
278. 2017년 8월 25일, 서울중앙지방법원은 이재용에게 5개의 공소사실을 유죄로 인정하여 징역 5년을 선고하였다.³²¹ 뇌물 문제에 대해 법원은 삼성그룹의 승계계획이 용이하게

³¹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 38(a)항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 111면(C-286/R-169) 인용.

³¹⁶ 반박서면, 각주 260, 대법원 2018 도 13792, 2019년 8월 29일, 19-21면(R-179) 인용.

³¹⁷ 반박서면, 제 158항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 112면(C-286/R-169) 인용; 심리 속기록, 2일차, 68:18 – 69:10면, 서울고등법원 2019 노 1938, 2020년 2월 14일, 37면(R-311) 인용.

³¹⁸ 심리 속기록, 2일차, 69:4-10면. 피청구국의 개시 프레젠테이션, 슬라이드 56 참조.

³¹⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 9항; 심리 속기록, 2일차, 70:23-25면, 71:7-11면.

³²⁰ 반박서면, 제 156항. 재판박서면, 부속서 A, 296-97면; “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, 오마이뉴스, 2020년 9월 10일, 59면(R-316) 참조.

³²¹ 수정 청구서면, 제 143(b)항, “삼성 후계자 뇌물죄로 징역 5년”, 코리아헤럴드, 2017년 8월 25일(C-76) 인용.

진행되도록 도와줄 것이라는 기대를 가지고 삼성그룹이 박근혜 대통령과 최순실에게 뇌물을 공여하였다고 판시하였다.³²²

279. 서울고등법원은 2018년 2월 5일 삼성그룹이 박근혜 대통령의 지시에 따라 최순실에게 개인용도로 300만 달러를 송금한 사실과 이러한 송금이 뇌물공여에 해당하는 점을 “확정적으로 인식하였음”을 확인하면서 뇌물공여와 관련한 원심의 판단을 일부 유지하였다.³²³

280. 대법원은 이재용이 2019년 8월 29일 판결에서 이재용이 뇌물공여에 해당하지 않는다는 판결에서, 서울고등법원이 삼성그룹 승계계획이 부정청탁의 대상이 되었다는 점에 관한 증거들에 대해 잘못된 기준을 적용하였다고 판시하였다.³²⁴ 이에 대법원은 종전 사실판단이 이재용의 뇌물죄를 입증하였는지에 관하여 서울고등법원에 파기환송하였다.³²⁵

281. 이재용이 삼성물산과 제일모직의 주가를 조작하였다는 검찰 공소장 등, 본건 합병 이전 삼성물산과 제일모직의 분식회계 및 주가 조작 혐의와 관련하여 삼성그룹과 그 관계자에 대한 추가 형사 수사가 진행되었다.³²⁶

282. 청구인은 대법원에서 기존 사실 확정이 뒤집히지 않은 채, 특정 쟁점만을 서울고등법원에 파기환송하였음을 강조한다.³²⁷ 청구인은 본건 합병과 관련하여, 한국 정부의 불법 개입이 배경이 되어 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 한 대통령의 부정한 대가관계의 존재를 검찰 공소장이 구체적으로 주장한다는 점을 강조한다.³²⁸

³²² 수정 청구서면, 제 143(b)항, “삼성 후계자 뇌물죄로 징역 5년”, 코리아헤럴드, 2017년 8월 25일(C-76) 인용.

³²³ 서울고등법원 2017 모 2556, 2018년 2월 5일, 61면, 106-09면(C-80).

³²⁴ 대법원 2018 도 2738(이재용), 2019년 8월 29일, 28면(R-178).

³²⁵ 대법원 2018 도 2738(이재용), 2019년 8월 29일, 28면(R-178).

³²⁶ 답변서면, 제 172(d)항.

³²⁷ 답변서면, 제 172(c)항.

³²⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 38(b)항, 제 39항.

283. 피청구국은 뇌물 혐의와 본건 합병 사이의 연관성이 존재하는지 여부에 대한 문제가 한국 법원에 의해 해결되지 않았다는 입장을 반복한다.³²⁹ 구체적으로, 피청구국은 이재용의 서울고등법원 형사 재판에서 “이재용이 2014 년 9 월 면담에서 박 전 대통령에게 뇌물 공여를 약속하거나 부정한 청탁을 하였다고 인정하지는 않았다”라고 주장한다.³³⁰ 앞서 논의한 바와 같이, 피청구국은 박근혜 대통령의 소송에서 대법원이 본건 합병에 대한 직접적인 지원을 위하여 뇌물을 공여하였다고 판단하지 않았다는 점도 강조한다.³³¹

(d) 문형표 장관과 홍완선 본부장에 대한 형사재판

284. 2017 년 6 월 8 일, 서울중앙지방법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장이 다른 위법 행위들과 함께 직권남용죄를 범하였다고 판시하였다.³³²

285. 서울중앙지방법원은 문형표 장관이 홍완선 본부장에게 본건 합병에 대한 찬성 투표를 유도하도록 압력을 행사하여 국민연금의 독립성을 침해하였고, 이를 통하여 타인으로 하여금 그 직무상 의무를 위반하도록 강제함으로써 그 직권을 남용하였다고 판단하였다.³³³ 또한 법원은 문형표 장관이 2016 년 11 월 30 일 국정조사 청문회에서 보건복지부가 본건 합병에 개입하거나 본건 합병의 승인을 유도한 사실이 없다고 증언함으로써 위증하였다고 판결하였다.³³⁴

286. 이와 유사하게, 서울중앙지방법원은 홍완선 본부장이 ██████에게 본건 합병의 시너지 효과를 조작하도록 지시하고 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성하도록 부적절하게 권유함으로써 자신의 선관주의의무를 위반하여 국민연금에게 손실을 초래하였다고 밝혔다.³³⁵

³²⁹ 반박서면, 제 159 항.

³³⁰ 반박서면, 제 157 항, 서울고등법원 2017 노 2556, 2018 년 2 월 5 일, 38 면, 91 면(C-80) 인용.

³³¹ 반박서면, 제 159 항, 각주 260, 대법원 2018 도 13792(최순실), 2019 년 8 월 29 일, 19-21 면(R-179) 인용.

³³² 서울중앙지방법원 2017 고평 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 70-73 면(C-69).

³³³ 서울중앙지방법원 2017 고평 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 6-7 면, 10 면, 59 면(C-69).

³³⁴ 서울중앙지방법원 2017 고평 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 10-11 면(C-69).

³³⁵ 서울중앙지방법원 2017 고평 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 9 면, 17-18 면, 62 면(C-69).

287. 2017 년 11 월 14 일 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 판결을 인용하였다.³³⁶ 또한, 서울고등법원은 국민연금 리서치팀장 ██████가 문형표 장관과 홍완선 본부장의 지시에 따라 본건 합병에 의해 창출된 경제적 시너지를 나타내는 수치를 조작하였다는 점을 지적하면서, 국민연금은 본건 합병에서 “캐스팅 보트”를 쥐고 있었으며, “합병 시너지 수치가 근거 없이 산정된 사실이 밝혀졌더라면 찬성 표결을 한 투자위원회 위원들 중 상당수[가] ... 찬성하지 아니[하였을 것]”이라고 판시하였다.³³⁷
288. 2022 년 4 월 14 일, 대법원은 문형표/홍완선의 상고를 기각하여 서울고등법원의 판결을 유지하였다.³³⁸
289. 청구인에 따르면, 한국 법원의 판결은 “본건 합병과 관련하여 [피청구국]이 취한 절차와 조치가 명백하게 위법하다는 점에 대한 증거”에 해당한다.³³⁹ 특히, 청구인은 보건복지부가 홍완선 본부장에게 “[본건 합병]에 대하여 투자위원회에서 결정하라”를 지시하였고, 국민연금 직원들이 본건 합병을 전문위원회에 부의하지 못하도록 막은 것이 기록에 나타난다.³⁴⁰ 또한 청구인은 문형표 장관이 “[박근혜 대통령]의 ‘이 사건 합병 안건에 대한 [국민연금]의 의결권행사 문제를 잘 챙겨보라’는 지시가 있음을 적어도 인지하였고” 박근혜 대통령이나 그 측근 중 한 명으로부터 직접 지시를 받았을 것이라는 서울고등법원의 판단을 인용한다.³⁴¹ 서울고등법원도 보건복지부의 이러한 행위가 “정당한 직무집행으로 볼 수 없다”고 판단하였다.³⁴²
290. 피청구국은 문형표 장관과 홍완선 본부장에 대한 형사재판에 관한 하급심의 판결이 피청구국이 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 절차를 침해하였다는 청구인의

³³⁶ 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(C-79/R-153).

³³⁷ 수정 청구서면, 제 143(a)(ii)항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 60-61 면, 70-73 면(C-79/R-153) 인용; 반박서면, 제 167 면.

³³⁸ 대법원 2017 도 19635, 2022 년 4 월 14 일(C-781).

³³⁹ 수정 청구서면, 제 143(a)(ii)항.

³⁴⁰ 수정 청구서면, 제 107 항, 서울중앙지방법원 2017 고평합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 7 면(C-69) 인용.

³⁴¹ 수정 청구서면, 제 103 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 38 면(C-79/R-153) 인용.

³⁴² 수정 청구서면, 제 109 항, 각주 251, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 32-33 면(C-79/R-153) 인용.

주장과 모순된다고 주장한다.³⁴³ 청구인이 주장하는 바와 달리, 피청구국은 서울고등법원이 국민연금의 오픈식 표결 방식 채택³⁴⁴이 “[의결권행사지침]의 규정에 더욱 충실하기 위한 것”이었으며, “의결권행사 절차 규정을 위반한 것이 아니므로 법령상 의무 없는 일을 한 경우에 해당하지 아니한다”고 확인하였다고 주장한다.³⁴⁵ 또한 법원은 “홍 [본부장]이 국민연금 투자위원회에서 해당 사안을 결정하겠다고 [보건복지부]에 [보고]한 것을 제외하고는” 문형표 장관 지시에 따라 국민연금이 어떠한 위법한 조치를 취한 것은 아니라고 판시하였다.³⁴⁶

291. 피청구국은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 직무 위반 혐의에 관하여 서울고등법원이 직권남용을 입증하기에 충분한 증거가 없다고 판시하였다고 주장한다.³⁴⁷

292. 마지막으로, 피청구국은 서울고등법원이 문형표 장관과 홍완선 본부장이 국민연금에 적정 합병비율과 본건 합병비율 간의 차이에 상응하는 손해를 야기하였다는 주장을 입증하기 위하여 필요한 “적정” 합병비율을 확실하게 계산하기 위한 실증적인 증거가 제시되지 않았다고 판시하였음을 주장한다.³⁴⁸

2. 본건 합병의 무효를 구하는 다른 주주들의 소송

293. 2016년 2월 29일, 본건 합병 직전 삼성물산 2.11% 지분을 보유한 주주인 일성신약과 그 밖의 여러 소액주주들은 본건 합병비율이 “현저하게 불공정”하였고, 국민연금의 본건 합병 찬성 투표가 보건복지부의 부당한 지시와 홍완선 본부장의 부정행위에 따라 흠결 있는 행사가 이루어졌음을 이유로 본건 합병의 무효를 구하는 소송(이하 “합병 무효소송”)을 제기하였다.³⁴⁹

³⁴³ 반박서면, 제 160 항.

³⁴⁴ 오픈식 표결 절차에 따르면 투자위원회의 각 12명의 위원들은 4개의 표결 방식(찬성, 반대, 중립, 기권) 중 하나를 선택하거나 위원회 표결을 기권할 수 있다. 반박서면, 각주 262. 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일, 19면(C-79/R-153) 참조.

³⁴⁵ 반박서면, 제 162 항, 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일, 18면, 43면(C-79/R-153) 인용.

³⁴⁶ 반박서면, 제 163 항, 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일, 18면, 43-45면(C-79/R-153) 인용.

³⁴⁷ 반박서면, 제 164-65 항, 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일, 42면, 58면(C-79/R-153) 인용.

³⁴⁸ 반박서면, 제 166 항, 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일, 65-66면(C-79/R-153) 인용.

³⁴⁹ 반박서면, 제 182 항.

294. 2017년 10월 19일 서울중앙지방법원은 주주들의 청구를 기각하였다.³⁵⁰ 서울중앙지방법원은 본건 합병비율이 자본시장법에 따라 산정되었고, 추가조작이나 불공정거래의 증거가 없다면 본건 합병비율은 “현저하게 불공정”하다고 볼 수 없다고 판단하였다.³⁵¹ 본건 합병이 삼성물산 주주들의 비용으로 이루어진 삼성그룹 승계 계획의 일부였다고 하더라도, 법원은 이러한 본건 합병의 목적이 부적절하다고 볼 수 없다고 판시하였다.³⁵²
295. 또한, 서울중앙지방법원은 오픈식 표결 절차의 채택을 포함한 국민연금 투자위원회의 의결권 행사가 의결권행사지침을 준수하였고, 투자 손실 또는 주주 가치에 대한 손해를 발생시키는 의무 위반을 구성하지 않는다고 판결하였다.³⁵³ 법원은 국민연금 투자위원회 위원들의 전문적인 경험을 고려할 때, “한 개인의 찬성 유도 행위에 따라 그 의사를 결정하기 보다는 수익이나 주주가치를 보다 고려하였을 것으로 보인다”고 판시하였다.³⁵⁴ 보건복지부의 개입 혐의와 관련하여, 법원은 국민연금 이사장이 보건복지부의 개입이나 홍완선 본부장의 행위를 알고 있었음을 시사할 증거가 없다고 판시하였다.³⁵⁵
296. 서울중앙지방법원의 판결에 대하여 항소되었으나, 추후 취하되었다.³⁵⁶ 따라서 이러한 판시는 현재 확정되었다.³⁵⁷
297. 청구인은 서울중앙지방법원이 주주의 청구를 기각한 것은 본건 합병이 삼성물산 주주들의 비용으로 삼성 일가의 부당한 이익을 추구하기 위한 것이 아니었음을 입증하지는 않는다고 주장한다.³⁵⁸ 나아가, 청구인은 “현저하게 불공정”한 비율에 대한 판단은 추가조작 범죄의 입증에 적용되는 높은 기준을 요구하는 반면, 이와 같은 조종

³⁵⁰ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일(R-20); 답변서면, 제 177 항.

³⁵¹ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 17-19면(R-20); 답변서면, 제 177(b)항.

³⁵² 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 11-12면(R-20).

³⁵³ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 44-46면(R-20).

³⁵⁴ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 45면(R-20).

³⁵⁵ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 41-42면(R-20).

³⁵⁶ 서울고등법원 2017 나 206657, 2022년 5월 2일(R-388).

³⁵⁷ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 19 항.

³⁵⁸ 답변서면, 제 177(a)항.

증거는 지방법원 판결 후 한국 검찰의 수사를 통하여 최근에서야 드러나게 되었다고 한다.³⁵⁹

298. 청구인에 따르면, 법원이 판단한 쟁점은 국민연금 위원장이 문형표 장관의 위법한 개입 또는 홍완선 본부장의 부당행위를 알고 있었는지 여부이며, 그들의 불법행위는 쟁점이 아니었으므로, 본건 합병에 관한 피청구국의 위법행위와 관련된 쟁점은 무효소송에서 간접적으로 발생한 것일 뿐이다.³⁶⁰

299. 피청구국은 (i) 본건 합병비율이 관련 법령에 따라 결정되었고; (ii) 국민연금의 의결권 행사가 위법하다고 볼 수 없으며; (iii) 투자위원회의 결정이 의무 위반을 구성하지 않는다는 합병 무효소송에서의 법원 판결이 청구인의 청구를 뒷받침하지 않는다고 주장한다.³⁶¹

3. 국민연금 내부감사

300. 2018년 6월, 국민연금은 본건 합병과 관련된 각 회사에 대한 가치평가 보고서 초안, 본건 합병의 시너지 효과 계산, 제일모직의 토지 가치 산정 등 “15.7월 합병 안건 의결권 행사 과정에서의 업무 처리 전반의 적정성”을 조사하기 위해 내부감사를 실시하였다.³⁶²

301. 공식 감사 보고서는 “합병 안건과 관련한 강압적 지시로 적정합병비율 왜곡, 합병시너지 조작, [제일모직] 보유토지 가치산정 부적정”을 통한 의무위반이 있었는지 여부에 관하여, 본건 합병 당시 리서치팀장 ██████가 “성실의무, 품위유지의무 및 [기금운용지침]상 선관주의 의무를 현저히 위반하고 ‘비위의 정도가 심하고 고의가 있는 경우’에 해당”한다고 결론 내린다.³⁶³ 본건 합병 당시 리서치팀원 ██████은 성실의무를 위반하고

³⁵⁹ 답변서면, 제 177(b)항.

³⁶⁰ 답변서면, 제 177(c)항.

³⁶¹ 반박서면, 제 183 항.

³⁶² 삼성물산-제일모직 합병 관련 2018년 6월 21일자 국민연금 내부감사결과(국민연금 내부감사결과 공표사실을 보여주는 2018년 7월 5일자 국민연금 웹사이트의 화면과 함께 제출), 2면(C-84).

³⁶³ 삼성물산-제일모직 합병 관련 2018년 6월 21일자 국민연금 내부감사결과(국민연금 내부감사결과 공표사실을 보여주는 2018년 7월 5일자 국민연금 웹사이트의 화면과 함께 제출), 4면(C-84).

“비위의 정도가 약하고 경과실인 경우”에 해당한다고 판단하였다.³⁶⁴ 본건 합병 당시 또다른 리서치팀원인 ████████도 업무소홀, 행동강령 위반으로 판단되었다.³⁶⁵

³⁶⁴ 삼성물산-제일모직 합병 관련 2018년 6월 21일자 국민연금 내부감사결과(국민연금 내부감사결과 공표사실을 보여주는 2018년 7월 5일자 국민연금 웹사이트의 화면과 함께 제출), 4면(C-84).

³⁶⁵ 삼성물산-제일모직 합병 관련 2018년 6월 21일자 국민연금 내부감사결과(국민연금 내부감사결과 공표사실을 보여주는 2018년 7월 5일자 국민연금 웹사이트의 화면과 함께 제출), 4면(C-84).

IV. 청구취지

A. 청구인의 청구취지

302. 수정 청구서면에서 청구인은 중재판정부에게 다음을 요청한다:

- (a) 한국이 협정을 위반하였음을 확인한다;
- (b) 한국에 대하여, 한국의 위반행위에 의하여 야기된 청구인의 손해액 미화 581,268,280 달러를 청구인에 배상할 것을 명한다;
- (c) 한국에 대하여, 위 (b)의 금액에 대하여 5%의 비율로 2015. 7. 16.부터 매달 복리로 계산된 2019. 3. 31. 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 136,712,548 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (d) 5%의 비율로 중재판정 후 이자를 청구인에 지급한다;
- (e) 한국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전부 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에 발생한 비용을 청구인에 지급할 것을 명한다;
- (f) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.³⁶⁶

303. 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면에서 청구인은 중재판정부에 다음을 요청한다:

- (a) 대한한국이 협정을 위반하였음을 확인한다;
- (b) 대한민국에 대하여, 대한민국의 위반행위에 의하여 야기된 청구인의 손해액 미화 539,836,168 달러를 청구인에게 배상할 것을 명한다;
- (c) 대한민국에 대하여, 위 (b)의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 2015 년 7 월 16 일부터 중재판정일까지의 기간 동안 매달 복리로 계산된 2020 년 6 월 30 일 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 167,418,465 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (d) 연 5%의 비율에 따른 중재판정 후 이자를 청구인에게 지급한다;
- (e) 대한민국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전부 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 비용을 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (f) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.³⁶⁷

304. 청구인의 심리 후 주장서면에서 청구인은 중재판정부에게 피청구국의 본안전 이의제기를 기각하고 다음을 이행할 것을 요청한다:

- (a) 대한민국이 협정을 위반하였음을 선언한다;

³⁶⁶ 수정 청구서면, 제 267 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 162 항.

³⁶⁷ 답변서면, 제 617 항.

- (b) 대한민국에 대하여, 대한민국의 위반행위에 의하여 야기된 청구인의 손해액 미화 475,609,556 달러를 청구인에게 배상할 것을 명한다;
- (c) 대한민국에 대하여, 위 (b)의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 2015 년 7 월 16 일부터 중재판정일까지의 기간 동안 매달 복리로 계산된 2022 년 4 월 13 일 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 210,368,995 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (d) 완납시까지 매달 복리로 계산된 연 5%의 비율에 따른 중재판정 후 이자를 청구인에게 지급한다;
- (e) 대한민국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전부 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 비용을 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (f) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.³⁶⁸

305. 청구인의 심리 후 재반박서면에서 청구인은 중재판정부에게 피청구국의 본안전 이의제기를 기각하고 다음을 이행할 것을 요청한다:

- (a) 대한민국이 협정을 위반하였음을 선언한다;
- (b) 대한민국에 대하여, 대한민국의 위반행위에 의해 야기된 청구인의 손해액 미화 408,253,247 달러를 청구인에게 배상할 것을 명한다;
- (c) 대한민국에 대하여 위 (b)의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 2015 년 7 월 16 일부터 중재판정일까지의 기간 동안 매달 복리로 계산된 2022 년 4 월 13 일 기준 중재판정 전 이자액 총 미화 206,633,357 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- (d) 5%의 비율에 따르고 완납 전까지 매달 복리로 계산되는 중재판정 후 이자를 청구인에게 지급한다
- (e) 대한민국에 대하여, 전문가들에게 지급되는 수수료와 변호사 보수 전액 및 본 중재 관련 지출액과 비용 등 본 중재절차와 관련하여 청구인에게 발생한 비용을 청구인에게 지급할 것을 명한다; 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명한다.³⁶⁹

B. 피청구국의 청구취지

306. 반박서면에서 피청구국은 중재판정부에게 다음을 요청한다:

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각;
- (b) 예비적으로, 한국이 협정을 위반한 경우에도 청구인은 손해배상을 받을 자격이 없음을 확인;

³⁶⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 259 항.

³⁶⁹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 106 항.

- (c) 청구인에게, 본 중재절차와 관련한 행정비용 및 보수, 중재판정부 및 그에 의하여 임명되는 모든 전문가의 보수 및 비용, 그리고 한국의 법률 비용(내·외부 포함)과 실비를 포함한 본 중재 및 관련 절차를 위한 모든 비용 및 보수를 모두 지급하도록 하는 명령; 그리고
- (d) 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.³⁷⁰

307. 재반박서면에서 피청구국은 중재판정부에게 다음을 요청한다:

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각한다;
- (b) 청구인이 본 중재와 관련된 행정비용 및 보수, 중재판정부 및 그에 의하여 선임되는 모든 전문가의 보수 및 비용, 한국의 법률비용(내·외부 포함)과 부대비용을 포함한 본 중재 및 관련 절차를 위한 모든 비용 및 보수를 지급할 것을 명령한다; 그리고
- (c) 기타 본 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.³⁷¹

308. 피청구국의 심리 후 주장서면과 심리 후 재반박서면에서 피청구국은 중재판정부에게 다음을 요청한다:

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각한다;
- (b) 청구인 또는 엘리엇 그룹 소속 단체가 합의계약에 따라 “추가지급금(Top Up Payment)”을 수령하는 날로부터 30 일 이내에 청구인이 한국에 “추가지급” 상당액을 지급할 것을 명령한다;
- (c) 발생한 행정 비용과 요금, 중재판정부와 중재판정부가 위촉한 여하한 전문가들의 비용과 경비, 한국이 본 중재절차를 위해 소요한 법률비용(내부적·외부적 비용을 모두 포함)과 지출내역 등을 포함하여, 본 중재절차와 모든 관련 절차에 소요된 모든 비용과 요금은 완전 보상 방식으로 청구인이 부담한다; 그리고
- (d) 기타 본 중재판정부가 적절하다고 여기는 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.³⁷²

³⁷⁰ 반박서면, 제 643 항.

³⁷¹ 재반박서면, 제 544 항.

³⁷² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 236 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 98 항.

V. 관할 및 청구적격

309. 피청구국은 (i) 피청구국과 국민연금의 쟁점 행위가 협정 제 11.1 조에서 요구하는 바와 같이 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”를 구성하지 않으며; (ii) 본건 합병 관련 표결을 포함한 국민연금의 행위는 피청구국에게 귀속되지 않고; (iii) 삼성물산 주식 및 스왑에 대한 청구인의 소유권은 협정상 보호대상 투자가 아니며; (iv) 청구인이 제기한 청구는 절차남용에 해당한다면서, 관할 및 청구적격에 대한 4 가지 이의를 제기한다.

310. 청구인은 아래 각 항목에 기재된 여러 주장을 토대로 피청구국의 이의제기를 반박한다.

A. 청구인의 청구가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”를 야기하는지 여부

311. 협정 제 11.1 조 제 1 항은 투자에 관한 협정의 범위와 적용 대상을 규율한다:

제 11.1 조: 적용범위

1. 이 장은 다음에 관하여 당사국이 채택하거나 유지하는 조치에 적용된다.
 - 가. 다른 쪽 당사국의 투자자;
 - 나. 적용대상투자; 그리고
 - 다. 제 11.8 조 및 제 11.10 조에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자.

1. 피청구국의 입장

312. 피청구국은 청구인이 이의를 제기하는 행위 중 어느 것도 협정 제 11.1 조에 따라 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하지 않는다고 주장한다. 따라서, 피청구국은 중재에 대한 한국측의 동의가 해당 행위에 적용되지 않는다고 주장한다.

(a) “조치”라는 용어에 대한 해석

313. 피청구국은 협정의 보호를 촉발하는 “조치”를 구성하기 위해서는 투자유치국의 행위가 “입법 또는 행정적 규칙의 제정 절차 및 및 관행”을 수반하여야 한다고 주장한다.³⁷³ 피청구국은 이러한 주장을 뒷받침하기 위해, “조치”를 “제안된 입법 행위”,³⁷⁴ “제안되거나

³⁷³ 반박서면, 제 203 항; 재반박서면, 제 20 항.

³⁷⁴ 반박서면, 제 205(a)항, 메리엄-웹스터 사전(온라인), “조치”, 2019 년 9 월 18 일 최종 접속(R-183) 인용.

채택된 입법적 재정”³⁷⁵ 및 “법률안” 등으로 정의하는 다양한 사전을 인용한다.³⁷⁶ 이를 토대로, 피청구국은 상행위나 단순한 정책적 고려는 “조치”에 포함되지 않는다고 주장한다.³⁷⁷

314. 피청구국은 조약법에 관한 비엔나 협약(이하 “VCLT”) 제 31 조에 따라 “조치”의 통상적 의미는 “국가의 행위 능력을 마비시키지 않으면서 해외 투자자를 유치하기 위해 보호를 제공한다는 협정 목적상의 맥락에 맞게” 적용하여야 한다고 주장한다.³⁷⁸ 피청구국에 따르면, 협정 전반에 넓은 의미의 맥락에 비추어 볼 때 “조치”라는 용어는 국가의 입법 또는 규제적 규칙 제정 및 집행을 의미한다.³⁷⁹ 협정 전문에서 언급된 바와 같이, 당사국들은 “양국의 무역 및 투자를 규율하는 명확하고 상호 유익한 규칙의 제정”을 위하여 협정을 체결하였으며, 이러한 원칙에 따라 각 당사국에서 이러한 입법 및 규제적 규칙을 정하는 것이 협정의 대상 및 목적이다.³⁸⁰

315. 피청구국은 협정 제 1.4 조는 “조치”를 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”으로 정의하고 있다면서, 협정상 “조치”라는 용어의 다른 사용을 보면 당사국의 입법 또는 규제상 규칙의 제정 및 그 집행의 행사를 수반하여야 함을 보여준다고 주장한다. 피청구국은 다음과 같은 사례들을 언급한다:

- (a) 협정 제 1.3 조는 당사국들이 “[협정]의 규정에 효력을 부여하기 위하여 모든 필요한 조치가 취하여지도록 보장”할 것을 요구한다;³⁸¹
- (b) 제 3.3 조는 “농업 긴급수입 제한조치”로서, 각 당사국이 농산물에 대한 “더 높은 수입관세의 형태로” 조치를 적용하는 것을 허용한다;³⁸²

³⁷⁵ 반박서면, 제 205(b)항, 옥스포드 영어사전(온라인), “조치”, 2019년 9월 18일 최종 접속(R-184) 인용.

³⁷⁶ 반박서면, 제 205(c)항, 렉시코(옥스포드 사전)(온라인), “조치”, 2019년 9월 18일 최종 접속(R-185) 인용.

³⁷⁷ 반박서면, 제 205 항. 재반박서면, 제 25-26 항 참조.

³⁷⁸ 반박서면, 제 204 항, 조약법에 관한 비엔나 협약, 1969년 5월 23일, 제 31 조 제 1 항(RLA-5) 인용; 재반박서면, 제 21 항.

³⁷⁹ 반박서면, 제 211 항, 213 항.

³⁸⁰ 반박서면, 제 211-12 항, 협정, 전문(C-1) 인용.

³⁸¹ 반박서면, 제 212(a)항; 재반박서면, 제 22(b)항.

³⁸² 반박서면, 제 212(d)항.

- (c) 제 2 장 제 4 절의 “비관세조치”는 “상품의 수입에 대한 금지 또는 제한”, “새로운 또는 변경된 수입허가절차” 또는 “상품에 대한 관세, 조세 또는 부과금”을 포함한다.³⁸³
- (d) 제 2 장 제 5 절은 특히 “[특산주] 제품의 제조를 규율하는 자국의 기존의 법 및 규정, 그리고 ... 이러한 법 및 규정의 수정”을 다루는 “그 밖의 조치”를 정한다.³⁸⁴ 그리고
- (e) 제 20 장은 부속서 20-가에 열거된 다자간환경협정(“적용대상 협정”)에 따른 각 당사국의 의무를 이행하기 위한 행위에 관하여, “법, 규정 및 그 밖의 모든 조치”라는 문구를 사용한다.³⁸⁵

316. 피청구국은 투자 중재판정부가 “모든 정부 행위가 반드시 ‘조치’에 해당하는 것은 아니므로”,³⁸⁶ 계약상 위반 그 자체,³⁸⁷ 특정 사법행위³⁸⁸ 및 “법률로 제정되지 않은 법안”은 관련 협정상 “조치”에 해당하지 않는다는 피청구국의 입장을 지지하고 있다고 주장한다.³⁸⁹ 또한 피청구국은 *Fisheries Jurisdiction* 사건에서 국제사법재판소(이하 “**ICJ**”)가 “조치”라는 용어에 “법령, 규정 및 행정 행위”가 포함된다고 판시하였음을 지적한다.³⁹⁰

317. 피청구국에 따르면, 협정상의 “조치”가 “채택하거나 유지”한 것이어야 한다는 것은 “조치”라는 용어가 해당 규칙을 집행하기 위한 입법적 또는 행정적 규칙제정 또는 관행으로 제한되며, 특정 행동 방침을 따르기 위하여 내려진 “최종적인 결정”만을 다루고

³⁸³ 반박서면, 제 212(b)항, 협정, 제 2.8.1 조, 제 2.9.2(b)조, 제 2.11 조(C-1) 인용; 재반박서면, 제 22(c)항.

³⁸⁴ 반박서면, 제 212(c)항, 협정, 제 2.13.3 조(C-1) 인용; 재반박서면, 제 22(c)항.

³⁸⁵ 반박서면, 제 212(e)항; 재반박서면, 제 22(a)항.

³⁸⁶ 반박서면, 제 206 항, *Mesa Power Group, LLC v. Government of Canada*, PCA 사건 번호 2012-17, 판정문, 2016 년 3 월 24 일, 제 256 항(CLA-45) 인용.

³⁸⁷ 반박서면, 제 206(a)항, *Robert Azinian and Others v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/97/2, 판정문, 1999 년 11 월 1 일, 제 87 항(RLA-16) 인용.

³⁸⁸ 반박서면, 제 206(b)항, *Loewen Group, Inc. and Another v. United States of America*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/98/3, 청구적격 및 관할에 대한 피청구국의 항변에 관한 결정, 2011 년 1 월 5 일, 제 52 항(RLA-55) 인용.

³⁸⁹ 반박서면, 제 206(c)항, *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 관할권에 대한 판정문, 1998 년 6 월 24 일, 제 66-67 면(RLA-15); 재반박서면, 제 23(d)항.

³⁹⁰ 재반박서면, 제 23(c)항, *Fisheries Jurisdiction (Spain v. Canada)*, 법원의 관할권, 판결문, 1998 년 I.C.J. 보고서, 제 60 항, 제 66 항(RLA-14) 인용.

있음을 보여준다.³⁹¹ 피청구국은 “채택”의 사전적 정의에 의존하고 있는데, 이는 “헌법, 헌법 개정, 법령 또는 조례의 경우, 수락하다, 동의하다 및 시행하다”,³⁹² “정식으로 수락하고 시행하다”,³⁹³ “정식으로 (보고, 제안 또는 결의 등을) 승인 또는 수락하다”³⁹⁴ 또는 “비준하다”와 “정식으로 승인 또는 수락하다”로 구성된다.³⁹⁵

318. 피청구국은 “유지하다(maintain)”라는 용어가 “유지(keep up)” 또는 “지속하다” 등, 보다 넓게 용어가 정의될 수 있음을 인정하면서도, “조치”는 우선 채택되지 않고서는 유지될 수 없다고 주장한다.³⁹⁶ 따라서, 피청구국은 “채택”할 수 없지만 여전히 “유지”될 수 있기 때문에 부작위가 “조치”에 해당한다는 청구인의 주장을 거부한다.³⁹⁷ “조치”를 구성하려면, 피청구국은 입법적, 규제적 또는 행정적 조치가 어느 시점에는 채택되었어야 한다고 주장한다.³⁹⁸
319. 따라서, 협정이 “조치”를 구체적으로 정의하고 있는 점에 비추어 볼 때, 피청구국은 “국가가 달리 협정에 의하여 보호되는 원칙을 위반할 수 있는 특정 행위에 관여할 수 있지만, 그것이 협정상의 조치가 아니기 때문에 제소할 수 없다”고 주장한다. 이는 실제로 *Hamester v. Ghana* 사건에서 중재판정부가 내린 결론이다.³⁹⁹

³⁹¹ 반박서면, 제 208 항; 재반박서면, 제 27(a)항.

³⁹² 반박서면, 제 209(a)항, 블랙 법률 사전(온라인), “채택하다란?.”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-186**) 인용.

³⁹³ 반박서면, 제 209(b)항, 메리엄-웹스터 사전(온라인), “채택”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-187**) 인용.

³⁹⁴ 반박서면, 제 209(c)항, 옥스포드 영어사전(온라인), “채택”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-188**) 인용.

³⁹⁵ 반박서면, 제 209(d)항, 렉시코(옥스포드 사전)(온라인), “채택”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-189**) 인용.

³⁹⁶ 반박서면, 제 208 항, 210 항.

³⁹⁷ 재반박서면, 제 27(b)항.

³⁹⁸ 재반박서면, 제 27(b)항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 14 항.

³⁹⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 13 항, *Gustav F W Hamester v. Republic of Ghana*, ICSID 사건 번호 ARB/07/24, 판정문, 2010년 6월 18일, 제 331 항(**CLA-6**) 인용.

(b) 청와대와 보건복지부의 행위가 협정상 “조치”에 해당하는지 여부

320. 피청구국은 청와대와 보건복지부 관계자들이 행사하였다고 주장하는 본건 합병 표결에 대한 압력이 한국법상 위법한 것으로 간주되는지 여부와 관계없이 협정에 따른 청구의 대상이 되는 “조치”를 구성하지 않는다고 주장한다.⁴⁰⁰
321. 첫째로, 피청구국은 본건 합병의 “서막”에 이루어졌다는 행위 자체가 인식 가능한 손실을 끼치지 않았으므로, “조치”를 구성할 수 없다고 주장한다.⁴⁰¹ 피청구국은 본건 합병비율에 따른 국민연금의 본건 합병 투표가 본 중재에서 청구인이 제기한 청구의 유일한 기반이라고 주장한다.⁴⁰² 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 청와대와 보건복지부의 부적절한 행위, 즉 국민연금에게 본건 합병을 “챙겨볼” 것과 투자위원회에게 본건 합병 투표에 대한 결정을 하도록 지시한 것은 단지 “배경에 관한 주장”에 불과하다.⁴⁰³
322. 또한, 피청구국은 투자위원회가 본건 합병 투표를 결정하도록 보건복지부가 홍완선 본부장에게 지시한 것만이 “행위”라고 청구인이 지적할 수 있는 유일한 것일 수 있다고 주장한다. 그러나, 피청구국에 따르면 이러한 행위는 본건 합병 투표 전에도 이루어졌다.⁴⁰⁴
323. 둘째로, 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 한 청와대와 보건복지부의 압력이 협정상 “조치”로 간주되더라도, 피청구국은 협정 제 11.1 조의 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하지 않는다고 주장한다.⁴⁰⁵ 조치는 정부의 내부 심의 절차가 완료되어야 채택되므로, 피청구국은 쟁점 행위가 기껏해야 박근혜 정부가 자신의 지위를 사용하여 국민연금에 압력을 행사한 일반적인 정책적 이니셔티브에 대한 것을 나타낸 것이라고 주장한다.⁴⁰⁶

⁴⁰⁰ 반박서면, 제 220 항, 제 225 항, 제 227 항; 재반박서면 제 28 항.

⁴⁰¹ 재반박서면, 제 28(b)항.

⁴⁰² 반박서면, 제 221 항.

⁴⁰³ 반박서면, 제 221 항, 제 225 항, 제 227 항; 재반박서면, 제 28(a)-(b)항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 9 항.

⁴⁰⁴ 재반박서면, 제 28(c)항.

⁴⁰⁵ 반박서면, 제 222 항.

⁴⁰⁶ 반박서면, 제 225 항.

(c) 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 협정상 “조치”에 해당하는지 여부

324. 피청구국은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 순수하게 주주가 자신의 재량에 따라 자신의 목적을 위하여 행사한 상업적 행위이므로, 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”를 구성하지 않는다고 주장한다.⁴⁰⁷ 구체적으로, 피청구국은 이러한 주주 표결이 협정 제 1.4 조의 의미상 “법률, 규정, 절차, 요건 또는 관행”이 아니며, 법이나 행정규칙을 통과 또는 집행하는 과정에 해당하지 않는다고 주장한다.⁴⁰⁸ 피청구국에 따르면, 청구인이 주장하는 “조치”의 정의(“정부의 작위, 처리, 또는 부작위”)조차 그러한 상업적 행위를 포섭하지 않는다.⁴⁰⁹
325. 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 한국에 귀속될 수 있다고 하더라도,⁴¹⁰ 피청구국은 순수한 상행위를 협정상 “조치”로 정의하는 경우 “상행위 주체들 간의 ‘통상적인 거래’를 협정상의 분쟁으로 부적절하게 격상시키는 것”이라고 주장한다.⁴¹¹ “공공기관과의 통상적인 거래”가 투자조약에 의해 보호되지 않는다고 중재판정부가 판단한 *Azinian v. Mexico* 사건을 인용하면서, 피청구국은 *Azinian* 중재판정부가 지적한 “사항”은 입법적, 규제적 또는 행정적인 어떠한 종류의 정부 조치 없이 국민연금이 일방적으로 행사한 의결권을 포함하는 본건 내 상행위와 관련하여 “보다 명백”해진다고 주장한다.⁴¹²

(d) 피청구국이 청구인과 그 투자에 “관련한” 조치를 채택하거나 유지하였는지 여부

326. 쟁점 행위가 협정상 “채택하거나 유지하는 조치”라고 가정하더라도, 피청구국은 국민연금의 표결이 협정 제 11.1 조에서 요구하는 바와 같이 청구인 또는 그의 투자와 “관련”되지 않는다고 주장한다.⁴¹³

⁴⁰⁷ 반박서면, 제 215 항; 재반박서면, 제 29(b)항.

⁴⁰⁸ 반박서면, 제 215 항, 협정, 제 1.4 조(C-1) 인용; 재반박서면, 제 29(b)항.

⁴⁰⁹ 재반박서면, 제 29(b)항, 답변서면, 제 261 항 인용.

⁴¹⁰ 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결이 자신에게 귀속됨을 부정한다. 이러한 주장은 아래 제 V.B 절에서 자세히 논의한다.

⁴¹¹ 반박서면, 제 215 항, *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/97/2, 판정문, 1999년 11월 1일, 제 87 항(RLA-16).

⁴¹² 반박서면, 제 216 항, *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/97/2, 판정문, 1999년 11월 1일, 제 87 항(RLA-16) 인용; 재반박서면, 제 29(b)항.

⁴¹³ 반박서면, 제 228 항, 협정, 제 11.1 조(C-1) 인용.

327. 피청구국은 *Methanex Corporation v. United States* 사건과 *Resolute Forest Products v. Canada* 사건을 인용하면서, 협정의 문맥상 “관련한”이라는 문구는 국민연금이 본건 합병을 승인한 표결과 청구인의 삼성물산 투자 사이에 “법적으로 유의미한 관련성”이 존재한다는 점과 이로 인해 발생하였다고 주장되는 손해가 단순히 “별다른 관련성이 없거나 단순히 결과적인” 것이 아니었다는 것을 청구인이 입증할 것을 요구한다고 주장한다.⁴¹⁴ 피청구국은 미국도 이와 동일하게 이해한다고 지적한다.⁴¹⁵ 이에 따라, 피청구국은 “관련한” 요건은 청구인이 주장하는 것처럼 단순히 “일부 부수적인 효과 이상”의 영향이 아니라, 무언가 중대한 것이 있을 것을 필요로 한다고 주장한다.⁴¹⁶
328. 당사국의 행위와 그로 인한 손해 사이에 “사실상 연관성”만이 인정되면 “관련한” 것으로 볼 수 있다는 청구인의 견해와 달리, 피청구국은 (i) 본건 합병 당시 삼성물산의 11 만명 이상의 주주, 제일모직의 5 만명 이상의 주주, 삼성그룹 전체의 수많은 주주들과 “광범위한 행위자와 경제적 이해관계”가 있었으며; (ii) 국민연금의 표결과 본건 합병의 결과가 “아주 많은 수의 투자자와 투자에 대해 잠재적 영향”을 미치며 한국 경제 전체에 영향을 미칠 수 있다는 점을 고려하면, 본 사건에서 문제되는 주주 의결권 행사는 *Methanex* 및 *Resolute Forest* 사건 등에서 다루어진 일반적인 조치와 유사하다고 본다.⁴¹⁷ 따라서, 문제되는 조치들이 다른 모든 삼성물산과 제일모직 주주들에게 미친 것과 같이 동일한 영향을 청구인에게 미쳤다면, 청구인에게 미치는 영향은 미미할 수밖에 없다.⁴¹⁸
329. 피청구국에 따르면, 청구인은 국민연금의 표결이 청구인의 투자에 법적으로 유의미한 관련성을 가지고 있음을 충분히 입증하지 못하였다: “국민연금의 투표는 EALP의 투자에 대한 것이 아니었으며, EALP의 투자를 찬성 또는 반대하기 위한 것이 아니었으며, 나아가

⁴¹⁴ 반박서면, 제 229-33 항, *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 147 항(**RLA-22**); *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건 번호 2016-13, 관할 및 청구적격 관련 결정문, 2018년 1월 30일, 제 242 항(**RLA-86**) 인용; 재반박서면, 제 32 항, 제 34 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 17 항.

⁴¹⁵ 재반박서면, 제 33 항.

⁴¹⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 17 항, 심리 속기록, 1 일차, 85:4-14 면 인용.

⁴¹⁷ 재반박서면, 제 33(b)항, *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 130 항(**RLA-22**) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 16 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 10(a)항.

⁴¹⁸ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 10 항.

이러한 투자와 관련된 EALP의 권리를 규율하지도 않았다”.⁴¹⁹ 또한 청구인은 그 주장과 달리, 표결에 의하여 구체적으로 “표적”이 된 것도 아니었다.⁴²⁰ 오히려, 피청구국의 주장에서 청구인은 국민연금이 국제법상 또는 한국법상 특정 방향으로 의결권을 행사할 의무를 부담하지 않는 “주주 중 하나”에 불과하였다.⁴²¹

330. 피청구국은 자신이 청구인의 적법절차 권리를 위반하였음을 부인한다. 피청구국은 투자위원회의 본건 합병 찬성 결정이 의무 위반 또는 신뢰 위반에 해당하지 않는다고 판단한 한국 법원의 판결을 인용한다.⁴²² 또한, 피청구국은 국민연금이 가입자 및 수익자에 대해서만 보호의무를 부담한다는 점을 고려할 때, 적법절차 위반이 있더라도 청구인과 “관련”되지 않는다고 주장한다.⁴²³

331. 마지막으로, 피청구국은 청구인이 “표적”이 되었다는 주장의 내용은 “EALP가 본건 합병에 대하여 발표하기 훨씬 전”에 피청구국이 채택한 입장이라고 강조한다.⁴²⁴ 따라서, 본건 합병이 한국 경제에 미치는 영향에 대한 검토는 “엘리엇 그룹이 등장하기 전에 이루어졌다”.⁴²⁵ 피청구국은 청구인의 분석에는 국민연금의 표결에 대한 청와대의 개입 혐의가 청구인과 관련이 있었다는 증거를 제시하지 않았다고 주장한다.⁴²⁶

2. 청구인의 입장

332. 청구인은 자신의 청구가 본건 합병 표결 자체에 국한되지 않고, 국민연금의 본건 합병 의결권행사로 완성된 “비리와 외국인 투자자인 [청구인]에 대한 차별적 의도에 기인한 불가분적인 일련의 정부행위”에 관한 것이라고 주장한다.⁴²⁷ 따라서, 청구인은 청와대,

⁴¹⁹ 반박서면, 제 236 항.

⁴²⁰ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 18(b)항.

⁴²¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 7 항.

⁴²² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 20 항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 43면(R-20) 인용; 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 63면(C-69).

⁴²³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 21 항.

⁴²⁴ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 11 항.

⁴²⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 10(b)항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 12 항.

⁴²⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 10(c)항.

⁴²⁷ 답변서면, 제 280 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 33 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 49-50 항.

보건복지부 및 국민연금의 각각의 작위 및 부작위가 협정 제 11.1 조 제 1 항의 목적상 “조치”에 해당한다고 주장한다.⁴²⁸

(a) “조치”라는 용어에 대한 해석

333. 청구인은 “조치”라는 용어는 협정 제 1.4 조에 따라 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”을 포함하되 이에 국한되지 않은 것으로 정의되고 있다고 주장한다.⁴²⁹ 청구인의 견해에 따르면, 협정 문언과 관례 판례법은 피청구국의 제한적 해석을 뒷받침하지 않는다.⁴³⁰
334. 청구인은 피청구국이 인용한 동일한 사전이 실제로 “조치”라는 명사의 통상적 의미가 “마련되거나 취해진 조치”,⁴³¹ “계획, 행동 과정”⁴³² 또는 “특정한 목적을 달성하기 위하여 취하여진 계획이나 행동 과정”을 포함한다는 것을 인정한다고 주장한다.⁴³³ 청구인에게 있어서, 사전적 정의는 “조치”라는 용어의 통상적 의미가 입법, 행정 규칙제정이나 그 집행에 국한되지 않으며, 행위귀속에 대한 별도의 기준에 따라 당사국에게 귀속되는 행위를 하는 자의 모든 작위 또는 부작위를 포섭함을 확인한다.⁴³⁴ 청구인은 “관행”이라는 용어가 공식적인 “입법” 또는 “규제”에 근거하는지 여부에 관계없이 순수하게 중대한 작위 및 부작위를 의미한다고 지적한다.⁴³⁵
335. 나아가, 청구인은 “조치”가 주권적 권한의 행사여야 한다는 추가적인 요건이 있음을 부정한다.⁴³⁶ 이와 관련하여, 청구인은 “상업적” 기능을 국가의 국제적 의무를 위반할 수

⁴²⁸ 답변서면, 제 259-60 항.

⁴²⁹ 답변서면, 제 261 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 51 항.

⁴³⁰ 답변서면, 제 263 항.

⁴³¹ 답변서면, 제 264(a)항, 메리엄-웹스터 사전(온라인), “조치”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-183**) 인용.

⁴³² 답변서면, 제 264(b)항, 옥스포드 영어사전(온라인), “조치”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-184**) 인용.

⁴³³ 답변서면, 제 264(c)항, 렉시코(옥스포드 사전)(온라인), “조치”, 2019년 9월 18일 최종 접속(**R-185**) 인용.

⁴³⁴ 답변서면, 제 265 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 35 항, 청구인의 심리 후 주장서면, 제 52 항.

⁴³⁵ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 9 항.

⁴³⁶ 답변서면, 제 363-64 항, 제 368-72 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 41 항, 제 121(a)-(b)항, *Strabag SE v. Libya*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/15/1, 판정문, 2020년 6월 29일, 제 164 항(**CLA-189**) 인용.

있는 행위로부터 배제할 국제법적 근거가 없다고 주장한다.⁴³⁷ 실제로, 청구인은 피청구국의 주장이 여러 투자협정 사건의 중재판정부에 의해 기각되었다고 주장한다.⁴³⁸

336. 청구인의 관점에서, 조치가 “채택하거나 유지”되어야 한다는 사실은 “조치”가 발생할 수 있는 다양한 상황을 포착한다.⁴³⁹ 청구인은 “채택”이라는 용어가 “완료된” 행정적 규칙 제정의 절차에 제한되지 않는다고 주장한다.⁴⁴⁰ 마찬가지로, 청구인은 “유지”라는 용어가 “지속”이나 “계속”을 포함한 광범위한 의미를 가진다는 점을 지적한다.⁴⁴¹ 또한, 청구인은 “또는”이라는 택일적인 문구를 사용하였으므로, “채택”과 “유지”는 조치를 야기할 수 있는 상호 대체적인 방법들이라고 주장한다.⁴⁴²
337. 청구인은 “조치”라는 용어가 협정 전반에 걸쳐 “최종적인” 입법적, 규제적 또는 행정적 규칙제정 행위에 한정되지 않고, 다음과 같이 형식을 불문하고 모든 정부의 작위 또는 부작위를 포괄하는 용어로 사용된다고 주장한다:⁴⁴³
- (a) 제 1.3 조는 비준 조치를 포함하여 양당사국이 협정상 의무를 이행하는데 필요한 모든 조치를 포괄하는 협정 규정 준수를 확보하기 위해 당사국이 “모든 필요한 조치”를 취하도록 요구한다;⁴⁴⁴
 - (b) 제 11.5 조는 “조치”에는 피청구국의 군대나 당국에 의한 투자 “징발”이나 “파괴” 등 피청구국의 정의에 속하지 않는 행위가 포함된다는 점을 인정한다;⁴⁴⁵

⁴³⁷ 답변서면, 제 365-67 항.

⁴³⁸ 답변서면, 제 371 항, *Hulley Enterprises Limited v. Russian Federation*, PCA 사건 번호 2005-03/AA226, 최종판정문, 2014년 7월 18일, 제 1478-79 항(CLA-37); *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/03/29, 관할 관련 결정문, 2005년 11월 14일, 제 183 항(CLA-25) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 123-24 항, *Strabag SE v. Libya*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/15/1, 판정문, 2020년 6월 29일, 제 164 항(CLA-189); ILC 규정(주석 포함)(2001), 제 4 조, 제 6 항(CLA-38) 인용.

⁴³⁹ 답변서면, 제 266 항.

⁴⁴⁰ 답변서면, 제 267 항.

⁴⁴¹ 답변서면, 제 268 항.

⁴⁴² 답변서면, 제 268-29 항, ‘제 1101 조 – 범위와 대상’, M. Kinnear 등, NAFTA 투자분쟁: NAFTA 제 11 장 주해(2006), 1101-31 면(CLA-87) 인용.

⁴⁴³ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(d)항.

⁴⁴⁴ 답변서면, 제 270(b)항, 협정, 제 1.3 조(C-1) 인용.

⁴⁴⁵ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(a)항, 제 11.4 조, 제 11.5 조(C-1) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 51 항.

- (c) “비관세조치”라는 제목의 협정 제 2 장 제 4 절에서 “조치”는 수입허가절차, 수입제한 및 수출세를 포함한 다양한 형태의 국가행위를 포함하는 일반적이고 포괄적인 의미를 가진다;⁴⁴⁶
- (d) 제 2 장 제 5 절은 “그 밖의 조치”의 포괄적인 제목 밑에서 한국이 버번 위스키와 테네시 위스키를 미국의 특산품으로 “인정”하는 것과 같이 비입법적 조치를 열거하고 있다;⁴⁴⁷ 그리고
- (e) 제 20 장에서 “법, 규정, 그 밖의 모든 조치”가 언급되는데, 이는 “조치”라는 용어가 법과 규정 이외의 것임을 확인하여 주고 있다.⁴⁴⁸

338. 청구인에 따르면, 투자 중재판정부는 국제법상 국가에 귀속되는 “직접적 및 간접적”인 작위 또는 부작위를 포함하는 “조치”라는 용어의 “광범위하고 포괄적인” 해석⁴⁴⁹을 일관되게 지지하였다.⁴⁵⁰

339. 또한 청구인은 “조치”라는 용어의 유사한 정의가 사용되는 국제무역과 관련하여, 세계무역기구의 상소기구가 “‘조치’는 법적 구속력과 관계없이 어떠한 회원국의 행위도 포함할 수 있고”,⁴⁵¹ 조치는 “단순히 형식이나 명칭에 근거하는 것이 아니라, 그 내용과 실체에 근거하여야 한다”면서 광범위한 해석을 채택하였다고 지적한다.⁴⁵²

⁴⁴⁶ 답변서면, 제 270(c)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(d)항.

⁴⁴⁷ 답변서면, 제 270(c)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(d)항.

⁴⁴⁸ 답변서면, 제 270(a)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 37(b)항.

⁴⁴⁹ 답변서면, 제 273 항, *Canfor Corporation v. United States of America; Terminal Forest Products Ltd. v. United States of America, UNCITRAL*, 예비적 항변에 대한 결정문, 2006년 6월 6일, 제 148-49 항(**CLA-95**) 인용.

⁴⁵⁰ 답변서면, 제 275(a)항, *SAUR International v. Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/04/4, 관할 및 책임성부에 대한 결정문, 2012년 6월 6일, 제 364 항(**CLA-161**) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 39(b)-(d)항, *Mr. Patrick Mitchell v. Democratic Republic of the Congo*, ICSID 사건 번호 ARB/99/7, 판정문, 2004년 2월 9일, 제 65 항(**CLA-185**); *Antoine Biloune and Marine Drive Complex Ltd. v. Ghana Investments Centre and Government of Ghana*, UNCITRAL, 관할 및 책임성부에 대한 판정문, 1989년 10월 27일, 제 81 항(**CLA-86**); *Bernhard von Pezold et ors v. Republic of Zimbabwe*, ICSID 사건 번호 ARB/10/15, 판정문, 2015년 7월 28일, 제 597 항, 제 599 항(**CLA-179**) 인용.

⁴⁵¹ 답변서면, 제 275(c)항, *Guatemala – Anti-Dumping Investigation Regarding Portland Cement from Mexico*, 상소기구보고서, WT/DS60/AB/R, 1998년 11월 2일, 각주 47(**CLA-124**) 인용.

⁴⁵² 답변서면, 제 275(c)항, *United States – Sunset Review of Anti-Dumping Duties on Corrosion-Resistant Carbon Steel Flat Products from Japan*, 상소기구보고서, WT/DS224/AB/R, 2003년 12월 15일, 제 83 항, 각주 87(**CLA-175**) 인용.

340. 피청구국이 인용한 판례를 살펴보면, 청구인은 관련 중재판정부들이 “조치”라는 용어가 “명백히 ‘법률’ 이외의 것”이라고 판시하고⁴⁵³ 국제법에 부합하는 용어의 “포괄적 정의”를 판단하였다고 주장한다.⁴⁵⁴ 특히, 청구인은 *Fisheries Jurisdiction* 사건에서 ICJ가 “일상적인 의미에서 [‘조치’]라는 단어는 어떠한 행위, 단계 또는 절차조차 포괄할 수 있을 만큼 광범위하며, 그 실질적인 내용이나 그에 따라 추구되는 목표에는 특별한 제한이 부과되지 않는다”고 판시하였음을 지적한다.⁴⁵⁵ *Azinian v. Mexico* 사건에서, 청구인은 중재판정부의 판결이 계약상 위반에 관한 것이며 본 사건의 사실관계와는 무관하다고 주장한다.⁴⁵⁶

(b) 청와대와 보건복지부의 행위가 협정상 “조치”에 해당하는지 여부

341. 청구인은 국민연금의 본건 합병 표결이 청구인의 청구에 대한 “유일한 기반”이라는 피청구국의 주장을 부인한다.⁴⁵⁷ 반대로, 청구인은 피청구국의 “조치”가 “한국법과 국제법상 보장된 국민연금 내부적 절차의 온전성을 불법적으로 훼손하여 미리 정해 놓은 결과를 달성한 일련의 정부의 작위 및 부작위”로 이루어졌다고 주장한다.⁴⁵⁸ 개별적 또는 종합적으로 보더라도, 피청구국 정부의 작위 및 부작위는 최종적으로 또는 공식적으로 채택되지 않더라도, 모두 협정에서 광범위하게 정의한 “조치”에 속한다.⁴⁵⁹

342. 청구인은 박근혜 대통령의 지시가 “적극적인 ‘모니터링’이나 ‘선호’의 표명을 훨씬 넘어서며”, 청와대 관계자들이 국민연금의 표결 절차에 “적극적으로 관여”할 것을 승인함으로써, 구체적인 결정과 관련하여 국민연금의 사무에 직접 개입하였다고

⁴⁵³ 답변서면, 제 274(c)항, *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 관할권에 대한 판정문, 1998년 6월 24일, 제 67-69항(RLA-15) 인용.

⁴⁵⁴ 답변서면, 제 274(a)항, *Loewen Group, Inc. and another v. United States of America*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/98/3, 청구적격 및 관할에 대한 피청구국의 항변에 관한 결정, 2001년 1월 5일, 제 40항(RLA-55) 인용.

⁴⁵⁵ 답변서면, 제 274(b)항, *Fisheries Jurisdiction (Spain v. Canada)*, 법원의 관할권, 판결문, 1998년 I.C.J. 보고서, 제 66항(RLA-14) 인용.

⁴⁵⁶ 답변서면, 제 274(d)항, *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/97/2, 판정문, 1999년 11월 1일, 제 87항(RLA-16) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 41항.

⁴⁵⁷ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 44항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 50항.

⁴⁵⁸ 답변서면, 제 277-78항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 45항.

⁴⁵⁹ 답변서면, 제 281-83항, *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, PCA 사건 번호 2009-04, 관할 및 책임성부에 대한 판정문, 2015년 3월 17일, 제 594항, 제 600항(CLA-3) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 45항. 답변서면, 각주 892 참조.

주장한다.⁴⁶⁰ 청와대와 보건복지부가 국민연금의 내부 절차를 침해하기 위한 개입과 관련하여, 청구인은 한국 법원이 국민연금의 “일반적이고도 적절한 절차를 훼손하여” 본건 합병에 대해 전문위원회에 표결을 부의하지 않고 투자위원회가 결정을 내렸다고 판단했다고 주장한다.⁴⁶¹

(c) 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 협정상 “조치”에 해당하는지 여부

343. 청구인에 따르면, 본건 합병을 승인하는 국민연금의 표결은 비리와 외국인 투자자인 청구인에 대한 차별적 의도에 기인한 피청구국의 본건 합병 개입의 마지막 단계를 구성하였다.⁴⁶²

344. 청구인은 국민연금의 주주 의결권 행사가 통상적인 거래에 해당한다는 피청구국의 주장에 반대한다.⁴⁶³ 청구인에게, 대통령, 보건복지부 및 각 관계자들의 직접적인 개입이 수반된 투표에 “통상적인” 면이란 없었다.⁴⁶⁴

(d) 피청구국이 청구인과 그 투자에 “관련한” 조치를 채택하거나 유지하였는지 여부

345. 청구인은 쟁점 조치와 청구인 또는 그 투자 사이에 “법적으로 유의미한 연관성”이 존재하는지 여부를 판단하기 위한 기준이 있다는 점이 있다는 피청구국의 의견에 동의한다.⁴⁶⁵ 그러나, 이러한 기준은 협정 제 11.1 조의 “관련한”이라는 문구가 단지 당사국이 취한 조치와 투자자의 권리 손상 사이에 사실상 연관성만 인정되면 되는 것이기 때문에, “[피청구국]이 묘사하는 것처럼 협소한 기준이 아니라고” 주장한다.⁴⁶⁶

⁴⁶⁰ 답변서면, 제 284 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 47 항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 103-04 면(C-286/R-169) 인용.

⁴⁶¹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 49-50 항, 각주 136. 청구인은 피청구국이 뒤늦게 “적법절차 관련 주장을 본안 전 이의제기로 둔갑”시키려 하고 있다고 문제를 제기한다. 청구인의 견해에 따르면, 이러한 쟁점은 피청구국이 적법절차를 준수하지 않음으로써 MST를 위반했다는 청구인의 주장에 비추어 볼 때, 본안에서 다루어져야 한다. 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 11 항.

⁴⁶² 답변서면, 제 279(c)항, 제 280 항.

⁴⁶³ 답변서면, 제 285 항.

⁴⁶⁴ 답변서면, 제 285 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 53 항.

⁴⁶⁵ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 55(a)-(b)항, *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 147 항(RLA-22) 인용.

⁴⁶⁶ 답변서면, 제 288 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 54 항.

346. 청구인은 *Methanex Corporation v. United States* 및 *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada* 사건에서 다루어진 조치와 달리,⁴⁶⁷ 본건에서 문제되고 있는 조치들이 제한적이며 특정되는 투자자 집단에 직접적인 영향을 미친 한국 정부의 구체적인 개입을 수반하였다고 주장한다.⁴⁶⁸ 청구인은 동시대의 문서를 인용하면서, 본건 합병을 달성하기 위한 피청구국의 행위가 청구인을 (삼성물산의 주주라는) 제한적이며 특정되는 투자자 집단 구성원으로서와 (본건 합병 승인의 주요 반대자라는) 개별 단체로서 구체적으로 겨냥한 것이라고 주장한다.⁴⁶⁹

347. 청구인은 피청구국의 조치가 다른 삼성물산 주주들에게 영향을 미쳤다는 점을 인정하지만, 조치들이 본건 합병에 대한 청구인의 반대를 “염두에 두고” 행해졌으며, 이를 “[특별히] 대상으로 하였던 것”이므로, “관련성” 요건 충족 여부와 무관하다고 본다.⁴⁷⁰

3. 중재판정부의 결정

348. 청구인의 청구가 “피청구국이 채택하거나 유지하는 조치”로부터 발생하는지 여부를 판단하는 관련 조항은 협정 제 11.1 조 및 제 1.4 조이다. 제 11.1 조 제 1 항은 협정 제 11 장의 “적용범위”를 다루며, 다음과 같이 규정한다:

제 11.1 조: 적용범위

1. 이 장은 다음에 관하여 당사국이 채택하거나 유지하는 조치에 적용된다.
 - 가. 다른 쪽 당사국의 투자자;
 - 나. 적용대상투자; 그리고
 - 다. 제 11.8 조 및 제 11.10 조에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자.

⁴⁶⁷ 답변서면, 제 289-91 항, *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 147 항(RLA-22); *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건 번호 2016-13, 관할 및 청구적격 관련 결정문, 2018년 1월 30일, 제 242 항, 제 248 항(RLA-86) 인용.

⁴⁶⁸ 답변서면, 제 292-94 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 55(c)항, 제 57(a)항.

⁴⁶⁹ 답변서면, 제 292-93 항, 제 295 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 57(b)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 56-57 항, [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 일자 미상, 41 면(C-588); 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 90 면(C-286/R-169); 김진수 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017년 1월 9일, 6 면(C-488/R-286); [redacted] 팀장과 백진주 사무관의 전화통화 녹취서, 2017년 4월 18일, 12 면(C-333) 인용; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 10 항.

⁴⁷⁰ 답변서면, 제 295 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 57(b)항, 증인 안중범에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 7월 4일, 43-46 면(C-520); [redacted], “1 삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, 2015년 7월 7일 또는 8일, 3 면(C-42) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 58 항, *S.D Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분판정문, 2000년 11월 13일, 제 234 항(RLA-19) 인용.

349. “정의” 목록을 포함하는 협정 제 1.4 조는 “조치”라는 용어는 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”을 포함한다고 규정하고 있다.
350. 앞서 요약한 바와 같이, 당사자들은 (i) “조치”라는 용어가 어떻게 해석되어야 하는지; (ii) 청와대와 보건복지부의 행위가 협정상 “조치들”에 해당하는지; (iii) 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결이 협정상 “조치”를 구성하는지; 및 (iv) 피청구국이 채택하거나 유지하는 조치가 청구인과 그 투자와 “관련”하는지 여부에 관하여 이견이 존재한다.
351. 해석 문제와 관련하여, 당사자들은 “조약 해석의 일반 규칙”을 포함하는 VCLT 제 31 조에 규정된 것이 해당 해석 규칙임에 동의한다. VCLT 제 31 조 제 1 항에 따르면, “조약은 조약의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 한다”. 제 1.4 조의 용어의 통상적인 의미에 따라, 협정 전체의 맥락에서 읽을 때, 제 1.4 조의 “조치”라는 용어의 정의가 열거적인 것은 아님이 분명하며, 제 1.4 조는 “포함한다”라는 용어에서 열거된 행위 유형을 구체적으로 규정하고 있는데, 이는 다른 행위 유형들을 “포함”할 수 있음을 암시한다. 또한, “조치”라는 용어는 동 협정에서 주로 규제 및 행정 행위의 맥락에서 협정에서 사용되는 반면, 그 사용은 그러한 맥락에 국한되지 않으며, 규제와 행정 행위뿐만 아니라 당사국의 작위 및 부작위를 포함하는 국가행위(“관행”)를 규율하는 광범위한 의미로 사용된다. 이러한 해석은 특히 제 2.13 조 및 제 13.14 조와 같이 협정에서 다루는 조치로서 “인정”을 가리키며, 부속서 11-나(“수용”)에서 수용이 “투자내에서의 유형 또는 무형의 재산권을 침해하는” “당사국의 행위 또는 일련의 행위” 또는 “명백한 몰수” 및 “정부 행위”로부터 발생할 수 있음을 규정하는 점으로 뒷받침된다.
352. 따라서, 중재판정부는 피청구국의 “관행” 또는 “행위 또는 일련의 행위”와 작위 및 부작위 등 그 밖의 형태의 “정부 행위”를 포함하는 “조치”라는 용어의 광범위성에 따라, 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 관할권이 미친다고 판단한다.
353. 청와대와 보건복지부의 행위가 협정상 “조치”에 해당하는지에 관하여, 피청구국은 앞서 요약한 바와 같이 국민연금의 본건 합병 표결이 청구인의 청구의 유일한 기반이라고 주장한다. 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 청와대와 보건복지부 관계자들이 행사하였다고 주장하는 본건 합병 표결에 대한 압력은 협정에 따른 청구의 대상이 되는 조치를 구성할 수 없으며, 어떠한 경우에도 협정 제 11.1 조에 따른 “채택하거나 유지하는 조치”가 아니다.

354. 중재판정부는 앞서 “조치”라는 용어가 모든 종류의 “정부 행위”를 규율하는 광범위한 의미로 협정에서 사용된다고 판시하였다. 따라서 중재판정부는 이것이 협정의 의미상 “조치”에 해당하지 않는 단순한 “배경에 관한 주장”에 불과하다는 이유로 청와대와 보건복지부의 부당행위에 협정이 적용되지 않는다는 피청구국의 관련 주장을 기각한다.
355. 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 협정상 “조치”에 해당하는지 여부에 관하여, 피청구국은 국민연금의 표결이 주주가 행사한 순수한 상업적 행위이기 때문에 사건이 될 수 없다고 주장한다. 이 경우, 피청구국에 따르면, 청구인이 주장하는 “조치”의 정의(“정부의 작위, 처리, 또는 부작위”)조차 해당할 수 없다. 중재판정부는 이러한 피청구국의 주장이 국민연금의 표결이 국제법상 피청구국에게 귀속되지 않으며, 주권적 권한 행사로 이루어진 것이 아니므로 협정 위반을 구성할 수 없다는 피청구국의 주장과 밀접한 관련이 있음을 지적한다. 따라서 국민연금의 표결이 “조치”를 구성하지 않는다는 피청구국의 주장은 사건의 본안과 밀접하게 연관되어 있고, 따라서 중재판정부는 본쟁점을 본안에서 판단할 것이다.
356. 협정 제 11.1 조에 따라 요구되는 바와 같이 피청구국이 청구인과 그 투자에 “관련한” 조치를 채택하거나 유지하였는지 여부와 관련하여, 피청구국은 특히 “관련성” 조항이 쟁점 조치와 “당사국의 투자자” 또는 “적용대상투자” 사이에 “법적으로 유의미한 관련성”을 요구하는데 이러한 관계가 부존재한다면서, 청구인의 사건이 이러한 요건을 충족하지 못한다고 주장한다. 청구인은 “관련성” 조항에 “법적으로 유의미한 관련성”이 필요하다는 점에 동의하지만, 이러한 관련성이 본건에 존재한다고 주장한다.
357. 중재판정부는 협정의 다른 조항과 마찬가지로 “관련성” 용어의 해석은 VCLT 제 31 조에 명시된 협정 해석의 일반 원칙에 기초해야 한다고 판단한다. VCLT 제 31 조 제 1 항에 따르면, 조약의 문언은 “조약의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 한다”. 따라서 중재판정부는 “관련성” 용어를 그 문맥 및 협정의 대상과 목적에 비추어 통상적 의미에 따라 해석해야 한다. 이와 관련하여, 중재판정부는 “관련성” 용어의 통상적 의미가 쟁점 조치와 “당사국의 투자자” 또는 “적용대상투자” 사이의 관련성을 의미한다고 지적한다. “관련성” 용어의 통상적 의미를 보다 자세히 다루기에 앞서, 중재판정부는 이러한 표현과 근접한 문맥이 앞서 판단한 바와 같이 광범위하게 해석되는 “조치”라는 용어를 포함하고 있음을 지적한다. 따라서 문맥상 “관련성” 용어는 “조치”라는 용어의 광범위한 의미를 수용하기에 충분히 넓은 관계를 의미하여야 함을 나타낸다. 또한, 제 11.1 조의 전체적 맥락에 비추어볼 때,

“관련성”으로 표시된 관계는 해당 조치가 “당사국의 투자자” 및 “적용대상투자” 모두에 관련성을 가지기 위하여 충분히 광범위한 범위를 가져야 한다.

358. “관련성”이라는 용어는 협정의 대상과 목적에 “비추어” 해석되어야 한다. 투자계약과 달리, (협정을 포함한) 투자협정은 일반적으로 익명의 투자자 또는 피해를 입은 투자자 집단에게 적용되는 것을 의미하는데, 시간적, 인적 및 물적 관할에 속하는 투자협정 적용 범위 내에 속하는 투자는 일반적으로 협정상 보호된다. 따라서 투자유치국과 보호대상 투자자 사이에는 “당사자성” 또는 “직접성”의 요건이 없으며, 이에 따라 투자유치국이 투자유치국의 영역 내에서 투자한 외국인 투자자 또는 그의 투자가 쟁점 협정에 따라 보호를 받는지 알 필요도 없다. 실제로, 외국인 투자는 종종 사인 간의 거래만을 수반하므로, 투자유치국을 직접적으로 전혀 포함하지 않을 수 있다. 그러나 이는 해당 투자자 관련 투자 조약의 보호를 받지 않음을 의미하지는 않는다.

359. 앞서 언급한 바와 같이, 협정의 해석은 “관련성” 용어의 통상적 의미를 고려하여야 한다. 본건에서, 협정은 그 적용 범위가 “투자”와 관련된 경우 “가. 다른 쪽 당사국의 투자자; [및] 나. 적용대상투자”에 *관련하여* 당사국이 채택하거나 유지하는 조치”로 제한됨을 명확히 하고 있다(강조표시 임의추가). 이러한 맥락에서 “관련성” 용어의 통상적 의미는 다른 유사한 용어보다 좁다. 예를 들어, 협정은 제 11 장에서 다른 장치처럼 당사국이 채택하거나 유지하는 조치에 의해 “영향을 받는” 투자자 또는 투자에 적용된다고 언급하지 않는다. 따라서 “관련성” 조항은 투자유치국이 조치를 채택하거나 유지할 당시에 이러한 영향을 합리적으로 예측할 수 없었던 경우라도, 투자자 또는 적용대상투자에 미치는 부정적 영향을 포괄하는 것으로 확대 해석될 수 없다. 이 경우 협정상 “관련성” 용어가 한편으로는 조치와 익명 또는 피해를 입은 투자자 집단 또는 적용대상투자 사이의 관계를 나타낼 수 있을 정도로 광범위하면서도, 다른 한편으로 단순히 투자자나 대상 투자에 대한 악영향을 사후 판단하여 관계를 나타내는 것보다 좁은 의미를 가져야 한다는 결론에 이르게 된다. 이와 동시에, 이와 같이 좁은 의미나 “법적으로 유의미한” 의미를 찾는 것은 투자자와 투자유치국 간에 “당사자성” 또는 “직접성” 요건을 도출하기 위한 수법으로 사용될 수 없다.⁴⁷¹ 따라서, 중재판정부는 쟁점 조치가 채택되거나 유지되는 시점에 경우에 따라 다른

⁴⁷¹ 그러나 본건의 경우, 한국 정부와 국민연금이 청구인의 삼성물산 투자 및 본건 합병과 관련하여 청구인이 취한 입장을 분명히 인지하고 있었으므로, 이러한 관계가 존재하는 것으로 보인다. 아래 제 VI.A 절 참조.

쪽 당사국의 투자자 또는 적용대상투자에 악영향을 미칠 수 있음이 합리적으로 예측 가능한 경우, 해당 조치 협정상 투자자 또는 투자와 “관련성”이 있다고 판단한다.⁴⁷² 조치와 투자자 또는 적용대상투자 간의 이러한 관계는 *Methanex* 판정에 관하여 당사자들이 주장하는 바와 같이 “법적으로 유의미한” 것이라고도 볼 수 있다.⁴⁷³

360. 본건의 경우, 본 기준이 명백히 충족된다. 개입이 이루어질 당시 국민연금의 표결에 대한 피청구국의 개입이 청구인의 투자에 영향을 줄 것이 합리적으로 예상될뿐만 아니라, 실제로 청구인이 본건 합병에 반대하였음이 널리 공개되어 청와대, 보건복지부 및 국민연금이 이를 잘 알고 있었으므로 피청구국은 당시에 청구인의 투자가 개입으로 인해 악영향을 받을 것을 예견하였다.⁴⁷⁴ 나아가, 증거에 따르면 문형표 장관과 홍완선 본부장은 특히 보건복지부와 국민연금의 다른 관계자들과 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병을 지지하도록 설득하기 위해 구체적으로 청구인의 본건 합병에 대한 반대를 언급하였음을 알 수 있다.⁴⁷⁵ 이러한 상황에서, 청구인은 해당 조치와 청구인의 투자 사이에 “관련성” 관계가 존재함을 인정받기 위하여, 청구인 또는 그 투자가 쟁점 조치의 “표적”이 되었음을 입증할 필요가 없다. 또한, 청구인은 중재판정부의 관할권을 입증하기 위하여, 본 중재에서 배상을 구하는 손실 또는 손해가 피청구국의 행위와 상당인과관계가 있음을 입증할 필요도 없다. 이는 인과관계에 관한 문제이므로, 본건의 본안에 속한다.
361. 따라서, 중재판정부는 그 관할이 피청구국의 “행위” 또는 “일련의 행위”를 포함한 모든 “조치”에 확장되고, 쟁점 조치가 채택되거나 유지되는 시점에 청구인의 투자가 이러한

⁴⁷² 이는 협정 제 11.1 조 이하에 규정된 의무가 다른 쪽 당사국의 투자자, 해당 투자자의 적용대상투자 또는 이들 모두에 대해서나, 국내 투자자를 포함한 당사국의 영역에 있는 모든 투자자들에게 적용되는지의 측면에서 다르게 규정되었기 때문이다. 예를 들어, 제 11.5 조는 적용대상투자에 적용되고, 투자자들에게 적용되지 않는다.

⁴⁷³ *Cf. Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002 년 8 월 7 일, 제 147 항(RLA-22). *Methanex* 판정은 협정이 아니라 NAFTA 에 따라 내려졌다는 점에 유의해야 한다.

⁴⁷⁴ 예를 들어, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 4 면, 17 면, 44 면, 55 면, 66-67 면(C-69) 참조; 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 9 면, 25 면, 29 면, 37 면, 53 면, 78 면, 85 면(C-79/R-153). 상기 제 III.C.4 절 참조.

⁴⁷⁵ 예를 들어, 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, 7 면, 17 면, 44 면, 55 면, 67 면(C-69) 참조; 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 25 면, 29 면, 37 면, 53 면, 85 면(C-79/R-153).

조치에 의해 악영향을 받을 수 있을 것이라는 것을 합리적으로 예측할 수 있었다는 점에서 청구인 또는 그 투자와 “관련성”이 있다고 판단한다.⁴⁷⁶

B. 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되는지 여부

362. 협정 제 11.1 조 제 3 항은 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”의 정의를 다음과 같이 규정한다:

제 11.1 조: 적용범위

...

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

- 가. 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치; 그리고
- 나. 중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치.

I. 피청구국의 입장

363. 피청구국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표한 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항에 따라 피청구국에게 귀속됨을 청구인이 입증하지 못하였다고 주장한다.⁴⁷⁷

(a) 귀속에 관한 적용 기준

364. 피청구국은 협정 제 11.1 조 제 3 항이 ILC 규정 제 4 조, 제 5 조 및 제 8 조에 반영된 바와 같이, 특별법(*lex specialis*)에 해당하여 일반국제법을 대체하고 있다고 주장한다.⁴⁷⁸ 피청구국의 견해에 따르면, 협정상 보호를 암시하는 행위는 당사국들이 행위귀속의 근거를 합의하여 열거한 제 11.1 조 제 3 항 가호 또는 나호의 범위에 엄격하게 해당하여야 한다.⁴⁷⁹

⁴⁷⁶ Mr. Thomas 는 이에 관하여 중재판정부가 취한 접근 방식을 유보하고, 이에 따라 본 쟁점에 관한 별개의견을 작성하였다.

⁴⁷⁷ 반박서면, 제 238-39 항.

⁴⁷⁸ 반박서면, 제 241 항, 제 245-46 항, *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건 번호 ARB/11/13, 판정문, 2015 년 11 월 3 일, 제 324 항(CLA-21) 인용.

⁴⁷⁹ 반박서면, 제 247-48 항, 한-미 자유무역협정 1 차 초안(교섭기록), 2006 년 6 월 14 일(R-46) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 23 항, 제 26 항. 피청구국은 한국의 2006 년 5 월 19 일자 최초 초안에 포함되어 있지 않았던 조항을 최종적으로 2006 년 6 월 14 일자 1 차 초안에 제 11.1 조 제 3 항으로 포함시켰음을 강조한다. 그러나 이 조항은 미국의 2006 년 5 월 19 일자 최초 초안에 포함되었다. 반박서면, 각주 362.

365. 피청구국은 ILC 규정들이 협정에서 배제되지 않는 범위 내에서만 관련성이 있다고 주장한다.⁴⁸⁰ ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조가 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호 및 나호의 요건과 “광범위하게 유사”한 범위 내에서, 피청구국은 두 ILC 규정이 “유용한 지침”이 될 수 있다고 주장한다.⁴⁸¹
366. 피청구국은 제 11.1 조 제 3 항이 특별법⁴⁸²에 해당하고 ILC 규정 제 8 조와 상응하는 귀속 근거를 제시하지 않고 있기 때문에 ILC 규정 제 8 조가 귀속에 대한 대체 근거를 제공할 수 없다고 주장한다.⁴⁸³ 또한 피청구국은 ILC 규정 제 9 조 내지 제 11 조에 반영된 행위귀속의 원칙은 제 11.1 조 제 3 항의 범위에 해당하는 경우에만 협정에 따른 행위귀속을 뒷받침하기 위해 원용될 수 있다고 주장한다.⁴⁸⁴ 이와 관련하여, 피청구국은 투자 중재판정부들이 협정에 명시된 문언이 어떠한 실체의 행위가 국가에 귀속되는 상황을 제한할 수 있음을 인정하였다고 지적한다.⁴⁸⁵
367. 피청구국의 견해에 따르면, ILC 규정 제 55 조에 따른 협정상 특별법의 적용⁴⁸⁶과 그로 인한 ILC 조항 제 8 조의 배제는 협정 또는 협정의 교섭기록에 명시적으로 기재될 필요가 없다.⁴⁸⁷ 피청구국에 따르면, 제 55 조에 관하여 중요한 문제는 해당 협정에서 “확실한 의도”가 있는가 하는 것이다.⁴⁸⁸ 협정 제 11.1 조 제 3 항은 협정상 의무가 발생하는 두 가지 상황만을 구체적으로 특정하고 있으므로, 피청구국은 협정에는 “협정으로부터 제외된 어떠한

⁴⁸⁰ 반박서면, 제 295 항.

⁴⁸¹ 반박서면, 제 241 항, 제 245-46 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 27 항.

⁴⁸² 반박서면, 제 295 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 26 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 17(a)항.

⁴⁸³ 반박서면, 제 249 항, 제 302-04 항; 재반박서면, 제 92 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 27 항.

⁴⁸⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 28-29 항.

⁴⁸⁵ 반박서면, 제 298-300 항, *Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman* ICSID 사건 번호 ARB/11/33, 판정문, 2015 년 11 월 3 일, 제 320-22 항(CLA-21); *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada*, ICSID 사건 번호 UNCT/02/1, 본안판정문, 2007 년 5 월 24 일, 제 62 항(CLA-15); *F-W Oil Interests, Inc. v Republic of Trinidad & Tobago*, ICSID 사건 번호 ARB/01/14, 판정문, 2006 년 3 월 3 일, 제 2 항(RLA-30) 인용; 재반박서면, 제 87 항.

⁴⁸⁶ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 17(d)항 참조.

⁴⁸⁷ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 17(b)항.

⁴⁸⁸ 재반박서면, 제 89(d)항.

추가적 근거가 인정될 여지가 없다”고 주장한다.⁴⁸⁹ 피청구국의 견해에 따르면, 이러한 해석은 협정 제 11.22 조에 따른 “적용가능한 국제법 규칙”과 일치한다.⁴⁹⁰

(b) 국민연금의 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

368. 피청구국은 쟁점 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따른 “중앙정부”에 의해 관여되었는지 여부를 ILC 규정 제 4 조를 참조하여 해석할 수 있다고 주장한다.⁴⁹¹ 이러한 분석의 출발점은 어떤 실체가 국내법 및 해당 국가의 관행에 따라 “기관”으로 분류되는지, 즉 해당 실체가 법률상 국가기관인지 여부이다.⁴⁹² 어느 실체가 해당 국가의 국내법상 “기관”으로 분류되지 않는 경우, 피청구국은 국가가 “[실체에게] 특별히 상당한 정도의 국가적 지배권”을 행사하여, 실체가 국가에 “완전하게 의존”하여 행위하는 “예외적인 상황”에만 실체가 국제법상의 사실상 국가기관으로 간주될 수 있다고 주장한다.⁴⁹³
369. 피청구국은 김성수 교수의 전문가 보고서에 원용하면서, 국가기관은 헌법이나 명시적인 법률 및 하위 규정에 의해 설립된다고 주장한다.⁴⁹⁴ 이에 따라 피청구국은 (i) 헌법에 따라 직접 설치된 헌법기관;⁴⁹⁵ (ii) 정부조직법이나 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의하여 설치된 기관;⁴⁹⁶ (iii) 개별법에 의해 “중앙행정기관”으로 설치된 기관만이 한국법상 설립된

⁴⁸⁹ 재반박서면, 제 91 항.

⁴⁹⁰ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 17(c)항, 제 17(e)항.

⁴⁹¹ 반박서면, 제 249 항, 협정, 제 11.1 조 제 3 항 가호(C-1) 인용(“이 장의 목적상, 당사국이 채택하거나 유지하는 조치라 함은 다음을 말한다. 가. 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치 ...”).

⁴⁹² 반박서면, 제 250 항, ILC 규정(주석 포함)(2001), 제 II 장(국가로의 행위귀속) 일반 해설서, 39 면, 제 6 항(CLA-38) 인용.

⁴⁹³ 반박서면, 제 251 항, *집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, 2007 년 I.C.J. 보고서, 제 393 항(CLA-24) 인용.

⁴⁹⁴ 반박서면, 제 254 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 11-16 항(RER-2); 2020 년 11 월 13 일 김성수 교수 제 2 차 전문가 보고서(이하 “제 2 차 김성수 보고서”), 제 14 항(RER-4).

⁴⁹⁵ 반박서면, 제 255(a)항, 대한민국 헌법, 1988 년 10 월 25 일, 제 114 조(C-88) 인용.

⁴⁹⁶ 반박서면, 제 255(b)항, 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일(C-258) 인용. 김성수 제 1 차 보고서, 제 13 항, 제 37 항(RER-2) 참조.

국가기관이라고 주장한다.⁴⁹⁷ 피청구국에 따르면, 국민연금은 상기 조건을 충족하지 않는다.⁴⁹⁸

370. 첫째로, 피청구국은 국민연금이 헌법의 관련 조항에서 정하는 바와 같이 헌법기관의 목록이 열거되어 있지 않기 때문에 헌법기관이 될 수 없다고 주장한다.⁴⁹⁹

371. 둘째로, 피청구국은 보건복지부를 부(대통령 소속 부처)로 규정하고 있는 정부조직법 제 38 조가 국민연금을 보건복지부 소속으로 설립된 청(부 아래 설치되는 기관)으로 규정하고 있지 않으므로, 국민연금은 정부조직법에 따라 설치된 국가기관이 아니라고 주장한다.⁵⁰⁰

372. 피청구국에 따르면, 정부조직법 제 2 조 제 2 항은 정부조직법 및 기타 개별 법령에 따라 설치된 “중앙행정기관”을 열거하고 있다.⁵⁰¹ 나아가, 피청구국은 어떠한 단체가 한국법상 국가의 일부에 해당하는 경우, 해당 단체가 이 목록에 포함되도록 정부조직법이 개정된다는 점을 강조한다.⁵⁰² 피청구국은 김성수 교수의 의견에 따라, 국민연금이 정부조직법 제 2 조 제 2 항에 따라 “중앙행정기관”으로 포함되지 않는다는 사실로 “국민연금이 한국 정부 행정조직의 일부가 아니라는 결론에 이를 수 있다”는 견해를 취하고 있다.⁵⁰³

373. 셋째로, 피청구국은 국민연금법이 국민연금을 “중앙행정기관”으로 명시하지 않는다고 주장한다.⁵⁰⁴ 이와 관련하여, 피청구국은 국민연금법의 문언이 명시적으로 해당 기관이

⁴⁹⁷ 반박서면, 제 255(c)항; 재반박서면, 제 48(a)항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 14-15 항(**RER-2**).

⁴⁹⁸ 반박서면, 제 48 항.

⁴⁹⁹ 반박서면, 제 255(a)항, 제 256 항. 김성수 제 1 차 보고서, 제 12 항(**RER-2**) 참조.

⁵⁰⁰ 반박서면, 제 257-58 항, 정부조직법, 2014년 11월 19일, 제 38조(**C-258**) 인용; 재반박서면, 제 48(d)항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 19 항(**RER-2**); 제 2 차 SS 보고서, 제 23-24 항(**RER-4**). 김성수 교수는 “중앙행정기관”을 부(대통령 소속 부처), 처(국무총리 소속 부처) 및 청(부 아래 설치되는 기관)의 3 가지로 나누어 설명한다. 김성수 교수에 따르면, 헌법기관(즉, 대통령과 국무총리)에 소속된 모든 부, 처 및 청은 국가기관으로 적절하게 간주된다. 김성수 제 1 차 보고서, 제 18 항(**RER-2**).

⁵⁰¹ 재반박서면, 제 48(e)-(f)항; 제 2 차 김성수 보고서, 제 18(a)-(b)항(**RER-4**).

⁵⁰² 재반박서면, 제 48(g)항; 제 2 차 김성수 보고서, 제 18(b)-(d)항(**RER-4**).

⁵⁰³ 재반박서면, 제 48(b)항, 제(h)항, 제 2 차 김성수 보고서, 제 18-19 항, 제 26 항(**RER-4**) 인용; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 18(b)항.

⁵⁰⁴ 반박서면, 제 259 항.

소속하는 헌법 기관을 비롯하여, 해당 기관이 정부조직법에 따른 “중앙행정기관”임을 명시하는 “국가기관 설치에 관한 법령과는 상당한 차이”가 있음을 강조하고 있다.⁵⁰⁵ 피청구국의 견해에 따르면, 행정적 성격의 직무를 수행하는 국민연금과 같은 단순한 “행정청”은 “한국법상 국가기관이 아닌 간접적인 행정청”에 해당한다.⁵⁰⁶

374. 피청구국은 “간접적 행정청”의 개념이 한국 행정법에서 확립되어 있고, “보다 독립적이고 효율적인 방식으로 특정 행정 업무들”을 수행하는 “국가의 수직적 체계의 일부를 구성하지 않는(또한 그러한 행정청은 국가의 사실상 일부분에도 해당하지 않은) 독립적인 공공단체 또는 공기업”을 가리킨다고 설명한다.⁵⁰⁷
375. 또한, 피청구국은 국민연금을 공공기관법 제 4 조 제 1 항에 따른 “기금관리형 준정부기관”으로 지정하더라도 한국법상 기관의 지위에 영향을 주지 않는다고 주장한다.⁵⁰⁸ 구체적으로, 피청구국은 이러한 분류의 이유가 해당 기관의 “공적 성격”으로 인해 견제와 균형의 대상이 되며 그 업무 수행의 있어 보다 더 많은 투명성이 요구되기 때문이라는 점을 지적한다.⁵⁰⁹ 김성수 교수가 언급한 바와 같이, 이러한 견제와 균형은 민간단체에도 적용되며, 민단기관이 국가기관이 되는 결과를 초래하지 않는다.⁵¹⁰ 피청구국은 한국에 카지노와 홈쇼핑 법인 등 300 개 이상의 공공기관이 존재하며, 청구인의 전문가인 이중기 교수 역시 “모든 공공기관이 국가기관 또는 국가 조직의 일부를 구성하는 것”은 아니라는 점에 동의하였다고 지적한다.⁵¹¹
376. 피청구국은 또한 국민연금이 한국 헌법 제 26 조 제 1 항에 따른 “청원대상기관”이라는 점에서 국가기관과 동등한 지위를 가진다는 청구인의 주장에 반박한다.⁵¹² 피청구국은

⁵⁰⁵ 반박서면, 제 259-60 항, 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 24 조(C-77); 금융위원회의 설치 등에 관한 법률, 2014년 11월 29일, 제 3 조(SSK-11); 방송통신위원회의 설치 및 운영에 관한 법률, 2015년 2월 3일, 제 3 조(SSK-12) 인용; 김성수 제 1 차 보고서, 제 14 항(RER-2).

⁵⁰⁶ 반박서면, 제 267 항.

⁵⁰⁷ 재반박서면, 제 52 항; 제 2 차 김성수, 제 31-34 항(RER-4).

⁵⁰⁸ 반박서면, 제 268 항, 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014년 5월 28일, 제 4 조 제 1 항(C-56) 인용.

⁵⁰⁹ 반박서면, 제 268 항, 김성수 제 1 차 보고서, 제 57 항(RER-2) 인용.

⁵¹⁰ 반박서면, 제 269 항; 재반박서면, 제 50 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 58 항(RER-2).

⁵¹¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 32 항, 심리 속기록, 4 일차, 86:21 – 87:17 면 인용.

⁵¹² 반박서면, 제 270 항.

모든 국민이 “행정권한을 위임 또는 위탁 받은 법인·단체 또는 그 기관이나 개인”에 청원을 제출할 수 있는 권리를 부여하기 위해 헌법 제 26조 제 1 항에 따라 청원법이 제정되었다는 점에 주목하면서, 국민연금은 간접적인 행정청에 해당하기 때문에 청원법의 대상이 되는 것이지, 한국법상 국가기관에 해당하기 때문이 아니라고 주장한다.⁵¹³

377. 넷째로, 피청구국은 한국의 사립대학들조차 국정감사 및 조사에 관한 법률이 적용되므로, 국민연금이 동법의 적용 대상이 된다는 이유만으로 국민연금의 업무를 국정으로 볼 수 없다고 주장한다.⁵¹⁴
378. 마지막으로, 피청구국은 어떠한 실체가 법률상 국가기관인지 여부를 판단함에 있어서 투자 중재판정부들이 해당 실체의 별개의 법인격을 “결정적 기준”으로 받아들여 왔음을 언급하면서,⁵¹⁵ 국민연금이 (i) 별도의 법인격을 가진 법인으로서 설립되었고; (ii) 자신의 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 권한이 있으며; (iii) 법인세가 부과되고; (iv) 자신의 명의로 제소 및 피소가 가능하며; (v) 민법 규정에 의해 규율되는 사적 주체에 해당하기 때문에 법률상 국가기관이 아니라고 주장한다.⁵¹⁶
379. 피청구국은 국민연금이 국가기관이라서가 아니라 취득한 주식이 “기금의 소유주인 국가에게 궁극적으로 귀속되는” 기금에 귀속될 것이므로, 국민연금의 주식 거래에 과세가 면제된다는 점을 명확히 한다.⁵¹⁷ 피청구국은 이중기 교수가 자신의 학술 논문에서 한국법상 국가가 국가기관에 대하여 손해배상을 청구할 수 없는데 국민연금에는 손해배상 청구를 제기할 수 있으므로, 국민연금이 국가기관이 아님을 확인하였다고 지적한다.⁵¹⁸

⁵¹³ 반박서면, 제 270 항, 청원법, 2015 년 3 월 31 일, 제 3 조(C-157) 인용; 김성수 제 1 차 보고서, 제 51 항(RER-2).

⁵¹⁴ 반박서면, 제 271 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 52-53 항(RER-2).

⁵¹⁵ *재반박서면, 제 53 항; Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, PCA 사건 번호 2015-13, 판정문, 2016 년 6 월 27 일, 제 208 항(RLA-80); *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v. Republic of Latvia*, ICSID 사건 번호 ARB/16/38, 판정문, 2020 년 2 월 28 일, 제 312 항(CLA-165) 인용.

⁵¹⁶ 반박서면 제 253 항, 제 263-64 항.

⁵¹⁷ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 18(a)항.

⁵¹⁸ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 31 항, 심리 속기록, 4 일차, 72:25 – 73:5 면, 73:17 – 74:4 면, 74:1 – 75:11 면, 75:17 – 76:12 면, 81:22 – 82:11 면 인용.

380. 피청구국은 국민연금이 법률상 국가기관이 아니라는 결론을 내리면서, 그 다음 쟁점은 제 11.1 조 제 3 항 가호의 목적상 국민연금이 사실상 국가기관인지 여부라고 주장한다.⁵¹⁹ 피청구국에 따르면, ILC 규정 제 4 조 및 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호의 유추적용에 따라 어떤 실체가 사실상 국가기관인지 여부를 판단하기 위한 적절한 기준은 *Bosnian Genocide* 사건에서 ICJ가 고안하고⁵²⁰ 투자 중재판정부⁵²¹와 국제법 학자들이 인정한 “완전한 의존” 판단기준이다.⁵²²
381. 피청구국은 “완전한 의존”이라는 판단기준 하에서 “국가기관이라고 주장되는 단체와 국가 간의 관계는 완전한 복종 및 어떠한 독립성의 결여를 보여야 한다”고 주장한다.⁵²³ 피청구국은 투자 중재판정부들이 이사회 구성원의 선임 및 해임, 밀접한 관리 감독,⁵²⁴ 국가경제에 중요한 권한의 행사⁵²⁵와 같은 국가의 통제 관련 다양한 요소의 행사 등이 별개 법인격이 국가로부터 해당 단체를 분리시킨다는 추정을 뒤집기에는 불충분하다고 판단한 점을 강조한다.⁵²⁶
382. 피청구국에 따르면, 국민연금은 독립된 법인격을 지닌 법인이고, 자신의 이사회에 의하여 관리되고, 자체 은행계좌를 가지고 있으며, 법인세의 대상이 되며, 계약을 체결하고 자신의

⁵¹⁹ 반박서면, 제 272 항.

⁵²⁰ 재반박서면, 제 57 항, *집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, 2007년 ICJ 보고서, 제 393 항(CLA-24) 인용.

⁵²¹ 재반박서면, 제 56(a)-(b)항, *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/14/4, 판정문, 2018년 8월 31일, 제 9.96 항(RLA-88) 인용.

⁵²² 재반박서면, 제 56(c)항, M. Sasson, *Substantive Law in Investment Treaty Arbitration: The Unsettled Relationship Between International Law and Municipal Law* (2nd ed. 2017), 24 면(RLA-132); J. Crawford and P. Mertenskötter, “Chapter 3: The Use of the ILC’s Attribution Rules in Investment Arbitration”, in: M. Kinnear et al. (eds.), *Building International Investment Law: The First 50 Years of ICSID* (2015), 29 면(CLA-135) 인용.

⁵²³ 재반박서면, 제 57 항, M. Sasson, *Substantive Law in Investment Treaty Arbitration: The Unsettled Relationship Between International Law and Municipal Law* (2nd ed. 2017), 25 면(RLA-132) 인용.

⁵²⁴ 반박서면, 제 273 항, 제 278 항, *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, PCA 사건 번호 2015-13, 판정문, 2016년 6월 27일, 제 212-13 항(RLA-80); *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, PCA 사건 번호 2009-19, 최종판정문, 2012년 6월 12일, 제 134 항(RLA-61) 인용; 재반박서면, 제 64 항, *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008년 11월 6일, 제 146 항(CLA-7) 인용.

⁵²⁵ 반박서면, 제 274 항, *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, PCA 사건 번호 2015-13, 판정문, 2016년 6월 27일, 제 210 항, 제 212-13 항(RLA-80) 인용.

⁵²⁶ 반박서면, 제 276 항; 재반박서면, 제 63 항.

재산을 소유하고 있고, 여러 소송에서 독립적 당사자로 행위하므로 “완전한 의존” 기준을 충족하지 않는다.⁵²⁷ 간단히 말하자면, 청구인은 “한국이 국민연금에 대해 특별히 높은 수준의 통제권을 행사한다는 점”을 입증하지 못하였다.⁵²⁸

383. 또한, 피청구국은 국민연금이 일부 “공공 기능”을 수행하더라도, 자신의 투자에 따른 의결권 행사 등 기금의 운영 및 관리는 보건복지부로부터 독립된 기금운용본부를 통하여 “사경제주체”로서 하는 “상업적 활동”의 일부라고 주장한다.⁵²⁹ 이러한 활동을 수행할 수 있는 국민연금의 능력은 법령상 권한이 주어졌기 때문이 아니라, 독립된 법인으로 설립되었기 때문이다.⁵³⁰

384. 피청구국은 별개의 법인격을 가진 법인이 국가기관이 아니라는 “강력한 추정을 뒤집기 위해서는 그야말로 특별한 사정이 있어야” 하며,⁵³¹ 청구인이 달리 주장하기 위해 인용한 사건들은 실제로 “원칙이 아닌 예외”에 해당한다고 결론 내린다.⁵³²

385. 또한, 피청구국은 청구인이 인용한 사건들의 상황들이 독립된 법인이 사기업의 주주로서의 의결권을 행사한 내용을 수반하지 않거나 국제법에 따른 판단을 받았기 때문에 본건에서는 전혀 적용될 수 없다고 주장한다.⁵³³ 특히, *Dayyani v. Korea* 사건은 국민연금과

⁵²⁷ 재판박서면, 제 58 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 63(a)항(**RER-2**). 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 35 항 참조.

⁵²⁸ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 33 항.

⁵²⁹ 반박서면, 제 279 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 34 항, 제 61 항(**RER-2**).

⁵³⁰ 반박서면, 제 279 항.

⁵³¹ 재판박서면, 제 61 항.

⁵³² 재판박서면, 제 61 항, *Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/14/4, 판정문, 2018 년 8 월 31 일, 제 9.96 항(**RLA-88**); *Deutsche Bank AG v Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, ICSID 사건 번호 ARB/09/02, 판정문, 2012 년 10 월 31 일, 제 405(a)항(**CLA-29**); *Limited Liability Company Amto v. Ukraine*, SCC 사건 번호 080/2005, 최종판정문, 2008 년 3 월 26 일, 제 101 항(**CLA-43**); *La Générale des Carrières et des Mines v FG Hemisphere Associates* [2012] UKPC 27, 제 29 항(**RLA-129**) 인용.

⁵³³ 재판박서면, 제 62 항, *Eureko B.V. v. Republic of Poland*, 부분판정문, 2005 년 8 월 19 일, 제 118 항(**CLA-34**); *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, ICSID 사건 번호 ARB/09/02, 판정문, 2012 년 10 월 31 일, 제 404-05 항(**CLA-29**); *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia*, ICSID 사건 번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정문, 2010 년 3 월 3 일, 제 274-75 항(**CLA-133**); *Walker International Holdings Ltd. v. République Populaire du Congo and Others* [2005] EWHC 2813 (Comm), 2005 년 12 월 6 일, 제 98 항, 제 107 항(**CLA-177**); *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/14/4, 판정문, 2018 년 8 월 31 일, 제 9.109 항(**RLA-88**); *Haim v. Kassenzahnärztliche Vereinigung Nordrhein*, 판결문, Case C-424/97, EU:C:2000:357, 2000 년

전혀 무관한 기관인 한국자산관리공사(이하 “KAMCO”)가 한국법에 따른 국가기관이라고 중재판단부가 판단함에 있어서, 자체적으로 독립적인 분석을 수행하지 않고 KAMCO가 미국법의 관점상 국가기관에 해당한다고 말한 KAMCO 대표의 미국 법원에서의 진술을 단정적으로 원용하였기 때문에 본 사건과는 관련성이 없다.⁵³⁴

386. 마지막으로, 피청구국은 국민연금이 다른 법체계 하에서 적법하게 주권면제를 주장할 수 있는지 여부는 협정의 목적상 귀속의 쟁점과 아무런 관계가 없다고 본다.⁵³⁵

(c) 국민연금의 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

387. 피청구국은 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호가 ILC 규정 제 5 조를 대체하지만, 그럼에도 불구하고 이를 인용하여 해석할 수 있다고 주장한다.⁵³⁶

388. 피청구국에 따르면, 교섭기록과 미국 서면은 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호의 “권한”이 “일체의 규제, 행정 또는 기타 정부 권한”을 의미한다는 당사국들의 공통된 입장을 가지고 있다는 점을 확인하였다.⁵³⁷

389. 따라서, 피청구국은 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따른 국제적 책임을 이행하기 위하여, 청구인은 국민연금이 (i) 비정부기구이고; (ii) 피청구국이 “위임”한 “규제, 행정 또는 기타 정부 권한”을 보유하며; (iii) 이러한 권한을 “행사”함에 있어서 조치를 채택하거나 유지하였음을 입증해야 한다고 주장한다.⁵³⁸

7 월 4 일, 제 25 항(CLA-127); *B.d.B. et al v. The Netherlands*, Communication No 273/1988, U.N. Doc. CCPR/C/35/D/273/1988, IHRL 1688 (UNHRC 1989), 1989년 3월 30일, 제 1, 2.1 항(CLA-88) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 34 항.

⁵³⁴ 재반박서면, 제 66(a)항, “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전말이 드디어 밝혀지다”, 아이에이리포터, 2019년 1월 22일, 3면(C-299) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 36 항.

⁵³⁵ 재반박서면, 제 66(b)항.

⁵³⁶ 반박서면, 제 286 항.

⁵³⁷ 반박서면, 제 284 항, 한-미 자유무역협정 8차 초안(교섭기록), 2007년 3월 23일, 현행 제 11.1 조 제 3 항 나호에 대한 참조 2, 135 면(R-50) 인용; 재반박서면, 제 71 항, 미국 서면, 제 5 항 인용. 피청구국은 또한 VCLT 제 32 조에 따라 교섭기록이 협정 해석의 적절한 수단으로 인정된다고 진술한다. 반박서면, 각주 447.

⁵³⁸ 반박서면, 제 285 항.

390. 피청구국에 따르면, 제 11.1 조 제 3 항 나호의 “권한”의 정의는 문제되는 행위가 “정부적” 또는 “주권적” 성질을 가지는 것, 즉, 통치행위 또는 공권력(공적 권한)의 행사를 가질 것을 요건으로 한다.⁵³⁹ 따라서, 피청구국은 ILC 규정 제 5 조를 참조하여 해석해야 하는 제 11.1 조 제 3 항 나호와 관련하여, “정부 권한”이라는 용어는 단순히 그 성격상 “주권적”인 행위를 언급하는 데 사용된 것일 뿐이라고 주장한다.⁵⁴⁰
391. 또한, 피청구국은 “행사하여”이라는 구절이 문제되는 행위(국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결)가 국민연금에 위임된 주권적 권한을 행사에서 채택되거나 유지되어야 했다는 점을 명확히 한다고 주장한다.⁵⁴¹
392. 피청구국은 행위의 성격에 관계없이 “위임”이 협정상 유일한 요건이라는 청구인의 주장을 부인한다.⁵⁴² 피청구국은 ILC 규정 제 5 조에 따른 행위귀속이 일반적인 권한의 존재와 별도로 “해당 기관이 특정 상황에서 국가의 자격으로 행위할 것”을 요구한다고 투자 중재판정부들이 판단하였음을 지적한다.⁵⁴³
393. 피청구국은 “일반적인 계약상의 행위만으로는 정부 권한의 행사라고 일반적으로 간주되지 않는다”고 지적한다.⁵⁴⁴ 피청구국에 따르면, 어느 실체가 공익을 위해 행위하고 그러한 권한의 행사에 대해 공적으로 책임질 것을 요구하는 정부 권한을 부여 받았다 하더라도, 정부적인 행위와 상업적인 행위의 구별은 여전히 유지된다.⁵⁴⁵ 피청구국은 본건

⁵³⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 37-38 항.

⁵⁴⁰ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 15 항.

⁵⁴¹ 재반박서면, 제 74 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 38 항.

⁵⁴² 재반박서면, 제 78 항.

⁵⁴³ 반박서면, 제 287-91 항, *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건 번호 ARB/11/33, 판정문, 2015 년 11 월 3 일, 제 323 항(CLA-21); *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/03/29, 판정문, 2009 년 8 월 27 일, 121-23 항(CLA-26); *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008 년 11 월 6 일, 제 166 항, 제 168 항(CLA-7) 인용; 재반박서면, 제 78 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 16 항.

⁵⁴⁴ 재반박서면, 제 79 항, *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v. Republic of Latvia*, ICSID 사건 번호 ARB/16/38, 판정문, 2020 년 2 월 28 일, 제 343 항(CLA-165) 인용.

⁵⁴⁵ 재반박서면, 제 82 항, *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/03/29, 판정문, 2009 년 8 월 27 일, 제 121-22 항(CLA-26); *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008 년 11 월 6 일, 제 177 항, 제 170 항(CLA-7); *Staur Eiendom AS, EBO Invest AS and Rox Holding AS v. Republic of*

합병 관련 의결권 행사가 “순수한 상업적 행위”이므로, 국민연금의 중대한 헌법적 의무에 대한 추상적인 분석은 본건 합병에 대한 의결권 행사가 정부 권한의 “행사”에 해당하였는지 여부를 판단함에 있어서 아무런 관련이 없다고 본다.⁵⁴⁶

394. *Jan de Nul v. Egypt* 사건을 인용하며, 피청구국은 “어떠한 사적 계약의 상대방이 유사한 방식으로 행위할 수 있었다면”, 해당 행위는 행위에 참여한 당사자를 불문하고 정부적이지 않은 것이라고 주장한다.⁵⁴⁷ 피청구국은 청구인도 주주 의결권 자체는 상업적 행위임을 인정하는 이상, 상장회사에 대한 국민연금의 의결권 행사는 정부 행위가 될 수 없고 상업적 행위가 되어야 한다고 주장한다.⁵⁴⁸

395. 마지막으로 피청구국은 주주 의결권 행사를 포함한 기금의 관리 및 운용이 기금운용본부를 통해 기금을 관리하는 국민연금 본부장에게 위임되었음을 강조한다.⁵⁴⁹ 또한, 피청구국은 국민연금이 주주로서의 의결권 행사에 관련된 여하한 사항으로 한국 법원에 피소될 경우, 다른 사인인 주주와 마찬가지로 민사소송의 대상이 될 것이라고 주장한다.⁵⁵⁰

(d) 국민연금의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

396. 피청구국은 협정에 따라 ILC 규정 제 8 조를 적용할 수 있다고 하더라도, 국민연금의 본건 합병에 대한 표결은 한국에 귀속될 수 없다고 주장한다.⁵⁵¹

397. *Jan de Nul v. Egypt* 사건을 인용하면서, 피청구국은 제 8 조의 “실효적 통제” 기준은 “개인 또는 실체에 대한 국가의 일반적 통제와 그 귀속 여부가 문제되는 행위에 대한 국가의

Latvia, ICSID 사건 번호 ARB/16/38, 판정문, 2020년 2월 28일, 제 340 항, 제 343 항(CLA-165) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 39 항.

⁵⁴⁶ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 16 항.

⁵⁴⁷ 재반박서면, 제 80 항, *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008년 11월 6일, 제 170 항(CLA-7) 인용.

⁵⁴⁸ 재반박서면, 제 80 항.

⁵⁴⁹ 반박서면, 제 293(a)-(b) 항.

⁵⁵⁰ 반박서면, 제 293(c)-(d) 항; 김성수 제 1 차 보고서, 제 29 항, 제 67 항(RER-2).

⁵⁵¹ 반박서면, 제 305 항; 재반박서면, 제 93 항.

구체적인 통제 둘 다”를 요구하는 까다로운 기준이라고 주장한다.⁵⁵² 나아가, 피청구국은 쟁점 실체가 자신의 의지에 근거하지 않고 국가의 “지시 또는 지휘와 통제에 따라” 구속되어 쟁점 행위를 수행했어야 한다고 주장한다.⁵⁵³

398. 피청구국에 따르면, 청구인이 언급한 사실관계들은 국민연금의 본건 합병 투표가 피청구국의 구체적인 지시 또는 지휘에 따라서가 아니라 자신의 의지에 근거하여 발생하였음을 보여준다.⁵⁵⁴

399. 첫째로, 피청구국은 청구인이 제시한 증거에 따르면 청와대가 삼성그룹 경영권에 대해 우려하고 이재용의 삼성 그룹 경영권 승계와 관련하여 국민연금의 투자를 살폈다고 주장한다.⁵⁵⁵ 반대로, 청구인이 주장하는 본건 합병의 상황에 관한 박근혜 대통령의 “모니터링” 요청은 “본건 합병과 관련하여 국민연금에 대한 지시가 있었음을 보여주고 있지 않다”.⁵⁵⁶

400. 둘째로, 피청구국은 보건복지부가 투자위원회에게 본건 합병을 승인하고 전문위원회를 우회할 것을 지시했다는 증거가 없다고 주장한다.⁵⁵⁷ 피청구국은 증거가 청와대 관계자 김기남이 국민연금의 본건 합병 처리 진행 상황에 대한 업데이트를 요청했다는 결론을 뒷받침할 뿐이라고 주장한다.⁵⁵⁸ 또한, 피청구국은 증거가 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표를 해야 한다는 점을 특정하지 않고, 보건복지부가 홍완선 본부장에게 투자위원회에서 “먼저 판단을” 하도록 지시하였다는 사실만을 입증한다고 주장한다.⁵⁵⁹

⁵⁵² 반박서면, 제 307 항; 재반박서면, 제 96 항, *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008년 11월 6일, 제 173 항(CLA-7) 인용. 재반박서면, 제 98 항, 각주 204 참조.

⁵⁵³ 재반박서면, 제 98 항, ILC 규정(주식 포함)(2001), ILC 규정 해설서 제 8 조, 47 면(CLA-38) 인용.

⁵⁵⁴ 재반박서면, 제 99 항. 피청구국은 10 단계와 관련한 청구인의 사실관계 제시에 하자가 있다고 주장한다. 아래 제 VII.B.2 절 참조.

⁵⁵⁵ 재반박서면, 제 101(a)(i)-(ii)항. 아래 제 755 항 참조.

⁵⁵⁶ 재반박서면, 제 101(a)(iii)항.

⁵⁵⁷ 재반박서면, 제 101(b)항.

⁵⁵⁸ 재반박서면, 제 101(b)(i)항.

⁵⁵⁹ 재반박서면, 제 101(b)(iii)항.

401. 피청구국은 설령 본건 합병을 승인하라는 보건복지부의 지시가 존재한다고 가정하더라도, 청구인이 입증할 수 있는 것은 이러한 지시가 투자위원회 위원 11 명이 아니라 홍완선 본부장 및 ████████와 같은 제한된 인원들을 향한 것이었다고 지적한다.⁵⁶⁰ 이와 관련하여, 피청구국은 서울고등법원이 보건복지부가 11 명의 개별 투자위원회 위원들 중 어느 누구에게 각각 본건 합병에 찬성 표결을 하도록 지시하였다고 판시한 내용이 없음을 강조한다.⁵⁶¹
402. 피청구국은 또한 청구인이 투자위원회 12 명의 위원들 개인이 결정한 본건 합병에 대한 찬성 투표에 대해 국가가 구체적으로 통제된 사실을 입증하지 못하였다고 주장한다.⁵⁶² 피청구국의 견해에 따르면, 본건 합병안에 대한 3 시간 동안의 심의 기록은 “결과가 미리 정해져 있었다거나 한국의 통제가 있었다는 주장”을 반박한다.⁵⁶³
403. 셋째로, 피청구국은 적정 합병비율 및 본건 합병을 통해 예상되는 시너지 효과 계산에 대한 조작을 지시받았다고 하는 회의에 ████████가 참석하지 않았으므로, 보건복지부가 국민연금에 이러한 계산을 조작하도록 지시한 어떠한 증거도 없다고 진술한다.⁵⁶⁴
404. 마지막으로, 피청구국은 투자위원회의 본건 합병에 대한 의결권 행사 이후에 발생하였다고 주장하는 사건들이 국민연금의 본건 합병에 대한 투표의 귀속 문제와 무관하다고 주장한다. 이는 홍완선 본부장이 청와대와 논의하는 동안 보건복지부가 투자위원회에게 “대기”하고 있으라는 지시⁵⁶⁵와 보건복지부가 개입하였다는 전문위원회 회의에 적용된다.⁵⁶⁶

⁵⁶⁰ 반박서면, 제 311 항; 재반박서면, 제 101(b)(ii)항.

⁵⁶¹ 반박서면, 제 311 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 31-32 면(C-79/R-153) 인용. 대법원은 제한적인 이유로 서울고등법원의 판결을 파기하였다. 상기 제 285 항 참조.

⁵⁶² 반박서면, 제 312 항.

⁵⁶³ 반박서면, 제 313 항. 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 45 면(R-20) 참조.

⁵⁶⁴ 재반박서면, 제 101(c)항.

⁵⁶⁵ 재반박서면, 제 101(d)(i)항.

⁵⁶⁶ 재반박서면, 제 101(d)(ii)항.

2. 청구인의 입장

405. 청구인은 세 가지 별개의 독립적인 사유로 피청구국에 귀속된다고 주장한다: (i) 국민연금이 ILC 규정 제 4 조에 부합하는 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 ILC 규정 제 4 조에 부합하는 국가기관에 해당하고; (ii) 국민연금은 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호 및 ILC 규정 제 5 조의 규정과 같이 중앙정부로부터 위임받은 권한에 따라 수행되었으며; (iii) 국민연금은 ILC 규정 제 8 조와 같이 피청구국의 지시와 통제 하에 행동하였다.⁵⁶⁷

(a) 귀속에 관한 적용 기준

406. 청구인은 협정 제 11.1 조 제 3 항의 특별법이 행위귀속에 관한 일반국제법과 일치하며, 일반국제법을 “배제하지 않고 오히려 이와 병존한다”고 주장한다.⁵⁶⁸ 청구인에 따르면, ILC 규정 제 55 조에 따른 특별법 우선 원칙의 적용은 “동일한 주체가 ... 두 개 규정에 의하여 다뤄지고 있다는 것”만으로는 부족하며 “실제로 이들 사이에 어느 정도 모순이 있거나 둘 중 하나가 다른 하나를 배제한다는 확실한 의도가 있어야만 한다”고 주장한다.⁵⁶⁹ 반대로, 청구인은 서로 겹치는 두 개의 규칙 또는 의무가 “조화롭게 공존”하는 경우, 두 개가 함께 작용한다고 주장한다.⁵⁷⁰

407. 본건에서 청구인은 협정 제 11.1 조 제 3 항과 ILC 규정 제 8 조 사이에 실질적 모순이 존재하지 않는다고 주장한다.⁵⁷¹ 또한 협정의 작성자들이 국제법의 일반규칙을 배제하고자 했다는 확실한 의도가 보이지않는다.⁵⁷² 청구인은 일반국제법의 적용은 단순한 언급이 없다고 하여 배제되었다고 추정할 수 없으므로,⁵⁷³ 중재판정부가 협약

⁵⁶⁷ 답변서면, 제 299 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 60 항.

⁵⁶⁸ 답변서면, 제 299 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 64 항.

⁵⁶⁹ 수정 청구서면, 제 161 항, ILC 규정 해설서, 제 55 조, 140 면, 제 4 항(CLA-38) 인용; 답변서면, 제 301 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 64 항.

⁵⁷⁰ 답변서면, 제 301-02 항.

⁵⁷¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 65 항.

⁵⁷² 답변서면, 제 309 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 65-66 항.

⁵⁷³ 답변서면, 제 305 항, 제 309 항, *CMS Gas Transmission Company v. Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/01/8, 판정문, 2005 년 5 월 12 일, 제 359 항(CLA-102); *Elettronica Sicula SpA (ELSI) (United States of America v. Italy)*, 판결문, 1989 년 I.C.J. 보고서, 제 50 항(CLA-31) 인용.

제 11.22 조의 지시에 의하여 ILC 규정 제 8 조를 포함한 “[협정]과 적용가능한 국제법 규칙에 따라” 분쟁 중인 쟁점을 판단하여야 한다고 주장한다.⁵⁷⁴

408. 피청구국이 원용하고 있는 *Al Tamimi v. Oman* 사건에 관하여, 청구인은 인용된 문구가 부수적 의견에 지나지 않으며, 중재판정부가 ILC 규정 제 8 조가 사실관계에 적용될 수 없다는 이유로 해당 조항이 배제되었는지 여부를 중국적으로 판단하지 않았다는 점을 지적한다.⁵⁷⁵

(b) 국민연금의 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

409. 청구인에 따르면, 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호와 ILC 규정 제 4 조와 관련하여 심리함에 있어 중점으로 두어야 할 점은 실체가 법적으로든 아니면 사실상으로도 “그 제도적 목적, 운영 및 국가조직체의 구조를 고려해 볼 때 ‘국가조직’”의 일부인지 여부이다.⁵⁷⁶ 따라서, 청구인은 ILC 규정 제 4 조에 따른 해당 기준이 한국 국내법상의 입장이나 특징과 관계없이 국민연금의 핵심적 특성을 파악하고 평가하는 “구조적”인 것이라고 주장한다.⁵⁷⁷

410. 따라서, 청구인은 본 중재에서 법률상 및 사실상 국가기관의 구별에 대한 피청구국의 인용과 적용에 대해 문제를 제기한다.⁵⁷⁸ 청구인에 따르면, *Bosnia Genocide* 판결에서 ICJ가 고려한 내용은 투자 중재의 맥락에서 적용되지 않는다.⁵⁷⁹ 그러나 *Bosnia Genocide* 사건에 제시된 기준이 적용된다고 하더라도, 청구인은 ILC 규정 제 8 조의 맥락에서 아래에서 설명하는 이유에 따라, 본건은 여전히 이를 충족하였다고 주장한다.⁵⁸⁰

⁵⁷⁴ 답변서면, 제 309 항, 협정, 제 11.22 조(C-1) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 67-68 항.

⁵⁷⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 69 항, *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건 번호 ARB/11/33, 판정문, 2015년 11월 3일, 제 314-23 항(CLA-21) 인용.

⁵⁷⁶ 답변서면, 제 319 항, 제 321 항, ILC 제 4 조 제 1 항(CLA-17) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 65 항. C. de Stefano, 국제법과 중재에서의 행위귀속(2020), 27-28 면(CLA-93) 참조.

⁵⁷⁷ 답변서면, 제 318 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 70 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 18 항.

⁵⁷⁸ 답변서면, 제 321 항, *집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, 2007년 I.C.J. 보고서, 제 392-93 항(CLA-24) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 72-73 항.

⁵⁷⁹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 73 항.

⁵⁸⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 73 항. 아래 제 V.B.2(d)절 참조.

411. 본건에서, 청구인은 다음과 같은 국민연금의 모든 핵심적 특성(즉, 실질적 임무와 책임)에 비추어 국제법상 국가기관임이 명백하다고 주장한다:⁵⁸¹
- (a) 국민연금은 국가를 대리하여, 아울러 국가의 부담으로 자산을 취득하고 처분한다;⁵⁸²
 - (b) 국민연금은 보건복지부장관의 위임을 받아 법률상 한국 국민이 납부하여야 하는 기금을 운용 및 관리하기 위한 행정 기능만 가지고 있다;⁵⁸³
 - (c) 국민연금의 운영 경비는 국가 예산을 통하여 국가가 재원을 조달하며, 국민연금 예산안을 마련하여 보건복지부장관의 승인을 받아야 한다;⁵⁸⁴
 - (d) 국민연금 임원들은 대통령의 감독을 받는 보건복지부 장관이 임명 및 감독한다.⁵⁸⁵
 - (e) 국민연금은 매년 국회의 국정감사 대상이 된다;⁵⁸⁶ 그리고

⁵⁸¹ 수정 청구서면, 제 190 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71 항, 제 74 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 18 항.

⁵⁸² 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71(a)항.

⁵⁸³ 답변서면, 제 331(d)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 84 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71(b)항.

⁵⁸⁴ 답변서면, 제 331(h)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 79(d)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71(c)항. 이중기 제 1 차 보고서, 제 44(iii)항, 제 53 항, 제 56 항(CER-1); 심리 속기록, 4 일차, 45:12-15 면; 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일, 제 101 조, 제 102 조(C-77) 참조.

⁵⁸⁵ 답변서면, 제 331(h)항, 제(k)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 79(d)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71(d)항. 이중기 제 1 차 보고서, 제 44 항, 제 53 항, 제 80 항(CER-1); 김성수 제 1 차 보고서, 제 69 항(RER-2) 참조.

⁵⁸⁶ 수정 청구서면, 제 184(b)항, 제(g)항. 이중기 제 1 차 보고서, 제 65(i)항(CER-1); 2020 년 7 월 17 일자 이중기 교수 제 2 차 전문가 보고서(이하 “이중기 제 2 차 보고서”), 제 33 항(CER-4); 국정감사 및 조사에 관한 법률, 2014 년 3 월 18 일, 제 2 조, 제 3 조, 제 7 조(C-124); 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 79(g)항 참조.

- (f) 국민연금의 행정 행위(“처분”)는 공법행위로서 사법 판단의 대상이다.⁵⁸⁷ 이와 관련하여, 청구인은 투자 중재판정부들이 행정심사의 대상이 된다는 점을 국가기관의 식별요인으로 고려하였음을 주지한다.⁵⁸⁸
412. 상기에 비추어 볼 때, 청구인은 대통령이 직접 감독하는 실체들만이 기관이며, 장관이 직접 감독할 뿐, 대통령의 직접 감독을 받지 않는 실체는 기관이 아니라는 김성수 교수의 “한국 국가 조직에 대한 형식주의 이론”을 거부한다.⁵⁸⁹
413. 청구인의 견해에 따르면, 한국 헌법에 의해 뒷받침되지 않는 이와 같은 “독창적인 구분법”은 국제법상 국민연금의 지위에 차이를 주지 않는다.⁵⁹⁰ 또한, 청구인은 한국 헌법과 정부조직법에 열거된 중앙행정기관만이 “한국의 행정조직”에 해당한다는 피청구국의 주장에 대해서도 반박한다.⁵⁹¹ 청구인에 따르면, 한국 헌법상 “국가기관”, “행정기관” 또는 “공공단체”로 지정되는 것은 이러한 실체들이 한국의 일부를 구성함을 배제하지 않는다.⁵⁹²
414. 청구인은 정부조직법이 다른 법률에 의해 위임된 행정사무를 처리할 수 있는 권한이 부여된 다른 “행정기관”의 존재를 인정하고 있음을 덧붙인다.⁵⁹³ 청구인은 국민연금 등

⁵⁸⁷ 답변서면, 제 331(f)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 71(f)항, 행정심판법, 2015년 5월 28일, 제 2조 제 4항(C-128) 인용. 이중기 제 1차 보고서, 제 69-74항(CER-1); 이중기 제 2차 보고서, 제 48항(CER-4); 행정심판법, 2015년 5월 28일, 제 2조 제 4항(C-128); 행정소송법, 2014년 11월 19일, 제 2조 제 2항(C-135) 참조.

⁵⁸⁸ 답변서면, 제 331(f)항, *UAB E energija (Lithuania) v. Republic of Latvia*, ICSID 사건 번호 ARB/12/33, 판정문, 2017년 12월 22일, 제 804항(CLA-173) 인용.

⁵⁸⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 72항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 16항.

⁵⁹⁰ 답변서면, 제 329항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 72-73항.

⁵⁹¹ 답변서면, 제 330항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 76항.

⁵⁹² 답변서면, 제 329항, 대한민국 헌법, 1988년 2월 25일, 제 2조 제 2항, 제 7조, 제 26조 제 1항, 제 29조, 제 97조, 제 111조 제 1항 4호, 제 117조 제 1항(C-88) 인용.

⁵⁹³ 답변서면, 제 329항, 특히 “국가행정기관”, “특별지방행정기관”, “부속기관”, 및 “행정기관”이라는 용어를 사용하는 정부조직법 인용. 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 75항, 정부조직법, 2014년 11월 19일, 제 1조(C-258); 이중기 제 2차 보고서, 제 14항(CER-4) 인용. 이중기 제 1차 보고서, 제 31(ii)항(CER-1) 참조.

위임된 행정 기능을 수행하는 모든 행정기관이 국가 행정부의 일부를 구성한다고 주장한다.⁵⁹⁴

415. 청구인은 “행정청을 소위 직접적/간접적 행정청으로 구별하는 것에는 한국법상 근거가 없으며”, 어떠한 한국 법령이나 헌법재판소의 결정에서도 언급된 적이 없다고 주장한다.⁵⁹⁵ 이와 관련하여, 청구인은 국민연금의 기금 주식 취득은 국가 측의 취득을 수반하기 때문에, 국민연금이 국가기관으로 한국법상 거래에 대한 세금이 면제됨을 확인하는 한국 법원의 판결⁵⁹⁶을 강조한다.⁵⁹⁷
416. 또한, 청구인은 청원법 및 공공기관의 정보공개에 관한 법률의 적용을 받는 국민연금이 한국 헌법 제 26 조 제 1 항⁵⁹⁸의 목적상 “정부기관”과 “공공기관”(“국가기관”, “중앙행정기관”, “지방자치단체” 및 “그 밖에 대통령령으로 정하는 기관”을 포함하는 개념)에 해당한다고 주장한다.⁵⁹⁹
417. 이와 마찬가지로, 청구인은 공공기관의 운영에 관한 법률에서 국민연금을 “공공기관” 및 “기금관리형 준정부기관”으로 공식 지정한 사실이 국가조직의 일부를 구성하는지 여부의 판단과 관련이 있다고 본다.⁶⁰⁰

⁵⁹⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 78 항.

⁵⁹⁵ 답변서면, 제 331(c)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 77 항.

⁵⁹⁶ 청구인은 피청구국이 “자국 법원의 판단을 인정하지 않을 수 없다”고 인정하였음을 강조한다. 청구인의 심리 후 주장서면, 제 61 항, 심리 속기록, 2 일차, 17:10-12 면 인용.

⁵⁹⁷ 답변서면, 제 331(i)항, 의정부지방법원 2014 구합 9658, 2015 년 8 월 25 일(C-252) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 61 항. 이중기 제 1 차 보고서, 제 76-77 항(CER-1); 이중기 제 2 차 보고서, 제 45 항, 제 49-51 항(CER-4) 참조.

⁵⁹⁸ 수정 청구서면, 제 184(e)항; 답변서면, 제 331(m)항; 이중기 제 1 차 보고서, 제 74 항(CER-1); 이중기 제 2 차 보고서, 제 39 항(CER-4); 대한민국 헌법, 1988 년 10 월 25 일, 제 26 조 제 1 항(C-88)(“모든 국민은 법률이 정하는 바에 의하여 국가기관에 문서로 청원할 권리를 가진다.”); 청원법, 2015 년 3 월 31 일, 제 3 조(C-157).

⁵⁹⁹ 답변서면, 제 331(n)항, 공공기관의 정보공개에 관한 법률, 2014 년 11 월 19 일, 제 2 조 제 3 항(C-136) 인용.

⁶⁰⁰ 수정 청구서면, 제 184(a); 답변서면, 제 331(a)항, 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014 년 5 월 28 일, 제 5 조 제 1 항, 제 5 조 제 3 항(C-56) 인용; 이중기 제 1 차 보고서, 제 62-63 항(CER-1).

418. 특히, 청구인은 한국법에 따라 국민연금과 동일하게 법적 지정된 법인(즉, 특정한 법률 위임에 따라 한국 국민을 위하여 공공적 기능을 수행하는 기금관리형 준정부기관⁶⁰¹)인 KAMCO 가 미국 법원에서 스스로를 국가 면제를 원용하는 “정부기관”으로 보았다고 주장한다.⁶⁰²
419. 피청구국의 주장과 달리, 청구인은 별개의 법인격은 법인이 그 자체로 국가기관에 해당하지 않게 되는 것은 아니라고 주장한다.⁶⁰³ 대신, 각각의 경우 해당 법인의 별개의 법인격 외에도 재정적,⁶⁰⁴ 운영적⁶⁰⁵ 및 제도적 자율성에 관한 다른 요인들을 결합하여 판단해야 한다.⁶⁰⁶ 청구인에 따르면, 국제 중재판정부들은 그동안 중앙은행,⁶⁰⁷ 국고,⁶⁰⁸ 국유 석유회사⁶⁰⁹ 및 사회보장을 이행하는 공법적 기구들을 포함한 별개 법인격을 가진 다양한 실체들⁶¹⁰을 국가기관으로 인정하였다.⁶¹¹ 청구인은 *Dayyani v. Korea* 사건에서도 중재판정부가 ILC 규정 제 4 조를 참조하여 KAMCO 가 국가기관에 해당한다고

⁶⁰¹ 답변서면, 제 324(a)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 66 항.

⁶⁰² 수정 청구서면, 제 186 항, *Murphy v. Korea Asset Management Corp.*, 421 F.Supp.2d 627 (S.D.N.Y. 2005)에 제출된 송경호의 진술서(*Murphy*, 421 F.Supp.2d 631 면에서 언급됨), 제 11-12 항(C-93)를 인용한 *Murphy v. Korea Asset Management Corp.*, 421 F.Supp.2d 627 (S.D.N.Y. 2005), 631 면(C-98) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 80(c)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 62 항.

⁶⁰³ 수정 청구서면, 제 191 항, 답변서면, 제 323 항, 제 326 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 75 항.

⁶⁰⁴ 답변서면, 제 325(a)항, *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, PCA 사건 번호 2015-13, 판정문, 2016 년 6 월 27 일, 제 213 항(RLA-80) 인용.

⁶⁰⁵ 답변서면, 제 325(c)항, *Gustav F W Hamester v. Republic of Ghana*, ICSID 사건 번호 ARB/07/24, 판정문, 2010 년 6 월 18 일, 제 164 항(CLA-6) 인용.

⁶⁰⁶ 답변서면, 제 325(d)항, *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, PCA 사건 번호 2009-19, 임시 중재판정문, 2010 년 9 월 28 일, 제 154 항(RLA-52) 인용.

⁶⁰⁷ 답변서면, 제 324(c)항, 각주 977 참조.

⁶⁰⁸ 답변서면, 제 324(b)항, *Eureko B.V. v. Republic of Poland*, 부분판정문, 2005 년 8 월 19 일, 제 134 항(CLA-34) 인용.

⁶⁰⁹ 답변서면, 제 324(e)항, 각주 979 참조. 청구인의 심리 후 주장서면, 제 75 항 참조.

⁶¹⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 82 항.

⁶¹¹ 답변서면, 제 324(f)항, *Haim v. Kassenzahnärztliche Vereinigung Nordrhein*, 판결문, 사건 C-424/97, EU:C:2000:357, 2000 년 7 월 4 일, 제 28 항, 제 31 항(CLA-127) 인용.

판시하였음을 덧붙인다.⁶¹² 청구인에게 있어서, 이와 마찬가지로 재정적 또는 상업적 자율성을 가지지 않는 국민연금의 국가는 “진정으로 분리”되어 있지 않았다.⁶¹³

(c) 국민연금의 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

420. 예비적으로, 청구인은 국민연금의 행위가 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호와 ILC 규정 제 5 조에 반영된 국제관습법 원칙에 따라 한국에 귀속될 수 있다고 주장한다.⁶¹⁴
421. 청구인은 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따른 귀속에 있어서 쟁점 행위가 “정부적” 또는 “주권적” 성격을 가져야 한다는 피청구국의 입장을 부정한다. 대신, 청구인은 쟁점 행위가 위임된 권한의 행사로 인정되는 한, 행위가 귀속될 수 있다고 주장한다.⁶¹⁵ 청구인은 자신의 입장을 뒷받침하기 위해, 비정부기구가 “상업적 거래”를 승인하는 등 다양한 상황에서 주권국으로서 위임한 정부권한을 행사할 수 있음을 명시한 미국 서면을 인용한다.⁶¹⁶
422. 청구인은 각각의 개별 행위에 초점을 맞춘 주권면제의 법리와 달리 행위귀속의 법리는 전체적인 상황을 고려한다고 주장하면서, ILC 규정 제 5 조의 “정부 권한”(공적 권한)의 개념과 주권면제의 법리상 “주권적 권한”(주권적 행위)의 개념을 구별하고자 한다.⁶¹⁷ 따라서, 청구인은 행위 귀속을 판단함에 있어 “국민연금의 작위와 부작위를 그들이 수행해야 하는 헌법적 의무의 필요한 내용 및 목적과 분리하여 분석하는 것”은 잘못된 방법이라고 경고한다.⁶¹⁸

⁶¹² 수정 청구서면, 제 185 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 66 항, 제 82 항. Alison Ross 및 Tom Jones, “이란 투자자들에 의한 한국의 막대한 손실”, 글로벌 아비트레이션 리뷰, 2018 년 6 월 8 일(C-282); Jarrod Hepburn, “한국을 상대로 한 이란인들의 중재승소 전망이 드디어 밝혀지다”, 아이에이리포터, 2019 년 1 월 22 일(C-299)(2018 년 6 월 *Mohammad Reza Dayyani et ors v. Republic of Korea*, PCA 사건 번호 2015-38, (미공개 판정문) 인용) 참조.

⁶¹³ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 84 항, *Deutsche Bank AG v. Democratic Socialist Republic of Sri Lanka*, ICSID 사건 번호 ARB/09/02, 판정문, 2012 년 10 월 31 일, 제 405 항(CLA-29) 인용.

⁶¹⁴ 답변서면, 제 332 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 99 항.

⁶¹⁵ 답변서면, 제 344 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 91 항, 93 항.

⁶¹⁶ 답변서면, 제 343 항, 미국 서면, 제 5 항 인용.

⁶¹⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 84-86 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 21 항.

⁶¹⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 87(b)항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 22 항.

423. 또한, 청구인은 공공 서비스의 수행이 “국가만이 제공할 수 있도록 국한되어 있거나 국가가 이를 제공할 법적 의무를 진다면”, 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호에 규정된 권한의 행사에 해당한다고 본다.⁶¹⁹ 청구인은 어떠한 실체 또는 특정 행위가 행정심사의 대상이 되지 않는다는 사실이 ILC 규정 제 5 조에 따라 귀속될 수 없다는 것을 의미하지는 않는다고 주장한다.⁶²⁰
424. 이와 대조적으로, 청구인은 *Jan de Nul N.V. v. Egypt* 사건에서 중재판정부가 “잘못된 법적 판단기준”을 적용하여 “어떠한 사적 계약의 상대방이 유사한 방식으로 행위할 수 있었[다면]” 해당 행위는 정부적이지 않다고 판시하였다고 판단한다.⁶²¹ 청구인의 견해에 따르면, *Jan de Nul* 사건에서 채택된 판단기준은 “ILC 규정 제 5 조에 반영된 국제관습법 규칙은 형해화될 것인 바, 따로 떼어놓고 보면 국가에만 독점적으로 유보된 행위라는 것은 거의 없기 때문”이다.⁶²²
425. 청구인이 국민연금이 따라서 *Jan de Nul* 사건의 수에즈운하청과 같이 다른 중재판정부들이 규정 제 5 조 사건과 관련하여 살펴봤던 많은 단체들과는 구별된다고 주장한다.⁶²³ 청구인에 따르면, 이는 국민연금이 “순수한 법정조직”으로서, 보건복지부장관이 국가 연금 지급의 일환으로 기금을 운용·관리하도록 구체적으로 위임하고 있기 때문이다.⁶²⁴
426. 청구인은 국민연금의 위임된 정부 권한 행사에 관한 임무가 “단일하고 구체적”이라면서, 주주권 행사를 포함하여 기금의 관리 및 운영에 있어서 이루어지는 모든 행위는 “불가분의 일체”를 구성한다고 본다.⁶²⁵ 청구인은 사회보장 및 복지 증진과 국민 보호라는 대한민국의

⁶¹⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 83 항, 제 87(a)항.

⁶²⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 345-46 항.

⁶²¹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 94-95 항, *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008년 11월 6일, 제 169-70 항(CLA-7) 인용.

⁶²² 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 95 항.

⁶²³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 78 항, *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건 번호 ARB/04/13, 판정문, 2008년 11월 6일, 제 161 항, 제 169-70 항(CLA-7) 인용.

⁶²⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 96(d)항; 청구인의 심리 후 주장서면 제 78 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 19 항.

⁶²⁵ 답변서면, 제 339 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 78 항.

헌법상 책무를 이행하기 위하여 국민연금의 임무가 위임되었음을 강조한다.⁶²⁶ 따라서, 청구인의 견해에 따르면, 본건 합병에서 국민연금의 주주 의결권 행사 행위는 국가에 배타적으로 부여된 의무 수행에서 발생하였으므로 해당 행위는 귀속될 수 있다.⁶²⁷

427. 청구인은 한국의 연금수급자들을 위한 기금의 관리 및 운영을 필수적인 공적 기능으로 분류한다.⁶²⁸ 이와 관련하여, 청구인은 국민연금이 다른 개인 주주들과 달리, 주주 의결권과 관련하여 기금운용지침에 의해 엄격하게 통제됨을 강조한다.⁶²⁹ 예를 들어, 청구인은 국민연금이 지침에 따라 공공성의 원칙을 고려해야 함을 지적한다.⁶³⁰
428. 청구인에 따르면, 국민연금이 한국을 대리하여 증권을 구매하고 이에 수반된 의결권을 행사하는 등 기금의 관리 및 운용 임무를 위해 수행하는 행위는 국내 통화 및 국채의 안정을 관리하는 전형적으로 정부적으로 인정되는 임무를 위임받은 한국은행과 유사하다.⁶³¹ 청구인은 두 단체가 다른 사적 또는 상업적 행위를 수행할 독립적인 권한이 없음을 강조한다.⁶³²

(d) 국민연금의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부

429. *Bayindir v. Pakistan* 사건의 판정을 언급하면서, 청구인은 ILC 규정 제 8 조에 따른 행위귀속은 사건의 상세한 정황과 국가와 이로부터 지시 또는 통제를 받는 개인들 사이의 관계에 관한 검토가 필수적이라고 강조한다.⁶³³ 본건에서 청구인은 국민연금이 “사실상 국가의 명령에 따라” 행위한 사실,⁶³⁴ 즉 “박근혜 대통령이 달성되어야 할 결과를

⁶²⁶ 수정 청구서면, 제 197 항; 답변서면, 제 332 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 86 항, 제 96(d)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 78 항. 이중기 제 1 차 보고서, 제 31(i)-(ii)항, 제 77 항(CER-1); 대한민국 헌법, 1988 년 10 월 25 일, 제 34 조 제 2 항, 제 4 항(C-88) 참조.

⁶²⁷ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 19-20 항.

⁶²⁸ 수정 청구서면, 제 197 항; 답변서면, 제 342 항; 이중기 제 1 차 보고서, 제 75 항, 제 81 항, 제 82 항(CER-1).

⁶²⁹ 수정 청구서면, 제 198 항; 답변서면, 제 340 항.

⁶³⁰ 답변서면, 제 339 항.

⁶³¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 79-80 항. 심리 속기록, 5 일차, 36:11 – 37:6 면 참조.

⁶³² 수정 청구서면, 제 196 항; 답변서면, 제 337 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 79 항.

⁶³³ 답변서면, 제 353-54 항, *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/03/29, 판정문, 2009 년 8 월 27 일, 제 125 항, 제 130 항(CLA-26) 인용.

⁶³⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 113 항, ILC 제 8 조(CLA-17) 인용.

명령하였다는 점과 그러한 결과가 실제로 달성되었다는 점”만을 입증하면 된다고 주장한다.⁶³⁵ 청구인은 피청구국이 원용하고 있는 “구체적인” 통제 기준은 ICJ가 분명하게 밝힌 강화된 기준이며, 이는 투자 협정 맥락에서 적절한 기준이 아니라고 주장한다.⁶³⁶

430. 한국 법원의 결정을 원용하면서, 청구인은 국민연금의 행위가 한국의 “명령에 의거하여 또는 지시 또는 통제에 따라” 이루어졌고, 따라서 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에게 귀속되었다고 주장한다.⁶³⁷
431. 청구인에 따르면, 국민연금의 본건 합병 찬성 투표에 대한 피청구국의 지시 및 통제는 최소 두가지 방식으로 행사되었다. 첫째로, 청구인은 박근혜 대통령이 본건 합병을 모니터링한 이후 수개월 동안 청와대에게 “국민연금의 본건 합병 관련 의결권 행사에 적극적으로 개입”하고 “본건 합병에 결정적인 도움”을 제공하도록 지시하였다고 주장한다.⁶³⁸ 청구인은 청와대에서 문형표 장관을 포함한 보건복지부 관계자들에게 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 필요에 따라 개입하라는 지침이 하달되었다고 주장한다.⁶³⁹ 청구인에 따르면, 본건 합병 관련 표결에 이르기까지 김기남 청와대 행정관과 보건복지부 백진주 사무관 사이에서 매일 주고받은 연락은 보건복지부의 지시이행에 대한 청와대의 면밀한 감시 및 통제를 보여준다.⁶⁴⁰
432. 또한 청구인은 김기남이 투자위원회에서 본건 합병을 승인하도록 유도하기 위한 계획의 진행상황이 담긴 상황보고서를 작성함으로써, 박근혜 대통령이 이행상황을 파악할 수 있도록 하였다고 주장한다.⁶⁴¹

⁶³⁵ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 101 항.

⁶³⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 89 항.

⁶³⁷ 수정 청구서면, 제 202 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 88 항.

⁶³⁸ 수정 청구서면, 제 205 항; 답변서면, 제 355(a)-(b)항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018 년 8 월 24 일, 90 면, 103-04 면 (C-286/R-169) 인용.

⁶³⁹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 117(c)항.

⁶⁴⁰ 답변서면, 제 355(d)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 117(d)항. 김기남(청와대)과 백진주(보건복지부) 간 문자메시지 기록, 2015 년 6 월 19 일 - 8 월 9 일(C-438) 참조.

⁶⁴¹ 답변서면, 제 355(e)항. 김기남 증인신문조서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 3 월 20 일, 24-24 면(C-495); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 39 면(C-79/R-153) 참조.

433. 청구인은 홍완선 본부장이 투자위원회 위원들을 재소집해 “투자위원회에서 결정된 내용에 대하여 청와대에서 최종 재가를 받기 위해 대기”하라고 지시한 사실에서 국민연금에 대한 피청구국의 지속적인 통제가 명백하다고 주장한다.⁶⁴² 청구인에 따르면, 전문위원회 위원들도 문형표 장관의 수하 직원들에 의해 소집되지 않도록 권장되었고, 그 후 회의가 개최되자 최홍석 과장이 개인적으로 압박을 하면서 구체적인 통제가 확장되었다.⁶⁴³

434. 상기 내용에 비추어 볼 때, 청구인은 “특정한 결과를 달성하기 위하여”, “정부 최고위층 덕분에” “결정적인” 지시를 하였다는 압도적인 직접 증거가 존재하는 “보기 드문” 사례라고 결론 내린다.⁶⁴⁴

3. 미국 서면

435. 미국은 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호가 국제관습법상 귀속 원칙에 따라 중앙, 지역 또는 지방 정부 수준의 모든 국가기관에 적용된다고 주장한다.⁶⁴⁵ 제 11.1 조 제 3 항 가호의 문언은 “해당 기관이 입법, 행정, 사법 또는 기타 기능을 수행하든” 쟁점 행위의 유형을 토대로 구별하지 않는다.⁶⁴⁶

436. 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호는 비정부기관에 대한 당사국의 행위귀속을 규율하고 있고, 이는 그 행위가 성질상 정부적이어야 하며, 비정부기구가 채택하거나 유지하는 조치가 당사국의 정부 또는 당국으로부터 “위임받은 권한을 행사하여” 이루어질 것을 요건으로 한다.⁶⁴⁷ 따라서, 비정부기구의 행위가 관련 권한의 위임 범위를 벗어난 경우, 그러한 행위는 협정 제 11.1 조에 따른 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”가 아니다.⁶⁴⁸ 이와 관련하여 미국은 경쟁 관련 문제에 관한 맥락에서 “위임”을 규정하는 협정 제 16.9 조를

⁶⁴² 답변서면, 제 355(m)항; [redacted] 특별검사 진술조서, 2016년 12월 26일, 16면(C-463) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 90항.

⁶⁴³ 답변서면, 제 355(n)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 90항.

⁶⁴⁴ 수정 청구서면, 제 207항, *Ampal-American v. Egypt*, 책임에 관한 결정문, 제 146항(CLA-23); *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID 사건 번호 ARB/05/13, 판정문, 2009년 10월 8일, 제 201항(CLA-30) 인용; 답변서면, 제 357-58항.

⁶⁴⁵ 미국 서면, 제 3항.

⁶⁴⁶ 미국 서면, 제 3항, 각주 2, ILC 규정(주식 포함)(2001), 제 4조(CLA-38) 인용.

⁶⁴⁷ 미국 서면, 제 4항, 협정, 제 11.1 조 제 3 항 나호(C-1) 인용.

⁶⁴⁸ 미국 서면, 제 4항.

언급하는데, 이는 “공기업에 정부권한을 이전하거나 ... 공기업에 의한 정부권한의 행사를 승인하는 입법적 부여 및 정부 명령, 지시, 또는 그 밖의 행위”를 포함한다.⁶⁴⁹

437. 미국에 따르면, 당사국이 국가의 자격으로 위임한 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 가진 단체와 같은 비정부 기구가 행사할 수 있는 상황은 “수용, 허가, 상업적 거래의 승인이나, 할당제, 수수료 또는 기타 부과금을 부과할 권한”을 포함한다.⁶⁵⁰

4. 중재판정부의 결정

438. 행위귀속에 관한 당사자들 간의 유일한 이견은 국민연금의 행위에 관한 것이다.

439. 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되는지 여부를 판단함에 있어서 관련 조항은 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”의 정의를 기재한 협정 제 11.1 조 제 3 항이다:

제 11.1 조: 적용범위

...

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

- (a) 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치; 그리고
- (b) 중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치.

440. 당사자들은 제 11.1 조가 특별법에 해당하므로 ILC 규정 전체를 교체 및 대체하는지 여부나 ILC 규정과 함께 해석되어야 하는지 여부와 실제로 ILC 조항, 특히 제 8 조가 협정의 체계에 여전히 적용되는지 여부 등, 본 조항의 해석 및 적용에 관한 여러 가지 점에서 의견이 일치하지 않는다.

441. 본 쟁점에 대한 중재판정부의 분석은 조약 해석의 일반 규칙을 정하는 VCLT 제 31 조에 기초해야 한다. 따라서, 제 11.1 조 제 3 항의 구체적인 조건은 중재판정부의 분석의 출발점이 되어야 하며, 이를 토대로 제 11.1 조 제 3 항이 귀속을 명시적으로 다루지 않고, 실제로 용어를 언급하지 않으며, 오히려 협정에 해당하는 “조치”를 유지하거나 채택할 수 있는 국가기관과 단체를 정의한다는 점을 유의하여야 한다. 따라서 중재판정부는 ILC 규정들이 제 11.1 조 제 3 항의 해석에 있어 지침으로 적용될 수 있지만, 이는 ILC 규정이

⁶⁴⁹ 미국 서면, 제 4 항, 협정, 제 16.9 조(C-1) 인용.

⁶⁵⁰ 미국 서면, 제 5 항.

제 11.1 조 제 3 항의 구체적인 조건과 일치하는 범위 내에서만 적용될 수 있고, 해당 조항의 명시적인 조건에서 벗어나는 것은 원용할 수 없다.

442. 이러한 원칙을 적용하여, 중재판정부는 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호가 쟁점 정부 행위의 유형에 관계없이 “국가기관”의 행위는 국제법상 해당 당사국의 행위로 간주된다고 규정한 ILC 규정 제 4 조를 실질적으로 반영하고 있음을 지적한다. 마찬가지로, 제 11.1 조 제 3 항 가호는 당사국이 채택하거나 유지하는 조치가 일반적으로 국가기관으로 간주되는 “중앙·지역 또는 지방 정부와 당국”이 채택하거나 유지하는 조치를 의미한다고 규정한다.
443. 협정 제 11.1 조 제 3 항 나호는 “제 4 조에 따른 국가 기관에 해당하지 않으나 정부 권한의 요소를 행사하기 위해 해당 국가의 법률에 의해 권한이 부여된 개인이나 법인의 행위는 국제법상 해당 국가의 행위로 간주된다(다만, 해당 개인이나 법인이 특정 경우에 있어 해당 권한으로 행하는 경우는 예외로 함)”고 규정된 ILC 규정 제 4 조를 실질적으로 유사하게 반영한다. 제 11.1 조 제 3 항 나호는 당사국이 채택하거나 유지하는 조치가 “중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관”이 채택하거나 유지하는 조치를 의미한다고 유사하게 규정한다.
444. 당사자들은 국민연금법 한국법상 법률상 국가기관으로 간주될 수 없다는 점에 동의하는 것으로 보이며, 중재판정부는 이에 동의한다. 국민연금법은 사법⁶⁵¹에 따라 운영되는 법인으로 설립되었으므로, ILC 규정 제 4 조에 따른 관련 쟁점에 해당하는 한국법상 공식적으로 또는 법률상 국가기관으로 간주될 수 없다.⁶⁵² 그러나 이것으로 사안이 종결되지 않는다. 첫째로, 협정 제 11.1 조 제 3 항은 한국법을 언급하지 않으며, 따라서 어떠한 기관이 국가의 기관으로 간주될 것인지에 대한 결정은 오로지 한국법만을 근거로 할 수는 없고 관련 사실도 고려해야 한다. 둘째로, 국민연금법은 공식적으로 법인이지만, 법률(국민연금법)에 의해 설립되었다.⁶⁵³ 나아가, 국민연금법은 한국과는 별개의 법인격이지만, 한국 법률상 지방자치단체 역시 별개의 법인격을 가지고 있음에도

⁶⁵¹ 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 48 조(C-77).

⁶⁵² ILC 규정(주석 포함)(2001), 제 4 조 제 2 항(CLA-38)(“기관은 해당 국가의 국내법에 따라 그러한 지위를 가지는 모든 개인이나 실체를 포함한다”).

⁶⁵³ 국민연금법, 2014년 7월 31일, 제 26 조(C-77).

불구하고 논란의 여지가 없는 국가기관이므로, 이것으로는 결정적인 것이 될 수 없다.⁶⁵⁴ 또한, 국민연금은 한국과 기능적 및 재정적으로 밀접하게 연관되어 있고, 실질적인 일부이다. 국민연금의 기능은 한국법에 따라 국민연금이 아니라 국가에 귀속되는 국민연금기금을 관리 및 운용하는 것이다.⁶⁵⁵ 마찬가지로, 한국법에 따르면 국민연금이 주식을 취득하기 위해 자신의 의결권을 행사하는 경우, 해당 주식을 취득하는 주체는 국민연금이 아니라 국가이다.⁶⁵⁶ 법률상 한국 국민은 보건복지부의 특정 위임에 따라 기금을 납부해야 하기 때문에, 기금에 대한 납부는 자발적이지 않다. 국민연금의 운영 경비는 국가 예산을 통하여 국가가 재원을 조달하며, 국민연금 예산안을 마련하여 보건복지부장관의 승인을 받아야 한다. 국민연금 관계자들은 보건복지부장관이 임명 및 감독한다. 또한 국민연금은 매년 국회의 국정감사를 받아야 하며, 국민연금의 처분 행위는 공법행위로서 사법 판단의 대상이다.

445. 중재판정부에 제출된 충분한 증거에 비추어 볼 때, 국민연금은 기능적 및 재정적으로 당사국과 연결되며, 중재판정부는 국민연금이 사실상 국가기관이고, 따라서 그 행위가 한국에 귀속된다고 판단한다.⁶⁵⁷ 이와 같이 판단함에 있어, 중재판정부는 국민연금이 정부 권한 또는 공적 권한을 행사하는지 여부나 본건 합병에 대한 의결권을 행사할 때 이러한 권한을 행사하였는지 여부에 관하여 고려하지 않는다. 당사자들 간에도 다툼이 있는 본

ILC 규정(주식 포함) (2001), 39 면(CLA-38) 참조(“국가는 국제법의 적용대상으로서, 자기조직의 일부를 구성하며 그러한 자격으로 행동하는 일체의 기관, 기구 및 관리들이 *국내법상 별개의 법인격을 가지는지 여부를 불문하고* 이들의 행위에 대한 책임을 진다”).(강조표시 임의추가).

⁶⁵⁵ 의정부지방법원 2014 구합 9658, 2015년 8월 25일, 6면(C-252).

⁶⁵⁶ 서울고등법원 2015 누 59343, 2016년 3월 9일, 3면(C-262).

이러한 증거에 비추어볼 때, 중재판정부의 판단은 *집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, 판결문, 2007년 I.C.J. 보고서, 제 392-93 항(CLA-24)에서 ICJ가 적용한 “전적인 의존” 기준도 따르게 될 것이다. 그러나 중재판정부는 이러한 기준이 무력 충돌 상황에서 집단학살 행위의 귀속을 포함하지 않는 본건의 맥락에서 적용될 수 있는 기준이라는 것을 납득할 수 없다. 이에, 중재판정부는 *Bayindir Insaat Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/03/29, 판정문, 2009년 8월 27일, 제 130 항(CLA-26)에서의 중재판정부의 판단에 동의하고자 한다(“국제법 분야에서 발전된 접근방식[즉, “외국의 무력개입” 또는 “국제적 형사책임”]을 언제나 국제경제법의 현실에 적용할 수 있는 것은 아니며, 투자분쟁의 구체적인 사실관계에 비추어 정당화되는 경우인데도 그러한 국제법 분야가 행위귀속의 인정을 막는 일이 있어서는 안 된다”는 점을 언급함).

쟁점은 행위귀속의 목적상 국가기관의 관련 행위가 정부 권한의 행사나 주권적 행위 또는 상업적 행위로 분류되어야 하는지 여부와는 무관하므로, 본안에 관한 문제이다.⁶⁵⁸

446. 중재판정부는 협정 제 11.1 조 제 3 항이 “어떠한 개인 또는 집단이 사실상 국가의 지령에 따라 또는 그 지시나 통제 하에서 행위를 하는 경우, 그러한 행위는 국제법상 국가의 행위로 간주된다”고 규정하는 ILC 규정 제 8 조에 상응하는 규정을 포함하지 않음을 지적한다. 귀속의 다른 근거에 관하여 앞서 인정한 사실들에 비추어 볼 때, 중재판정부는 협정상 이를 근거로 귀속이 가능한지 여부를 판단할 필요가 없다.

C. 청구인이 협정에 따라 적용대상 “투자”를 하였는지 여부

447. 협정 제 1.4 조는 “적용대상투자”를 다음과 같이 정의한다:

제 1.4 조: 정의

이 협정의 목적상, 달리 명시되지 아니하는 한,

...

적용대상투자라 함은, 어느 한 쪽 당사국에 대하여, 이 협정의 발효일에 존재하거나 그 이후 설립, 인수 또는 확장된 그 당사국 영역 내에서의 다른 쪽 당사국 투자자의 투자로서 제 11.28 조(정의)에서 정의된 것을 말한다.[.]

...

448. 협정 제 11.28 조는 “투자”를 다음과 같이 정의한다:

제 11.28 조: 정의

이 장의 목적상,

...

투자라 함은 투자자가 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 모든 자산으로서, 자본 또는 그 밖의 자원의 약속, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수와 같은 특징을 포함하여, 투자의 특징을 가진 것을 말한다.

투자가 취할 수 있는 형태는 다음을 포함한다:

(a) ...

(b) 주식, 증권과 그 밖의 형태의 기업에 대한 지분 참여;

(c) ...

(d) 선물, 옵션과 그 밖의 파생상품.[.]

...

⁶⁵⁸ ILC 규정(주식 포함) (2001), 41 면(CLA-38) 참조(“[ILC 규정 제 4 조에 따른] 행위 귀속의 목적에서 국가 기관의 행위가 ‘상업적’인지 아니면 주권적 권한의 행사인지는 상관이 없는 것입니다”).

1. 피청구국의 입장

449. 피청구국은 청구인이 삼성물산과 관련하여 보유하였다고 주장하는 2 가지 지분, 즉 삼성물산 주식 및 총 수익 스왑이 협정 제 1.4 조 및 제 11.28 조에 따른 적용대상투자자에 해당하지 않는다고 주장한다. 구체적으로 청구인의 삼성물산 지분 소유와 관련하여, 피청구국은 청구인이 주장하는 투자가 협정상 적용대상투자자에 해당하기 위해 요구되는 출자 요건이나 기간 요건을 충족하지 못한다고 주장한다.⁶⁵⁹

(a) 청구인의 삼성물산 지분

450. 피청구국에 따르면, 협정 제 11.28 조에서 “또는”이 “투자의 특징들”에 있어서 “자본 또는 기타 자원의 약속, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수”와 같은 예시적 특징을 열거하면서 사용하였음에도 불구하고, 투자의 정의상 복수형인 “특징들”을 사용하므로 자산이 협정상 보호를 받기 위해 하나 보다 많은 특징이 필요하다고 주장한다.⁶⁶⁰

451. 피청구국은 *Seo v. Korea* 사건에서 중재판정부는 “어떤 특징들이 존재하고 문제의 자산에서 그러한 특징들이 얼마나 현격하게 나타나는지에 대한 전반적인 평가를 실행함에 있어 ... [협정]의 기안자들은 이 세 가지 특징들이 특히 중요하다고 보았기 때문에, 이들 특징들로부터 시작하여야 할 것이다”라고 판시하였기 때문에, 청구인의 입장을 뒷받침하지 않는다고 지적한다.⁶⁶¹ 위 중재판정부는 협정상 세 가지 특징을 모두 고려한 후 해당 자산이 “투자”에 해당하지 않는다고 판정하였다.⁶⁶²

452. 이에 따라, 피청구국은 청구인의 삼성물산 지분에 대한 전반적인 평가를 실행해볼 때, 청구인이 장기적인 주재를 구축하기 위해 충분한 기간동안 투자를 유지하고자 자본을 출자하였음을 입증하지 못하였으므로, 협정상 보호대상 투자가 존재하지 않는다고 주장한다.⁶⁶³

⁶⁵⁹ 반박서면, 제 369 항.

⁶⁶⁰ 재반박서면, 제 110-11 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용.

⁶⁶¹ 재반박서면, 제 113 항, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019년 9월 27일, 제 96 항(CLA-138) 인용.

⁶⁶² 재반박서면, 제 113 항, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019년 9월 27일, 제 138-39 항(CLA-138) 인용.

⁶⁶³ 반박서면, 제 357 항; 재반박서면, 제 109 항.

453. *Seo v. Korea* 사건에 의존하며, 피청구국은 “생활 수준의 제고, 경제 성장과 안정의 증진, 새로운 고용기회의 창출 및 일반적인 복지 향상”이라는 협정의 목적을 고려할 때 자산이 “투자”에 해당하는지 여부를 결정함에 있어 “자본 또는 기타 자원의 출자가 어느 정도 수준인지는 중요하다”고 주장한다.⁶⁶⁴ 따라서, 피청구국은 자산이 “투자”에 해당하여야 하는 가장 중요한 특징 중 하나가 “자본의 출자”라고 판단한다.⁶⁶⁵
454. 피청구국에 따르면, 다른 엘리엇 단체와 달리 EALP 가 이러한 추가 주식을 출자하였음을 입증할 증거가 없다.⁶⁶⁶ 스왑의 66%를 EALP 가 아니라, 다른 2 개 엘리엇 펀드인 EILP 와 리버풀 엘.피가 소유하였다는 Mr. Smith 의 진술을 인용하면서, 피청구국은 청구인에게 속하지 않은 펀드로 약 440 만 주(즉, 2015 년 7 월 17 일 당시 스왑으로 매수한 660 만 주의 66%)를 매수하였다고 지적한다.⁶⁶⁷ 따라서, 피청구국은 청구인이 해당 주식에 대한 손해배상을 청구할 수 없다고 판단한다.⁶⁶⁸
455. 피청구국은 *KT Asia v. Kazakhstan* 사건의 판시를 인용하면서, “실제 투자기간과 상관 없이 장기적인 관계에 대한 기대를 바탕으로 이루어졌어야 한다”고 주장한다.⁶⁶⁹ 따라서, 피청구국은 투자가 협정상 보호를 받을 수 있는 충분한 기간 동안 지속되어야 한다고 주장한다.⁶⁷⁰ 그러나, 피청구국에게 있어서, 청구인이 장기간 삼성물산에 대한 지분을 유지하고자 했다는 증거는 없다; 오히려, EALP 의 2014 년 11 월 및 2015 년 3 월 거래 계획에 나타난 바와 같이, “만족할 만한 수준의 이익을 실현할 수 있는 가능한 가장 빠른 시점에서 투자를 회수할 것을 계획하였다”.⁶⁷¹

⁶⁶⁴ 재판박서면, 제 124 항, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019 년 9 월 27 일, 제 104 항(CLA-138) 인용.

⁶⁶⁵ 재판박서면, 제 124 항.

⁶⁶⁶ 반박서면, 제 359-60 항, “주식 등의 대량보유상황 보고서”, 2015 년 6 월 4 일, 2 면(R-3) 인용.

⁶⁶⁷ 재판박서면, 제 126 항, Smith 제 2 차 진술서, 제 6(iii)항, 제 36 항, 제 65 항(CWS-5) 인용.

⁶⁶⁸ 재판박서면, 제 126 항.

⁶⁶⁹ 반박서면, 제 365 항, *KT Asia Investment Group B.V. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건 번호 ARB/09/8, 판정문, 2013 년 10 월 17 일, 제 151 항(RLA-72) 인용.

⁶⁷⁰ 재판박서면, 제 115 항.

⁶⁷¹ 재판박서면, 제 116 항.

456. 또한, 피청구국은 청구인이 본건 합병이 발효된 후 1 개월 이내에 지분을 처분한 점에서 청구인의 삼성물산 투자 계획이 단기적인 성격을 가지고 있었음을 드러낸다고 주장한다.⁶⁷² 피청구국의 견해에 따르면, 본건 합병비율을 인정한 상태에도 불구하고 투자를 확대하고, 본건 합병을 저지하거나 “본건 합병이 승인될 경우 청구인이 빈번히 사용하는 소송 전략을 통해 수익을 추구하기 위해” 더 많은 주식을 취득하면서, 본건 합병을 예상한 주식 매수의 “단기적 투기”는 협정상 보호를 받기 위해 필요한 기간을 충족하지 못한다.⁶⁷³

(b) 총 수익 스왑

457. 같은 맥락에서, 피청구국은 청구인이 여러 차례 체결하였다고 하는 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 총 수익 스왑이 “자본이나 기타 재원의 출자, 이익이나 수익의 예상 또는 위험의 인수” 등, 협정에 규정된 투자의 고유한 특징이 없다는 이유로 협정상 적용대상투자에 해당하지 않는다고 주장한다.⁶⁷⁴

458. 피청구국은 총 수익 스왑의 성격을 고려할 때, 청구인이 “해당 자산에 대한 투자없이 준거자산[즉, 삼성물산 주식]에 대한 익스포저”만을 얻었고, 공개되지 않은 계약 상대방이 “고정비용으로 이러한 익스포저”를 제공하였다고 강조한다.⁶⁷⁵ 따라서, 스왑은 피청구국은 고사하고 삼성물산과의 “계약관계”를 설정하지 않으며, 청구인에게 삼성물산 주식의 소유권을 제공하지 않는다.⁶⁷⁶

459. 피청구국에 따르면, 투자의 영역 요건은 “투자협정체계의 근본적인 특징”⁶⁷⁷이며, 이는 투자가 투자유치국과 일부 연관성이 있을 것을 요구한다.⁶⁷⁸ 스왑이 한국 자산(본건의 경우

⁶⁷² 반박서면, 제 367 항.

⁶⁷³ 반박서면, 제 368 항; 재반박서면, 제 122 항.

⁶⁷⁴ 반박서면, 제 350 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용.

⁶⁷⁵ 반박서면, 제 341 항. LS Goodman & FJ Fabozzi, “상업용 부동산 저당증권 관련 총 수익 스왑” 2005 년 *Journal of Portfolio Management*, 특별 부동산, 162 면(R-42) 참조.

⁶⁷⁶ 반박서면, 제 346-47 항, *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. The Hellenic Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/13/8, 판정문, 2015 년 4 월 9 일, 제 345-47 항(RLA-76) 인용; 재반박서면, 제 107 항.

⁶⁷⁷ 반박서면, 제 345 항, *Swissbourgh Diamond Mines (Pty) Limited and others v. Kingdom of Lesotho* [2019] 1 SLR 263, 제 99 항, 제 102-03 항(RLA-89) 인용.

⁶⁷⁸ 반박서면, 제 346 항, *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v. The Hellenic Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/13/8, 판정문, 2015 년 4 월 9 일, 제 316 항(RLA-76) 인용.

삼성물산 주식)을 준거자산으로 한다는 사실만으로 거래가 한국 영역 내에서의 투자가 되는 것은 아니며, “이는 영화 카사블랑카를 시청한 것이 모로코에 있는 Rick’s Café 에 다녀온 것과 마찬가지로 주장하는 것과 별반 다를 바 없다”.⁶⁷⁹ 즉, 투자자가 한국 주식의 실적에 “관심을 기울인다”는 이유로 인해 한국 주식을 기초자산으로 하는 스왑이 한국 내 투자가 되지는 않는다.⁶⁸⁰

460. 출자 기준과 관련하여, 피청구국은 총 수익 스왑이 한국에 대한 어떠한 자본출자도 의미하지 않아 한국 경제의 증진에 “기여한 바가 없다”고 주장한다.⁶⁸¹
461. 기간 기준과 관련하여, 피청구국은 청구인이 2014년 11월 이후 2015년 4월과 5월 사이에 “스왑계약을 체결하고, 해당 계약들을 해지한 후, 새로운 스왑계약들을 체결하는 형태가 모두 불과 수 개월만에 이루어졌는데”, 이는 적용대상투자의 기간 요건을 충족하지 못한다고 주장한다.⁶⁸²
462. 위험의 감수와 관련하여, 피청구국은 준거자산의 실적이 저조할 경우 “쉽게 스왑계약을 해지하여 실제적인 하락을 회피할 수 있다”는 이유로 청구인의 위험 노출이 제한적이었고 계약상 보호가 되었다고 지적한다.⁶⁸³ 따라서, 피청구국은 스왑이 “통상적인 상업적 위험”만을 반영하고 청구인을 손실 가능성에 노출시키지 않았다고 본다.⁶⁸⁴
463. 결국, 피청구국은 청구인이 “협정상 적용대상투자는 청구인의 2015년 7월 17일자 삼성물산 지분”임을 인정하였음을 강조한다.⁶⁸⁵ 이에 따라, 피청구국은 청구인의 총 수익 스왑에 대한 논의는 “청구인의 청구와는 무관하다”고 주장한다.⁶⁸⁶

⁶⁷⁹ 반박서면, 제 344 항; 재반박서면, 제 107 항.

⁶⁸⁰ 재반박서면, 제 107 항.

⁶⁸¹ 반박서면, 제 354(a)항.

⁶⁸² 반박서면, 제 354(b)항.

⁶⁸³ 반박서면, 제 354(c)항.

⁶⁸⁴ 반박서면, 제 354(c)항.

⁶⁸⁵ 재반박서면, 제 105 항, 답변서면, 제 199 항 인용.

⁶⁸⁶ 재반박서면, 제 106 항.

2. 청구인의 입장

464. 청구인은 삼성물산 지분과 삼성물산 주식과 연계된 스왑이 모두 “투자의 특징”을 나타내며 협정상 보호대상 투자에 해당한다고 주장한다.⁶⁸⁷

(a) 청구인의 삼성물산 지분

465. 청구인은 협정이 보호대상 투자에 협정 제 11.28 조에 열거된 모든 특징을 나타낼 것을 요구한다고 보지 않는다.⁶⁸⁸ 청구인의 관점에서 제 11.28 조의 적절한 해석은 투자에 관하여 열거된 특징을 택일적인 것으로 취급하고, “그와 같은 특징을 포함하여”라는 문구와 “또는”이라는 단어의 사용에 나타난 바와 같이 예시적이라고 보는 것이다.⁶⁸⁹

466. 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여, 청구인은 “그러한 열거가 단순히 예시적”이며,⁶⁹⁰ “또는”이라는 단어가 나타내는 바와 같이, [열거된 특징들] 중 어떠한 것도 불가결한 사항은 아니다”는 *Seo v. Korea* 사건 중재판정부의 판시를 원용한다.⁶⁹¹ 청구인에 따르면, 삼성물산에 대한 투자는 “이윤에 대한 기대”와 “위험의 감수”라는 적어도 두 가지의 특징을 나타내기 때문에 협정상 보호대상에 해당한다.⁶⁹² 결국, 청구인은 삼성물산 주식 11,125,927 주를 인수하기 위해 6,850 억 원 이상을 매수한 것이 “의심할 여지없이 ‘상당한 규모이며’ ‘의미 있는’ 자본의 약속”이라고 주장한다.⁶⁹³

467. 청구인은 Mr. Smith가 2015년 2월과 그 이후에 EALP의 주식 매수에 사용된 자금의 출처에 대해 논의하지 않았다는 점을 고려할 때, EALP가 삼성물산 주식 일부를 매수하기 위해 EILP의 스왑 수익금을 사용하였다는 피청구국의 주장을 “꾸며낸” 이야기에 불과하다고

⁶⁸⁷ 답변서면, 제 200 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용.

⁶⁸⁸ 답변서면, 제 214 항.

⁶⁸⁹ 답변서면, 제 214 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 46 항.

⁶⁹⁰ 답변서면, 제 215 항, L. M. Caplan 및 J. K. Sharpe 공저, 미국, C. Brown 편저, 주요 투자협정 표준안 해설서(2013), 767 면(CLA-42) 인용.

⁶⁹¹ 답변서면, 제 216 항, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019년 9월 27일, 제 95 항(CLA-138) 인용.

⁶⁹² 답변서면, 제 213 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 46 항.

⁶⁹³ 답변서면, 제 220 항. Mr. Smith는 EALP가 7,732,779 주를 취득하기 위하여 약 4,698 억 원을 지출하는 한편, 나머지 3,393,148 주를 취득하기 위하여 2,158 억 원을 지출하였다고 진술한다. Smith 제 2 차 진술서, 제 66 항(CWS-5).

본다.⁶⁹⁴ 따라서 청구인에 따르면, EILP의 스왑 매각과 EALP의 주식 매입 간에 필연적인 연관관계가 존재하지 않는다.⁶⁹⁵ 이와 관련하여, 청구인은 “자금의 출처는 [협정]상 ‘투자’의 존재여부를 판단하는데 무관하다”고 주장하기 위해 *Gavrilovic v. Croatia* 사건도 원용한다.⁶⁹⁶

468. 청구인에 의하면, 투자의 “충분한 기간”이라는 기준은 협정상 물적 관할권 설정하기 위한 요건이 아니다.⁶⁹⁷ 청구인은 *KT Asia v. Kazakhstan* 사건의 쟁점 협정과 달리, 본 협정은 의무 기간 요건을 참고하지 않는 투자의 특징에 대한 예시 목록 등, 적용대상 “투자”에 대한 상세한 정의를 포함하고 있다고 주장한다.⁶⁹⁸
469. 또한, 청구인은 협정 제 11.28 조가 “용어의 명확한 정의”를 담고 있음을 고려할 때, *Seo v. Korea* 사건의 중재판정부가 협정상 “투자”라는 용어의 해석을 위해 ICSID 판례법을 원용할 것을 거부하였다고 주장한다.⁶⁹⁹ 청구인에 따르면, *Seo* 사건의 중재판정부는 협정상 의무적인 요건이 아님을 인정하면서 투자가 충분한 기간 동안 이루어졌는지 여부를 고려하였다.⁷⁰⁰
470. 협정상 “기간” 기준이 존재한다고 하더라도, 청구인은 “모든 정황”에 비추어 “전반적인 접근”이 이루어질 경우, 자신의 투자가 “전반적인 투자” 이면의 의도로 볼 때 해당 기준을 충족한다고 주장한다.⁷⁰¹

⁶⁹⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 25 항, *Smith* 제 2 차 진술서, 제 36 항(CWS-5) 참조.

⁶⁹⁵ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 27 항.

⁶⁹⁶ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 31 항, *Georg Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v. Republic of Croatia*, ICSID 사건 번호 ARB/12/39, 판정문, 2018년 7월 26일, 제 209 항(CLA-120) 인용.

⁶⁹⁷ 답변서면, 제 231 항.

⁶⁹⁸ 답변서면, 제 226 항, 제 228 항, *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건 번호 ARB/09/8, 판정문, 2013년 10월 17일, 제 165 항(RLA-72) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 47 항.

⁶⁹⁹ 답변서면, 제 230 항, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019년 9월 27일, 제 97-98 항(CLA-138) 인용.

⁷⁰⁰ 답변서면, 각주 788, *Jin Hae Seo v. Republic of Korea*, HKIAC 사건 번호 HKIAC/18117, 최종판정문, 2019년 9월 27일, 제 136 항(CLA-138) 인용.

⁷⁰¹ 답변서면, 제 232 항, 제 234-39 항, *KT Asia Investment Group B.V. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건 번호 ARB/09/8, 판정문, 2013년 10월 17일, 제 208 항(RLA-72); *Romak S.A. v. Republic of*

471. 청구인에 따르면, 2003 년 이후 삼성물산의 NAV 를 지속적으로 모니터링하여 왔으며, 삼성물산에 대한 지분은 “삼성물산이 주주 가치를 훼손하지 않고 구조조정 목표를 달성할 수 있는 방법에 대한 전향적이고 장기적인 제안”을 포함하는 장기 투자 전략의 일부였다.⁷⁰² 본건 합병이 무산되었을 경우, 청구인은 삼성그룹이 원한다면 삼성물산의 가치를 실현시키고자 “전적으로 그 계획들을 실행할 의도를 갖고 있었다”고 주장한다.⁷⁰³ 청구인은 피청구국의 협정 위반 행위로 인하여 본건 합병이 승인되고 돌이킬 수 없는 손실이 발생한 이후에 비로소 전향적인 투자 전략을 종료시켰음을 강조한다.⁷⁰⁴
472. 청구인은 본건과 유사한 *Mason Capital v. Korea* 사건의 중재판정부가 EALP 의 지분 보유와 유사한 기간 동안 지속되었던 청구인의 삼성물산 주식 매수 및 매도 기간이 이를 충족하다고 판단하여 동일한 관할 관련 이의제기를 기각하였음을 강조한다.⁷⁰⁵

(b) 총 수익 스왑

473. 청구인은 삼성물산 주식에 대한 청구인의 스왑이 한국 영역 내에서 이루어진 투자를 구성하지 않는다는 피청구국의 주장을 부정한다.⁷⁰⁶
474. 첫째로, 청구인은 총 수익 스왑이 협정 제 11.28 조에서 보호 대상으로 명시적으로 규정한 “파생상품”의 형태라고 주장한다.⁷⁰⁷
475. 둘째로, 청구인은 협정상 한국이 “영역 내의” 투자를 위한 수단이 되는 금융상품이 한국에 물리적인 기반을, 심지어 법률적인 기반도, 두어야 한다는 요건이 존재하지 않는다고

Uzbekistan, PCA 사건 번호 2007-07, 판정문, 2009 년 11 월 26 일, 제 225 항(RLA-49) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 47 항.

⁷⁰² 답변서면, 제 240(b)-(c)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 12 항.

⁷⁰³ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 18(f)항, 제(h)항, Smith 제 2 차 진술서, 제 67 항(CWS-5) 인용.

⁷⁰⁴ 답변서면, 제 240(e)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 23(c)항.

⁷⁰⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 48 항, *Mason Capital L.P. and Mason Management LLC v. Republic of Korea*, PCA 사건 번호 2018-55, 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 2019 년 12 월 22 일, 제 227 항, 제 241-44 항(CLA-144) 인용.

⁷⁰⁶ 답변서면, 제 249 항.

⁷⁰⁷ 답변서면, 제 246 항.

주장한다.⁷⁰⁸ 청구인은 투자의 관련 기준이 “궁극적인 자금의 사용 장소 및/또는 그 수익자를 기준으로 삼아야 하며, 자금이 지급되거나 이전되는 장소가 기준이 될 수는 없다”는 견해를 밝힌 판례법을 인용한다.⁷⁰⁹

476. 이와 유사하게, 청구인은 스왑계약을 “추상적이거나 단절된”것으로 취급하면서 삼성물산 주식으로부터 분리하려는 피청구국의 시도를 비판한다.⁷¹⁰ 청구인에 따르면, 피청구국의 “인위적인 세분화”는 “기초자산이 된 삼성물산 주식에 대한 경제적 이익의 취득을 목적으로 한 거래의 경제적 실질”을 무시하고 있다.⁷¹¹

477. 셋째로, 청구인은 청구인이 스왑 매수인이므로 기초자산인 삼성물산 주식에 대한 법적 소유권을 취득하지는 않지만, “마치 [주식]을 직접 매수한 것처럼 ... 모든 신용위험을 인수”하여, 해당 주식과 관련된 모든 경제적 이익과 리스크를 인수하기 때문에, 피청구국이 스왑계약의 성격을 잘못 규정하였다고 주장한다.⁷¹²

478. *Bayview Irrigation v. Mexico* 사건에서와 달리, 청구인은 자신의 스왑계약이 한국 밖에서 이루어졌더라도, 삼성물산 주식이 한국에 소재하고 있었으므로 한국 영토 내에서 경제적 이익을 창출하였다고 주장한다.⁷¹³

3. 미국 서면

479. 미국은 협정 제 11.28 조에서 “투자가 취할 수 있는 형태”라는 제목 아래 열거된 유형이 예시적이며, 모두 열거한 것이 아니라고 주장한다.⁷¹⁴ 따라서, 제 11.28 조에 열거된 자산 유형은 투자자가 소유하거나 지배하는 특정 자산이 투자의 정의에 해당하는지 여부를

⁷⁰⁸ 답변서면, 제 252 항.

⁷⁰⁹ 답변서면, 제 254 항, *Abaclat and Others v. Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/07/5, 관할 및 청구적격 관련 결정문, 2011년 8월 4일, 제 374 항(CLA-79) 인용.

⁷¹⁰ 답변서면, 제 243 항.

⁷¹¹ 답변서면, 제 243 항.

⁷¹² 답변서면, 제 244 항, JD Finnerty, “The PricewaterhouseCoopers 신용파생상품 안내: 총 수익 스왑”, (2000) Vol. 7(1-4), *The Financier*, 7면(R-38) 인용.

⁷¹³ 답변서면, 제 251 항, 제 258 항, *Bayview Irrigation District and others v. United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/05/1, 판정문, 2007년 6월 19일, 제 112-17 항(RLA-37) 인용.

⁷¹⁴ 미국 서면, 제 7 항.

결정하는 것이 아니다.⁷¹⁵ 그러나 “투자”에 해당하기 위해서는 “자본 또는 그 밖의 자원의 약속, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수와 같은 특징” 등 “여전히 투자의 특징을 항상 보유하여야 한다”.⁷¹⁶

4. 중재판정부의 결정

480. 청구인이 적격 “투자”를 하였는지 여부를 판단하기 위한 관련 조항은 협정 제 1.4 조 및 제 11.28 조이다. 제 1.4 조는 “적용대상투자”를 다음과 같이 정의한다:

제 1.4 조: 정의

이 협정의 목적상, 달리 명시되지 아니하는 한,

...

적용대상투자라 함은, 어느 한 쪽 당사국에 대하여, 이 협정의 발효일에 존재하거나 그 이후 설립, 인수 또는 확장된 그 당사국 영역 내에서의 다른 쪽 당사국 투자자의 투자로서 제 11.28 조(정의)에서 정의된 것을 말한다[.]

...

481. 협정 제 11.28 조는 “투자”를 다음과 같이 정의한다:

제 11.28 조: 정의

이 장의 목적상,

...

투자라 함은 투자자가 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 모든 자산으로서, 자본 또는 그 밖의 자원의 약속, 이득 또는 이윤에 대한 기대, 또는 위험의 감수와 같은 특징을 포함하여, 투자의 특징을 가진 것을 말한다.

투자가 취할 수 있는 형태는 다음을 포함한다:

(a) ...

(b) 주식, 증권과 그 밖의 형태의 기업에 대한 지분 참여;

(c) ...

(d) 선물, 옵션과 그 밖의 파생상품[.]

...

482. 앞서 요약한 바와 같이, 당사자들은 청구인이 협정상 보호되는 적격 투자를 하였는지 여부와 그에 따라 중재판정부가 청구인의 청구에 대하여 물적 관할을 가지는지 여부에 대하여 이견이 존재한다. 따라서 중재판정부는 청구인이 대한민국에서 “투자”하였다고 주장하는 자산이 협정상 보호대상 투자에 해당하는지 여부를 판단하여야 한다.

⁷¹⁵ 미국 서면, 제 7 항.

⁷¹⁶ 미국 서면, 제 7 항, 협정, 제 11.28 조(C-1) 인용.

483. 앞서 언급한 바와 같이, 협정은 “투자”와 “적용대상투자”에 대한 별도의 정의를 규정한다. 따라서, 청구인이 주장하는 투자가 제 11.28 조의 의미상 “투자”에 해당함을 입증하는 것으로는 충분하지 않으며, 해당 “투자”가 제 1.4 조의 “적용대상투자”에도 해당되어야 하며, 즉 이는 대한민국 영역 내에서 이루어져야 한다.
484. 당사자들의 입장과 입증 증거를 고려할 때, 중재판정부는 청구인의 삼성물산 지분이 제 11.28 조 및 제 1.4 조의 의미 내에서의 투자를 구성한다고 판단한다. 실제로, 주식 보유는 일반적으로 이익을 기대하면서 사업(본건의 경우 삼성물산)에 대한 자본출자 또는 자본의 약속을 수반하고, 주가가 투자 당시 예상한 것처럼 미래에 상승하지 않을 위험과 사업이 실패할 경우 그 가치를 전부 상실할 수 있다는 위험을 감수하는 점에서 전형적인 투자 형태로 간주될 수 있다. 협정 제 11.28 조는 구체적으로 자본의 약속이 협정상 보호대상 투자로서의 자격을 갖추기 위하여 특정 기간을 충족할 것을 요구하지는 않지만, 주식 보유는 일반적으로 재화 또는 용역의 매매 거래와 같은 일회성 (상업적) 거래를 포함하지 않기 때문에 이러한 요건을 충족한다. 또한 이것은 본건에서 다툼의 여지가 없다. 이와 마찬가지로, 삼성물산 주식 매수에서 청구인이 지출한 금액(청구인에 따르면 6,850 억 원⁷¹⁷) 과 삼성물산이 대한민국 법률에 따라 설립된 회사라는 점에 비추어 볼 때, 중재판정부는 청구인의 삼성물산 지분이 출자 및 영토성 요건을 충족하므로, 협정 제 11.28 조 및 제 1.4 조의 의미 내에서 대한민국 내의 “투자”에 해당한다고 결론 내린다.
485. 총 수익 스왑계약과 관련하여, 중재판정부는 투자가 취할 수 있는 형태로 협정이 “파생상품”을 구체적으로 언급하고 있고, 피청구국은 스왑계약이 파생상품의 형태라는 청구인의 주장을 반박하는 것으로 보이지 않음을 지적한다. 그럼에도 불구하고, 앞서 요약한 바와 같이, 피청구국은 자신의 반박서면에서 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 총 수익 스왑이 협정 제 11.28 조에 따른 투자의 고유한 특성을 가지지 않으며, 협정 제 1.4 조에 따른 영역성 요건을 충족하지 못한다고 주장한다.⁷¹⁸ 답변서면에서 청구인은 “본건에서 문제되는 조치로 인하여 손해를 입은 때에 더 이상 어떠한 스왑도 보유하지 않은 관계로 스왑에 관하여는 관할권 성립을 구하지 않는다”고 하더라도, 피청구국이

⁷¹⁷ 아래 제 VIII 절 참조.

⁷¹⁸ 반박서면, 제 344-56 항.

주장하는 바와 같이 스왑이 협정상 보호대상 투자에 해당하지 않는다는 주장은 “잘못된” 것이라고 주장한다.⁷¹⁹

486. 중재판정부의 관할권을 인정하기 위해 총 수익 스왑을 원용하지 않는다는 청구인의 확인에 비추어 볼 때, 중재판정부는 청구인의 스왑계약이 협정 제 11.28 조 및 제 1.4 조에 따라 대한민국 영역 내의 투자를 구성하는지 여부를 결정할 필요가 없다.

D. 청구인의 청구가 절차의 남용을 구성하는지 여부

I. 피청구국의 입장

487. 피청구국은 (i) 청구인이 소송을 제기할 목적으로 삼성물산 주식을 매수하고 스왑을 매각하는 방식으로 투자 구조를 의도적으로 재조정하였고; (ii) 청구인이 합의서에서 이미 해결된 쟁점을 다시 제기하고자 한다는 두 가지 이유로 청구인의 청구는 절차의 남용에 해당한다고 주장한다.⁷²⁰

(a) 청구인이 절차를 남용하여 투자를 재조정하였는지 여부

488. *Philip Morris v. Australia* 사건을 원용하면서, 피청구국은 청구인이 “예측 가능한 특정 분쟁이 협정상 보호 범위에 해당할 수 있도록 자신의 투자를 재조정”하였다고 주장한다.⁷²¹ 피청구국은 분쟁이 예견될 수 있는 시점에 청구인이 협정상 보호 대상이 아닌 스왑계약을 협정 보호 대상인 직접 주식 보유로 투자를 재조정하였다고 주장한다.⁷²²

489. 피청구국은 EALP가 삼성물산과 제일모직의 합병 위협으로부터 “삼성물산에 대한 투자를 보호”하기 위한 “예방적 조치”로서 주식을 매수하였음을 청구인이 인정하였음을 지적한다.⁷²³ 또한, Mr. Smith가 증언한 바와 같이, EALP는 “합병 표결 발표 후” 스왑 포지션을 종료하고 삼성물산 주식을 매입했다.⁷²⁴

⁷¹⁹ 답변서면, 제 200 항.

⁷²⁰ 재반박서면, 제 130 항.

⁷²¹ 재반박서면, 제 132(b)항, *Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia*, PCA 사건 번호 2012-12, 관할 및 청구적격에 대한 판정문, 2015년 12월 17일, 제 539 항(RLA-77) 인용.

⁷²² 재반박서면, 제 136-37 항.

⁷²³ 재반박서면, 제 136 항, Smith 제 1차 진술서, 제 23 항(CWS-1) 인용.

⁷²⁴ 재반박서면, 제 135 항, Smith 제 1차 진술서, 제 65 항(CWS-1) 인용.

490. 피청구국은 청구인이 2015년 1월 29일부터 투자를 재조정하기 시작할 당시에 이미 본건 합병의 소문에 대해 알고 있었고, 이를 추진하는 경우 본건 합병에 반대할 것을 이미 결정하였으므로, 당시에 분쟁을 예상할 수 있었다고 주장한다.⁷²⁵ 특히, 피청구국은 (i) 청구인이 본건 합병에 반대하기 위하여 자신의 지분을 증가시키는 한편, 삼성물산 이사회에게 잠재적 합병에 대한 우려를 표명하였고;⁷²⁶ (ii) 2015년 5월 27일까지 청구인이 “한국 및 모든 기타 관할권에서 일체의 가능한 청구원인과 법적 구제수단을 취할 수 있는 권리를 보유”함을 명시하며 삼성물산에 대한 소송 위협을 가하였으며;⁷²⁷ 또한 (iii) 국민연금이 본건 합병을 지원할 경우의 결과에 대해 국민연금에게 경고하였다고 주장한다.⁷²⁸
491. 피청구국은 청구인이 삼성물산 주주들에게 불리하다고 주장하는 본건 합병 및 본건 합병비율에 대한 공식 발표 이후에도 삼성물산에 대한 지분을 확대하였다는 사실에 비추어 볼 때, 청구인은 오로지 (분쟁을 야기할 것임을 알고서도) 본건 합병을 방해하고 본건 합병을 저지하기 위한 노력이 실패하는 경우 “자신의 악명 높은 소송 전략에 의존할 수 있는” 포지션을 고의적으로 취하였음을 입증한다고 주장한다.⁷²⁹
492. 피청구국의 견해에 따르면, 청구인은 본건 합병을 저지하지 못하게 되자 자신이 예상하였던 바를 정확하게 이행하였다: 청구인은 삼성물산 임시주주총회를 저지하기 위하여 추가로 340만주를 매수한 직후 1차 소송을 제기하였고, 청구인이 소유한 주식의 가치가 시장 가격보다 크다면서 삼성물산을 상대로 제소하였으며, 해당 소송으로 목표하였던 이익을 얻지 못하자 본건 합병에 대한 반대와 국민연금이 한국의 일부이므로 협정상 의무를 부담한다는 부정확한 이해를 토대로 본건 중재를 개시하였다.⁷³⁰

⁷²⁵ 반박서면, 제 373(a)항; 재반박서면, 제 139(a)-(b)항.

⁷²⁶ 반박서면, 제 373(b)항, 제(d)항; 재반박서면, 제 139(c)항.

⁷²⁷ 반박서면, 제 373 항; 재반박서면, 제 139 항. 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사들에게 발송한 서한, 2015년 5월 27일(C-179) 참조.

⁷²⁸ 반박서면, 제 373(f)항; 재반박서면, 제 139(f)항. 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드가 국민연금에게 발송한 서한, 2015년 6월 3일, 4면(C-187) 참조.

⁷²⁹ 반박서면, 제 376 항; 재반박서면, 제 141 항.

⁷³⁰ 재반박서면, 제 142 항.

(b) 합의서가 청구인의 청구를 해결하였는지 여부

493. 피청구국은 청구인이 이미 합의를 통해 해결된 삼성물산 주식의 가치에 대한 문제를 추가로 제기하고자 중재 절차를 남용하고 있다고 주장한다.⁷³¹ 피청구국은 청구인이 한국 법원에 청구를 제기한 이후 체결된 합의서가 본 중재에서 청구인의 청구 근거가 되는 분쟁과 동일한 분쟁으로 발생하였다고 주장한다.⁷³² 따라서, 피청구국은 *Grynberg v. Grenada* 사건을 인용하면서, “[삼성물산](실제 피고)을 상대로 청구를 제기하여 이득을 취하고, 이제는 다른 피청구국(한국)을 상대로 추가로 청구를 제기하는 것은 남용에 해당한다”고 주장한다.⁷³³
494. 피청구국에 따르면, 청구인은 본 중재에서 주장하는 손실을 합의서에 따라 이미 보상받았다.⁷³⁴ 피청구국은 합의서의 조건에 따르면 그 배경이 되는 분쟁이 본 중재판정부에 제기된 청구, 즉 삼성물산 주식의 진정한 가치 및 본건 합병비율에 의해 정해진 삼성물산 주가가 이러한 가치를 적절하게 반영하였는지 여부와 동일함을 확인한다고 주장한다.⁷³⁵
495. 피청구국은 청구인이 결국 “명백히 인정할 만한” 주가에 대해 삼성물산과 합의하였으며, “자신이 판단하기에 너무 낮은 가격으로 [삼성물산]과 합의를 했다는 이유로” 협정상 청구를 제기하는 것은 허용할 수 없다고 강조한다.⁷³⁶ “진정한 분쟁 해결 이외의 목적을 위하여 하나 이상의 중재를 개시함으로써 중재를 이용”하려는 청구인의 시도는 절차의 남용으로 보아야 한다.⁷³⁷

⁷³¹ 반박서면, 제 381 항, 제 385 항; 재반박서면, 제 147 항.

⁷³² 반박서면, 제 383 항.

⁷³³ 반박서면, 제 384 항, *Grynberg and others v Grenada*, ICSID 사건 번호 ARB/10/6, 판정문, 2010 년 12 월 10 일, 제 7.3.6-7.3.7 항(RLA-53) 인용; 재반박서면, 제 146 항. 반박서면, 각주 619, 런던에서 진행되는 절차에 대한 감독 관할권을 갖는 영국법원의 판결 인용 참조.

⁷³⁴ 재반박서면, 제 143 항.

⁷³⁵ 재반박서면, 제 144(a)항, 제(b)항, 합의서, 제 1.1 조(C-450) 인용.

⁷³⁶ 반박서면, 제 382(b)항; 제 386 항.

⁷³⁷ 반박서면, 제 386 항, E. Gillard, “Abuse of Process in International Arbitration” (2017) Vol. 32(1), ICSID 검토, 10 면(RLA-82) 인용.

2. 청구인의 입장

496. 청구인은 *Immunities and Criminal Proceedings (Equatorial Guinea v. France)* 사건에서의 ICJ 판례를 인용하면서, “법원이 절차 남용을 이유로 관할에 대한 정당한 권한이 있는 청구에 대해서도 기각을 해야 하는 경우는 극히 예외적”이라고 주장한다.⁷³⁸ 청구인에 따르면, 피청구국은 ICJ 가 적용한 기준을 “반박하거나 심지어 의문을 제기하는” 판정부나 법원판단을 인용하지 않았다.⁷³⁹

497. 또한 청구인은 피청구국이 원용한 *Philip Morris v. Australia* 사건에서 제시된 기준에 따르면, 청구인이 구체적인 분쟁이 예견되는 시점에 투자 협정상의 보호를 받을 목적만으로 자신의 투자를 재조정하였음에 관한 판단을 요구한다는 점을 강조한다.⁷⁴⁰

(a) 청구인이 절차를 남용하여 투자를 재조정하였는지 여부

498. 첫째로, 청구인은 자신의 주식 매입이 투자구조 재구성에 해당함을 부인하고, 오히려 “기존 투자의 확대”에 해당한다고 주장한다.⁷⁴¹ 청구인에 따르면, 3 월에 처분한 스왑 포지션은 삼성물산 주식의 1.51%에 대한 것인 반면, 청구인의 삼성물산 주식에 대한 소유권은 2015 년 3 월 초 1.43%에서 2015 년 4 월 20 일 4.74%로 증가하였다.⁷⁴²

499. 둘째로, 청구인은 이러한 투자 확대가 소액주주로서 임시주주총회에서 본건 합병을 저지할 수 있는 능력을 강화하기 위한 통상적인 경제 활동의 일부라고 주장한다.⁷⁴³ 청구인은 2015 년 5 월 26 일 “충격”적인 본건 합병 발표에 따라, 추가적으로 취득한 주식은 “당시에 본건 합병 제안에 대한 공정한 대리인 싸움이 될 것이라고 믿는 바를 준비하기 위한” “신속한” 대응이라고 설명한다.⁷⁴⁴ 따라서, 합법적인 상업적 목적을 달성하기 위해 삼성물산의 주식 매수가 추가적으로 이루어졌기 때문에, “재조정”이 미리 가지지 않은

⁷³⁸ 답변서면, 제 386 항, *Immunities and Criminal Proceedings (Equatorial Guinea v. France)*, 본안 전 이의제기, 판결문, 2018 년 I.C.J. 보고서, 2018 년 6 월 6 일, 제 150 항(CLA-130) 인용.

⁷³⁹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 135 항.

⁷⁴⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 137 항.

⁷⁴¹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 141 항.

⁷⁴² 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 140(c)항. Smith 제 2 차 진술서, 부속서 A(CWS-5) 참조.

⁷⁴³ 반박서면, 제 392 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 146 항, 제 148 항.

⁷⁴⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 148 항. Smith 제 1 차 진술서, 제 36 항(CWS-1); 2020 년 12 월 23 일자 James Smith 제 3 차 증인진술서 제 7(ii)항(CWS-6) 참조.

협정상 보호를 얻기 위한 청구인의 “독특한 목표” 또는 “유일한 목적”을 위해 투자가 “재조정” 되었다는 피청구국의 주장에는 근거가 없다.⁷⁴⁵

500. 마지막으로, 청구인은 본건 중재에서 문제되는 특정 분쟁(본건 합병 관련 표결에 대한 정부의 불법 개입 혐의)은 청구인이 삼성물산 주식을 추가 매수할 당시에 예측은커녕 상상조차 할 수 없었다고 주장한다.⁷⁴⁶ 청구인은 본건에서 중재판정부에 제출된 구체적인 분쟁이 본건 합병이나 그 가능성에 관한 것이 아니라, 청구인에게 은폐되고 본건 합병을 야기시킨 피청구국의 위법행위에 관한 것이라는 점을 지적한다.⁷⁴⁷

501. 청구인에 따르면, 예측 가능성은 “매우 높은 개연성”을 요구한다.⁷⁴⁸ 청구인은 한국 형사소송에서 박근혜 대통령, 문형표 장관 및 홍완선 본부장의 유죄 판결이 내려진 직후인 2018년 4월 13일에 본 중재절차를 개시하였다고 주장한다.⁷⁴⁹ 청구인이 협정상 보호를 받을 목적으로 삼성물산 주식을 매수하였거나, 본건 분쟁의 대상인 피청구국의 위법행위를 예견하였다는 피청구국의 주장을 뒷받침할 증거가 없다.⁷⁵⁰

(b) 합의서가 청구인의 청구를 해결하였는지 여부

502. 청구인은 합의서가 청구적격 문제와 관련이 있음을 부인한다.⁷⁵¹ 청구인에 따르면, 주식매수청구 가격의 재산정에 관한 소송에서 삼성물산에 대한 청구원인은 청구인이 반대주주로서 주식매수청구 가격의 재산정을 청구할 수 있는 법정 권리로부터 발생하였다.⁷⁵² 한국 법에 따르면, 법원은 “합병 비율을 규정하는 것과 매우 유사한” 법정

⁷⁴⁵ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 143(a)항, *Phoenix Action, Ltd. v. the Czech Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/06/5, 판정문, 2009년 4월 15일, 제 142항(RLA-45) 인용.

⁷⁴⁶ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 151항, *Philip Morris Limited v. The Commonwealth of Australia*, PCA 사건 번호 2012-12, 관할 및 청구적격에 대한 판정문, 2015년 12월 17일, 제 554항(RLA-77) 인용.

⁷⁴⁷ 반박서면, 제 398항.

⁷⁴⁸ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 151항, *Pac Rim Cayman LLC v. Republic of El Salvador*, ICSID 사건 번호 ARB/09/12, 관할에 대한 이의신청 관련 결정문, 2012년 6월 1일, 제 2.99항(CLA-150) 인용.

⁷⁴⁹ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 152항.

⁷⁵⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 154항.

⁷⁵¹ 답변서면, 제 401항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 159-60항.

⁷⁵² 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 156항.

산식을 적용하였으며, 주식매수청구 가격 재산정 절차는 “본건 합병을 통해 발생한 대규모 부의 이전과 관련하여 [청구인]이 입은 손해를 확인하거나 배상하도록 하는 규정을 갖고 있지 않았다”.⁷⁵³

503. 청구인은 본 중재가 협정상 피청구국의 책임 및 피청구국의 협정 위반 행위로 발생한 손해와 관련하여, “전혀 다른 사안”이라고 주장한다.⁷⁵⁴ 그 결과 청구인에 따르면, *Grynberg v. Grenada* 사건과는 구별된다.⁷⁵⁵ 따라서, “다른 피고를 상대로 다른 청구원인에 기하여 다른 소송”을 제기하고 합의한 이후 국제법상 청구원인에 기초한 본건은 “진정한 분쟁”이다.⁷⁵⁶

3. 중재판정부의 결정

504. 피청구국은 (i) 청구인이 분쟁이 이미 발생한 이후에 관할권을 만들기 위하여 투자를 남용적으로 재조정하였으며; (ii) 청구인이 삼성물산과 체결한 합의서에 따라 자신의 청구를 이미 해결하였다는 두 가지 근거로 절차의 남용 주장을 제기한다.
505. 전자의 주장은 본건 합병이 이미 예측 가능하였고 청구인이 이미 본건 합병에 반대하기로 결정한 2015년 1월 29일부터 스왑계약을 직접 주식 보유로 투자로 재조정하였다는 주장에 기반한 것이다. 2015년 봄과 여름 당시 청구인의 후속 조치를 통하여 본건 합병에 간섭할 수 있고, 필요한 경우 자신의 입장을 방어하기 위해 소송을 제기할 수 있는 포지션을 가지게 되었다.
506. 피청구국의 주장은 사실에 부합하지 않는다. 본건 분쟁은 청구인과 삼성물산 간의 분쟁이나 청구인의 본건 합병 저지 실패로 인하여 발생하지 않으며, 국민연금의 본건 합병 투표에 대한 피청구국의 개입으로 인해 발생한다. 당시에 피청구국이 해당 표결을 방해하기 위한 조치를 취할 것이거나 실제로 조치를 취하였을 것이라는 정보는 소문의

⁷⁵³ 답변서면, 제 402 항.

⁷⁵⁴ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 157 항.

⁷⁵⁵ 답변서면, 제 403-04 항, *Grynberg and others v Grenada*, ICSID 사건 번호 ARB/10/6, 판정문, 2010년 12월 10일, 제 7.3.6-7.3.7 항(RLA-53) 인용.

⁷⁵⁶ 반박서면, 제 405 항, E Gaillard, “Abuse of Process in International Arbitration” (2017) Vol. 32(1), ICSID 검토, 10 면(RLA-82) 인용; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 157 항.

형태로도 대중에게 알려지지 않았다.⁷⁵⁷ 청구인에 따르면, 본건 합병 표결에 대한 피청구국의 잠재적 개입에 관한 정보는 2015년 7월 17일에 이루어진 본건 합병 이후 1년 넘게 지난 2016년 말에 되어서야 대중에게 알려지기 시작하였다. 이러한 정보가 2015년 봄이나 여름이나 그 이전에 소문의 형태로라도 대중에게 알려졌다는 증거가 중재재판소에 제출된 바 없다. 청구인은 이어서 2018년 4월 13일에 본건 합병 표결에 대한 정부의 개입을 주장하면서 본건 중재를 개시하였다.

507. 피청구국의 두 번째 절차의 남용 주장은 청구인이 한국 법원에서의 소송 이후 2016년 3월 삼성물산과 체결한 합의서에 따라 이미 자신의 청구를 해결하였다는 주장에 근거한다. 피청구국의 주장은 첫 번째 절차의 남용 주장과 동일한 원인으로 이유 없다. 본건 분쟁은 청구인의 주식매수청구 가격 재산정에 관하여 청구인과 삼성물산 간에 발생한 것이 아니며, 대한민국의 본건 합병 투표에 대한 개입 혐의로 인해 발생한 것으로서, 상대방과 분쟁의 주제 측면에서 합의서와 구별된다. 청구인이 지적한 바와 같이, 합의서는 중재판정부가 본안에 관하여 피청구국에게 불리하게 판단하는 범위 내에서만 본 분쟁과 관련이 있다. 이 경우, 중재판정부는 청구인이 주식매수청구권과 관련하여 삼성물산으로부터 받은 금액을 공제해야 한다. 청구인에 따르면, 청구인은 자신의 청구액을 산정함에 있어서 이러한 금액을 고려하였다.
508. 따라서 피청구국의 절차 남용 주장은 근거가 없고 기각되어야 한다.
509. 앞서 내린 판단에 비추어볼 때, 중재판정부는 청구인의 절차의 남용 주장과 관련하여 당사자들이 제기한 법적 주장을 다룰 필요가 없다고 판단한다.

⁷⁵⁷ 삼성물산과 제일모직에 대한 스펙트럼 아시아 보고서(R-255, 24면)은 국민연금이 “합병 과정에 위협이 될 것 같지 않다”고 기재하면서 “전통적으로 국민연금은 회사 내 다른 대주주의 적대적인 인수 시도로부터 삼성을 보호해 왔다”고 지적하지만, 이는 한국 정부가 아니라 국민연금이 하는 내용을 가리킨다.

VI. 본안

510. 청구인은 본건 합병과 관련된 피청구국의 행위가 협정 제 11.5 조 및 제 11.3 조의 위반을 구성한다고 주장한다. 피청구국은 동 주장에 반대한다. 당사자들은 또한 청구인이 투자를 함에 있어 본건 합병에 대한 승인 위험을 알면서 감수하였는지 여부와 그러한 위험의 감수가 피청구국의 협정 위반 혐의에 대한 항변으로 일용될 수 있는지 여부에 관하여 이견을 보인다.

511. 중재판정부는 아래 각 쟁점을 차례로 다룬다.

A. 최소기준대우

512. 협정 제 11.5 조는 해당 부분에서 다음과 같이 규정하고 있다:

제 11.5 조: 최소기준대우

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자자에 부여한다.
2. 보다 명확히 하기 위하여, 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준을 적용대상투자자에 부여하여야 할 최소 대우 기준으로 규정한다. “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다. 제 1 항의 의무는 다음과 같이 정한다:
 - (a) 제 1 항의 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무는 세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다. 그리고
 - (b) 제 1 항의 “충분한 보호 및 안전”을 제공할 의무는 각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다.

513. 또한 협정 부속서 11-가는 다음과 같이 규정한다:

국제관습법. 당사자들은 “국제관습법”이 일반적으로 ... 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다는 점과 관련하여, 사안에 대해 공통된 입장을 가지고 있다는 점을 확인하였다. 제 11.5 조에 관하여, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준은 외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙을 지칭한다.

1. 청구인의 입장

(a) 협정 제 11.5 조에 따른 적용 기준

514. 청구인은 본건 합병과 관련된 피청구국의 행위가 투자자들에게 “공정하고 공평한 대우”를 부여할 의무를 “포함하고 구체화한” 협정 제 11.5 조에 따른 국제법상 최소대우기준(이하 “MST”) 의무 위반에 해당한다고 주장한다.⁷⁵⁸
515. 청구인은 자신의 입장을 뒷받침하기 위하여 특히 *Waste Management* 사건을 인용한다.⁷⁵⁹ 청구인에 따르면, *S.D. Myers, Mondev, ADF, and Loewen* 사건을 원용하는 *Waste Management* 사건 중재판정부는 MST 가 자의적이고, 지극히 불공정하며, 부당하거나 기이하고 차별적이며, 청구인을 지역적, 인종적 편견에 노출시키거나 적법절차가 결여되어 사법적 타당성을 해치는 결과를 야기하는 행위로서 국가에 귀속되고 청구인에게 해를 입히는 행위에 의하여 침해된다고 판단한다. 이러한 기준은 사법절차에서 당연한 정의가 명백히 좌절되거나 행정절차에서 투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우 위반된다.⁷⁶⁰

⁷⁵⁸ 수정 청구서면, 제 217-20 항.

⁷⁵⁹ *Waste Management Inc v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004 년 4 월 30 일(CLA-16).

⁷⁶⁰ 수정 청구서면, 제 222 항, *Waste Management Inc v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004 년 4 월 30 일, 제 98 항(CLA-16) 인용. 청구인은 *Waste Management* 사건의 판시가 투자 중재에서 여러 중재판정부에 의해 승인되었음을 확인한다. 수정 청구서면, 제 223 항, *William Ralph Clayton, William Richard Clayton, Douglas Clayton, Daniel Clayton, and Bilcon of Delaware, Inc. v. Canada*, PCA 사건 번호 2009-09, 관할 및 책임성부에 대한 판정문, 2015 년 3 월 17 일, 제 442 항(CLA-3); *Mesa Power Group LLC v. Government of Canada*, PCA 사건 번호 2012-17, 판정문, 2016 년 3 월 24 일, 제 501 항(CLA-45); *Railroad Development v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건 번호 ARB/07/23, 판정문, 2012 년 6 월 29 일, 제 219 항(CLA-13); *TECO Guatemala Holdings, LLC v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건 번호 ARB/10/23, 판정문, 2013 년 12 월 19 일, 제 454-455 항(CLA-54); *Hochtief AG v. Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/07/31, 판정문 2016 년 12 월 21 일, 제 219 항(CLA-36); *Murphy Exploration & Production Company v. The Republic of Ecuador*, PCA 사건 번호 2012-16, 최종부분판정문, 2016 년 5 월 6 일, 제 208 항(CLA-49) 인용. 답변서면, 제 409 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 99 항, 제 102 항 참조.

516. 청구인은 MST 가 (행정에 있어서의 의사결정 상황을 포함하여) 적법절차를 고의로 무시하고, ⁷⁶¹ “규제체계의 근간이 되는 근본원칙들에 대한 의도적인 무시”하는 ⁷⁶² 차별적이거나 ⁷⁶³ 부당한 자의적인 ⁷⁶⁴ 국가의 행위로부터의 보호를 포함한다고 주장한다.⁷⁶⁵
517. 청구인은 자의성에 의한 협정 위반이 “단순히 ‘오판’이나 ‘요인 형량’을 잘못하는 것” 이상을 요구한다는 점을 인정한다. 청구인은 *ELSI* 사건에서 자의성을 “사법적 타당성을 훼손하거나 적어도 그에 반하는 행위”로 나타낸 ICJ 의 “고전적인 정의”를 인용한다.⁷⁶⁶ 청구인은 “자의성의 또 다른 척도는 선입견, 개인적 선호 또는 편견이 법의 지배와 공익적 의사결정을 대신하였는지 여부” 또는 조치가 정당화되지 않고 객관적 사유로 설명되지 않는지 여부라고 주장한다.⁷⁶⁷
518. 청구인은 협정의 어떠한 내용도 국가가 공권적 행위를 수행하거나 공권력을 행사하는 상황에서만 협정상 대우의 기준이 적용된다고 말할 근거가 없다는 자신의 견해를

⁷⁶¹ 수정 청구서면, 제 225 항, *Elettronica Sicula SpA (ELSI) (United States of America v. Italy)*, 판결문, 1989 년 I.C.J. 보고서, 제 128 항(CLA-31) 인용.

⁷⁶² 수정 청구서면, 제 226 항, *TECO Guatemala Holdings, LLC v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건 번호 ARB/10/23, 판정문, 2013 년 12 월 19 일, 판정문, 제 458 항(CLA-54) 인용.

⁷⁶³ 수정 청구서면, 제 239 항(“자의성의 또 다른 척도는 선입견, 개인적 선호 또는 편견이 법의 지배와 공익적 의사결정을 대신하였는지 여부”이므로 자의성은 차별적인 행위를 초래한다고 지적함), UNCTAD, 공정하고 공평한 대우, 국제투자협정 쟁점들에 관한 UNCTAD 시리즈 II(유엔, 뉴욕 및 제네바, 2012), 78 면(CLA-56); *Joseph C. Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건 번호 ARB/06/18, 관할 및 책임성부에 대한 결정문, 2010 년 1 월 14 일, 제 262 항(CLA-8); *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID 사건 번호 ARB/05/13, 판정문, 제 303 항(CLA-30) 인용; 답변서면, 제 409. 항.

⁷⁶⁴ 수정 청구서면, 제 225 항; 답변서면, 제 409 항.

⁷⁶⁵ 수정 청구서면 제 225 항, 제 239 항; 답변서면, 제 409 항.

⁷⁶⁶ 답변서면, 제 413 항, *Elettronica Sicula SpA (ELSI) (United States of America v. Italy)*, 판결문, 1989 년 I.C.J. 보고서, 제 128 항(CLA-31) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 101-02 항. 수정 청구서면, 제 225 항 참조.

⁷⁶⁷ 수정 청구서면, 제 239 항, UNCTAD, 공정하고 공평한 대우, 국제투자협정 쟁점들에 관한 UNCTAD 시리즈 II(유엔, 뉴욕 및 제네바, 2012), 78 면(CLA-56); *Joseph C. Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건 번호 ARB/06/18, 관할 및 책임성부에 대한 결정문, 2010 년 1 월 14 일, 제 262 항(CLA-8); *EDF (Services) Limited v. Romania*, ICSID 사건 번호 ARB/05/13, 판정문, 제 303 항(CLA-30) 인용; 답변서면, 제 436 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 101 항, P. Dumbery, *The Prohibition against Arbitrary Conduct and the Fair and Equitable Treatment Standard under NAFTA Article 1105*, 15 J. World Investment & Trade 117 (2014), 123 면(CLA-195) 인용.

반복한다.⁷⁶⁸ 따라서, 청구인은 “국가가 취한 조치는 협정의 대우 기준과 실질적으로 일치하거나 일치하지 않을 뿐”이라는 입장이다.⁷⁶⁹

(b) 피청구국이 협정 제 11.5 조의 의무를 위반하였는지 여부

519. 청구인은 피청구국이 “잘못된 판단” 또는 “각종 요인들에 대한 그릇된 고려”나 “잘못된 투자결정”을 초월하는 수준의 “명확한 자의성”, “노골적인 불공정성”, “적법절차의 완전한 결여” 및 “명백한 차별성”을 포함하는 “상당히 터무니없고 충격적인” 행위를 통하여 MST 를 위반하였다고 주장한다.⁷⁷⁰ 한국 법원의 사실관계 판단을 인용하면서, 청구인은 한국 법원 및 검찰이 정부의 범죄 및 위법행위를 확인하였으며, 이는 피청구국이 위반하거나 부정할 수 없다고 반복한다.⁷⁷¹

(i) 자의성 및 불공정성

520. 청구인은 투자위원회가 본건 합병을 지지하기로 결정한 절차가 “수익성”,⁷⁷² “안정성”,⁷⁷³ “공공성”⁷⁷⁴(국민연금 가입자들에게 이익이 되도록 신의에 따라 성실하게) 의결권을 행사하여야 한다는 “선관주의 의무” 포함)과 “운용 독립성”을 따르는 기금운용지침상 국민연금의 기본 원칙으로부터 벗어나서, 피청구국의 제 11.5 조 의무 위반을 구성하기에 충분한 “명확한 자의성”과 “노골적인 불공정성”을 보여주었다고 주장한다.⁷⁷⁵

⁷⁶⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 93 항.

⁷⁶⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 93 항.

⁷⁷⁰답변서면, 제 81 항, 제 429 항, 제 411 항 및 제 441 항.

⁷⁷¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 103 항.

⁷⁷² “수익성의 원칙”은 “가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다”는 것을 요구한다. 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4 조(C-194/R-99).

⁷⁷³ “안정성의 원칙”은 “투자하는 자산의 전체 수익률 변동성과 손실위험이 허용되는 범위 안에 있도록 안정적으로 운용하여야 한다”고 규정하고 있다. 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4 조(C-194/R-99).

⁷⁷⁴ “공공성의 원칙”은 “국민연금은 전 국민을 대상으로 하는 제도이고, 기금 적립규모가 국가경제에서 차지하는 비중이 크므로 국가경제 및 국내금융시장에 미치는 과급효과를 감안하여 운용하여야 한다”고 규정하고 있다. 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4 조(C-194/R-99).

⁷⁷⁵답변서면, 제 416 항, 제 426-31 항, 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4 조(C-194/R-99) 인용; 수정 청구서면, 제 228 항, 이중기 제 1 차 보고서, 제 98-101 항(CER-1) 인용.

521. 구체적으로, 청구인은 가상의 계산에 근거한 국민연금의 본건 합병 찬성 투표 결정이 수익성 원칙을 위반하였으므로 불합리하였다고 주장한다.⁷⁷⁶ 청구인에 따르면, 국민연금은 본건 합병비율이 상당히 저평가되어 있음을 알고 있음에도 불구하고, 청와대와 보건복지부의 지시에 따라 국민연금이 입게 될 손실(5,510 억~6,160 억 원)을 상쇄하기 위해 본건 합병에 대한 가치평가를 수정하고 시너지 효과를 조작하여 본건 합병을 찬성 투표하였다.⁷⁷⁷
522. 청구인은 한국의 경제 전반에 걸친 과급효과와 삼성물산 소액주주에게 미친 손해를 고려할 때, 투표가 공공성의 원칙에 부합하지 않았고 국민연금이 신의에 따라 성실하게 의결권을 행사하여야 한다는 선관주의 의무를 위반하였다고 주장한다.⁷⁷⁸ 안정성의 원칙에 관하여, 청구인은 보건복지부와 국민연금이 “투자위원회가 본건 합병 표결을 심의하고, 나아가 찬성표결로 결정한다면 얼마나 많은 논란을 불러일으킬 지”를 알고 있었기 때문에 이를 위반하였다고 주장한다.⁷⁷⁹
523. 운용 독립성의 원칙과 관련하여, 청구인은 해당 원칙이 정치적 간섭으로부터 기금을 보호하기 위함을 확인하는 한국 법원의 결정을 인용하면서, “연금가입자들의 이익과 무관한 정책목표의 달성수단이 되거나 정치적인 목적 또는 이익집단의 이익 추구에 이용되어서는 아니 된다”고 요구한다.⁷⁸⁰ 따라서, 청구인은 피청구국의 주장과 달리, 본건과 같이 운용 독립성의 원칙이 별도로 위반될 수 있다고 주장한다.⁷⁸¹ 실제로, 청구인은 한국 법원이 정부 개입이 “[국민연금] 운용의 독립성을 보장하기 위한 제도적 장치를 형해화하고 [국민연금]에 손해를 초래”하였다고 명백하게 인정하였음을 지적한다.⁷⁸²

⁷⁷⁶ “수익성” 원칙은 “가입자의 부담, 특히 미래세대의 부담 완화를 위하여 가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다”는 것을 요구한다. 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 4 조(C-194/R-99).

⁷⁷⁷ 답변서면, 제 427(a)항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 114-17 항. 수정 청구서면, 제 240 항 참조.

⁷⁷⁸ 수정 청구서면, 제 240 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 23-25면, 34면, 36면(C-79/R-153) 인용; 답변서면, 제 427(b)항.

⁷⁷⁹ 답변서면, 제 427(c)항, 제 428 항.

⁷⁸⁰ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 29면, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 71면(C-79/R-153) 인용. 이중기 제 1 차 보고서, 제 49-50 항(CER-1) 참조.

⁷⁸¹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 29 항.

⁷⁸² 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 29 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 71-72면(C-79/R-153) 인용.

524. 청구인의 견해에 따르면, 본건 합병에 대한 의사결정은 당시 얼마 전 SK 합병(이와 관련하여 투자위원회의 사전 심의 없이 국민연금의 표결이 전문위원회에서 결정됨)에서 정한 선례에서 벗어나서 자의적이었다.⁷⁸³
525. 청구인은 한국 법원의 판결을 포함한 당시 문서의 어떠한 내용도 국민연금의 장기적 이익, 전체적인 포트폴리오와 한국 경제 전반의 이익에 대하여 국민연금 관계자들이나 투자위원회 위원들이 고려하였거나, 본건 합병 표결을 정당화할 수 있었음을 입증하지 않는다고 주장한다.⁷⁸⁴ 반대로, 청구인은 홍완선 본부장을 포함한 국민연금이 본건 합병이 상당한 재정적 손해를 야기할 것이라는 점을 알고 있었기 때문에 시너지 계산을 조작하였다고 주장한다.⁷⁸⁵ 청구인은 주가가 주식매수청구권 가격을 초과할 경우 합병에 찬성 표결한다는 국민연금의 “단순계산법”은 어디에서도 기록되지 않았으며, 국민연금이 SK 합병에 반대 표결하였을 때에도 이를 따르지 않았다는 점을 지적한다.⁷⁸⁶

(ii) 적법절차의 부존재

526. 청구인은 피청구국의 행위가 독립적인 의사 결정을 위해 전문위원회를 둔 국민연금의 구조적 안전장치를 정부의 명령에 따라 계획적으로 우회함으로써 적법절차의 원칙을 위반하였다고 주장한다.⁷⁸⁷ 청구인은 *Rumeli v. Kazakhstan* 사건을 원용하면서, 국민연금이 적법절차를 위반할 경우 청구인들이 해를 입을 것이 예상되는 상황에서, 청구인들은 국민연금이 적법절차를 준수할 것이라 응당 기대할 자격이 있다고 주장한다.⁷⁸⁸
527. 청구인에 따르면, 투자위원회는 투표가 객관적으로 “곤란”하고, 중요하며, 논란이 많은 사안이므로, 기금운용지침에 따라 본건 합병 투표를 전문위원회에 부의해야 했다.⁷⁸⁹

⁷⁸³ 답변서면, 제 418 항.

⁷⁸⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 118-20 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 29 항.

⁷⁸⁵ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 33 항. 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, 17-18 면(C-69); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 64면(C-79/R-153) 참조.

⁷⁸⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 119 항.

⁷⁸⁷ 수정 청구서면, 제 227 항, 제 238 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 126 항, 제 134 항.

⁷⁸⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 122-23 항, *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건 번호 ARB/05/16, 판정문, 2008년 7월 29일, 제 617-18 항(CLA-14) 인용.

⁷⁸⁹ 수정 청구서면, 제 229 항; 답변서면, 제 417 항, 제 423 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 128 항. 이중기 제 1차 보고서, 제 19 항, 제 51(iii)항, 제 86 항, 제 1113 항(CER-1); 이중기 제 2차 보고서,

청구인은 해당 결정을 전문위원회가 내리는 것이 적절하다고 알고 있었음에도 불구하고 문형표 장관이 전문위원회가 본건 합병에 찬성할 것이라고 보장할 수 없다는 결론을 내린 후, “국민연금이 적정 절차를 준수할 수 있도록” [국민연금 관계자들]이 보건복지부를 설득하기 위한 노력을 “무시”했다고 주장한다.⁷⁹⁰ 청구인에 따르면, 피청구국은 국민연금의 독립적인 의사결정에 개입하여 스스로의 적법절차 의무를 위반하게 되면 청구인으로부터 협정상 투자자 보호 중재 절차에서 제소당할 위험이 있다는 사실을 인지하고 있었다.⁷⁹¹

528. 청구인은 투자위원회가 전문위원회에 표결을 부의하라는 전문위원회 위원장의 지시를 의도적으로 무시하였다고 주장한다; 이는 홍완선 본부장이 문형표 장관의 노골적인 지시를 받아 “[투자위원회]에서 합병 찬성 최종 결정을 하도록” 개입하는 도중에 발생하였다.⁷⁹² 이러한 주장을 뒷받침하기 위하여, 청구인은 본건 합병 결정이 전문위원회에 부의되지 않은 것이 “황당”하다고 생각한 조영길의 증언을 인용한다.⁷⁹³ 또한 청구인은 SK 합병 표결이 “[본건 합병] 등 향후 재벌 관련 합병에 대한 선례를 확립한다는 공공연한 목표를 내세우며” 전문위원회에 부의되었다는 점에 주목한다.⁷⁹⁴
529. 청구인은 한국 법원이 확인한 바와 같이, 실제로 국민연금의 의사결정 과정에 대한 피청구국의 개입이 중대한 범죄에 의해 촉발되어 달성되었다고 주장한다.⁷⁹⁵ “[2015년 7월

제 79 항(CER-4); 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 5조 제 5항 제 4호, 제 6호, 제 17조 제 5항(C-194/R-99) 참조.

⁷⁹⁰ 답변서면, 제 422(e)-(h)항, 증인 이태한에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 14-15면(C-496); [보건복지부], “투자위원회 논의 추진방안 검토”, [2015년 7월 8일], 1면(C-419); [홍완선] 특별검사 피의자신문조서, 2016년 12월 26일, 34-35면(C-464); [████████], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015년 7월 7일 또는 8일](C-420); 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 26일, 13면(C-508) 인용; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 129 항.

⁷⁹¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 133 항.

⁷⁹² 수정 청구서면, 제 233-34 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 131 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 30 항, 증인 이태한에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 15-16면(C-496) 인용; 심리 속기록, 9일차, 27:16 – 28:1 면.

⁷⁹³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 132 항, 심리 속기록, 3일차, 210:18 – 211:11 면; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 30 항 인용.

⁷⁹⁴ 수정 청구서면, 제 93 항.

⁷⁹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 135 항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 103면, 111면(C-286/R-169) 인용.

25 일] 면담 직전에 본건 합병에 대한 ... 결정적인 도움”을 주는 등,⁷⁹⁶ 이재용의 뇌물과 박근혜 대통령의 승계 계획 지원 사이에 전체로서 대가성이 존재한다는 법원의 판시를 강조하면서, 청구인은 박근혜 대통령의 유죄 판결이 이재용의 검찰 공소장과 함께 본건 합병에 관한 피청구국의 범죄 행위에 대한 “충분한 증거”를 제공한다고 주장한다.⁷⁹⁷

530. 청구인은 협정 제 11.5 조에 따른 청구를 인정받기 위해서 대가성(또는 뇌물)의 존재가 필요하지 않다고 주장한다.⁷⁹⁸ 청구인은 박근혜 대통령의 지시와 이를 이행하는 과정에서 정부 권한이 남용되었다는 것만을 입증하면 충분하며, 이는 제출 서면에서 이루어졌다.⁷⁹⁹

(iii) 차별

531. 청구인은 국민연금의 행위도 “명백한 차별”과 “[청구인]에 대한 뿌리깊은 혐오”로 인한 것이라고 주장한다.⁸⁰⁰ 청구인은 “국부유출”을 방지하기 위해 “국내 회사”를 “해외” 또는 “외국” 헤지펀드로부터 방어할 것을 촉구하는 정부 내부 문건들을 인용한다.⁸⁰¹ 나아가, 청구인은 청와대가 “해외 헤지펀드의 공격적 경영권 간섭”에 대해서 국민연금을 “적극 활용”할 것을 주문하였고, 박근혜 대통령의 지시나 승인 하에 이것이 실제로 이루어졌다고 주장한다.⁸⁰² 청구인은 문형표 장관과 홍완선 본부장이 보건복지부 관계자들과 국민연금 투자위원회 위원에게 본건 합병에 반대 투표하면 “헤지펀드한테 국부”를 유출할 수 있다고 위협하였다고 주장한다.⁸⁰³ 보다 구체적으로, 청구인은 이러한 차별이 엘리엇을

⁷⁹⁶ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 34 항, 서울고등법원 2019 노 1962, 2020 년 7 월 10 일, 44-45 면(R-314) 인용.

⁷⁹⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 136 항, 제 138-39 항.

⁷⁹⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 140 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 34 항.

⁷⁹⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 140 항.

⁸⁰⁰ 수정 청구서면, 제 239-44 항; 답변서면, 제 436-41 항.

⁸⁰¹ 답변서면, 제 436 항, 제 438 항, “靑, 박근혜 정부 문건 추가 브리핑 (전문)”, YTN, 2017 년 7 월 20 일, 1 면(C-72); “[속보] 靑 박근혜 정부 문건 3 차 발표 ... ‘보수단체육성’ ‘국민연금 의결권 개입’ 포함”, 조선비즈, 2017 년 7 월 20 일(C-73); “박 전대통령 관련 증거문건, 더 길고 자세해져”, 코리아중앙데일리, 1-2 면(C-74); [청와대], “해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토”, 일자 미상(C-587); [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 26 일, 8 면(C-463) 인용.

⁸⁰² 수정 청구서면, 제 242 항; 답변서면, 제 184 항, [이영상] 자필 메모, 일자 미상, 4 면(C-585); “[속보] 靑 박근혜 정부 문건 3 차 발표 ... ‘보수단체육성’ ‘국민연금 의결권 개입’ 포함”, 조선비즈, 2017 년 7 월 20 일, 2 면(C-73) 인용.

⁸⁰³ 수정 청구서면, 제 242 항.

겨냥하였다고 주장한다. 청구인은 회사가 “외국계 벌처 펀드”로 묘사되었고 본건 합병에 대한 반대는 “엘리엇의 공격”으로 표현되었다는 점에 주목한다.⁸⁰⁴

532. 청구인은 자신이 본건 합병에 반대하자, 이에 대한 대응으로서 피청구국은 “국민연금 등 소수주주들의 비용”으로 삼성의 경영권 승계를 지원하였다는 비판으로부터 시선을 돌리기 위하여” 삼성그룹이 “엘리엇을 악덕 외국 투자자로 매도하고 깎아 내리기 위하여” “전방위 여론전”을 개시하였다고 주장한다.⁸⁰⁵

(iv) 주권적 권한

533. 청구인은 청와대와 보건복지부가 국민연금의 의사결정 과정에 간섭 및 개입하였을 때에 피청구국이 주권적 권한을 행사하였다고 주장한다.⁸⁰⁶ 이와 관련하여, 청구인은 “더 높은 정부 영역에 의해 지시된 상위의 정책 결정에 영향을 미치기 위해” 국가 단체가 행동할 때 주권적 권한을 행사한 것이라는 *Crystallex v. Venezuela* 사건 중재판정부의 판례를 인용한다.⁸⁰⁷

534. 또한 청구인은 미국이 자신의 서면에서 “국영기업과 같은 비정부기구가 ‘상업적 거래의 승인’을 포함한 특정 상업활동과 관련하여 규제, 행정 또는 기타 정부의 권한을 행사할 수 있다는 것을 인정”한다고 강조한다.⁸⁰⁸ 청구인은 계약상 의무의 위반에 해당하는 행위도 국제법상 의무의 위반이 될 수 있다고 결론 내린다.⁸⁰⁹ 청구인은 국가가 기금 주식의 법적 소유주이기 때문에 국민연금의 표결이 어느 상업적 주주의 표결과는 다르다고 주장한다.⁸¹⁰

⁸⁰⁴ 답변서면, 제 185 항, 제 437 항, “[REDACTED]”, “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점” [2015년 7월 7일 또는 8일], 3면(C-420); 증인 안중범에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 7월 4일, 43-46면(C-520); [안중범] 업무일지, 2015년 7월 6일 ~ 19일 기재(C-433) 인용.

⁸⁰⁵ 답변서면, 제 95 항, 제 182 항, 제 186-93 항, “[단독] ‘합병 찬성이 국익’ 소나기 광고 ...기사도 대신 썬쥬”, MBC, 2020년 6월 11일(C-569) 인용.

⁸⁰⁶ 답변서면, 제 380 항, 제 382 항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 128-29 항.

⁸⁰⁷ 답변서면, 제 383 항, *Crystallex International Corporation v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/11/2, 판정문, 2016년 4월 4일, 제 701 항(CLA-110) 인용.

⁸⁰⁸ 답변서면, 제 384 항, 미국 서면, 제 5 항 인용.

⁸⁰⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 94 항.

⁸¹⁰ 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 128 항.

2. 피청구국의 입장

(a) 협정 제 11.5 조에 따른 적용 기준

535. 피청구국은 협정의 맥락상 *Waste Management* 사건의 공식이 적용된다는 점에 대하여 청구인에게 동의하나, *Waste Management* 중재판정부가 명시한 MST 가 모든 내용을 열거한 것은 아니라고 본다.⁸¹¹ 구체적으로, 비슷한 협정 조항을 해석한 NAFTA 판례를 원용하면서, 피청구국은 MST 위반을 증명하기 위해서는 국내법 위반을 입증하는 것만으로 충분하지 않다고 주장한다; 대신, “명백한 자의성”, “적법한 절차에 대한 완전한 결여”, “명백한 차별” 또는 “근거의 부재”에 해당하는 “높은 수준의 엄격성과 중대성 기준”이 요구된다고 주장한다.⁸¹²
536. 피청구국에 따르면, MST는 국가가 외국 투자자가 동의하지 않는다는 이유로 국가 경제에 유익하다고 생각하는 정책이나 과거 관행을 포기할 것을 요구하지 않는다.⁸¹³ 이는 “정부가 재벌의 활동에 주의를 기울이는 것이 특징인, 국가가 조정하는 개발 전략”을 포함한다.⁸¹⁴ 피청구국은 이러한 전략들이 “전적으로 정부의 재량 범위” 내에 있으므로 국제투자법과는 상관이 없다고 덧붙인다.⁸¹⁵
537. 또한, 피청구국은 협정상 국제적 책임을 발생시키기 위해서는 쟁점 행위가 주권적 권한(공적 권한)의 행사를 수반해야 한다고 주장한다; 통상적인 상사거래 당사자로서 행위하는 국가는 투자 협정에 따른 국제적 책임을 부담하지 않는다.⁸¹⁶ 피청구국은 투자 협정 법리뿐만 아니라 국가의 상행위에 “추가적인 요인”이 존재하지 않는 이상 국제법

⁸¹¹ 반박서면, 제 495 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 49 항.

⁸¹² 반박서면, 제 424 항, 제 490-94 항, 제 497 항, *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v. United States of America*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/12/1, 판정문, 2014년 8월 25일, 제 9.47 항(CLA-1); *Glamis Gold, Ltd. v United States of America*, UNCITRAL, 판정문, 2009년 6월 8일, 제 627 항(RLA-48) 인용; 재반박서면, 제 282 항.

⁸¹³ 재반박서면, 제 309 항.

⁸¹⁴ 재반박서면, 제 309 항, *Milhaupt* 보고서, 제 19 항, 제 27 항(CER-6) 인용.

⁸¹⁵ 재반박서면, 제 309 항.

⁸¹⁶ 반박서면, 제 533-34 항.

위반에 해당하지 않는다는 국제관습법 원칙에 따라 이러한 규칙이 성립한다고 주장한다.⁸¹⁷

(b) 피청구국이 협정 제 11.5 조의 의무를 위반하였는지 여부

538. 피청구국에 따르면, 청구인은 한국 관계자들과 국민연금의 행위가 MST 를 위반하였음을 입증하지 못하였다.⁸¹⁸

(i) 자의성 및 불공정성

539. 피청구국은 국민연금의 의사결정 과정이 명확한 자의성이나 노골적인 불공정성의 결여를 수반하지 않았다고 주장한다.⁸¹⁹ 본건 합병 관련 표결에 대한 정부의 명령이 내려졌다는 청구인의 주장을 반박하면서, 피청구국은 투자위원회가 다양한 요소들을 고려하여 국민연금의 내부 지침에 부합하는 결정에 도달하였고; 국민연금의 수익성, 공익성 및 안정성 원칙을 준수하였으며; 다른 독립된 투자자들의 결론과 일치한다고 주장한다.⁸²⁰

540. 첫째로, 피청구국은 청와대와 보건복지부의 지시가 기껏해야 본건 합병을 잘 챙겨보고, 투자위원회가 기금운용지침과 의결권행사지침에 따라 본건 합병을 먼저 판단하도록 한 것임을 보여준다고 주장한다.⁸²¹ 피청구국은 기금운용지침상 운용 독립성의 원칙을 넘어서서 추가적인 “독립성의 원칙”이 존재한다는 의견에 동의하지 않는다.⁸²²

541. 둘째로, 피청구국은 투자위원회가 본건 합병을 심의하였을 때, 투자위원회는 안건이 결정하기 곤란하다고 판단하면 전문위원회에 부의할 수 있다는 점을 충분히 인식하고

⁸¹⁷ 반박서면, 제 534-36 항, *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/97/2, 판정문, 1999년 11월 1일, 제 83 항, 제 87 항(**RLA-16**) 인용; *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건 번호 ARB/02/17, 관할 관련 결정문, 2005년 4월 26일, 제 258-60 항(**RLA-27**); *BIVAC B.V. v. Republic of Paraguay*, ICSID 사건 번호 ARB/07/9, 관할에 대한 이의신청에 대한 추가 결정문, 2012년 10월 9일, 제 239-80 항(**RLA-63**); ILC 규정(주식 포함)(2001), ILC 규정 해설서 제 5 조, 41 면(**CLA-38**).

⁸¹⁸ 반박서면, 제 500 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 54 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 27 항.

⁸¹⁹ 반박서면, 제 488(a)항; 재반박서면, 제 294 항.

⁸²⁰ 반박서면, 제 488(a)항.

⁸²¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 55(a)-(b)항, 제 57(a)항.

⁸²² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 56(a)항.

있었다고 주장한다.⁸²³ 이와 관련하여, 피청구국은 SK 합병이 재벌 관련 사안을 의결권행사지침에 따라 결정하기 곤란하다고 판단하지 않은 채, 전문위원회에 부의하는 구속력 있는 선례를 확립하였다는 청구인의 견해에 동의하지 않는다.⁸²⁴ 또한, 피청구국은 투자위원회가 오픈식 표결 방식을 이용하였으며, 이는 본건 합병이 전문위원회에 부의될 가능성을 높이고 의결권행사지침을 보다 잘 준수하는 것이었음을 강조한다.⁸²⁵

542. 피청구국은 투자위원회의 결정에 대한 전문위원회의 반응을 통하여 국민연금의 절차적 보호 장치가 우회되었음을 볼 수 있다는 주장에 반대한다. 피청구국은 전문위원회에 결정을 부의하는 다른 여러가지 방식들이 있으며, 전문위원회에 부의하지 않기로 한 투자위원회의 결정을 전문위원회가 재심의하거나 번복할 근거가 없었다는 점을 지적한다.⁸²⁶

543. 셋째로, 피청구국은 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결이 투자 원칙, 특히 수익성의 원칙에 부합하는 독립적인 심의의 결과라고 주장한다.⁸²⁷ 피청구국에 따르면, 국민연금은 “기금” 전체의 수익이 극대화되어야 한다는 요건에 따라 본건 합병이 삼성그룹사 17 개에 대한 투자를 포함한 투자 포트폴리오에 상당한 예상 이익을 가질 것이라고 판단하였다.⁸²⁸ 피청구국은 국민연금의 지분가치에 대한 단기적인 변화에도 불구하고, 본건 합병이 국민연금의 중장기적인 주주가치가 증가함에 따라 국민연금의 수익성 원칙에 부합하였다고 보고 있다.⁸²⁹

544. 피청구국에 따르면, 본건 합병에 대한 국민연금의 표결은 기금운용지침에서 요구하는 바와 같이 “국민연금의 장기적 재정 안정을 위한 이익 극대화”를 통해 한국의 공익을 달성하였다.⁸³⁰ 나아가, 피청구국은 한국 경제가 삼성그룹에 크게 의존하였다고

⁸²³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 55(d)항.

⁸²⁴ 반박서면, 제 499 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 55(d)항.

⁸²⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 57(b)항.

⁸²⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 57(c)항.

⁸²⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 58(a)항.

⁸²⁸ 반박서면, 제 507 항; 재반박서면, 제 296 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 56(b)-(c)항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 30 항.

⁸²⁹ 재반박서면, 제 296 항.

⁸³⁰ 재반박서면, 제 298 항.

지적한다.⁸³¹ 피청구국의 견해에 따르면, 본건 합병비율이 소액주주 지분에 미치는 영향에 대한 다양한 외부적 평가 역시 본건 합병이 소액주주의 지분 가치를 크게 파괴하지 않았음을 시사한다.⁸³²

545. 안정성의 원칙과 관련하여, 피청구국은 본건 합병 표결 전후로 기금의 성과가 안정적으로 유지되었다고 주장한다.⁸³³ 피청구국은 청구인이 주장하는 바와 같이 논란을 피할 의무가 없다고 주장한다.⁸³⁴
546. 넷째로, 피청구국은 투자위원회가 국민연금 리서치팀이 제시한 가치평가와 시너지 계산 이외의 요소를 함께 고려하여 본건 합병을 승인하기로 결정하였다고 주장한다.⁸³⁵ 특히, 피청구국은 한국 법원이 확인한 바와 같이, 투자위원회 위원들이 지배구조변화, 주식시장 및 경제에 미치는 영향, 브랜드 로열티 수입, 삼성그룹의 장기적 주사 상승 등 다양한 요인들의 영향을 고려하여 독립적인 판단을 하였음을 지적한다.⁸³⁶ 피청구국은 이와 같은 이유들이 독립적인 시장 애널리스트들과 기타 외국인 투자자들 사이에서 지지를 받았다고 주장한다.⁸³⁷
547. 삼성물산의 주가가 2015 년 7 월 10 일 논의 당시 법정 주식매수청구권 가액을 훨씬 상회하였다는 점을 지적하면서,⁸³⁸ 피청구국은 국민연금과 청구인 모두 본건 합병 발표에

⁸³¹ 재판박서면, 제 298 항, 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 3 조 제 1 항 2 호(C-194/R-99) 인용.

⁸³² 재판박서면, 제 298 항, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, 18 면(R-127) 인용.

⁸³³ 재판박서면, 제 299 항, 보건복지부 보도자료, “2016 년말 국민연금기금 558 조원, 수익률 (잠정) 4.75%”, 2017 년 2 월 28 일(R-287) 인용.

⁸³⁴ 재판박서면, 제 299 항, 답변서면, 제 427(c)항 인용.

⁸³⁵ 재판박서면, 제 300 항; 피청구국의 심리 후 재판박서면, 제 31 항.

⁸³⁶ 반박서면, 제 505-08 항; 재판박서면, 제 296 항, 제 300 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 58(c)항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 41-46 면(R-20) 인용; 피청구국의 심리 후 재판박서면, 제 31 항.

⁸³⁷ 피청구국은 국부펀드인 GIC, ADIA 및 SAMA 와 같은 다른 주주들이 본건 합병에 찬성 투표하였음을 지적한다. 재판박서면, 각주 742 참조.

⁸³⁸ 재판박서면, 제 297 항.

다른 삼성물산의 주가 상승이 삼성물산 주주들이 주식매수청구권을 행사하지 않도록 인센티브를 주게 될 것이라고 인정하였다고 주장한다.⁸³⁹

548. 피청구국은 의결권 행사 지침에 따라 다양하고 정당한 요인들을 고려하여 국민연금의 표결의 기초가 되는 의사결정을 3 시간에 걸쳐 논의하였던 점을 비추어볼 때, 국민연금의 결정이 불합리하다는 청구인의 주장을 부정한다.⁸⁴⁰

549. 피청구국에 따르면, 한국 법원의 판결들은 시너지 효과가 조작되지 않아 제시되었던 수치가 더 낮았다면 투자위원회 위원들이 어떻게 투표하였을지 보여주지 않는다.⁸⁴¹ 실제로, 피청구국은 투자위원회 위원 중 한 명만이 달리 투표했을 것이며, 이것만으로는 결과가 바뀌지 않았을 것이라고 주장한다.⁸⁴²

550. 마지막으로, 피청구국은 청구인이 원용하는 위법행위(박근혜 대통령과 이재용 사이의 면담)가 본건 합병이 승인된 이후에야 발생하였음을 지적한다.⁸⁴³ 피청구국에 따르면, 삼성그룹의 전체 승계 계획은 본건 합병 이후의 여러 단계를 포괄한다는 점에서 본건 합병과 구별되어야 한다.⁸⁴⁴

(ii) 적법절차의 부존재

551. 피청구국은 한국 법원이 국민연금이 본건 합병에 대한 표결을하기로 결정한 절차가 관련 규정을 위반하였다고 결정하지 않았다고 주장하면서, 국민연금의 결정이 적법절차를 고의적으로 무시하여 진행되었다는 청구인의 주장을 부정한다.⁸⁴⁵

⁸³⁹ 재반박서면, 제 297 항, “제일모직·삼성물산 합병에 주식매수청구권이 변수”, 연합뉴스, 2015년 5월 31일, 1면(R-260); “제일모직·삼성물산합병, 안심하긴 이르다”, 시사포커스, 2015년 6월 1일, 1면(R-261); 엘리엇 어드바이저스 (홍콩) 리미티드 소속 ██████████, ██████████, James Smith, ██████████ 간 이메일, 2015년 6월 24일(R-269) 인용.

⁸⁴⁰ 반박서면, 제 509 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 59 항.

⁸⁴¹ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 32 항.

⁸⁴² 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 33 항.

⁸⁴³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 60 항. 피청구국의 개시 프레젠테이션, 슬라이드 56 참조.

⁸⁴⁴ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 40 항.

⁸⁴⁵ 재반박서면, 제 285 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 34-35 항.

552. 피청구국에 따르면, 사안이 “곤란”한지에 대한 결정이 투자위원회에게만 유보한 경우 적법절차를 고의적으로 무시할 수 없다.⁸⁴⁶ 특히, 피청구국은 박근혜 대통령과 청와대 관계자들이 본건 합병을 잘 챙겨보라는 지시가 삼성그룹 경영권의 안정적인 승계가 한국 경제에 중요하다는 청와대의 견해를 토대로 이루어진 것이며, 본건 합병에 찬성 투표하기로 한 투자위원회의 결정으로 이어지지 않았다고 주장한다.⁸⁴⁷
553. 또한 피청구국은 전문위원회 위원장이 기금운용지침 제 5 조 제 5 항 제 6 호에 따라 회의를 소집하거나 소집을 시도한 적이 없다고 지적한다.⁸⁴⁸
554. 피청구국의 견해에 따르면, 국민연금이 SK 합병에서의 절차를 따르지 않은 사실이 본건 합병이 전문위원회에 부의되어야 하는 어려운 사안임을 입증하지 못한다.⁸⁴⁹ SK 합병은 다른 상황에서 고려되었고, 삼성물산-제일모직 합병에 관한 것과 다른 특징을 가지고 있었다.⁸⁵⁰
555. 적법절차에 문제가 있었다 하더라도, 피청구국은 국민연금의 결정이 “청구인의 계약 또는 다른 권리와 무관하므로” 청구인에게 어떠한 적법절차 의무도 부담하지 않는다고 주장한다.⁸⁵¹

(iii) 차별

556. 피청구국은 EALP 가 본건 합병에 의해 평가 가치가 저하되었다고 주장하는 유일한 외국인 투자자가 아니며; 다른 외국인 및 내국인 삼성물산 투자자들의 투자도 동일한 방식으로 영향을 받았다고 주장한다.⁸⁵²
557. 피청구국의 견해에 따르면, “외국계 헤지펀드”의 “공격”에 관한 정부 공무원들의 진술은 엘리엇의 유명한 “떡튀” 전략과 관련된 “해로운 영향”의 가능성을 보여주는

⁸⁴⁶ 재반박서면, 제 287-92 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 37 항.

⁸⁴⁷ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 36 항.

⁸⁴⁸ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 37 항.

⁸⁴⁹ 재반박서면, 제 290 항, 제 292(e)항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 38 항.

⁸⁵⁰ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 38 항.

⁸⁵¹ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 35 항.

⁸⁵² 반박서면, 제 510-13 항; 재반박서면, 제 310-15 항.

“엘리엇그룹과 같은 행동주의 펀드”에 대한 “경계심의 표현”으로 보아야 한다.⁸⁵³ 피청구국은 청구인이 본 중재에서 제출한 문서에서 SK와 KT&G 등 한국 회사들을 상대로 한 해외펀드의 행동주의 선례가 드러난다고 지적한다.⁸⁵⁴

558. 피청구국의 견해에 따르면, 엘리엇에 대한 한국의 관심은 청구인에 대한 차별적 의도가 아니라, 삼성그룹이 두드러진 역할을 하는 한국 경제를 보호하기 위한 것에 불과하다.⁸⁵⁵ 실제로, 피청구국은 한국 정부가 엘리엇이 등장하기도 전에 별도로 본건 합병에 찬성하기로 결정하였음을 보여주는 증거를 지적한다.⁸⁵⁶

(iv) 주권적 권한

559. 마지막으로 피청구국은 국민연금이 국가기관인지 여부에 대한 중재판정부의 판결과 관계없이, 국민연금의 투표가 협정 의무를 수반할 수 있는 주권적 권한의 행사가 아니라고 주장한다.⁸⁵⁷ 피청구국은 국민연금이 삼성물산 주식을 보유하였을 뿐만 아니라, 주권적 권한이 아닌 상업적인 자격으로 본건 합병 표결에 참여하였다고 주장한다.⁸⁵⁸ 이러한 점에 있어서, 피청구국은 국민연금이 다른 삼성물산 주주가 보유하고 있는 것과 동일한 권리를 행사하였고, 이에 대하여 공적 권한을 행사하지 않았음을 강조한다.⁸⁵⁹ 따라서, 피청구국은 국민연금이 엘리엇이 원하는 방식으로 의결권을 행사할 의무가 없는 본건 분쟁의 “핵심은 주주간의 분쟁”이므로, 주주 의결권을 행사하는 것만으로는 협정과 결부시킬 수 없다고 결론 내린다.⁸⁶⁰

⁸⁵³ 반박서면, 제 511-13 항.

⁸⁵⁴ 재반박서면, 제 315 항, [청와대], 해외 헤지펀드에 대한 국내기업의 경영권 방어 대책 검토(C-587) 인용.

⁸⁵⁵ 재반박서면, 제 313 항.

⁸⁵⁶ 재반박서면, 제 314 항.

⁸⁵⁷ 반박서면, 제 533-41 항.

⁸⁵⁸ 반박서면, 제 540 항.

⁸⁵⁹ 반박서면, 제 540 항.

⁸⁶⁰ 반박서면, 제 541 항.

3. 미국 서면

560. 미국은 협정 제 11.5 조의 문언이 “국제관습법의 최소대우기준을 적용 기준으로 설정하고자 하는 당사자들의 명시적인 의사를 입증”한다고 주장한다.⁸⁶¹ 미국에 따르면, MST 는 “특정 상황에서 국제관습법으로 구체화하는 ... 일련의 규칙을 반영한 우산 개념”이며, “외국인 투자자의 대우가 더 이상 떨어질 수 없는 바닥”을 정한다.⁸⁶²
561. 미국은 제 11.5 조가 적용되는 규칙이 “법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행[법적 확신]으로부터 발생한다고 당사자들의 “공통된 입장”을 밝힌 부속서 11-가를 인용한다.⁸⁶³ 미국은 협정 부속서 11-가에서 “제 11.5 조가 적용되는 국제관습법 규칙이 성립하는지 여부를 결정하는 방법론을 다룬다”고 주장한다.⁸⁶⁴ 국가의 관행과 법적 확신의 요건을 충족하는 국제관습법 규칙의 존재와 적용 가능성의 입증 책임은 청구인에게 있다.⁸⁶⁵ 미국은 “부속서 11-5 에서 당사자들은 이와 같이 두 가지 요소로 이루어진 방식(국가의 관행 및 법적 확신)”에 대한 이해와 적용을 확인하였다”고 덧붙인다.⁸⁶⁶
562. 또한, 미국은 적용 가능한 국제관습법 규칙이 존재함을 전제로 하여, 청구인이 피청구국의 행위가 해당 규칙을 위반하였음을 입증할 책임을 부담한다고 주장한다.⁸⁶⁷ 위반의 입증은 “자국 영역 내의 사항을 규제할 국내 당국의 권한에 대한 국제법의 일반적인 높은 수준의 존중”을 요구하며, 일반적으로 “어느 국가의 국내법에 따라 단순한 위법행위나 또는 권한 흠결에 해당하는 것 이상”을 요구한다.⁸⁶⁸
563. 특히 MST 와 관련하여, 미국은 “국제관습법은 소수의 영역에서만 최소기준대우의 설정을 성립한다”는 견해를 취하고 있다.⁸⁶⁹ 그러한 분야 중 하나는 “세계의 주요 법률체계에

⁸⁶¹ 미국 서면, 제 13 항.

⁸⁶² 미국 서면, 제 13 항, *S.D Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 259 항(RLA-19) 인용.

⁸⁶³ 미국 서면, 제 14 항.

⁸⁶⁴ 미국 서면, 제 14 항.

⁸⁶⁵ 미국 서면, 제 14-16 항.

⁸⁶⁶ 미국 서면, 제 14 항.

⁸⁶⁷ 미국 서면, 제 17 항.

⁸⁶⁸ 미국 서면, 제 17 항.

⁸⁶⁹ 미국 서면, 제 18 항.

구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정 심판절차에 있어서 재판을 받는 것을 거부당하지 않을 의무”를 포함하는 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무이다.⁸⁷⁰ 미국에 따르면, 제 11.5 조 제 1 항에 규정된 관습적인 국제법 기준은 외국인을 차별하는 국가나 국가별로 외국인을 달리 차별하는 것에 대한 일반적인 금지를 포함하지 않는다; “국가를 원인으로 한 차별은 해당 사안을 구체적으로 다루는 제 11 장의 규정에 의해서만 규율된다”.⁸⁷¹ 제 11.5 조에 포함된 국제관습법의 최소기준대우가 차별을 금지하는 범위 내에서, “차별적 박탈의 금지, 법원에 의한 사법적 구제 또는 대우에 대한 접근과 폭력, 반란, 충돌 또는 희생에 대하여 충분한 보호와 안전을 제공하고 외국인 및 국민에 대하여 평등한 기준으로 적시에 보상할 국가의 의무 등, 다른 확립된 국제관습법에 따른 규칙의 맥락에서만 적용된다”.⁸⁷²

564. 마지막으로, 미국은 “‘공정하고 공평한 대우’를 국제관습법의 개념으로 해석하는 국제법원과 중재판정부들의 결정은 해당 관행의 검토를 포함하는 경우에 국가의 관행을 판단하는 것과 관련될 수 있더라도, 그 자체로 국제관습법을 입증하는 목적상 ‘국가의 관행’ 사례는 아니다. 국가의 관행과 법적 확신에 대한 판단 없이 중재 판정만을 토대로 한 국제관습법 규칙의 성립은 제 11.5 조 제 1 항에 의해 포함된 국제관습법의 규칙을 입증하지 못한다”고 판단한다.⁸⁷³

4. 중재판정부의 결정

565. 중재판정부는 우선 당사자들이 대부분 합의한 협정상 적용 가능한 법적 기준의 내용과 그에 따라 피청구인이 해당 기준을 위반하였음을 청구인이 사실관계를 토대로 입증하였는지 여부를 다룬다.

(a) 협정에 따른 최소기준대우의 내용

566. MST 의무를 위한 협정의 관련 조항은 협정 제 11.5 조 및 부속서 11-가이다. 제 11.5 조는 관련 부분에서 다음과 같이 정한다:

제 11.5 조: 최소기준대우

⁸⁷⁰ 미국 서면, 제 18 항.

⁸⁷¹ 미국 서면, 제 19 항.

⁸⁷² 미국 서면, 제 19 항.

⁸⁷³ 미국 서면, 제 20 항.

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자자에 부여한다.
2. 보다 명확히 하기 위하여, 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준을 적용대상투자자에 부여하여야 할 최소 대우 기준으로 규정한다. “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다. 제 1 항의 의무는 다음과 같이 정한다:
 - (a) 제 1 항의 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무는 세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다. 그리고
 - (b) 제 1 항의 “충분한 보호 및 안전”을 제공할 의무는 각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다.
3. 이 협정의 다른 규정 또는 별도의 국제협정에 대한 위반이 있었다는 판정이 이 조에 대한 위반이 있었다는 것을 입증하지는 아니한다.

567. 제 11.5 조 각주 1 은 “제 11.5 조는 부속서 11-가에 따라 해석된다”고 정하고 있다. 부속서 11-가(“국제관습법”)는 이어서 다음과 같이 규정한다:

당사자들은 “국제관습법”이 일반적으로 제 15.5 조 및 부속서 11-나에 구체적으로 언급된 바와 같이 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다는 점과 관련하여, 사안에 대해 공통된 입장을 가지고 있다는 점을 확인하였다. 제 11.5 조에 관하여, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준은 외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙을 지칭한다.

568. 따라서 제 11.5 조는 적용 가능한 기준이 협정이 정한 공정성과 형평성에 관한 자율적인 기준이 아니라, 국제관습법의 기준임을 분명히 하고 있고, 해당 조항의 “공정하고 공평한 대우”라는 용어가 국제관습법상 기준에 추가되지 않고 “추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다”는 점을 분명히 하고 있다. 마찬가지로, “충분한 보호 및 안전”은 각 당사국이 “국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호”를 제공할 것을 요구한다. 따라서 중재판정부는 조약을 “조약의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게” 해석하여야 하고, VCLT 에서 정하는 조약 해석의 일반 규칙에 따라 해당 용어에 대한 의미를 부여하면서, “공정하고 공평한 대우” 및 “충분한 보호 및 안전”이라는 용어를 MST 의무의 맥락과 그 요소로서 해석해야 한다. 또한, 제 11.5 조를 적용함에 있어서, 중재판정부는 협정 부속서 11-가에 명시된 바와 같이 국제관습법에 대한 당사국의 공통된 입장을 고려해야 한다.

569. 이는 부속서 11-가에 따라 해석되는 경우, 청구인은 MST 의 위반을 입증하기 위하여 자신이 다투는 피청구국의 작위 또는 부작위가 (i) 외국인의 대우를 규율하는 국제관습법의 근본적인 절차 규칙에 대한 위반을 구성하거나; (ii) 외국인의 대우를 규율하는 국제관습법의 실제적 규칙(또는 규범)과 모순됨을 입증해야 한다는 협정

제 11.5 조 제 1 항 및 제 2 항의 문언에 따른다. 이러한 두 가지 행위 기준은 제 11.5 조 제 2 항 가호의 문언에 반영되어 있는데, 이는 (i) 공정하고 공평한 대우를 제공할 의무는 “세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함”하고; (ii) “충분한 보호 및 안전”을 제공할 의무는 각 당사국의 실질적인 행동기준인 “국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공”하도록 요구한다고 확인한다.

570. 또한 이는 부속서 11-가에 따라 해석되는 경우, 피청구국의 행위가 국제관습법의 근본적인 절차 규칙을 위반하기 때문이거나, 공정하고 공평한 대우 또는 충분한 보호 및 안전을 규율하는 국제관습법상 실체적 규칙과 양립할 수 없기 때문에, MST 의무를 위반하였음을 청구인이 신청 당사자로서 중재판정부가 만족할 만큼 입증할 책임을 부담한다는 협정 제 11.5 조 제 1 항 및 제 2 항의 문언에 따른다. 청구인이 청구의 근거로서, 협정처럼 당사국들이 구체적으로 승인하지 않았거나, 국제 법원 또는 중재판정부가 국제관습법을 반영한 것으로 일반적으로 인정한 판결에 따라 인정되지 않은 국제관습법의 절차 규칙 또는 실체적 규칙을 내세우는 경우, 청구인은 협정 부속서 11-가에 따라 해당 규칙 또는 규범이 “법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생”함을 입증할 책임을 부담한다.

571. 앞서 언급한 바와 같이, 당사자들은 MST 의무의 내용이 *Waste Management II* 사건 판정에서 권위 있게 설명되었음에 동의한다. 이 경우, 중재판정부는 다음과 같은 조건으로 MST 의무의 “일반 기준”에 반영하였다:

여기서의 내용은 제 1105 조의 검토 기준에 대한 것으로서, 앞서 논의한 사례에서 도출된 구체적인 결과를 고려할 필요는 없다. 종합하면, *S.D. Myers, Mondev, ADF* 및 *Loewen* 사건은 공정하고 공평한 대우의 최소기준이 – 사법절차에서 당연한 정의가 명백히 좌절되거나 행정절차에서 투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우와 같이 – 자의적이고, 지극히 불공정하며, 부당하거나 비정상적이고 차별적이며, 청구인을 지역적, 인종적 편견에 노출시키거나 적법절차가 결여되어 사법적 타당성을 해치는 결과를 야기하는 행위로서 국가에 귀속되고 청구인에게 해를 입히는 행위에 의하여 침해됨을 시사함을 보여준다.⁸⁷⁴

572. 중재판정부는 *Waste Management II* 사건 중재판정부가 결정한 바와 같이, MST 의무에는 주로 또는 전적으로 실질적(예를 들어, “자의적”, “부당함”, “비정상적”, “차별적”)이거나, 주로 또는 전적으로 절차적(예를 들어, “불공정”, “적법절차가 결여”)인 행위 기준에 대한

⁸⁷⁴ *Waste Management Inc v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004 년 4 월 30 일, 제 98 항(CLA-16).

언급뿐만 아니라, 해당 행위 기준으로부터 벗어나는 행위의 중대성(예를 들어, “지극히 불공정”, “적법절차가 결여되어 사법적 타당성을 해치는 결과를 야기”, “사법절차에서 당연한 정의가 명백히 좌절”, “투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우”)도 요구한다는 점에 주목한다.

573. *Waste Management II* 사건 판정은 협정이 아니라 NAFTA 제 1105 조에 근거한 것이었다. 그럼에도 불구하고, 협정 제 11.5 조 및 NAFTA 제 1105 조의 문언은 동일하지는 않지만, 특히 NAFTA 자유무역위원회의 해석을 고려하여 NAFTA 제 1105 조를 판단하는 경우 특히 유사하다. 양 규정은 당사국이 다른 당사국 투자자의 투자에 대하여 국제법에 따라 “공정하고 공평한 대우를 포함한” 대우를 부여할 것을 요구한다. 협정 제 11.5 조는 (“국제법”뿐만 아니라) “국제관습법”에 대한 언급임을 명시하고 있으나, NAFTA 자유무역위원회의 해석 주석은 NAFTA 제 1105 조가 국제관습법도 언급하고 있고, “‘공정하고 공평한 대우’와 ‘충분한 보호 및 안전’이라는 개념은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적인 권리를 창설하지 아니한다”는 점을 분명히 하였다. 앞서 언급한 바와 같이, 협정 제 11.5 조는 “‘공정하고 공평한 대우’와 ‘충분한 보호 및 안전’이라는 개념은 그러한 기준[즉, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준]이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적인 권리를 창설하지 아니한다”고 유사하게 규정하고 있다. 자유무역위원회가 해석한 NAFTA 제 1105 조와는 달리, 협정 제 11.5 조는 공정하고 공평한 대우를 제공할 의무가 “세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다”고 명시하고 있다. 마지막으로 NAFTA와는 달리, 자유무역위원회가 해석한 바와 같이, 협정 제 11.5 조의 각주 1은 해당 조항이 “부속서 11-가에 따라 해석된다”고 명시하고 있다. 해당 부속서에서, “부속서 11-가 ... 에 구체적으로 언급된 대로의 “국제관습법”이 국가가 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다”는 양 당사국의 공유된 양해를 확인하고, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준은 “외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙”을 지칭한다.

574. 다른 NAFTA 중재판정부들도 양 당사자들이 구체적으로 언급하는 *Cargill* 중재판정부를 포함하여, 국제관습법에 따라 확립된 MST 의무의 내용을 반영하였다. “[NAFTA] 제 1105 조는 국제관습법이 요구하는 최소대우기준만큼만 요구한다”면서, *Cargill*

중재판정부는 국제관습법 기준이 “1926년 *Neer* 중재에 규정된 것 이상”이며, NAFTA의 모든 당사국들이 해당 입장에 동의하였다고 판시하였다:

“공정하고 공평한 대우”에 대한 국제관습법 기준의 경우, 본건 당사자들 및 나머지 2개 NAFTA 당사국들은 국제관습법 기준이 1926년 *Neer* 중재에서 규정된 것 이상이라는 점에 동의한다 ... 또한 당사자들과 나머지 2개 NAFTA 당사국들은 해당 기준이 1926년부터 변화할 수 있고 실제로 변화하였을 수 있음에 동의한다.⁸⁷⁵

575. 미국-멕시코 배상위원회가 내린 *Neer* 판결은 적용가능한 국제관습법 기준을 다음과 같은 용어로 설명하였다:

4. ... 위원회는 정확한 산식을 발표하려고 하기보다, 작성자가 인용한 것에서 조금 더 발전시켜서, (첫째) 정부 행위의 타당성을 국제적인 기준으로 판단하여야 하고, (둘째) 외국인의 대우에 관하여 국제적 범죄가 성립하기 위해서는 폭행, 불신, 고의적인 직무 태만, 또는 합리적이고 공평한 모든 사람들이 그 불충분함을 인식할 수 있는 국제 기준에 미달하는 불충분한 정부 행위에 해당해야 한다고 본다. 불충분함이 법률의 고의적인 불충분한 집행으로 인한 것인지 또는 해당 국가의 법률이 국제 기준에 부합하도록 당국에 권한을 부여하지 않는다는 사실로 인한 것인지 여부는 중요하지 않다.

5. *Guanacevi* 지역의 지방 당국이 취한 다른 절차 과정이 보다 효과적이었는지 여부를 본 위원회와 같은 국제재판소가 결정하는 것은 아니다. 반대로, 책임의 근거에 관한 심리는 (1) 멕시코 법률을 규율하는 당국이 악의로 황당한 방법으로 자신의 직무를 고의로 태만히 하거나, 또는 명백히 부당한 행위를 하였다는 사실 또는 (2) 멕시코 법률상 자신의 직무를 적절히 수행할 수 없도록 하였다는 사실에 대한 설득력 있는 증거가 있는지 여부로 제한된다.⁸⁷⁶

576. 중재판정부는 *Neer* 판결과 같은 사법 및 중재 판결을 적절히 고려하여야 한다고 지적한다. 첫째로, “체포 또는 처벌 불이행” 혐의로 발생한 *Neer* 사건과 달리, 본건은 외국인 투자의 보호를 다루고 있다.⁸⁷⁷ 따라서, *Neer* 사건에서 상세히 설명된 기준이 채택 이래로 100년 가까이 발전해 왔는지 여부에 대한 문제는 별론으로 하고(아래의 판단을 고려할 때, 중재판정부가 다를 필요가 없는 쟁점임), 중재판정부는 협정이 *Neer* 사건과 같은 상황뿐만 아니라 외국인 투자의 대우에도 MST 기준이 적용되고, 적용대상투자의 “공정하고 공평한 대우”를 요구한다는 점을 예정하고 구체적으로 확인함을 주목한다. 둘째로, 결국 국제관습법의 내용에 관한 사법적 및 중재적 공표는 피청구국의 행위가 증거에 기초하여 중재판정부가 정한 사실관계에 비추어 볼 때, 피청구국의 행위가 협정 제 11.5 조의 위반에

⁸⁷⁵ *Cargill, Incorporated v United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/05/2, 판정문, 2009년 9월 18일, 제 272 항(CLA-2).

⁸⁷⁶ *Neer and Neer (U.S.) v. United Mexican States*, (미국-멕시코) 일반 배상위원회, 결정문, 1926년 10월 15일, 61-62 면(CLA-12).

⁸⁷⁷ *Neer and Neer (U.S.) v. United Mexican States*, (미국-멕시코) 일반 배상위원회, 결정문, 1926년 10월 15일, 60 면(CLA-12).

해당하는지 여부를 판단함에 있어서 중재판정부가 스스로 판단하는 것보다 우선할 수는 없다. *Mondev* 사건 중재판정부가 판시한 바와 같이, NAFTA 제 1105 조에 따른 공정하고 공평한 대우 기준의 내용을 고려함에 있어서 다음과 같다:

투자가 불공정하거나 불공평한 대우를 받았거나 충분한 보호 및 안전을 부여하지 않았다는 외국인 투자자의 청구를 중재판정부가 처리하는 경우, 중재판정부는 사실관계 및 해당 협정 규정의 적용에 따라 해당 청구를 판단하여야 한다. 무엇이 공정하고 공평한지에 대한 판단은 추상적으로는 이루어질 수 없으며; 특정 사건의 사실관계에 의존할 수밖에 없다. 이와 같은 판단을 하는 것은 법원과 중재판정부의 본질적 업무 중 하나이다. 여기서 제 1104 조 제 1 항의 일반 원칙 및 이와 유사한 규정이 반드시 특정 사실관계에 해석 및 적용되어야 한다.⁸⁷⁸

577. 이러한 판단은 이 특정 사건에서 협정 제 11.5 조의 MST 의무가 위반되었는지에 대한 판단에 적용된다.
578. 따라서 중재판정부는 앞서 제 III 절에서 요약한 바와 같이, 본건의 관련 사실관계로 넘어간다.

(b) 피청구국이 협정상 최소기준대우의무를 위반하였는지 여부

579. 청구인의 주장은 피청구국이 2015년 6월 24일부터 본건 합병을 지지하기 위한 2015년 7월 10일 국민연금 투자위원회 표결에 이르기까지의 일련의 행위에서 피청구국의 협정상 MST 의무를 위반하였다는 것이다. 청구인에 따르면, 국민연금은 삼성물산 주식을 상당히 저평가한 본건 합병비율을 토대로, 국민연금이 삼성물산의 주주라는 관점에서 본건 합병으로 인해 입게 될 것을 국민연금이 알고 있었던 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과를 조작함으로써, 본건 합병에 대한 찬성 결정을 내렸다. (본건 합병비율은 반대로 국민연금이 제일모직의 주주로서 이익을 얻을 수 있지만, 증거에 따르면 그 이익은 삼성물산 지분에 발생하는 손실을 능가하지 않을 것임). 청구인은 따라서 피청구국의 행위가 불합리하였고, 적법절차를 의도적으로 무시하였으며, 이는 중대한 범죄의 결과라고 주장한다.
580. 앞서 요약한 바와 같이, 피청구국은 자신의 행위가 협정 위반이 성립할 만큼 심각성 기준을 충족하지 않았기 때문에, 청구인이 한국 공무원들과 국민연금의 행위가 MST 의무를 위반하였음에 대한 입증책임을 다하지 않았다고 주장한다. 피청구국에 따르면,

⁸⁷⁸ *Mondev International Ltd. v. United States of America*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/99/2, 판정문, 2002년 10월 11일, 제 118 항(CLA-11).

국민연금의 의사 결정 절차는 명백한 자의성 또는 노골적인 불공정성을 수반하지 않았고, 적법절차를 의도적으로 무시한 채 이루어진 것이 아니며, 실제로 한국 법원은 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 절차가 관련 규정을 위반하였다고 판단하지 않았다. 또한, 피청구국에 따르면, EALP는 본건 합병으로 인해 삼성물산 주식의 가치가 하락되었다고 주장하는 유일한 외국인 투자자가 아니었으며; 국민연금을 포함한 다른 외국인 및 내국인 투자자의 삼성물산 투자는 동일한 방식으로 영향을 받았다. 피청구국은 또한 본건 합병에 대한 표결이 주권적 권한 또는 공적 권한의 행사를 수반하지 않았으며, 이에 따라 국제법상 국가책임을 입증할 수 없다고 주장한다.

581. 중재판정부는 사실관계상 피청구국의 행위가 협정에 따른 MST 의무의 위반에 해당한다고 할 수 있는지 여부를 판단하는 출발점이 국민연금의 본건 합병 승인으로 발생한 형사재판을 다루는 한국 현지 법원의 판결이라고 판단한다. 이러한 판결의 기초가 되는 본질적인 사실관계는 당사자들 사이에 다툼이 없다.⁸⁷⁹ 이러한 판결의 증거 가치를 고려할 때, 중재판정부는 국내법상 확립된 범죄 행위를 포함하는 국내법 위반이 반드시 국제적 의무의 위반에 해당하지는 않지만, 이러한 위반을 입증하는 사실의 증거를 구성할 수 있음을 지적한다. 이러한 증거가 제공되고 증거가 연관성이 있으며 중대한 경우, 중재판정부는 피청구국의 행위가 앞서 설명한 기준 및 방법론을 적용하여 협정 제 11.5 조의 위반에 해당하는지 여부를 판단하여야 한다. 당사자들은 이러한 결정을 함에 있어 적용되는 입증 기준이 개연성의 우위이며, 대한민국의 형사절차에서 적용된다고 당사자들의 의견이 일치하는 합리적인 의심을 넘어선 입증이 아니라고 합의한다.⁸⁸⁰

⁸⁷⁹ 심리 속기록, 2 일차, 16:17-19 면.

⁸⁸⁰ 답변서면, 각주 1501, *Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v. Republic of Colombia*, ICSID 사건 번호 ARB/16/6, 판정문, 2019 년 8 월 27 일, 제 669 항(CLA-121) 인용 참조(“증거 평가에 적용되어야 하는 기준과 관련하여, 본 중재판정부는 증거의 우위라는 전통적인 기준을 벗어날 이유가 없다고 본다.”); *Bear Creek Mining Corporation v. Republic of Peru*, ICSID 사건 번호 ARB/14/21, 판정문, 2017 년 11 월 30 일, 제 674 항(CLA-89) (“완전 배상 기준으로부터 필연적으로 도출되는 결과는 손해액이 절대적으로 확실하게 입증되어야만 손실에 대한 배상이 가능한 것은 아니라는 점입니다. Chorzów 사건에서나 최근 Vivendi II 사건에서 확인한 바와 같이, 고도의 개연성을 기준으로 판단합니다.”); *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/09/1, 판정문, 2014 년 9 월 22 일, 제 685 항(CLA-122) (“본 중재판정부는 손해 입증의 기준이 본안 입증의 기준보다 높아야 한다는 결론에 근거가 될만한 점을 찾지 못했으며, 따라서 가능성 여부가 적절한 입증 기준이라고 판단하는 바입니다. ... 본 중재판정부가 보기에, 당사자들이 인용한 모든 법률적 근거들은 ... 일부 중재판정부들이 다소 다른 용어를 사용하더라도, 가능성 여부가 기준이 된다는 원칙에 부합하는 것으로 판단됩니다.”); *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia*, ICSID 사건 번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정문, 2010 년 3 월 3 일, 제 229 항(CLA-133)(“본 중재판정부는 국제중재 절차들에서 대부분의 중재판정부들이 판시한

582. 한국 법원이 확정한 중요한 사실관계는 서울중앙지방법원의 2017 년 6 월 8 일자 문형표/홍완선 판결에서 인정한 사실이다.⁸⁸¹ 법원 판결문에서 “이유”를 다룬 부분은 “범죄사실”이나 “배경 사실”을 다루는 방대한 항목, “증거의 요지”, “쟁점에 대한 판단” 및 “양형의 이유”를 다루는 별개의 항목으로 나뉜다.

583. 법원은 특히 “범죄사실”이나 “배경 사실”과 관련하여, 2015 년 1 월 2 일부터 2015 년 5 월 22 일까지 다른 주요 건설사의 주식의 주가가 상승한 것과 달리 삼성물산의 주가는 상대적으로 낮게 형성되었다고 판시하였다.⁸⁸² 법원은 삼성물산이 2015 년 5 월 13 일 카타르의 주요 공사의 수주를 공시하지 않고 공사 중 일부의 주관 업체가 삼성엔지니어링으로 변경되는 등, 여러 사례를 언급하였으며, 법원은 다음과 같은 의심을 가질 만한 “객관적인 정황”으로 보았다.

삼성그룹 차원에서 의도적으로 삼성물산의 실적 부진을 유도하는 방법 등을 통하여 삼성물산 주가를 낮게 유지함으로써 [이재용] 등 삼성그룹 대주주 일가를 포함한 제일모직 주주에게 유리하고 삼성물산 주주에게 불리한 합병비율이 나올 수 있는 합병 시점을 의도적으로 선택하였다는 합리적인 의심.⁸⁸³

584. 법원은 “실제 제일모직과 삼성물산의 재무제표상 총자산가치, 향후 성장성, 보유 지분 가치 등을 평가하였을 때 삼성물산의 자산 가치가 저평가되어 있다”고 결론 내렸다.⁸⁸⁴

585. 법원은 청구인의 삼성물산 지분 보유와 본건 합병에 대한 반대 수준에 비추어 볼 때, 국민연금이 캐스팅보트를 가지고 있었다고 판단하였다:

입증책임 관련 원칙이 이렇게 병행되고 있는 절차들에도 적용된다고 보며 당사자들에게 가능성 여부 이상의 입증책임을 부여하지 않습니다.”).

⁸⁸¹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 2-3 면(C-69).

⁸⁸² 법원의 이유에 의하면, 법원은 “범죄의 성립과 직접 관련이 없거나 이를 인정할 증거가 없는 사실관계”은 “배경 사실”에서 제외하기로 하였다. 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 각주 6(C-69).

⁸⁸³ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 2-3 면(C-69).

⁸⁸⁴ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 4 면(C-69).

그러한 상황에서, 국민연금공단은 삼성물산의 주식 11.21%를 보유하고 있는 최대주주로서 삼성물산 주주에게 유리한 합병비율이 나올수록 합병 후 법인의 지분을 많이 취득하여 이익을 얻을 수 있었다. 그 무렵 삼성물산의 주식 7.12%를 보유한 외국계 펀드인 엘리엇(Elliott Associates, L.P.)이 이 사건 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 합병을 적극 반대하고 나섰다. 엘리엇의 반대에 따라, 국민연금공단이 이 사건 합병 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 ‘캐스팅보트’를 가지고 있었다.⁸⁸⁵

586. 법원은 문형표 장관이 보건복지부장관의 자격으로 국민연금을 지휘 및 감독하였음을 언급하였다. 법원은 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 논의될 당시, 문형표 장관은 “공무원이 일반적 직무권한에 속하는 사항을 불법하게 행사”한 “기금운용본부 실무담당자들에게 영향력을 행사”하였다고 판시하였다.⁸⁸⁶ 법원에 따르면, 문형표 장관은 국민연금의 표결에서 “기금운용의 독립성이 보장되는 국민연금공단의 개별 의결권 행사 사안”에 “개입하여 그 결정 방향을 구체적으로 지시”하였다.⁸⁸⁷ 보다 구체적으로, 법원은 다음과 같이 판시하였다:

2015년 6월 하순경, [문형표 장관]은 [조남권]에게 “삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다”는 취지로 말하였고 ... [문형표 장관], [조남권] 등은 2015년 6월 30일 국민연금공단 기금운용본부 사무실에 찾아가 ... 국민연금 및 기타 기금운용본부 직원들에게 “삼성물산과 제일모직 간 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라”라고 말하며 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하여야 한다고 지시하였고, “삼척동자도 다 그렇게 알겠지만, 복지부가 관여한 것으로 말하면 안 된다”라고 하였다.⁸⁸⁸

587. 앞서 SK/SK C&C 합병을 결정한 전문위원회에 사안을 부의하는 것이 본건 합병의 승인을 “보증”하지 않는다는 것이 명백해지자, 문형표 장관은 2015년 7월 8일 오전 “[조남권]에게 이 사건 합병 안건을 전문위원회에 부의하지 말고 기금운용본부 투자위원회에서 찬성 결정하도록 하라는 취지로 말하였다”.⁸⁸⁹ 이후 홍완선 본부장은 “국민연금공단에 손실이 생기는 것이 명백한 합병 찬성을 위한 대내외적 명분을 만들기 위해 합병으로 인한 시너지 효과를 산정하면서 수치를 조작”할 것을 지시하였다.⁸⁹⁰ 홍완선 본부장은 사안을

⁸⁸⁵ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 4면(C-69).

⁸⁸⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 59면(C-69).

⁸⁸⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 5면(C-69).

⁸⁸⁸ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69).

⁸⁸⁹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 8면(C-69).

⁸⁹⁰ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 9면(C-69).

전문위원회에 부의하라는 전문위원회의 요청을 무시한 채, “조작된 수치를 토대로 투자위원회에서 이 사건 합병에 찬성한다는 의결을 하게 하였다”.⁸⁹¹

588. 홍완선 본부장은 2015 년 6 월 30 일 본건 합병에 관하여 논의하기 위하여 보건복지부 연금정책국장 조남권과 만났다. 조남권은 홍완선 본부장에게 “삼성물산과 제일모직 간 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라”고 말했다.⁸⁹² 조남권은 2015 년 7 월 8 일 보건복지부에서 이루어진 홍완선 본부장과 후속 회의에서 “제일모직과 삼성물산 합병 건은 투자위원회에서 의결을 하라. [문형표 장관]님 의중이다”라고 강조하면서 지시를 반복하였다.⁸⁹³ 조남권의 지시를 받은 홍완선 본부장은 이어서 “전문위원회가 아니라 자신의 지휘·감독 아래에 있는 기금운용본부 실무담당자들에게 영향력을 행사하여 투자위원회에서 의결권 행사 방향을 찬성으로 결정하도록 유도”하였다.⁸⁹⁴

589. 홍완선 본부장은 2015 년 7 월 9 일 █████로부터 “삼성 측에서 제시한 ‘1(제일모직):0.35(삼성물산)’의 합병비율로 합병되면 ... 최소 약 1,388 억 원 상당의 손실이 발생할 것이 라는 사실”을 보고받았다.⁸⁹⁵ 앞서 언급한 바와 같이, 이러한 보고를 받게 되자, 홍완선 본부장은 █████에게 “합병 찬성을 합리화하기 위하여 이 사건 합병 성사시 국민연금공단이 입게 되는 손실 약 1,388 억 원을 상쇄하기 위해 필요한 합병 시너지 효과로 인한 이익을 산출”할 것을 지시하였다.⁸⁹⁶ █████는 같은 날 자신의 리서치팀 팀원에게 예상 손실을 상쇄하기 위해 2 조 원 상당의 시너지 효과가 발생한다는 결론을 도출하여 보고할 것을 지시하였다. “단 하루만에” 작성된 보고서는 “막연하게 전망하여” 시너지 효과를 도출하였다.⁸⁹⁷ 홍완선 본부장은 그 무렵 █████에게 투자위원회 회의에 참석하여 조작된 시너지 효과에 관하여 위원회 위원들에게 설명하라고 지시하였다.

⁸⁹¹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 9 면(C-69).

⁸⁹² 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 13 면(C-69).

⁸⁹³ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 13 면(C-69).

⁸⁹⁴ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 14-15 면(C-69).

⁸⁹⁵ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 15 면(C-69).

⁸⁹⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 15 면(C-69).

⁸⁹⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017 년 6 월 8 일, 15 면(C-69).

590. 2015년 7월 10일, 국민연금은 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하였고, 이에 따라 본건 합병이 “성사되도록” 하였다.⁸⁹⁸
591. 법원은 그 과정에서 투자위원회 위원장 홍완선 본부장이 “배석자로 참석한 []로 하여금 ‘삼성 측이 발표한 합병비율로 인하여 발생할 국민연금공단의 손실은 시너지 효과로 인하여 발생하는 2.1 조 원의 이익으로 상쇄된다’는 취지로 설명하도록 하여 투자위원회 위원들의 찬성 투표를 유도하였다”고 판시하였다.⁸⁹⁹ 홍완선 본부장은 또한 투자위원회 위원들 중 일부에게 개별적으로 접촉하여, 본건 합병이 무산되면 “헛지펀드한테 국부를 팔아먹은 [이완용]으로 몰아세우지 않겠느냐”고 하였다.⁹⁰⁰ 이를 토대로, 법원은 홍완선 본부장이 “업무상 임무에 위배하여 국민연금공단에 가액 불상의 재산상 손해를 가하였다”고 판시하였다.⁹⁰¹
592. 법원은 “구체적 판단”에서 문형표 장관이 본건 합병과 관련하여 “공무원이 일반적 직무권한에 속하는 사항을 불법하게 행사한 경우”에 해당한다고 결론 내렸다.⁹⁰² 법원에 따르면,
- [보건복지부장관]이자 기금운용위원회 위원장으로서 국민연금에 지도·감독권을 갖는 피고인이 보건복지부 공무원들을 통해 기금운용의 독립성이 보장되는 국민연금공단의 개별 의결권 행사 사안에 개입하여 그 결정 방향을 구체적으로 지시한 것에 해당한다.
- 이와 같은 피고인의 부당한 개입과 지시에 따라 [홍완선 본부장] 등 기금운용본부 관계자들은 투자위원회에서 합병 찬성을 하는 것 외에 사실상 다른 선택을 하지 못하게 됨으로써 아래에서 보는 바와 같이 “의무 없는 일”을 한 것이다.⁹⁰³
593. 이러한 “의무 없는 일”은 (i) 전문위원회가 아닌 투자위원회에 표결을 부의하고; (ii) 시너지 효과를 조작하여 투자위원회 회의에서 이를 설명하라고 지시하고; (iii) 투자위원회 회의

⁸⁹⁸ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 7면(C-69).

⁸⁹⁹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 17면(C-69).

⁹⁰⁰ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 17면(C-69). 이완용은 한국의 역사적인 반역자이다. 청구인의 심리 후 주장서면, 제 42(e)항 참조.

⁹⁰¹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 17-18면(C-69).

⁹⁰² 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 58-59면(C-69).

⁹⁰³ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 59면(C-69).

전후에 투자위원회 위원들에게 본건 합병 찬성을 의결하도록 유도하는 행위를 포함한다.⁹⁰⁴

594. 법원은 문형표 장관을 보건복지부 장관 자격으로서 다음과 같이 판단하였다.

국민연금공단에 광범위한 지도·감독권한을 갖는 피고인이 국민연금기금 보유 주식의 의결권 행사에 개입하여 기금운용본부가 개별 합병 안건에 내부 투자위원회에서 찬성하도록 압력을 넣고, 국회 국정조사 청문회에서 이에 관한 허위 증언을 한 것이다. 피고인 스스로 연금 분야의 전문가이면서 보건복지부 공무원들을 통해 국민연금공단에 압력을 행사하여 기금 운용의 독립성을 심각하게 침해하였고, 국민연금 기금에 주주가치의 훼손이라는 손해를 초래하였다는 점에서 비난가능성과 불법성이 무거운 사안이다.⁹⁰⁵

595. 이와 유사하게, 법원은 홍완선 본부장이 국민연금 기금운용본부장으로서 “국민연금기금의 관리·운용 업무를 위탁받아” 수행함에 있어서, “선량한 관리자의 주의의무에 입각하여 기금운용 원칙과 기금 보유 주식의 의결권 행사 기준에 충실하게 의사결정하는 것이 요구된다”고 판시하였다.⁹⁰⁶ 법원은 다음과 같이 판시하였다.

이 사건 합병 안건의 경우, 국민연금공단은 삼성물산의 최대주주로서 사실상의 캐스팅보트를 가지고 있었고, 합병비율에 따라 [이재용] 등 삼성그룹 대주주의 이익과 삼성물산 주주의 손해로 이어질 수 있는 구조였으며, 합병 성사를 위한 보건복지부의 압력이 가해지고 있던 상황이었으므로, 피고인으로서 기금운용본부가 이 사건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 정함에 있어 위 의결권행산지침 제 6 조가 정하는 찬성의 조건(주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우)이 명확히 충족되지 않는 한 쉽사리 찬성을 하지 않도록 하는 등의 더욱 엄격한 주의의무를 부담한다고 할 것이다.⁹⁰⁷

596. 법원은 자신의 판단에 비추어 볼 때, 홍완선 본부장이 자신의 임무를 위배하였다고 판단하였다:

⁹⁰⁴ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 59면(C-69).

⁹⁰⁵ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 65-66면(C-69).

⁹⁰⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 61면(C-69).

⁹⁰⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 61-62면(C-69).

앞서 인정한 사실관계와 판시를 종합하면, 피고인이 []로 하여금 합병시너지 수치를 조작하도록 한 다음 이를 투자위원회 회의에서 설명하도록 하고, 투자위원회 개최 전 및 회의 정회시간에 일부 위원들을 개별적으로 접촉해 합병 찬성을 권유함으로써 결국 이 사건 합병 안건이 투자위원회에서 찬성 의결되었음을 알 수 있다. 이러한 피고인의 찬성 유도 행위는 피고인의 업무상 임무에 위배되는 것이고, 설령 피고인이 기금의 포트폴리오나 합병 무산시 주가 폭락 가능성 등을 고려하였다 하더라도 이 사건 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하여 합병 후 기금 보유 지분의 가치가 감소할 수 있음을 뚜렷이 인식하고 있었다는 점에서 피고인의 배임의 범의도 넉넉히 인정할 수 있다.⁹⁰⁸

597. 법원은 홍완선 본부장이 “기금 운용의 원칙을 저버리고 여러 부당한 방법을 동원하여 기금에 불리한 합병 안건에 투자위원회의 찬성을 이끌어냈다”는 결론을 판시하였다.⁹⁰⁹ 이에 따라,

... 국민연금공단은 삼성물산 합병에 관한 캐스팅보트를 상실하고 보유 주식의 가치가 감소하는 등의 손해를 입게 되었다는 점에서 행위와 결과의 불법성이 큰 사안이다.⁹¹⁰

598. 법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위에 관한 결론을 뒷받침하기 위하여 다음과 같은 증거 및 “인정되는 사실관계”를 인용하였다:

- 국민연금의 의결권 행사를 정한 지침은 주주가치의 감소를 초래하지 않고, “기금의 이익에 반하지 아니하는 경우”에는 찬성하고, 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건에 대하여는 반대하도록 명시하고 있다;⁹¹¹
- 본건 합병에 관하여 국민연금이 정한 방침에 따르면, 의결권은 전문위원회가 행사한다;⁹¹²
- 2015년 6월 말경 “엘리엇 때문에 이 사건 합병이 큰 이슈가 되자” 문형표 장관은 [보건복지부 연금정책국장 조남권에게] 본건 합병이 “찬성되어야 한다”는 취지로 지시하였다;⁹¹³

⁹⁰⁸ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 62-63면(C-69).

⁹⁰⁹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 66면(C-69).

⁹¹⁰ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 67면(C-69).

⁹¹¹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 43면(C-69).

⁹¹² 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 43-44면(C-69).

⁹¹³ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 44면(C-69).

- 2015년 6월 30일 조남권은 다른 보건복지부 관계자와 함께 국민연금공단을 찾아가 홍완선 본부장과 기타 관계자들에게 본건 합병에 대하여 투자위원회에서 결정하라고 지시하였다. 이에 대하여 홍완선 본부장이 보건복지부의 “압력에 의하여” 이렇게 했다고 말해도 되는지 묻자, 조남권은 “삼척동자도 다 그렇게 알겠지만 [보건복지부]가 관여한 것으로 말하면 안 된다”고 말하였다. 국민연금 준법감시인은 보건복지부가 한 번도 국민연금에 와서 절차적인 내용에 대해 이야기한 적이 없기 때문에 “압박으로 느껴졌다”고 진술하였다;⁹¹⁴
- 전문위원회가 안전에 찬성할 수 있을지 추가로 확인한 후, 문형표 장관은 2015년 7월 8일 국민연금에게 “이 사건 합병 건을 기금운용본부 투자위원회에서 결정하는 방안을 검토해봐라”고 지시하였다. 조남권은 같은 날 보건복지부의 별도 회의에서 홍완선 본부장에게 “투자위원회에서 처리하는 것이 [장관]의 의중이다”라고 “확실하게 이야기”하였다;⁹¹⁵
- 삼성물산이나 제일모직과 무관한 업종을 담당하던 국민연금 직원은 홍완선 본부장과 논의를 마친 []로부터 시너지가 가능한지 여부를 전혀 검증하지 않은 채” 본건 합병에 따른 손실을 상쇄하기 위해 약 4.1조 원에 달하는 본건 합병의 시너지 효과를 계산하도록 지시를 받았다;⁹¹⁶
- 다수의 투자위원회 위원들은 시너지 효과가 조작되었다는 것을 알았다면 본건 합병에 반대했을 것이라고 증언하였다;⁹¹⁷
- 홍완선 본부장은 투자위원회 위원들 중 한 명에게 “합병이 무산되면 헤지펀드한테 국부를 팔아먹은 [이완용]으로 몰아세우지 않겠느냐. 잘 결정해 주었으면 좋겠다”고 말하였다. 또한 홍완선 본부장은 회의 전과 회의 중에 투자위원회의 다른 여러 위원들에게도 말하였다;⁹¹⁸ 그리고

⁹¹⁴ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 44-45면(C-69).

⁹¹⁵ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 47면(C-69).

⁹¹⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 53면(C-69).

⁹¹⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 54면(C-69).

⁹¹⁸ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 55-56면(C-69).

- 투자위원회가 본건 합병에 찬성 의결한 후 2015년 7월 10일 저녁에 홍완선 본부장은 국민연금, 보건복지부 및 청와대에게 회의 결과를 알려주었다.⁹¹⁹

599. 항소심에서 서울고등법원은 2017년 11월 14일자 판결을 통해 서울중앙지방법원의 판결을 실질적으로 유지하였다. “양형의 이유”에서 서울고등법원은 문형표 장관과 관련하여 다음과 같이 판시하였다:

국민연금기금은 연금급여의 재원이므로 수익성, 안전성, 공공성, 유동성의 원칙을 지켜 국민연금 재정의 안정성을 유지하도록 관리·운영되어야 하고, 연금가입자들의 이익과 무관한 정책목표의 달성수단이 되거나 정치적인 목적 또는 이익집단의 이익 추구에 이용되어서는 아니 된다.

...

이 사건 범행은 국민연금기금의 관리·운용을 총괄하는 [보건복지부장관]인 [문형표 장관]이 [국민연금]에 대한 지도·감독권을 남용하여 보건복지부 공무원들을 통하여 [홍완선 본부장] 등으로 하여금 이 사건 합병 안건의 찬성 의결을 유도하게 하는 등으로 의무 없는 일을 하게 하고,⁹²⁰

600. 홍완선 본부장과 관련하여, 서울고등법원은 다음과 같이 판시하였다:

이 사건 범행은 [국민연금]의 [기금운용본부장] 및 투자위원회 [위원장]인 [홍완선 본부장]이 투자위원회 회의를 투명하고 공정하게 진행하고 정확한 정보를 제공하여 보건복지부의 부당한 압력에 영향을 받지 아니하고 투자위원회 위원들이 이 사건 합병 안건을 자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록 하여야 함에도 투자위원회 일부 위원들에게 찬성을 권유하고 조작된 합병시너지 수치로 설명하도록 하여 이 사건 합병 안건의 찬성 의결을 유도하는 등으로 업무상 임무를 위배하여 [이재용] 등 삼성그룹 대주주에게 가액불상의 재산상 이익을 취득하게 하고 [국민연금]에 캐스팅보트의 적극적 활용을 통하여 추가적으로 얻을 수 있었던 이익을 상실함으로써 인한 가액불상의 손해를 가한 것으로 그 죄질이 좋지 아니한 점, [홍완선 본부장]이 특정 기업의 합병을 성사시키려는 목적으로 [국민연금]이 보유한 특정 기업 주식의 의결권 행사에 위법·부당한 영향력을 행사하여 국민연금기금 운용의 독립성을 보장하기 위한 제도적 장치를 형해화하고 [국민연금]에 손해를 가하였으며, 나아가 국민연금기금의 전문적, 자율적 관리·운영에 대한 국민의 신뢰를 실추시켜 국민연금 제도의 근간을 흔드는 위험을 야기한 점 등을 참작하면, [홍완선 본부장]에 대한 엄정한 처벌이 필요하다.⁹²¹

601. 서울고등법원 판결은 대법원에 상고되었다. 2022년 4월 14일, 대법원은 문형표/홍완선의 상고를 기각하여 서울고등법원의 판단을 유지하였다.⁹²²

⁹¹⁹ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 57면(C-69).

⁹²⁰ 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 71면(C-79/R-153).

⁹²¹ 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 72면(C-79/R-153).

⁹²² 대법원 2017 도 19635, 2022년 4월 14일(C-781).

602. 따라서 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 사실판단과 법원이 인용한 주요 증거들은 다음과 같이 입증한다:
- (a) 피청구국은 보건복지부를 통하여 본건 합병에 대한 국민연금의 표결에 개입하고, 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다; 그리고
 - (b) 국민연금은 보건복지부의 지침과 지시에 따라, 전문위원회가 아니라 투자위원회가 투표를 하도록 하고, 실제로 근거가 없는 본건 합병의 시너지 효과를 조작하고 투자위원회 위원들과 만나는 등, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 투자위원회의 투표에 영향력을 행사하기 위한 조치를 취하였다.
603. 중재판정부는 서울중앙지방법원과 서울고등법원이 모두 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위에 관하여, 당사자들이 합리적인 의심의 여지가 없는 입증이라고 본 형사 입증 기준을 적용하여 결론을 내렸다.⁹²³ 또한 서울중앙지방법원은 판결문에서 문형표 장관과 홍완선 본부장의 불법성이 한국 형법상 각각 “무겁고” “큰” 것으로 보았다.⁹²⁴ 이와 같은 한국 법원의 판단과 국민연금의 행위 및 이에 따른 홍완선 본부장의 행위가 피청구국에게 귀속된다는 위 제 V.B 절의 중재판정부 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 본건 합병과 관련된 피청구국의 행위가 “부당”하고 “자신의 직무를 고의로 태만히” 하고 “명백히 부당한 행위”에 해당한다고 판단한다.⁹²⁵ 이에 따라, 외국인의 최소기준대우의 일부를 구성하는 이러한 행위를 금지하는 국제관습법의 규칙과 양립할 수 없으므로, 일응 협정 제 11.5 조에 따른 피청구국의 MST 의무 위반에 해당한다.
604. 중재판정부의 판단은 대한민국이 본건 합병에 대한 개입을 수사하고 자국의 형사 사법 제도에 따라 위법 행위자를 처벌하기 위해 강력한 조치를 취했다는 사실에 의해 영향을 받지 않는다. 이와 관련하여 한국이 취한 조치가 바람직 할 수 있고, 법의 지배에 대한 스스로의 약속을 보여주지만, 본 중재의 주제인 협정상 권리의 위반에 대해 청구인에게 어떠한 구제도 제공하지 않는다.

⁹²³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 108 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 43 항.

⁹²⁴ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 66-67면(C-69).

⁹²⁵ *Waste Management Inc v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004년 4월 30일, 제 98항(CLA-16) 참조; *Neer and Neer (U.S.) v. United Mexican States*, (미국-멕시코) 일반 배상위원회, 결정문, 1926년 10월 15일, 61-62면(CLA-12).

605. 문형표/홍완선 형사 재판에서 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 판결의 관련성을 다투기 위하여, 피청구국은 특히 일성신약과 삼성물산의 일부 소액주주들이 본건 합병의 무효를 구하기 위하여 개시한 서울중앙지방법원의 판결(앞서 “합병 무효소송”으로 언급함)을 인용하고 있다.⁹²⁶ 실제로, 합병 무효소송 판결은 부분적으로 문형표/홍완선 판결과 모순되는 것으로 보인다.
606. 합병 무효소송에서, 원고들은 특히 (i) 이재용 일가가 삼성그룹에 대한 지배권을 확보하도록 하는 것이었다는 점에서 본건 합병의 목적이 “부당”하였고; (ii) 본건 합병비율은 제일모직 주주들을 삼성물산 주주들보다 우대하여 “현저하게 불공정”하였으며; 그리고 (iii) 국민연금이 대통령 및 보건복지부 장관의 지시에 따라 본건 합병을 승인함에 따라 본건 합병비율의 설정을 위법하게 방해하고 의결권을 위법하게 행사하였다고 주장하였다.⁹²⁷ 2017 년 10 월 19 일 판결(즉, 문형표/홍완선 형사 소송과 동일한 법원의 판결 이후)에서 서울중앙지방법원은 원고들의 청구를 기각하였다. 법원은 우선 “합병의 단체법적 속성, 합병무효로 인한 법률관계의 불안정 등을 고려하여” 합병무효사유는 엄격하게 판단함이 타당하다고 강조하였다.⁹²⁸ 이를 토대로, 법원은 원고들이 본건 합병비율이 현저히 불공정함을 입증할 증거를 제출하지 않았다고 판단하였고, 국민연금 이사장인 █████이 국민연금의 의사결정 과정에서 보건복지부장관과 홍완선 본부장의 개입을 알고 있었다는 증거가 없다는 이유로 국민연금이 의결권을 위법하게 행사하였다는 청구를 기각하였다. 법원은 회사의 인식이 대표이사의 인식과 동일해야 한다는 원칙에 기초하여 판단한 것으로 보이며, 이에 따라 국민연금은 본건 합병 당시에 어떠한 위법성도 알지 못한 █████이 대리하였으므로, 본건 합병에 찬성 표결할 당시 국민연금이 위법하게 행위하였다고 볼 수 없다:

⁹²⁶ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일(R-20).

⁹²⁷ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 5 면(R-20).

⁹²⁸ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 6 면(R-20).

하자 있는 의사표시인지에 관한 법인의 인식 여부는 원칙적으로 민법 제 59조 제 2항, 제 116조 제 1항에 따라 대표자의 인식이 기준이 된다고 보아야 한다. 그에 따라 법인 내부 조직에서 일어난 배임행위, 조직원 개개인의 의사표시 하자와 같은 조직상의 위험을 외부인의 부담으로 전가하는 것은 타당하지 않고, 이로 인해 발생한 불이익이나 손해는 법인과 조직원 간에 내부적인 법률관계에 의하여 처리되는 것이 타당하다. 이 사건에 관하여 보건대, ... 국민연금공단은 이사장이 대표하고, 이 사건 주주총회에서 국민연금공단이 찬성으로 의결권을 행사할 당시 이사장이었던 ■■■은 ... 여기에 ■■■이 국민연금공단이 이 사건 합병의 찬반을 결정하기 위한 과정에 보건복지부나 기금운용본부장의 개입을 알았다고 볼 만한 아무런 증거도 없는바, 이 사건 주주총회에서의 국민연금공단의 찬성 의사표시는 내부 결정과정에서의 하자 여부와 상관없이 아무런 흠이 없는 것이라고 할 것이고,⁹²⁹

607. 법원은 “국민연금공단의 투자위원회의 찬성 의결 자체가 그 내용면에 있어서 거액의 투자손실을 감수하거나 주주가치를 훼손하였다는 것과 같은 배임적 요소가 있다고 인정하기 부족하고 달리 이를 인정할 만한 증거가 없다”면서,⁹³⁰ 이에 따라 “이 사건 주주총회에서 국민연금공단의 의결권행사가 위법하다고 볼 수 없으므로 이를 전제로 이 사건 주주총회 결의하자를 주장하는 원고들의 이 부분 주장 역시 이유 없다”고 결론 내렸다.⁹³¹ 중재판정부는 합병 무효소송에 대한 법원의 판결이 현재 확정되었다고 본다.⁹³²
608. 당사자들은 합병 무효소송에서 서울중앙지방법원이 내린 판단을 문형표/홍완선 사건에서 같은 법원과 서울고등법원이 내린 사실판단에 비추어 어떻게 해석하여야 하는지에 관하여 이견이 존재한다. 피청구국은 한국 법원이 “단정적으로 사실관계에 대한 판단을 내린 범위 내에서, 중재판정부는 개연성의 우위 여부를 토대로 사실인정에 도달하기 위하여 (법원의 판단에 반하는 등) 중재판정부가 자체적으로 사실인정을 할 만한 증거가 있지 않는 한” 중재판정부가 이러한 판결을 존중하여야 한다고 주장한다.⁹³³ 피청구국에 따르면, 다음과 같다.

⁹²⁹ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 35-36 면(R-20).

⁹³⁰ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 37 면(R-20).

⁹³¹ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 40 면(R-20).

⁹³² 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 19 항, 서울고등법원 2017 나 206657, 2022 년 5 월 2 일(R-388) 인용.

⁹³³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 45 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 19 항.

특히 법원이 서로 모순되는 판시를 하였다면, 예를 들어, 한국 법원은 국민연금의 매출 시너지 계산과 홍완선 본부장이 가한 압력이 투자위원회의 결정에 영향을 미쳤다고 일관되게 판단하지 않았습니다. 서울중앙지방법원은 본건 합병의 무효 신청(즉, 합병 무효소송)을 판단할 당시에, 위 요소들이 영향을 미치지 않다고 판단하였습니다.⁹³⁴

609. 또한, 피청구국은 합병 무효소송의 서울중앙지방법원 판결을 인용하면서, “법원은 투자위원회 위원들이 본건 합병 안건에 대한 의결권 행사 방향을 결정함에 있어서 ... 고려하여 독립적인 판단을 하였음을 확인”하였다고 주장한다.⁹³⁵
610. 이에 대하여, 청구인은 피청구국이 “법원의 판시내용을 과장하고 있으며”, 그 주장은 “2017 년 결정 당시 해당 위법행위의 (전부는 아니더라도) 대부분이 고려되기는 커녕 드러나지도 않았었다는 사실에 비추어 볼 때 사실을 크게 왜곡하고 있다”고 주장한다.⁹³⁶ 청구인은 “법원은 단지 ‘합병 ...찬성한 [투자위원회] 위원들은 ... 합병으로 인해 ... [국민연금]에 기여한다고 판단하였던 것으로 보인다’고 했을 뿐”이라고 언급한다.⁹³⁷
611. 중재판정부는 본 중재 과정에서 중재판정부가 문형표/홍완선 사건에 대한 서울중앙지방법원 및 서울고등법원의 사실 판단이나 합병 무효소송에 대한 서울중앙지방법원의 사실 판단에 의문을 제기할 수 있는 새로운 증거가 제출되지 않았음을 주목한다. 이러한 판결들에 대한 당사자들의 상반된 해석에 비추어 볼 때, 중재판정부는 결정들 사이에 실제로 모순이 있는지, 그리고 만약 있다면 각 판결에 대한 증거력을 판단하여야 한다.
612. 각 결정의 사실적 근거를 고려하여, 중재판정부는 합병 무효소송의 서울지방법원의 판결에서 재판부 스스로 “엄격하다고” 표현한 기준에 따라 내려졌음을 지적한다:

⁹³⁴ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 19 항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 45 면(R-20) 인용.

⁹³⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 58(c)항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 41-46 면(R-20) 인용.

⁹³⁶ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 32 항(R-20).

⁹³⁷ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 32 항, 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일, 39 면(R-20) 인용.

합병은 상법에 정한 절차에 따라 회사 대 회사 간에 이루어지는 고도의 단체법상 행위로 이미 이루어진 합병의 효력을 부정하는 것은 다수 주주의 의사를 무시하는 것이 되거나 단체법적 법률관계에 큰 혼란을 초래하는 것인바, ... 상법이 합병무효사유에 대해서는 구체적으로 정하고 있지 아니한데 합병의 단체법적 속성, 합병무효로 인한 법률관계의 불안정 등을 고려하여 합병무효사유는 엄격하게 판단함이 타당하고 구체적으로 ① 합병을 제한하는 법규정에 위반하는 경우, ② 합병계약서가 법정요건을 결한 경우, ③ 합병결의에 하자가 있는 경우, ④ 채권자보호절차를 위반한 경우, ⑤ 합병비율이 현저히 불공정한 경우 등을 들 수 있다.⁹³⁸

613. 이러한 잠재적 무효 사유들 중 세 번째 사유(“합병결의에 하자가 있는 경우”)만이 문형표/홍완선 사건의 법원 판결에 반하여 원용될 수 있다. 앞서 언급한 바와 같이, 합병 무효소송에서 서울중앙지방법원은 국민연금 이사장인 ■■■이 국민연금의 의사 결정 과정에서 보건복지부와 홍완선 본부장의 개입을 알지 못하였으므로 “이 사건 주주총회 결의의 무효·취소사유로 삼을 수 없다”고 결론 내렸다; 이에 따라, 국민연금이 결의 채택 당시에 위법한 의도가 있었다고 볼 수 없었다.⁹³⁹
614. 한국법에 따라 합병결의가 무효가 될 수 있는 근거에 대한 법원의 엄격한 판단과 국민연금이 국민연금의 의사결정 과정에서 보건복지부와 홍완선 본부장의 개입을 알고 있었다고 해석될 수 있는지 여부에 대한 기술적 접근법을 고려할 때, 중재판정부는 문형표/홍완선 사건의 한국 법원의 판결과 합병 무효소송 사건 사이의 실질적 모순이 없다고 판단한다. 오히려 합병 무효소송의 맥락과 목적(두 대기업의 합병무효에 따른 결과에 대한 형량을 포함)과 적용 가능한 법적 기준이 상이하여 법원이 증거의 관련성과 중대성을 서로 다르게 평가하였기 때문에 서로 다른 결론에 도달한 사안으로 보인다. 또한, 서울중앙지방법원 판결문은 문형표/홍완선 사건에서 법원이 내린 사실판단에 동의하지 않았으며; 오히려 기업의 인식을 규율하는 적용 가능한 법적 기준을 고려할 때 그러한 판단이 해당 쟁점의 판결과 관련이 없다고 보았다는 언급도 없다.⁹⁴⁰
615. 합병 무효소송의 법원 역시 그 판결이 내려진 이후에야 박근혜 전 대통령과 이재용에 대한 형사 소송과 관련하여 나타난 증거에는 접근할 수 없었다. 서울고등법원은 2018년 8월 24일 박근혜 전 대통령에 대한 형사 소송에서 다음과 같이 판시하였다:

⁹³⁸ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 6면(R-20).

⁹³⁹ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 35-36면(R-20).

⁹⁴⁰ 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일, 35-36면(R-20).

국민연금공단이 이 사건 합병에 관한 의결권을 행사하는 과정에서 [기금운용본부]는 기금운용의 독립성 원칙을 침해하는 보건복지부의 부당한 지시로 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 이를 결정하게 되었고, 투자위원회에서는 비합리적으로 산출된 적정 합병비율, 급조된 합병시너지 분석결과와 [기금운용본부장][홍완선]의 투자위원들에 대한 압력 행사 등으로 이 사건 합병 안건에 대한 찬성 결정을 유도하였음이 인정된다. 이로써 가장 핵심적인 승계작업으로 평가되는 이 사건 합병에 대하여 [이재용]에게 우호적인 조치가 이루어지게 되었다.⁹⁴¹

616. 또한, 법원은 본건 합병 당시 “[청구인]의 등장으로 비상상황에 처한 [삼성그룹]의 어려움이 가중되던 때”라는 점을 지적하면서, 관련 증거를 종합하여 보면 “이 사건 합병 안건에 대하여 찬성 입장을 결정하는 과정에서 피고인의 지시나 승인이 있었다고 볼 수밖에 없다”고 판시하면서, 박근혜 전 대통령의 본건 합병 관여를 판단하였다.⁹⁴²

617. 또한, 법원은 2015년 7월 25일 전 대통령과 이재용 사이의 면담을 언급하면서, 박근혜 정부가 보건복지부를 “부당하게 개입”시킴으로써 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하였고, 본건 합병에 “결정적인 도움”을 제공하였다고 판시하였다:

가장 핵심적인 승계작업 중 하나로 평가되는 이 사건 합병이 이루어진 직후였을 뿐만 아니라 [이재용]의 지배권에 부정적 영향을 미치는 금산분리 원칙의 강화나 경제민주화 정책의 추진 등에 대한 논의가 확대되고, [이건희]의 와병으로 상속에 따른 지배권 축소가 앞당겨질 상황이었다. 이 사건 합병에 도움을 주었고 승계작업에도 우호적인 입장인 [박근혜] 정부 아래에서 지배권 강화를 위한 승계작업을 신속히 진행하기 위하여 [이재용]은 피고인에게 이 사건 합병과 관련하여 감사의 인사를 하고 승계작업에 대한 지속적인 도움을 요청할 필요가 있었다.

2015. 7. 25. 단독 면담 무렵 피고인은 [이재용]의 승계작업에 도움을 주어야 한다는 생각을 가지고 있었고, 이러한 생각은 청와대 참모진 사이에서도 공유되고 있었다. [삼성그룹]은 이 사건 합병 추진 과정에서 뜻하지 않은 [청구인]의 출현으로 이 사건 합병의 성사 여부가 주주총회에서 표 대결에 의하여 좌우되는 양상을 맞이하게 되었고, 그룹 차원에서 이 사건 합병 성사를 위해 총력을 기울였다. 피고인과 청와대 참모진은 국민연금공단의 의결권 행사 과정에 보건복지부를 부당하게 개입시킴으로써 국민연금공단이 [삼성물산] 주주총회에서 이 사건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하였고, 이는 이 사건 합병 성사에 결정적인 영향을 미쳤다.

이러한 상황에서 [청와대] 수석비서관실은 피고인에게 [이재용]과 단독 면담에서 이야기할 내용을 제공하기 위하여 2015. 7. 25.자 말씀자료를 작성하였는데, ... 위 말씀자료에는 앞서 본 바와 같이 승계작업과 관련하여 [삼성그룹]의 지배구조가 외국계 헷지펀드 등의 위협에 취약 → [삼성그룹]의 위기는 대한민국의 위기이므로 지배구조가 조속히 안정화되어 [삼성그룹]이 치열한 글로벌 경쟁 속에서 미래를 위해 매진할 수 있게 되기를 바랍’,

...

⁹⁴¹ 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 86면(C-286/R-169).

⁹⁴² 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 86-87면, 90면(C-286/R-169).

위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 [박근혜] 정부의 결정적인 도움이 있었으며, 위 단독 면담 이후에도 승계작업에 대한 [박근혜] 정부의 우호적인 기조는 계속 유지되었다.⁹⁴³

618. 법원의 판단은 보건복지부뿐만 아니라 박근혜 전 대통령의 행정부가, 특히 “뜻하지 않은 [청구인]의 출현”을 배제시키는 등을 보건복지부에 지시함으로써, 본건 합병 표결에 개입하였음을 보여준다.

619. 서울고등법원은 2020년 7월 10일 박근혜 전 대통령에 대한 파기환송심에서 다음과 같이 기존 판결을 인용하였다:

[이재용]이 피고인에게 명시적으로 승계작업을 도와달라는 취지의 청탁을 하였다고 인정할 만한 증거는 없다. 그러나 이 사건 합병에 결정적인 도움을 주었고 [이재용]의 승계작업을 계속 도와주어야 한다는 생각을 가진 피고인과, 이 사건 합병에 결정적인 도움을 받았고 앞으로의 승계작업에도 피고인의 도움이 필요한 상황의 [이재용]은 2015. 7. 25. 단독 면담 자리에서 [삼성그룹]이 총력을 기울인 현안으로서 국민연금공단의 찬성으로 바로 얼마 전 성사된 이 사건 합병 등을 포함하여 [삼성그룹]의 최대 현안인 경영권 승계작업에 관하여 이야기를 나누었다고 보는 것이 자연스럽다. 위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 [박근혜] 정부의 결정적인 도움이 있었으며, 위 단독 면담 이후에도 승계작업에 대한 [박근혜] 정부의 우호적인 기조는 계속 유지되었다.⁹⁴⁴

620. 한국 법원은 또한 이재용의 승계 계획에 대한 한국 정부의 지원이 최고위 정부 기관의 부패를 수반했다고 판단하였다. 본건 합병에 대한 국가의 개입 자체가 부패에 의해 촉발된 것으로 보이지는 않지만, 한국 법원은 본건 합병 이후에 박근혜 전 대통령의 본건 합병 지원이 부당한 이익을 대가로 한다고 판시하였다. 이에 서울고등법원은 박근혜 전 대통령에 대한 소송에서 다음과 같이 판시하였다:

청탁의 목적이 된 현안은 [이재용]의 승계작업이다. 피고인은 2015. 7. 25. 단독 면담에서 “동계스포츠 메달리스트들이 설립한 단체에 돈을 지원하라.”라고 말하면서 특정 단체에 대한 지원을 요구하였고, 2016. 2. 15. 단독 면담에서는 한국동계스포츠영재센터에서 작성한 ‘꿈나무 드림팀 육성계획안’이라는 문건의 전달을 통하여 특정 금액의 지원을 요구하였다.

...

한국동계스포츠영재센터에 대한 지원은 승계작업의 일부를 이루는 이 사건 합병에 따른 순환출자고리 해소, 외국자본에 대한 경영권 방어 강화, [삼성생명]의 금융지주회사 전환 등의 개별 현안들이 진행되는 시기인 2015. 10.경부터 2016. 3.경까지 사이에 이루어졌다.

⁹⁴³ 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 101-03면(C-286/R-169).

⁹⁴⁴ 서울고등법원 2019 노 1962, 2020년 7월 10일, 44-45면(R-314). 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 101-03면(C-286/R-169) 참조.

...

한국동계스포츠영재센터 지원과 관련하여서는, 외국자본에 대한 경영권 방어 강화 및 투자 유치, 환경규제 완화 등 바이오 사업 지원에 도움을 달라는 취지의 부정한 청탁이 있었다고 인정되고,⁹⁴⁵

621. 따라서, 중재판정부는 합병 무효소송에서 서울중앙지방법원의 판결이 앞서 본 바와 같이, 본건 합병에 관한 피청구국의 행위가 국제관습법의 실체적 규칙의 위반이므로 일응 피청구국의 협정 제 11.5 조상 MST 의무 위반을 구성한다는 판단을 뒤집지 않는다고 결론 내린다. 이러한 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 아직 판결이 이루어지지 않은 절차에서 제출된 공소장이나 범죄 수사와 관련하여 검사에게 제공된 진술의 증거 가치를 고려할 필요가 없다고 판단한다.
622. 중재판정부의 판결은 (i) 협정 제 11.5 조에 따른 MST 의무와 같은 국제적 의무의 위반은 피청구국이 주권자로서 행위하고 상업적 활동에 종사하지 않을 것을 요구하며; (ii) 본건의 경우, 본건 합병과 관련된 국민연금의 행위는 순전히 상업적 행위에 해당하여 국제법에 의해 규율되지 않으므로 협정의 위반에 해당할 수 없다는 피청구국의 항변을 포함하여, 피청구국의 주장에 대한 판단이 남아있다. 또한 중재판정부의 판결은 청구인이 본건 합병이 이미 예측 가능한 시점에 삼성물산에 투자하여, 현재 배상을 청구하는 손실의 위험을 감수하였다는 취지의 피청구국의 추가 항변에 대한 판단이 남아있다. 중재판정부는 본 절에서 전자의 항변을 다루고, 아래 제 VI.C 절에서 인과관계에 관한 주장으로 적절하게 분류된 후자의 항변을 다룬다.
623. 중재판정부는 통상적인 상황에서 국민연금의 의결권 행사 행위가 상업적 행위에 해당할 수 있음에 동의한다. 그러나 본건의 상황은 통상적인 것과는 거리가 있다. 앞서 확인한 바와 같이, 국민연금은 본건 합병에 대한 의결권 행사에서 독자적으로 상업적 목적으로 행위하지 않았다; 한국 법원이 판단하였듯이, 국민연금은 본건 합병의 상업적인 장점을 이유로 독립적으로 결정하지 않고 보건복지부의 지침과 지시에 따라 행동하였으며, 이에 따라 정부 정책의 실행에 있어서 실질적으로 보건복지부의 기관으로 행위하였다. 이러한 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 본건 합병의 의결권 행사와 관련된 국민연금의 행위가 정부 권한(공적 권한)의 행사에 해당한다고 판단한다.

⁹⁴⁵ 서울고등법원 2018 노 1087, 2018 년 8 월 24 일, 104-05 면, 107 면, 111 면(C-286/R-169).

624. 이와 관련하여, 중재판정부는 문형표 장관이 “공무원이 일반적 직무권한에 속하는 사항을 불법하게 행사”하여 “의무 없는 일”을 하였다고 서울중앙지방법원이 판시하였음을 지적한다.⁹⁴⁶(강조표시 임의추가). 서울중앙지방법원은 이와 유사하게 홍완선 본부장이 자신의 “임무”를 위배하였다고 판단하였는데,⁹⁴⁷ 이는 법원이 보기에 문형표 장관과 홍완선 본부장이 쟁점 행위를 할 당시 공무원 자격으로 행위하였음을 시사한다.
625. 앞서 설명한 바와 같이, 중재판정부는 정부 권한(공적 권한)의 행사가 협정 제 11.5 조의 위반에 필요한 요건인지 여부에 대한 문제에 도달할 필요가 없다.
626. 국민연금이 본건 합병에 대한 의결권 행사에서 정부 권한을 행사하였다고 판단하였으므로, 중재판정부는 본건 합병 투표가 협정상 “조치”에 해당하는지 판단해야 한다. 이는 본건 합병에 대한 국민연금의 투표가 정부 권한의 행사를 수반하지 않아 국제법상 협정 위반에 해당할 수 없다는 피청구국의 본안 항변과 밀접하게 연관되어 있으므로, 중재판정부가 본안으로 미룬 사안이다.⁹⁴⁸ 중재판정부는 앞서 제 V.A.3 절에서 “조치”라는 용어가 모든 종류의 “정부 행위”를 규율하는 광범위한 의미로 협정에서 사용된다고 판단하였다. 중재판정부는 앞서 본 절에서 본건 합병 투표가 협정상 정부 권한의 행사에 해당한다고 판단하였으므로, 위 제 V.A.3 절에서 정하는 바와 같이 협정의 의미상 “조치”에도 반드시 해당한다. 따라서, 중재판정부는 청구인의 MST 청구 전체에 대한 관할권을 가진다.

B. 내국민대우

627. 협정 제 11.3 조는 다음과 같이 규정하고 있다:

제 11.3 조: 내국민대우

1. 각 당사국은 자국 영역내 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자에게 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 다른 쪽 당사국의 투자자에게 부여한다.
2. 각 당사국은 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자의 자국 영역내 투자에 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 적용대상투자자에게 부여한다.

⁹⁴⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 59면(C-69).

⁹⁴⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 63면(C-69).

⁹⁴⁸ 위 제 V.A.3 절 참조.

1. 청구인의 입장

628. 청구인은 피청구국이 협정 제 11.3 조의 내국민대우 의무를 위반하여 삼성 일가보다 불리하게 대우함으로써, 차별을 받았다고 주장한다.⁹⁴⁹

(a) 협정에 대한 한국의 유보가 본건 합병에 대한 협정 제 11.3 조의 적용을 금지하는지 여부

629. 청구인은 피청구국의 이의제기에 대하여, 피청구국의 조치가 “정부 지분의 ‘처분’에 해당하지 않고 ‘공공의 목적’을 위해 취해지거나 유지되지도 않았다”는 이유로 인해 협정 부속서 II의 유보에 의해 제 11.3 조의 적용이 배제되지 않는다고 주장한다.⁹⁵⁰

(i) 지분 유보

630. 청구인은 협정 부속서 II의 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할” 권리에 대한 피청구국의 유보(이하 “지분 유보”)에 대한 관련성을 부정한다.⁹⁵¹ 청구인에 따르면, 피청구국은 (i) “문제 되는 행위가 [자신의] 지분의 처분에 해당하고”; (ii) “조치가 [협정 제 21 장에 규정된 투명성 규정]에 따라 시행되었을 것”을 입증해야 한다.⁹⁵²

631. 청구인에 따르면, 이러한 요건들 중에서 어느 것도 충족되지 않는다.⁹⁵³ 국민연금의 내부 절차에 대한 피청구국의 개입이나 국민연금의 본건 합병 찬성 투표는 삼성물산 주식의 “처분”이 아니었다고 주장한다.⁹⁵⁴ 유보를 정의하는 협정 문언의 “일반적 의미”에 대한 분석에서, 청구인은 “처분”이 단순히 제안된 거래에 관한 표결이 아니라, 주식에 관한 최종 단계나 정리를 요구한다고 결론 내린다.⁹⁵⁵

⁹⁴⁹ 수정 청구서면, 제 245-53 항; 답변서면, 제 452-99 항.

⁹⁵⁰ 답변서면, 제 476-77 항, 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 부속서 II 한국, 2012년 3월 15일, 572면, 575-76면, 581면(C-1) 인용.

⁹⁵¹ 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 부속서 II 한국, 2012년 3월 15일, 575면(C-1).

⁹⁵² 답변서면, 제 479(a)항, 제(c)항.

⁹⁵³ 답변서면, 제 480 항.

⁹⁵⁴ 답변서면, 제 480-85 항(VCLT 제 31 조에 따라 “처분”이라는 용어의 “일반적 의미”에 대한 분석을 취함), 반박서면, 제 550(c)항 인용.

⁹⁵⁵ 답변서면, 제 485 항.

632. 나아가, 청구인은 당사국 공무원들의 부패 혐의와 본건 합병을 보장하기 위한 피청구국의 개입 은폐가 협정 제 21 장의 투명성 규정을 위반한다고 주장한다.⁹⁵⁶ 또한 청구인은 본건 합병에 대한 피청구국의 개입이 “공무원이 그 공적 기능을 수행함에 있어 작위 또는 부작위의 대가로 뇌물을 구하거나 수령하는 것을 형사범죄로 규정할 것을 협정 당사자들에게 요구하는 제 21.6 조의 취지를 위반”하였다고 주장한다.⁹⁵⁷

(ii) 사회서비스 유보

633. 또한 청구인은 협정 부속서 II의 “다음의 서비스(소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회 복지, 공공훈련, 보건, 그리고 보육)가 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지되는 사회 서비스인 한도에서 그 서비스의 제공에 대하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할” 권리에 대한 피청구국의 유보(이하 “**사회서비스 유보**”)에 대한 관련성을 부정한다.⁹⁵⁸

634. 청구인은 사회서비스 유보가 사실 보험 제공자들이 내국민대우 의무를 활용하여 민영화를 강제하지 못하게 하여, 공적사회보험 제도를 제공할 피청구국의 권리를 보호할 의도라는 견해를 취하고 있다.⁹⁵⁹ 그러나 본 중재에서 문제되는 피청구국의 행위는 동 유보의 기초가 되는 한국 연금수급자들에게 피해를 입힌다고 주장한다.⁹⁶⁰ 나아가, 청구인은 피청구국의 행위가 (i) 그 조치가 사회서비스 목록 중 하나에 “대한” 것이었어야 하고;⁹⁶¹ (ii) “[사회서비스가] 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지”되었다는 요건을 충족하지 못한다고 주장한다.⁹⁶²

⁹⁵⁶ 답변서면, 제 480 항, 제 489-91 항.

⁹⁵⁷ 답변서면, 제 491 항(원문 강조표시).

⁹⁵⁸ 답변서면, 제 493 항, 제 496 항; 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 부속서 II 한국, 2012년 3월 15일, 581면(C-1).

⁹⁵⁹ 답변서면, 제 494 항.

⁹⁶⁰ 답변서면, 제 494 항.

⁹⁶¹ 열거된 서비스는 “소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회 복지, 공공훈련, 보건, 그리고 보육”이다. 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 부속서 II 한국, 2012년 3월 15일, 581면(C-1) 참조.

⁹⁶² 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 부속서 II 한국, 2012년 3월 15일, 581면(C-1) 참조.

(b) 협정 제 11.3 조에 따른 적용 기준

635. 청구인에 따르면, 내국민대우 의무는 국적에 근거한 법률상 및 사실상의 차별로부터 외국인 투자자 및 투자를 보호한다.⁹⁶³ 청구인에 따르면, “내국민대우의 목적상 적절한 비교대상을 판단하는 법적 기준”은 “구체적 사실관계에 대한 분석”이다.⁹⁶⁴ 투자자가 “동종의 상황에 있는 투자자 또는 투자에 비하여 자신이 실제로 덜 유리한 대우를 받았음”을 입증하는 것으로 내국민대우 의무 위반을 증명할 수 있다.⁹⁶⁵
636. *UPS v. Canada* 사건을 인용하면서, 청구인은 “외국인투자자들이나 그들의 투자뿐만 아니라 다른 내국민투자자들 또는 그들의 투자에 대해서도 차별이 존재한다는 것”으로는 “[당사국]이 하나 또는 그 이상의 자국 투자자들 또는 투자에 대해 더 유리한 대우를 부여하였다는 사실”을 입증할 수 있는 경우 위반이 완화되지 않는다고 주장한다.⁹⁶⁶ 따라서, 피청구국이 주장하는 다른 투자자들의 부수적 손해의 존재는 피청구국의 책임을 면제하지 않는다.⁹⁶⁷
637. 청구인은 차별적 의도의 증거가 내국민대우 위반을 입증하는데 있어서 충분은 하지만 필수적인 것은 아니라고 주장한다.⁹⁶⁸ “차별의 증거가 존재하는건 매우 흔치 않은 것”라고 언급하면서, 청구인은 차별적 의도에 대한 증거가 “명백하고 압도적”일 경우, 이러한 차별적 의도가 “내국민대우 위반을 인정함에 있어서 결정적일 수 있음”을 제안한 투자 협정법상 “예외적 사건들”을 주목한다.⁹⁶⁹

⁹⁶³ 수정 청구서면, 제 246 항, *Total S.A. v. Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/04/1, 책임에 관한 결정문, 2010년 12월 27일, 제 211 항(CLA-55); *Marvin Feldman v. United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/99/1, 판정문, 2002년 12월 16일, 제 181 항(CLA-9); *Corn Products International, Inc. v. United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정문, 2008년 1월 15일, 제 109 항(CLA-4) 인용.

⁹⁶⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 153 항.

⁹⁶⁵ 수정 청구서면, 제 247 항.

⁹⁶⁶ 수정 청구서면, 제 252 항, *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada*, ICSID 사건 번호 UNCT/02/1, 본안판정문, 2007년 5월 24일, 제 59-60 항(CLA-15) 인용.

⁹⁶⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 157-58 항.

⁹⁶⁸ 수정 청구서면, 제 250 항; 답변서면, 제 455 항, *Corn Products International, Inc. v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정문, 2008년 1월 15일, 제 138 항(CLA-4) 인용.

⁹⁶⁹ 수정 청구서면, 제 250 항; 답변서면, 제 467 항, *S.D Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분판정문, 2000년 11월 13일, 제 193-95 항(RLA-19); *Corn Products International, Inc. v. The United*

(c) 피청구국이 협정 제 11.3 조의 의무를 위반하였는지 여부

638. 청구인은 피청구국이 대통령, 보건복지부 및 국민연금의 행위를 통해 엘리트에게 제 11.3 조의 의무를 위반하여 내국민대우를 제공하지 않았다고 주장한다.⁹⁷⁰ 청구인은 피청구국이 “삼성그룹의 내국민투자자인 삼성 일가에 유리하고 이들에게 최선의 이익이 되도록 본건 합병에 개입”함으로써 국적을 이유로 “동종의 상황에서 내국민투자자”에게 부여하는 것에 비하여 청구인을 차별하였다고 주장한다.⁹⁷¹
639. 청구인은 피청구국이 이익을 보호하고자 한 “자국 유력기업”인 삼성 일가가 비교대상이 된다고 주장한다.⁹⁷² 실제로, 청구인은 삼성 일가가 “실제로도” 유일한 적절한 비교대상이며, 다른 비교대상을 선택하는 것은 “국제법상 차별로부터의 보호라는 목적에도 부합하지 않음”을 주장한다.⁹⁷³ “더 유사한” 비교대상을 찾고자 피청구국의 조사에 대하여, 청구인은 동종의 상황에서 비교대상을 찾기 위한 조사가 “무슨 일이 일어났고 왜 일어났는지”를 고려해야 함을 재차 강조한다.⁹⁷⁴ 본건의 경우, 부수적 손해를 입은 다른 한국 국민과는 관계 없이, 현실은 “본건 분쟁의 핵심에 놓인 범죄 계획이 삼성 일가를 우대하도록 고안되었고, 실제로 삼성 일가를 우대하였으며, 청구인은 대립 당사자로서 표적으로 특정되었다는 점”이다.⁹⁷⁵
640. 청구인은 삼성 일가가 하나의 집단이 아니라는 피청구국의 주장을 부정하며, 한국 공무원들과 삼성 재벌의 기업구조 모두에게 삼성 일가는 전체로서 본건 합병의 이익을 얻을 하나의 단위로 인식되었다고 주장한다.⁹⁷⁶ 또한 청구인은 본건 합병의 효과가

Mexican States, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정문, 2008년 1월 15일, 제 118 항, 제 138 항(CLA-4); *Quiborax S.A. and Non Metallic Minerals S.A. v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID 사건 번호 ARB/06/2, 판정문, 2015년 9월 16일, 제 251-54 항(CLA-154); *Alex Genin, Eastern Credit Limited, Inc. and A.S. Baltoil v. Republic of Estonia*, ICSID 사건 번호 ARB/99/2, 판정문, 2001년 6월 25일, 제 369 항(CLA-83) 인용.

⁹⁷⁰ 수정 청구서면, 제 245-53 항; 답변서면, 제 452 항.

⁹⁷¹ 수정 청구서면, 제 248 항; 답변서면, 제 453 항, 제 459 항, 제 463 항.

⁹⁷² 수정 청구서면, 제 98 항, 제 130 항, 제 145 항, 제 252-53 항; 답변서면, 제 454 항, 제 463 항.

⁹⁷³ 답변서면, 제 460 항, 제 464 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 153 항.

⁹⁷⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 156 항.

⁹⁷⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 156 항.

⁹⁷⁶ 답변서면, 제 461-62 항, 제 471 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 154 항; Milhaupt 보고서, 제 15 항, 제 17 항, 제 55 항(CER-6).

삼성그룹에 대한 이재용과 그의 형제자매, 그리고 사촌의 지배권을 증대시키고, 삼성그룹 회장 이근희 회장의 상대적인 지배권을 희석시켜서, “가장 중요한 목표가 ... 가문 전체의 이익을 가져다 주기 위함”임을 강조한다.⁹⁷⁷ 따라서 청구인은 투자자로서, 그리고 삼성그룹내 사실상 지배주주로서의 삼성 일가에 대한 유리한 대우는, 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치가 이전됨으로 인해 청구인이 입은 손실과 마땅히 비교되어야 한다 견해를 취한다.⁹⁷⁸

641. 청구인은 본건 합병 표결에 대한 피청구국의 개입이 국적에 근거한 “엘리트에 대한 적개심에서 비롯”되었고 “특정 한국인들에게 유리하게 차별할 의도로 설계된” 것임을 암시하는 차별적 의도의 증거가 있다고 주장한다.⁹⁷⁹ 이와 관련하여, 청구인은 “삼성 같은 우리나라의 대표적인 기업”이 “외국계 헤지펀드”의 공격을 받으니 국민연금을 사용하여야 한다고 주장한 청와대, 보건복지부 및 국민연금 관계자들의 사례를 지적한다.⁹⁸⁰ 청구인은 이와 같은 편향이 피청구국이 삼성 일가의 이익을 증진시키기 위해 본건 합병을 지지하기 위한 수단으로 적극 활용되었음을 강조한다.⁹⁸¹

2. 피청구국의 입장

642. 피청구국은 협정 제 11.3 조에 따른 내국민대우 의무가 본건에 적용되지 않는다고 주장한다. 만약 적용된다고 하더라도, EALP 와 그의 투자는 “동종의 상황에서” 국내 투자자 및 투자에 비해 차별하거나 불리한 대우를 받지 않았다.⁹⁸²

(a) 협정에 대한 한국의 유보가 본건 합병에 대한 협정 제 11.3 조의 적용을 금지하는지 여부

643. 피청구국은 본 중재에서 쟁점이 되는 행위가 협정 부속서 II 에 포함된 지분 유보 및 사회서비스 유보 때문에 제 11.3 조의 내국민대우 의무의 대상이 아니라고 주장한다.⁹⁸³

⁹⁷⁷ 답변서면, 제 462 항, 제 472-73 항. 배기홍 보고서, 제 43 항, 제 45 항(RER-5) 참조.

⁹⁷⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 155 항.

⁹⁷⁹ 수정 청구서면, 제 248 항, 답변서면, 제 468 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 147-48 항.

⁹⁸⁰ 수정 청구서면, 제 147 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 149 항.

⁹⁸¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 149-150 항.

⁹⁸² 반박서면, 제 543-44 항.

⁹⁸³ 반박서면, 제 543-49 항; 피청구국의 반박서면 심리 후 주장서면, 제 44 항.

피청구국에 따르면, 부속서 II에서 정하는 “분야·하위분야 또는 행위에 대하여” 채택된 조치는 제 11.12 조 제 2 항에 따라, 제 11.3 조가 적용되지 않는다.⁹⁸⁴ 피청구국은 이러한 유보를 “중재판정부가 국민연금의 행위가 한국에 귀속된다고 판단하는 경우에 대비하여 예비적으로” 제시한다.⁹⁸⁵

(i) 지분 유보

644. 피청구국은 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할” 권리를 유보하였기 때문에 청구인의 내국민대우 주장이 금지된다고 주장한다.⁹⁸⁶ 피청구국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표를 한 것이 이러한 기준을 충족한다고 주장한다.⁹⁸⁷

645. 본건 합병 의결권 행사가 “정의”상 “처분”이 아니라는 청구인의 주장을 부인하면서, 피청구국은 “본건 합병 관련 의결권 행사는 삼성물산(과 제일모직)의 주식을 처분하고 그 대가로 합병 후 삼성물산의 주식을 인수하는 데 대한 동의를 나타낸다”고 주장한다.⁹⁸⁸ 피청구국은 국민연금이 삼성물산과 제일모직의 지분 주식의 형태로 보유하고 있었으며 “이들 주식을 처분하고 그 대가로 합병 후 회사의 주식 지분을 취득하는 것에 대하여 그 의결권을 행사한 것”이라고 주장하며; 피청구국은 “본건 합병에 대한 의결권 행사는 지분의 이전 또는 처분에 대하여 이루어진 것”이고, 지분 유보에 따른 내국민대우 의무에서 제외되는 것이라고 결론 내린다.⁹⁸⁹

(ii) 사회서비스 유보

646. 피청구국은 사회서비스 유보가 “본건 합병에 대한 의결권 행사를 통해 연금 서비스를 지속적으로 제공하기 위해 예산을 확보하는 투자활동도 그 일부로서 포함”되는 연금 서비스 제공에 적용된다고 주장한다.⁹⁹⁰

⁹⁸⁴ 반박서면, 제 547 항.

⁹⁸⁵ 재반박서면, 제 352 항, 제 354 항, 제 357 항.

⁹⁸⁶ 재반박서면, 제 353 항; 반박서면, 제 550 항.

⁹⁸⁷ 재반박서면, 제 354 항.

⁹⁸⁸ 재반박서면, 제 355 항.

⁹⁸⁹ 반박서면, 제 550-51 항.

⁹⁹⁰ 반박서면, 제 552 항.

647. 피청구국은 국민연금의 행위가 사회서비스에 “대하여” 발생하지 않았거나 “공공의 목적”을 위해 수행되지 않았다는 청구인의 주장을 부정한다.⁹⁹¹ 피청구국은 투자위원회가 국민연금의 투자와 관련된 다양한 요소들을 심의한 후, 여러 투자위원회 위원들이 “다른 많은 독립적이고 합리적인 삼성물산 주주들”과 함께 “국민연금기금의 장기적인 이익에 유익하다고 생각”했기 때문에 본건 합병에 찬성 투표하였을 뿐이라고 주장한다.⁹⁹²
648. 피청구국은 또한 한국 헌법재판소가 국민연금을 “한국 헌법 제 34 조 제 1 항에 의해 규정하는 공공 목적을 위하여 설치 또는 유지되는 사회 보험”으로 인정하였다는 것을 청구인이 수용하였다는 점을 지적한다.⁹⁹³ 피청구국은 청구인이 스스로 국민연금이 “국민의 생활 안정화와 복지 증진”을 위한 사회 보험 프로그램”으로서 창설되었으며, “공공 목적”을 위해 자금을 운용한다고 진술한 바 있음을 지적한다.⁹⁹⁴

(b) 협정 제 11.3 조에 따른 적용 기준

649. 피청구국은 내국민대우에 대한 청구가 청구인 또는 청구인의 투자가 “동종의 상황에서” 국내 투자자 또는 그 투자에 비해 불리한 대우를 받았음을 입증할 것이 요구된다고 본다.⁹⁹⁵
650. “동종의 상황”에 있는 비교대상을 선택하지 않으면 내국민대우 위반이 성립할 수 없다.⁹⁹⁶ 적절한 비교대상을 선택하였다고 가정할 경우, 청구인은 청구인 또는 그 투자가 국내 비교대상이 받은 것보다 “불리한” 대우를 받았음을 입증해야 한다.⁹⁹⁷
651. 피청구국은 실질적인 차별적 처우이 없이 차별적 의도에 대한 주장만으로는 내국민대우 청구가 성립될 수 없다고 본다.⁹⁹⁸

⁹⁹¹ 반박서면, 제 552 항.

⁹⁹² 재반박서면, 제 359 항.

⁹⁹³ 반박서면, 제 553 항, 헌법재판소 99 헌마 365, 2001 년 2 월 22 일(R-39) 인용.

⁹⁹⁴ 반박서면, 제 553 항, 수정 청구서면, 제 197 항 인용.

⁹⁹⁵ 반박서면, 제 556-57 항.

⁹⁹⁶ 반박서면, 제 557 항.

⁹⁹⁷ 반박서면, 제 558 항.

⁹⁹⁸ 반박서면, 제 574-77 항, *S.D Myers, Inc. v. Government of Canada, UNCITRAL*, 부분판정문, 2002 년 11 월 13 일, 제 254 항(RLA-23) 인용(“의도가 중요하지만 보호무역론자의 의도 자체만으로는 결정적인 요인이라고 할 수 없다. 외국인에 비해 내국인에게 유리하게 대우하는 의도가

(c) 피청구국이 협정 제 11.3 조의 의무를 위반하였는지 여부

652. 피청구국의 견해에 따르면, 청구인의 내국민대우 청구는 협정상 요구되는 “자국 영역 내 투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 관한 ... 대우”와 관련되지 않는다.⁹⁹⁹ 청구인은 본건 합병 의결권 행사 전에 삼성물산 주식을 취득하였는데, 이는 문제되는 국민연금의 의결권 행사 및 합병 승인이 청구인의 투자의 “설립” 또는 “인수”와 관련이 없다는 것을 의미한다.¹⁰⁰⁰ 또한 청구인의 내국민대우 청구는 청구인이 “적합하다고 판단하는 바에 따라 ... 투자한 것을 관리하고 투자자로서 행동할 자유”가 있었기 때문에 청구인의 지분에 대한 “확장, 경영, [또는] 영업”과는 관련이 없다.¹⁰⁰¹
653. 피청구국은 청구인과 그 투자가 “동종의 상황에서” 내국인 투자자 또는 투자에 비해 불리한 대우를 받았다는 점을 부인한다.¹⁰⁰² 피청구국은 이재용 일가 및 그 투자가 청구인과 그 투자와 “동종의 상황”이 아니었다고 주장한다.¹⁰⁰³ 이와 관련하여, 피청구국은 “집단”이 협정 제 11.1 조 제 3 항에 따른 비교 “투자자”가 될 수 있다고 주장할 만한 법적 근거는 없다고 지적한다.¹⁰⁰⁴ 피청구국은 “이재용 일가는 여러 삼성그룹사에 대해 개별적 지분을 보유하고 있는 다수의 개인으로 구성되어 있다”면서, “한정되지 않은 집단”이 아니기 때문에, 비교대상 투자자로 특정하는 것이 “불가능”하다고 지적한다.¹⁰⁰⁵ 마찬가지로, 이재용 일가는 각종 삼성그룹사에 대한 투자를 소유하고 있기 때문에 비교대상 투자를 확인하는 것이 “불가능”하다.¹⁰⁰⁶ 피청구국은 또한 “이재용 일가”가 관련 비교대상이라고 하더라도, 이견희 회장의 배우자인 홍라희 여사가 삼성물산 주식을

존재하더라도 문제가 되는 조치가 비내국인인 청구인에게 불리한 영향을 주지 않은 경우에는 북미자유무역협정 제 1102 조의 위반을 야기하지 아니한다”).

⁹⁹⁹ 반박서면, 제 559 항; 재반박서면, 제 361 항.

¹⁰⁰⁰ 재반박서면, 제 362(a) 항.

¹⁰⁰¹ 재반박서면, 제 362(b) 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 45 항.

¹⁰⁰² 반박서면, 제 560 항.

¹⁰⁰³ 재반박서면, 제 369 항.

¹⁰⁰⁴ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 46 항.

¹⁰⁰⁵ 반박서면, 제 567 항.

¹⁰⁰⁶ 반박서면, 제 568 항.

보유하고 있었으나 제일모직의 주주가 아니었기 때문에 청구인과 동일한 주당 손실을 입었다고 점을 지적한다.¹⁰⁰⁷

654. 피청구국은 비교대상의 선정에 있어서 “근접한(또한, 부적절하다고 보아야 할) 비교대상”이 아니라 “가장” 동종의 상황에 있는 비교대상을 선정하여야 한다는 *Methanex* 사건 중재판정부의 주장을 강조한다.¹⁰⁰⁸ 피청구국에 따르면, 이러한 비교대상은 본건 합병 당시 제일모직의 주주가 아닌 삼성물산의 주주가 될 것이다.¹⁰⁰⁹

655. 이에 대하여, 피청구국은 이러한 기준을 충족하는 한국 투자자 5 명을 지목한다.¹⁰¹⁰ 또한, 피청구국은 이러한 한국 투자자들이 삼성물산 이외의 다른 삼성그룹 회사들에 대한 지분이 없었고, 본건 합병과 주식매수청구 가격 결정에 반대하였으며, 주식매수청구 가격에 대한 주식매수청구 소송에서 한국 법원으로부터 “공통적이고 동질적”으로 평가되었으므로 EALP 와 “동일한 상황”임을 강조한다.¹⁰¹¹ 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 이재용 일가가 비교대상이 될 수 있다고 하더라도, 이와 같은 한국 주주 5 명과 청구인 간의 비교가 이루어져야 한다.¹⁰¹² 또한, 피청구국은 청구인이 *UPS v. Canada* 사건의 반대의견을 부적절하게 원용하였다고 판단한다.¹⁰¹³

656. 청구인의 차별적 의도 주장과 관련하여, 피청구국은 “싱가포르 GIC, SAMA 및 ADIA 와 같은” 일부 해외 “대규모 전문” 기관투자자들이 본건 합병에 찬성 투표하였다고 지적한다.¹⁰¹⁴ 피청구국은 청구인이 차별적 의도의 증거로 인용하는 진술 및 증언이, 오히려 삼성그룹이 국가 경제에 미치는 중요성을 고려할 때, 본건 합병에 대한 결정이

¹⁰⁰⁷ 반박서면, 제 570 항.

¹⁰⁰⁸ 반박서면, 제 572 항, *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 최종판정문, 2005년 8월 3일, 제 4 장, 제 2 절, 제 19 항(RLA-28) 인용.

¹⁰⁰⁹ 반박서면, 제 571 항.

¹⁰¹⁰ 반박서면 제 561 항, 제 573 항.

¹⁰¹¹ 재반박서면, 제 371 항.

¹⁰¹² 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 48 항.

¹⁰¹³ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 48 항, *United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada*, ICSID 사건 번호 UNCT/02/1, Ronald A. Cass 학장의 별도 의견, 2007년 5월 24일, 제 59-60 항(CLA-15) 인용. 또한, 피청구국은 청구인이 해당 사건에서 *Dean* 사건의 별개의견을 오도하여 인용한다고 진술한다.

¹⁰¹⁴ 반박서면, 제 578 항.

공공의 이익에 미치는 영향에 관한 한국 정부의 합당한 반응으로 볼 수 있음을 시사한다.¹⁰¹⁵

657. 이러한 맥락에서 피청구국은 엘리엇이 “해당 지역의 경제는 말할 것도 없고 회사, 직원 및 다른 주주들의 이익”을 무시하고, “소송을 활용하거나 남용하여 자신들이 원하는 대로 행위하도록 회사 경영진에 압박을 가하는 것으로 악명이 높다”고 주장한다.¹⁰¹⁶ 이에 비추어 볼 때, “청구인의 주장대로 공무원이 [엘리엇]에 반대되는 의견을 내고 흥 전 기금융본부장이 본건 합병에 반대하는 것을 국가를 배신하는 것으로 비유한 것이 국제법상 협정을 위반하여 외국인 투자자들에 대해 차별 의도를 가진 것을 입증하는 증거로 채택될 수는 없다”고 주장한다.¹⁰¹⁷

3. 미국 서면

658. 미국은 협정 제 11.3 조가 국적에 근거한 차별만을 의도하며, 투자자 또는 투자 간의 모든 차별적 대우를 금지하려는 의도가 아니라는 점을 지적한다.¹⁰¹⁸ 국적에 근거한 차별은 법률상(표면적으로 차별적) 또는 사실상(표면적으로는 중립적이지만 그 적용에 있어 국적에 근거하여 차별적) 성립할 수 있다.¹⁰¹⁹ 차별적 의도의 입증은 요구되지 않는다.¹⁰²⁰
659. 미국에 따르면, 제 11.3 조에 따른 내국민대우 위반을 입증하기 위해, 청구인은 자신 또는 자신의 투자에 “대우”가 부여되었고; 내국인 투자자 또는 투자와 “동종의 상황”에 있었으며; 청구인이 비교대상으로 특정한 내국인 투자자나 투자에 부여하는 대우보다 “불리한” 대우를 받았다는 점을 입증할 책임이 있다.¹⁰²¹
660. 미국은 “동종의 상황”을 확인하려면 맥락에 따라 (단순히 더 유리한 대우를 받는 내국인 투자자 또는 투자보다) 관련된 모든 측면에서 유사하지만 소유권 국적만이 다른 내국인 투자자 또는 투자를 특정하고자 하는 구체적 사실관계에 대한 조사가 필요하다고

¹⁰¹⁵ 반박서면, 제 579 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 49 항.

¹⁰¹⁶ 반박서면, 제 580 항.

¹⁰¹⁷ 반박서면, 제 583 항.

¹⁰¹⁸ 미국 서면, 제 23 항.

¹⁰¹⁹ 미국 서면, 제 23 항.

¹⁰²⁰ 미국 서면, 제 23 항.

¹⁰²¹ 미국 서면, 제 22 항, 제 24 항.

주장한다.¹⁰²² 특히, 미국은 “‘상황’이라는 용어가 대우 자체가 아니라 대우에 수반되는 조건이나 사실을 의미하는 것으로 이해한다”면서; 관련 정황을 특정하려면 “상황 전체”를 살펴볼 필요가 있는데, 여기에는 대우가 정당한 공공복지 목적을 가진 투자자 또는 투자를 구별하는지 여부가 포함된다고 한다.¹⁰²³

4. 중재판정부의 결정

661. 청구인의 내국민대우 주장에서 관련 협정 조항은 제 11.3 조이다. 제 11.3 조는 관련 부분에서 다음과 같이 정한다:

제 11.3 조: 내국민대우

1. 각 당사국은 자국 영역내 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자에게 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 다른 쪽 당사국의 투자자에게 부여한다.
2. 각 당사국은 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자의 자국 영역내 투자에 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 적용대상투자자에 부여한다.

662. 피청구국이 청구인의 내국민대우 청구에 대한 중재판정부의 관할권을 부정하기 위해 원용한 두 가지 유보(지분 유보 및 사회서비스 유보)는 협정 부속서 II에 명시되어 있다.

663. 지분 유보에 따르면, “대한민국은 공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보한다”.

664. 사회서비스 유보에 따르면,

대한민국은 법집행 및 교정 서비스, 그리고 다음의 서비스가 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지되는 사회 서비스인 한도에서 그 서비스의 제공에 대하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보한다: 소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회 복지, 공공훈련, 보건, 그리고 보육.

665. 지분 유보와 관련하여, 앞서 중재판정부는 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속될 수 있으므로 지분 유보에 따른 “정부 권한”에 해당한다고 판단하였다. 쟁점은 본건 합병에 대한 국민연금의 투표가 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련한 조치”에 해당하는지 여부이다.

¹⁰²² 미국 서면, 제 25-27 항.

¹⁰²³ 미국 서면, 제 25-26 항.

666. 중재판정부는 앞서 제 V.A.3 절에서 “조치”라는 용어가 협정에서 피청구국의 “관행” 또는 “행위 또는 일련의 행위”와 작위 및 부작위 등 그 밖의 형태의 “정부 행위”를 포함하는 광범위한 의미로 사용된다고 판단하였다. 따라서 본건 합병에 대한 의결권 행사는 협정상 “조치”에 해당한다.
667. 나머지 쟁점은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사가 “지분의 ... 처분과 관련하여” 조치를 구성하는지 여부이다. 앞서 언급한 바와 같이, 청구인은 국민연금의 의사결정에 대한 피청구국의 개입과 국민연금의 본건 합병 찬성 투표가 삼성물산 주식의 “처분”이 아니었다고 주장한다. 청구인에 따르면, “처분”은 “제안된 거래에 관한 표결이 아니라, 주식에 관한 최종 단계나 정리를 요구”한다. 중재판정부는 협정 제 11.3 조의 내국민대우 조항이 광범위한 의미에서 “처분”이라는 용어를 사용하고 있는데, 이는 내국민대우 의무가 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 적용된다고 규정함을 지적한다(강조표시 임의추가). 따라서 중재판정부는 “처분”이 “주식에 관한 최종 단계나 정리”로만 이루어진다는 청구인의 주장에 동의할 수 없다. 본건의 경우, 국가의 주식 처분은 특정 가격에 삼성물산 주식을 매도하는 것과 관련된 본건 합병에 대한 표결과 그 표결에 따른 매도의 완결을 포함하는 복합적인 행위이다. 이에 따라 지분 유보에 해당한다.
668. 따라서, 협정 제 11.3 조의 내국민대우 의무 위반에 대한 청구인의 청구는 기각된다. 이러한 상황에서, 중재판정부는 청구인의 청구도 사회서비스 유보에 따라 기각되어야 하는지 여부를 판단할 필요가 없다.

C. 위협의 감수

669. 피청구국은 청구인이 본건 합병이 승인되어 자신의 투자와 관련한 손실을 입을 위험을 알고도 감수하였기 때문에 협정상 책임이 배제된다고 주장한다.
670. 이러한 주장은 피청구국이 항변의 방식으로 제기하므로, 청구인의 답변 전에 아래와 같이 논의된다.

1. 피청구국의 입장

671. 피청구국은 투자자가 자신의 투자의 위험을 인지하고도 감수하는 경우, 국가책임이 개입되지 않으며, 투자 협정상 보호 위반에 대한 투자자의 주장은 인정될 수 없다고

주장한다.¹⁰²⁴ 피청구국에 따르면, 투자자는 자신이 투자를 하기 전에 발생하였거나 예상하였던 행위에 대하여, 이러한 행위의 기대 효과가 투자자가 지급한 가격에 반영되었을 것이기 때문에 손해배상을 청구할 수 없다.¹⁰²⁵ 피청구국의 주장을 뒷받침하기 위하여, 피청구국은 투자 협정이 “잘못된 경영상 판단” 또는 “[관련 청구인들이] 감수한 위험”에 대한 “보험”이 아니라는 여러 투자 중재판정부 판정들을 원용한다.¹⁰²⁶

672. 피청구국은 위험의 감수 항변은 특정한 결과가 발생할 수 있다는 위험에 대한 실제적 또는 구조적인 인식, 그럼에도 투자를하기로 한 청구인의 결정과 위 결과의 추후 실현만을 요구한다고 주장한다.¹⁰²⁷ 해당 항변은 상업적 위험에만 적용되는 것이 아니다; 피청구국에 따르면, “위험의 특성과 그 위험이 어떻게 분류되는지 여부와 상관없이, 투자 당시 청구인이 위험을 알고 있었고 이를 감수한 경우 청구인은 그 위험의 실현으로 인한 손해의 회복을 청구할 권리가 없다”.¹⁰²⁸ 반면에, 피청구국은 항변에 정부 개입의 위험에 대한 실제적 또는 구조적인 인식을 요구한다면 “항변을 완전히 무의미”하게 만들 것이기 때문에, 이를 요구하지 않는다고 주장한다.¹⁰²⁹

673. 피청구국은 본건의 사실관계에 항변을 적용하여, 청구인이 본건 합병이 승인될 수 있음을 알았거나 알 수 있었음에도 계속 진행되었다면, 그 행위의 결과에 대한 구제를 구하는 것이 금지된다고 주장한다.¹⁰³⁰ 피청구국은 청구인의 손해배상액이 청구인이 위험을 감수한 손실액만큼 감액되어야 한다고 덧붙인다.¹⁰³¹

¹⁰²⁴ 재반박서면, 제 318 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 63 항.

¹⁰²⁵ 반박서면, 제 598 항.

¹⁰²⁶ 반박서면, 제 517-21 항, *Waste Management Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004년 4월 30일, 제 114 항, 제 177 항(**CLA-16**); *Emilio Agustin Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건 번호 ARB/97/7, 판정문, 2000년 11월 13일, 제 64 항(**CLA-33**); *Fireman's Fund Insurance Company v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/02/1, 판정문, 2006년 7월 17일, 제 176(k)항, 제 179 항, 제 180 항, 제 218 항(**RLA-32**) 인용; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 65-67 항.

¹⁰²⁷ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 41 항.

¹⁰²⁸ 재반박서면, 제 318 항.

¹⁰²⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 70 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 41 항.

¹⁰³⁰ 반박서면, 제 610-11 항, 제 617 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 62 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 42 항.

¹⁰³¹ 반박서면, 제 514 항, 제 588(b)항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 62 항.

674. 구체적으로, 피청구국은 청구인이 삼성그룹의 로비 능력과 재벌 거래에서의 한국 기관투자자 및 국민연금의 투표 실적으로 인해 본건 합병이 승인될 수 있는 위험을 알면서 이를 감수하였다고 주장한다.¹⁰³² 특히, 피청구국은 청구인이 삼성물산 주식을 최초로 매수하기 전인 2015년 1월 25일에 Mr. Smith의 팀이 본건 합병의 “구체적 가능성”을 알고 있었으며, 본건 합병이 사실상 “불가피한” 것임을 알고 있었음을 보여주는 Mr. Smith의 증언과 당시 문서 기록을 강조한다.¹⁰³³
675. 피청구국은 청구인이 삼성물산 경영진과 국민연금으로부터 합병 가능성에 관하여 보증을 받았다는 청구인의 주장을 입증하는 어떠한 서면 증거도 없다고 지적한다.¹⁰³⁴ 피청구국은 무엇보다도 청구인이 주장하는 이러한 보장들은 청구인이 2015년 1월에 삼성물산 주식 매수를 시작하고 그 투자에 내재된 위험을 스스로 감수한 이후에 발생한 것이라고 주장한다.¹⁰³⁵
676. Milhaupt 교수의 보고서를 인용하면서, 피청구국은 청구인이 전문 투자자로서 본건 합병이 삼성그룹에 대한 지배권을 이재용에게 넘기기 위해 진행 중인 일련의 조치들의 일부이고, 삼성그룹이 “[이러한] 목적을 달성하기 위해 정치적 영향력을 행사할 것”이며,¹⁰³⁶ 삼성물산과 제일모직의 주가를 조작할 “가능성”이 있었다는 것을 반드시 알았을 것이라고 주장한다.¹⁰³⁷ 이와 관련하여, 피청구국은 청구인이 자문기관들로부터 받은 자문에 대한 내부 검토에서, 국민연금은 의사결정 과정이 자체적인 투자 원칙에 위배되지 않는 한 본건 합병을 지지하도록 로비를 받을 수 있음을 알고 있었다고 지적한다.¹⁰³⁸

¹⁰³² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 71 항, 제 74 항.

¹⁰³³ 반박서면, 제 488(b)항, 제 522-25 항, 제 527-28 항, Smith 제 1 차 진술서, 제 18 항, 제 23 항(CWS-1) 인용; 재반박서면, 제 322 항, 제 514 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 72 항, 심리 속기록, 2 일차, 189:16 – 190:2 면; 스펙트럼 아시아가 엘리엇 매니지먼트에 제출한 삼성물산-제일모직 합병 관련 보고서, 2015년 3월 19일, 4 면, 6 면(R-255) 인용.

¹⁰³⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 82-84 항.

¹⁰³⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 85 항.

¹⁰³⁶ 재반박서면, 제 327-28 항, 제 332(a)항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 81 항, 심리 속기록, 5 일차, 45:15-19 면, 47:4-22 면 인용.

¹⁰³⁷ 재반박서면, 제 338 항. Milhaupt 보고서, 제 42-47 항, 제 53 항(CER-6) 참조.

¹⁰³⁸ 재반박서면, 제 332(b)-(c)항, 제 333 항.

677. 국민연금의 의사결정과 관련하여, 피청구국은 청구인이 리서치를 통해 투자위원회가 본건 합병에 대해 먼저 심의하고, 전문위원회에 의결권 행사를 부의하기로 하는 결정은 투자위원회에서 내리는 것임을 알고 있었다고 지적한다.¹⁰³⁹ 피청구국에 따르면, 청구인은 국민연금이 자신의 전체 포트폴리오의 관점에서 본건 합병을 판단할 것임을 알고 있었다.¹⁰⁴⁰
678. 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 청구인은 삼성물산 주식 1,110 만 주를 매수할 때에 “기회를 잡기로 결정”하였다.¹⁰⁴¹ 특히, 7,732,779 주는 삼성물산이 본건 합병과 같은 거래(법정 합병비율에 의한 경우 포함)를 체결할 가능성이 있고, 국민연금이 “합병 과정에 위협이 될 것 같지 않음”을 알고도 매수하였다.¹⁰⁴² 또한, 삼성물산 경영진이 본건 합병비율에 의한 본건 합병을 공식적으로 발표하였음을 알고도 추가로 3,393,148 주를 매수하였다.¹⁰⁴³ 피청구국은 청구인이 해당 주식을 본건 합병 이후 시장 가격으로 매각될 위험을 알고 감수하였음을 강조하고 있다.¹⁰⁴⁴
679. 이에 비추어 볼 때, 피청구국은 청구인의 청구가 “투자에 내재하는 바로 그 위험”에 근거한 것이라고 주장한다.¹⁰⁴⁵ 피청구국은 청구인이 본건 합병을 막연한 가능성에 불과한 것으로 간주하였음은 설득력이 있거나 관련성이 있지 않다고 결론 내린다.¹⁰⁴⁶ 나아가, 청구인이 본건 합병이 승인될 위험을 알면서 감수한 범위 내에서, 피청구국은 청구인이 국민연금이 합병에 찬성하는 구체적인 이유를 염두에 두었는지 또는 그 위험의 대소를 정확하게 평가하였는지 여부는 중요하지 않다고 본다.¹⁰⁴⁷

¹⁰³⁹ 재반박서면, 제 331 항. 재반박서면, 제 317(b)항 참조.

¹⁰⁴⁰ 재반박서면, 제 339 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 75-76 항. 피청구국은 국민연금이 제일모직의 상장 이후 2014년 12월에 제일모직 주식을 매수하였고, 언론 보도에 따르면 시장이 2015년 1월 4일부터 국민연금의 제일모직 지분을 인지하였을 것임을 명시하고 있다. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 79-80 항 참조.

¹⁰⁴¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 68 항.

¹⁰⁴² 재반박서면, 제 321 항, 제 326 항, 제 334-36 항; 피청구국의 답변서 심리 후 재반박서면 제 43(a)항. 심리 속기록, 3 일차, 7:1 – 15:17 면 참조.

¹⁰⁴³ 반박서면, 제 597 항; 재반박서면, 514-15 항; 피청구국의 반박서면 심리 후 주장서면 및 제 43(b)항.

¹⁰⁴⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 73 항.

¹⁰⁴⁵ 반박서면, 제 515 항. 반박서면, 제 618 항; 재반박서면, 제 317 항, 제 319 항 참조.

¹⁰⁴⁶ 재반박서면, 제 321-26 항.

¹⁰⁴⁷ 재반박서면, 제 333 항.

680. 피청구국은 청구인이 “정확히 본건 합병이 진행될 것임을 예측하였으며, 이를 막기 위하여” 투자를 하였다고 강조한다.¹⁰⁴⁸ 이와 같이, 피청구국은 청구인의 잘못된 경영상 판단을 보상하는 것은 부당하고 협정 목적에 부합하지 않는다고 주장한다.¹⁰⁴⁹

2. 청구인의 입장

681. 청구인은 위험의 감수의 원칙이 신의성실의 원칙에 따라 인정되는 국제법상 책임에 대한 항변임을 피청구국이 입증하지 못하였다고 주장한다.¹⁰⁵⁰

682. 이러한 항변이 국제법상 존재한다고 가정하더라도, 청구인은 피청구국의 협정 위반 행위에 대한 위험을 감수하였음을 부인한다.¹⁰⁵¹ 이와 관련하여, 청구인은 (청구인이 투자를 하기 전에 신중하게 평가하였으며, 보증이 되지 않음을 인정하는) 통상적인 “상업적 위험”과 본건 중재의 쟁점인 “부패범죄를 바탕으로 한 자의적이고 차별적인 조치에 대한 리스크”를 구별한다.¹⁰⁵²

683. 청구인은 피청구국이 인용한 사례들의 판결에서 상업적 위험에 관한 “잘못된 경영상 판단” 또는 “사업계획의 실패”와 관련하여 위험의 감수를 인정하였음을 지적한다.¹⁰⁵³ 청구인은 이와 관련하여 “주가의 변동, 법정 산식의 적용 또는 공정한 주주 표결에서 삼성물산의 주주가 적대적 합병에 동의할 리스크”의 상업적 리스크를 감수하였음을 인정한다.¹⁰⁵⁴

¹⁰⁴⁸ 반박서면, 제 618 항, Smith 제 1 차 진술서, 제 23 항(CWS-1) 인용.

¹⁰⁴⁹ 반박서면, 제 619 항, *RosInvestCo UK Ltd v. The Russian Federation*, SCC 사건 번호 V079/2005, 최종판정문, 2020 년 9 월 12 일, 제 670-71 항(RLA-51); *CME Czech Republic v. Czech Republic*, UNCITRAL, Ian Brownlie, CBE, QC 의 Separate Opinion on the Issues at the Quantum Phase, 2003 년 3 월 14 일, 제 69 항, 제 107 항(RLA-24) 인용.

¹⁰⁵⁰ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 36 항.

¹⁰⁵¹ 답변서면, 제 442-51 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 143 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 37 항.

¹⁰⁵² 답변서면, 제 444 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 144-45 항.

¹⁰⁵³ 답변서면, 제 443 항; *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004 년 4 월 30 일, 제 114 항, 177 항(CLA-16); *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건 번호 ARB/97/7, 판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 64 항(CLA-33); *Fireman's Fund Insurance Company v. The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/02/1, 판정문, 2006 년 7 월 17 일, 제 180 항(RLA-32) 인용.

¹⁰⁵⁴ 답변서면, 제 444 항.

684. 청구인은 본건에서 문제되는 위법행위가 자신의 주식 매수 시점 당시에 비가역적으로 발생하지 않았음을 덧붙인다.¹⁰⁵⁵ 청구인은 피청구국의 부당한 행위가 없었다면, “[본건 합병과 같은 거래와 관련된 시장의 우려로 인한] 삼성물산 주가의 저평가는 시장이 [삼성물산] 주주로부터 이재용에게의 유의미한 가치의 이전이 없을 것임을 이해한 후에는 사라졌을 것”이라고 주장한다.¹⁰⁵⁶
685. 청구인은 본건 합병 발표 이후에도 주주들이 본건 합병안을 거부할 것으로 “기대”되었기 때문에 본건 합병이 승인될 상업적 리스크는 여전히 극히 낮은 것으로 이해하였다는 입장을 취하고 있다.¹⁰⁵⁷ 청구인은 이와 반대되는 피청구국의 주장에도 불구하고, 매수 당시 한국의 시장 참여자들은 본건 합병이 발생할 가능성을 예상하지 못하였다고 주장한다.¹⁰⁵⁸ 또한 청구인은 2015년 3월에 당시 주가에 의한 합병이 삼성물산 주주들에게 손해를 끼칠 것이라는 국민연금의 견해를 근거로 하여 삼성물산에 대한 자신의 투자가 이루어졌다고 주장한다.¹⁰⁵⁹
686. 청구인은 삼성물산 주식을 매수할 당시, 자신의 리서치와 국민연금과의 대화 및 회의 끝에 국민연금이 “합리적인 경제적 이익을 추구하고 [국민연금의 의결권행사지침]에 체화된 원칙”에 따라 행동할 것이라고 판단하였다고 주장한다.¹⁰⁶⁰ 또한 청구인은 따로 조사를 실시한 결과 국민연금에 박근혜 대통령과 한국 정부가 부정하게 개입할 것이라는 위험신호는 감지되지 않았다.¹⁰⁶¹ 따라서, 본건 합병을 승인하기 위해 국민연금의 의사결정 절차에 개입할 정부의 계획을 알지 못하였다고 주장한다.¹⁰⁶²

¹⁰⁵⁵ 답변서면, 제 451 항.

¹⁰⁵⁶ 답변서면, 제 451 항.

¹⁰⁵⁷ 답변서면, 제 447 항.

¹⁰⁵⁸ 답변서면, 제 445 항, 제 451 항. Boulton 제 2 차 보고서, 제 9.2.2 항(CER-5) 참조.

¹⁰⁵⁹ 답변서면, 제 450(b)항, Smith 제 1 차 진술서, 제 28 항(CWS-1); 엘리엇이 국민연금에게 발송한 서한(일부 삭제), 2015년 6월 3일, 3면(C-187); Smith 제 2 차 진술서, 제 43 항(CWS-5) 인용.

¹⁰⁶⁰ 답변서면, 제 450 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 146 항.

¹⁰⁶¹ 답변서면, 제 450(a)항, Smith 제 1 차 진술서, 제 23 항, 제 25-26 항(CWS-1); IRC, “한국 국민연금기금 관련 최종보고서”, 2015년 4월 20일, 14면(C-166) 인용.

¹⁰⁶² 답변서면, 제 450 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 38-39 항.

3. 중재판정부의 결정

687. 앞서 요약한 바와 같이, 피청구국의 주장은 위험의 감수 항변을 전제로 하는 법적 근거가 신의성실의 원칙에 있다는 것이다. 피청구국은 특히 *Maffezini* 사건을 인용하는데, 여기서 중재판정부는 투자 협정이 “잘못된 경영상 판단에 대한 보험이 아니며”, 투자자는 “어떠한 투자에 내재된 사업적 리스크”로 인해 발생한 손실을 투자 협정에 따라 보전 받을 수 없다는 흔히 인용되는 문장을 언급하였다.¹⁰⁶³ 피청구국은 NAFTA 중재판정부를 포함한 여러 중재판정부들이 “투자자의 청구를 기각하면서 이 원칙을 인용하였다”고 지적한다.¹⁰⁶⁴
688. 중재판정부는 *Maffezini* 또는 피청구국이 인용하는 NAFTA 사건들이 투자 협정상 청구에 대한 법적 항변으로서 위험의 감수를 입증하는 법적 규칙 또는 원칙을 확립하고자 한다거나, 해당 사건의 중재판정부가 이러한 일반 규칙을 확립할 권한을 가졌다고 보지 않는다. 실제로, 피청구국이 인용한 문구는 오히려 중재판정부들의 증거에 의한 사실 판단을 보여준다. 달리 말하자면, 증거에 따르면 투자자는 투자를 함에 있어서 언제나 (정의상) 투자에 내재된 일정한 상업적 위험을 감수하며, 그러한 위험의 실현은 투자유치국의 해당 투자 협정 위반에 해당할 수 없다. 투자자는 자신의 청구를 인용받기 위하여 투자유치국이 해당 조약을 위반하였음을 증명하여야 한다. 또한 이는 *Maffezini* 판정의 관련 문구를 다음과 같이 해석할 수 있다는 의미이다:

63. 또한 중재판정부는 이러한 쟁점에 대한 전문가 및 증인의 증언을 심리한 후, SODIGA 가 수행한 타당성 조사가 흠결 여부를 불문하고 오로지 EAMSA 의 자본 참여를 결정하기 위한 SODIGA 의 내부 목적만을 위한 것이며 COTECNO 를 고용하여 의뢰한 투자자의 연구를 대체하기 위한 것이 아니었다고 판단한다. 따라서, SODIGA 는 실제 금액을 불문하고, 비용 초과에 대해 책임을 지지 않는다. 또한, 이와 관련하여 책임의 귀속을 정당화하기 위해 청구인이 제기한 측면에 해당하는 SODIGA 의 EAMSA 이사회 구성원 지위도 통상적인 사업 약정과 일치하였다. 보조금은 스페인과 Xunta de Galicia 가 SODIGA 가 아니라 EAMSA 의 요청에 따라 지급하였으며, 따라서 SODIGA 에 대한 책임의 잠재적 귀속과 연결되지 않는다. SODIGA 의 대출에 적용되는 우대금리도 Xunta de Galicia 가 상환 방식으로 지급하였다.

¹⁰⁶³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 65 항; *Emilio Agustin Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건 번호 ARB/97/7, 판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 64 항(CLA-33).

¹⁰⁶⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 65 항.

64. 이와 관련하여, 중재판정부는 양자간 투자협정이 잘못된 경영상 판단에 대한 보험이 아니라는 점을 강조해야 한다. 스페인에서 SODIGA 와 그 자매회사가 관련 기간 동안 추구한 정책과 관행의 단점이 있었던 것은 아마도 사실일 것이지만, 이로 인하여 어떠한 투자에 내재된 사업상 위험으로부터 투자자를 구제한다고 볼 수는 없다. 이러한 범위 내에서, Mr. Maffezini 가 유사한 상황에서 어떤 사적 실체보다 크게 가질 수 있는 손실을 스페인이 책임질 수 없음은 명백하다.¹⁰⁶⁵
689. 피청구국이 인용한 NAFTA 판결도 마찬가지로 협정 위반을 인정하지 않는 상황에서의 사실관계 판단을 토대로 중재판정부가 내린 결론을 근거로 한다.¹⁰⁶⁶
690. 피청구국은 또한 피청구국이 “위험의 감수”라고 규정하는 바에 따라 투자 협정 위반에 대한 청구를 기각할 수 있다는 취지의 협정이나 국제관습법의 규칙이 존재함을 입증하지 못하였다.
691. 또한 본건의 사실관계에 따르면, 청구인이 투자 당시에 본건 합병이 발생할 수 있는 위험을 분명히 부담하였지만(위 제 III.C.1 절 참조), 한국 정부가 본건 합병 의결권 행사에 개입할 위험을 부담하지 않았음이 명백하다. 실제로 한국 법원이 판단한 바와 같이, 본건 합병에 대한 국가의 개입은 청구인이 스왑 포지션을 직접 주식 보유로 전환하는 절차를 완료하고 한참 지난 2015 년 6 월 말이 되어서야 ¹⁰⁶⁷ 시작되었다.¹⁰⁶⁸ 더욱이, 본건 합병에 대한 국가의 개입에 관한 정보는 본건 합병 후 1 년이 넘게 지난 2016 년 말에 대중에게 명백하게 드러난 것으로 보인다.¹⁰⁶⁹ 따라서 사실관계에 따르면, 청구인은 한국이 본건 합병에 개입할 위험을 감수하였다고 말할 수 없으며, 어떠한 경우에도 투자 협정 위반의 위험은 투자자가 적법하게 감수하였다고 말할 수 있는 위험이 아니다. 실제로, 투자 협정은 투자유치국의 위반에 대한 보호를 제공하는 바로 그 목적이다.
692. 따라서 피청구국의 위험의 감수 항변을 기각한다.

¹⁰⁶⁵ *Emilio Agustin Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건 번호 ARB/97/7, 판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 63-64 항(CLA-33).

¹⁰⁶⁶ *Waste Management Inc v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/00/3, 판정문, 2004 년 4 월 30 일, 제 108-15 항(CLA-16); *Grand River Enterprises Six Nations, Ltd., et al v. United States of America*, UNCITRAL, 판정문, 제 67 항(RLA-33); *Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/02/1, 판정문, 2006 년 7 월 17 일, 제 180 항(RLA-32).

¹⁰⁶⁷ 위 제 583 항 참조

¹⁰⁶⁸ 위 제 170 항 참조

¹⁰⁶⁹ 위 제 503 항 참조

D. 당사자들의 불리한 추론 요청

693. 절차 진행 과정에서, 양 당사자들은 중재판정부가 상대 당사자의 문서제출의무 불이행에 대해 불리한 추론을 도출해 달라는 여러 요청을 하였다. 중재판정부는 “당사자들의 불리한 추론 요청에 대해 결정을 내릴 적절한 시기가 실제로 중재판정문의 선고 과정”이라고 판단하였다.¹⁰⁷⁰

I. 청구인의 요청

694. 청구인은 두 회사의 당시 주가를 기준으로 하는 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 유해할 것이라는 Mr. Smith 의 주장에 국민연금 관계자에게 동의하였다는 회의에 대하여, 피청구국이 2015 년 3 월 18 일자 회의에 참석한 국민연금 관계자들로부터 어떠한 증인 진술서도 제공받지 않기로 선택하였다면서, 중재판정부가 “대한민국이 중재판정부의 명령을 준수하여 [REDACTED] 팀장의 진술서를 제출하였다면 위 회의에 관한 Mr. Smith 의 기억을 확인해주었을 것”이라는 불리한 추론을 도출할 것을 요청한다.¹⁰⁷¹

695. 본건 합병에 관한 국민연금의 행위를 지시함에 있어 박근혜 대통령이 개인적으로 관여한 혐의와 관련하여, 청구인은 중재판정부에게 피청구국을 상대로 “박근혜 대통령이 삼성그룹이 지급한 뇌물에 대한 대가로 청와대, 보건복지부 및 국민연금에게 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 자신에게 상당한 영향력과 지배권을 행사할 것에 동의하였고”,¹⁰⁷² “삼성과의 부패 거래를 이행하기 위하여, 박근혜 대통령은 청와대로부터 보건복지부를 거쳐 국민연금에 이르는 일련의 지시를 시작하였다”는 불리한 추론을 할 것을 요청한다.¹⁰⁷³

696. 또한 청구인은 중재판정부가 국민연금의 본건 합병 찬성 투표를 달성하기 위하여 다음과 같은 불리한 추론을 도출해 줄 것을 요청한다:

¹⁰⁷⁰ 2021 년 9 월 20 일자 절차명령 제 18 호, 제 79 항.

¹⁰⁷¹ 위 제 185 항 참조 답변서면, 제 42 항.

¹⁰⁷² 2021 년 7 월 14 일자 청구인의 불리한 추론 신청서, 제 24 항, 제 46(i)(a)항. 답변서면, 제 355(e)항 참조; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 117(e)항.

¹⁰⁷³ 2021 년 7 월 14 일자 청구인의 불리한 추론 신청서, 제 29 항, 제 46(i)(b)항.

- (a) “홍완선 본부장은 궁극적으로 청와대와 보건복지부 관계자들로부터 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 압박을 받고 행동하였다”;¹⁰⁷⁴ 그리고
- (b) “홍완선 본부장을 포함한 공무원들은 삼성 관계자들과 공조하여, 먼저 국민연금 [전문위원회]가 본건 합병에 찬성 투표하도록 유도하고, [전문위원회]가 제안된 조건으로 본건 합병을 지지하지 않을 것이 명백해지자, 대신 투자위원회가 본건 합병에 찬성 결정하도록 공모하였다”.¹⁰⁷⁵

697. 나아가, 청구인은 피청구국이 검찰 공소장에 구체적으로 인용한 문서들을 공개하지 않았다고 주장하며, “한국의 검찰 공소장에 기재된 사실관계는 ... 쟁점 사실들에 대한 한국의 진정한 믿음을 반영하고”, 이는 박근혜 대통령과 이재용 사이의 대가관계와 본건 합병 전후 삼성물산과 제일모직의 주가 조작에 관한 것이라는 불리한 추론을 요청한다.¹⁰⁷⁶

698. 국민연금의 주권면제 문제에 관하여, 청구인은 피청구국이 국민연금이 외국 법원에서 주권면제를 청구할 권한이 있음을 부인하지 않았으나, 중재판정부의 결정에 따라 국민연금과 관련된 피청구국의 주권면제 청구를 인용하거나 기각한 법원 및 중재판정부 결정을 제출하지 않았음을 지적한다.¹⁰⁷⁷ 따라서, 청구인은 중재판정부가 국민연금이 외국 법원에서 주권면제를 주장할 수 있다는 불리한 추론을 도출할 것을 요청한다.¹⁰⁷⁸

2. 피청구국의 요청

699. 청구인이 적용대상투자를 보유하는지 여부와 관련하여, 피청구국은 청구인이 투자의 정확한 시기 및 성격에 관한 증거를 제출하지 않았으므로, 중재판정부에게 “증거 부재로 인해 합리적으로 초래되는 부정적인 추론을 감안하여 청구인의 주장을 기각”할 것을 요청한다.¹⁰⁷⁹

¹⁰⁷⁴ 2021년 7월 14일자 청구인의 불리한 추론 신청서, 제 33항, 제 46(i)(c)항.

¹⁰⁷⁵ 2021년 7월 14일자 청구인의 불리한 추론 신청서, 제 33항, 제 46(i)(c)항.

¹⁰⁷⁶ 2021년 7월 14일자 청구인의 불리한 추론 신청서, 제 23항, 제 24(i)항, 제 29(i)항, 제 33(i)항, 제 44항.

¹⁰⁷⁷ 답변서면, 제 311(1)항.

¹⁰⁷⁸ 답변서면, 제 331(1)항; 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면, 제 80(c)항.

¹⁰⁷⁹ 반박서면, 제 317항.

700. 청구인의 삼성물산 주식 취득과 관련하여, 피청구국은 청구인의 “특권보호문서목록에 기술된 미비한 설명”을 보면 청구인이 (삼성물산 주식의 매입을 개시하기 전인) 2015년 1월에 본건 합병비율이 청구인의 투자에 해를 끼칠 수 있다는 점을 알았다는 추론이 타당하다고 주장한다.¹⁰⁸⁰ 따라서, 중재판정부가 청구인이 “본건 합병안이 상정되고 본건 합병비율이 채택될 것임을 알고 있었으며 그러는 동안에도 계속해서 [삼성물산] 주식을 매수하였다는 점”에 대한 불리한 추론을 도출할 것을 요청한다.¹⁰⁸¹
701. 또한, 청구인이 도이치은행이 작성한 삼성물산의 평가모델을 제출하지 않았다는 점을 근거로 하여, 피청구국은 중재판정부에게 본 평가모델이 청구인의 주장과 달리 “[삼성물산]의 가치가 효율적인 시장과 부합하는 시장 가격이었음을 보여준다”는 불리한 추론을 요청한다.¹⁰⁸²
702. 마지막으로, 청구인이 자신의 모든 스왑계약에 대해 지불한 가격을 보여주는 문서를 제출하지 않았다는 점을 지적하며, 피청구국은 중재판정부에게 “누락된 가격 정보가 최소한 제출된 가격 정보와 동일하다고 추정하고 Dow 교수가 청구인이 제일모직 스왑계약으로부터 얻은 이익에 대하여 계산한 수치를 입증된 것으로 인정”할 것을 요청한다.¹⁰⁸³

3. 중재판정부의 결정

703. 앞서 요약된 바와 같이, 당사자들의 불리한 추론 요청은 상대 당사자가 자신의 문서제출 의무를 준수하지 않은 혐의를 토대로 한다. 중재판정부는 상기 중재판정부의 판단과 아래 제 VIII.G 절에 비추어 볼 때, 이러한 요청이 더 이상 관련성이 없거나 고려할 가치가 없다고 본다. 따라서, 중재판정부는 당사자들의 불리한 추론 요청을 기각한다.

¹⁰⁸⁰ 재반박서면, 제 535-38 항.

¹⁰⁸¹ 재반박서면, 제 532 항, 제 534 항.

¹⁰⁸² 재반박서면, 제 540-43 항.

¹⁰⁸³ 재반박서면, 제 533 항.

VII. 인과관계

704. 청구인은 피청구국이 위법한 개입을 통하여 국민연금에 본건 합병에 찬성 투표하도록 하였고, 투표로 인하여 본건 합병이 승인되었으며, 본건 합병 승인으로 청구인에게 손실을 야기하였다고 주장한다.
705. 피청구국은 청구인이 주장하는 인과관계를 부정한다.

A. 적용 가능한 법적 기준

706. 협정 제 11.16 조 제 1 항 가호에 따라, 청구인은 “자기 자신을 위하여, ... 청구인이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것 ... 의 청구를 이 절에 따른 중재에 제기할 수 있다”. 당사자들은 협정 제 11.16 조 제 1 항 가호 및 국제공법에 따른 인과관계에 대한 법적 판단기준에 관하여 동의하지 않는다.

I. 청구인의 입장

707. 청구인은 국제공법에서 인정되는 인과관계의 기준이 사실상 인과관계와 법률상 인과관계(또는 상당인과관계)를 구분한다고 주장한다.¹⁰⁸⁴ 전자는 “국가의 위법행위가 없었다면 청구인이 주장하는 손실을 입었을지 여부”를 요구하지만, 후자는 “손실이 법적으로 보았을 때 위법행위로 발생할 수 있는 손실의 범위에 속하는지, 즉 그러한 손실이 예측가능하고, 과도하게 동떨어진 것이 아니며 위법행위에 의한 자연스러운 결과인지 여부”를 요구한다.¹⁰⁸⁵
708. 청구인은 피청구국이 제안하는 “책임에 대한 인과관계”와 “손실에 대한 인과관계”의 추가적인 구분을 부정한다.¹⁰⁸⁶ 청구인은 피청구국이 국가책임의 법리에 반하여, 협정 위반의 증명을 “방해”하기 위한 요소로 인과관계를 사용하고자 한다고 주장한다.¹⁰⁸⁷ 결국,

¹⁰⁸⁴ 답변서면, 제 504 항.

¹⁰⁸⁵ 답변서면, 제 504 항.

¹⁰⁸⁶ 답변서면, 제 504 항.

¹⁰⁸⁷ 답변서면, 제 502-03 항.

청구인에 따르면, (이전의 변론과는 달리) 심리 후 준비서면의 단계에서 피청구국이 “책임 인과관계” 분석을 구상한 것은 사실상 청구인의 분석에 부합한다.¹⁰⁸⁸

709. 청구인은 국제법상 청구인이 국가의 불법행위가 아니었다면 피해를 입지 않았을 것이라고 입증해야 한다는 피청구국의 입장에 동의하지 않는다.¹⁰⁸⁹ 오히려, 청구인에 따르면, 국제법은 청구인이 피청구국의 위반이 없었다면 청구인이 피해를 입지 않았을 것이라는 점만을 입증하도록 요구한다.¹⁰⁹⁰

710. 이와 관련하여, 청구인은 “필수 선행조건에 대한 검토에 있어서 청구인이 다른 어떤 시나리오에서도 동일한 결과가 발생하지는 않았을 것이라는 점을 입증할 필요가 없다”고 주장한다.¹⁰⁹¹ 오히려, 본건 합병이 승인된 이유가 피청구국의 위반행위 때문이라는 점을 청구인이 입증하는 것만으로 충분하다.¹⁰⁹²

711. 마찬가지로, 청구인은 개입적인 독립적 결정이 인과관계를 단절시킨다는 주장의 근거로 피청구국이 인용한 영국 법원의 판결의 관련성을 부정한다.¹⁰⁹³ 청구인은 영국 법원의 판결이 “독자적인 행위의 결과가 최초 위반행위와 너무 동떨어져 있을 경우, 최초 위반행위와 그 결과 사이에 인과관계를 인정할 수 없다는 것”을 의미하지만, 본건에서 “쟁점이 되는 행위의 독립성 여부가 곧 다름이 되는 것”이라고 주장한다.¹⁰⁹⁴

712. 청구인은 마지막으로 국제법이 인과관계를 입증하기 위한 높은 기준을 부과한다는 점을 부인한다.¹⁰⁹⁵ 청구인의 견해에 따르면, 손실이 위반으로 인하여 “반드시” 또는 “충분히 확실한 정도”로 유발되어야 한다는 기준은 “국제법에서 일반적으로 적용되는 증거 기준, 즉 ‘개연성의 균형’ 또는 ‘증거의 우위’보다 높지 않다”.¹⁰⁹⁶

¹⁰⁸⁸ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 42 항.

¹⁰⁸⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 167-68 항.

¹⁰⁹⁰ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 168 항.

¹⁰⁹¹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 49 항.

¹⁰⁹² 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 49 항.

¹⁰⁹³ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 48 항.

¹⁰⁹⁴ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 48 항.

¹⁰⁹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 168 항.

¹⁰⁹⁶ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 43 항.

2. 피청구국의 입장

713. 피청구국의 출발점은 “피청구국이 협정 위반을 야기하였다는 점을 청구인이 먼저 입증하지 아니하는 이상, 협정에 따른 청구는 성립될 수 없다”는 것이다.¹⁰⁹⁷ 피청구국에 따르면, 청구인은 첫째로 주장된 위법행위가 “조건적”으로 없었더라면 가해적 사건이 발생하지 않았을 것이고, 둘째로 주장하는 위법행위와 가해적 사건과의 상당인과관계를 입증해야 한다.¹⁰⁹⁸
714. 상당인과관계의 개념은 피청구국의 협정 위반을 “사유로 하거나 또는 그러한 위반으로 인하여 발생하는” 청구인의 손해가 있어야 함을 요구한다.¹⁰⁹⁹ 이는 쟁점 행위와 손실 주장 사이의 “명확하고”, “단절되지 않은” 및 “법적으로 유의미한 관련성”을 의미한다.¹¹⁰⁰ “너무 간접적이고 동떨어졌으며 불확실”한 손해에 대한 배상은 이루어질 수 없다.¹¹⁰¹
715. 특히, 피청구국은 이에 개입하는 원인이 없어야 하며, 즉, 청구인은 “최종적이고 직접적인 행위, 즉각적 원인, ... 이 추월적 원인이 되지 않았으며 상당인과관계가 존재함을 입증해야 한다”고 주장한다.¹¹⁰² 또한, 피청구국은 청구인이 본 협정을 위반한 피청구국의 쟁점 행위가 그 손실의 “주된 원인”임을 입증해야 한다고 주장한다.¹¹⁰³ 피청구국은 또한

¹⁰⁹⁷ 반박서면, 제 393 항; 재반박서면, 제 150 항, 제 155-57 항.

¹⁰⁹⁸ 반박서면, 제 404 항.

¹⁰⁹⁹ 반박서면, 제 623 항, 협정, 제 11.16 조 제 1 항 가호 2 목(C-1) 인용.

¹¹⁰⁰ 반박서면, 제 405 항, *Administrative Decision No II*, 7 RIAA, 1923년 11월 1일, 29면(RLA-2); *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 139항(RLA-22) 인용.

¹¹⁰¹ 반박서면, 제 406 항, *S.D Myers Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 제 2차 부분판정문, 2002년 10월 21일, 제 140항(RLA-23) 인용; *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002년 8월 7일, 제 138항(RLA-22); *Trial Smelter Case (United States v. Canada)*, 1905년 UN 국제 중재 판결 보고서 3권, 1931면(RLA-1) 인용.

¹¹⁰² 반박서면, 제 625 항, *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종판정문, 2001년 9월 3일, 제 234항(RLA-20) 인용.

¹¹⁰³ 재반박서면, 제 466 항, *Ioan Micula, Viorel Micula, S.C. European Food S.A, S.C. Starmill SRL and S.C. Multipack SRL v Romania*, ICSID 사건 번호 ARB/05/20, 최종판정문, 2013년 12월 11일, 1137항(RLA-130) 인용.

“협정을 준수한 절차로 인해라도 동일한 결과가 발생하는 경우, 손해배상은 인정되지 않는다”고 주장한다.¹¹⁰⁴

716. 피청구국은 청구인이 손해배상책임을 입증하고, 청구인이 주장하는 손해를 회복하기 위한 두 단계의 청구에서 조건부(사실상) 인과관계와 상당(법률상) 인과관계 전부를 입증해야 할 책임이 있다고 주장한다.¹¹⁰⁵ 구체적으로, 피청구국은 중재판정부가 협정 위반을 인정하더라도 “위법행위가 본건 합병을 승인하기로 한 국민연금의 결정에 차이로 귀결되었는지”가 손해배상책임의 인과관계 문제라고 주장한다.¹¹⁰⁶ 손해에 대한 인과관계에 대한 문제는 중재판정부가 협정 위반을 인정하더라도, “중간에 개입된 원인이 아니라 한국의 위반행위가 주장되는 손실을 야기하였음이 입증”되는 것이다.¹¹⁰⁷
717. 피청구국에 따르면, 청구인은 “한국의 협정 위반이 없었다면 청구인이 문제삼고 있는 행위의 결과가 발생하지 않았을 것이라는 점”을 입증해야 한다.¹¹⁰⁸ 피청구국의 주장은 *Bosnian Genocide* 사건에서의 ICJ 의 판단에 근거하는데, 여기서 법원은 “충분히 직접적이고 확실한 인과적 관계”는 쟁점 행위의 결과가 “피청구국이 자신의 법적 의무를 준수하여 행위했다면 사실상 방지되었을 것”임을 “충분히 확실한 정도로” 결론지을 것을 요한다고 판시하였다.¹¹⁰⁹
718. 피청구국은 나아가 “독립적인 재량 행사로부터 비롯된 결정은 인과관계를 단절한다는 것”이라는 주장을 뒷받침하는 국내법적 권한을 언급하고 있다.¹¹¹⁰ 영국 법원의 판결에 따르면, “법률에 의하여 사법적으로 및 독립적으로 사건을 판단할 의무가 사람의 행위 간 인과관계 중에 존재할 경우에는 그 판결의 결과는 그에게 판단할 기회를 부여하였던 최초의 잘못으로부터 너무 동떨어진다”고 하면서, “독립된 의견을 형성할 법적 의무를

¹¹⁰⁴ 재반박서면, 제 466 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada*, PCA 사건 번호 2009-04, 손해배상에 대한 판정문, 2019년 1월 10일, 제 168-76 항(RLA-90) 인용.

¹¹⁰⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 87 항.

¹¹⁰⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 87 항.

¹¹⁰⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 87 항.

¹¹⁰⁸ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 88 항.

¹¹⁰⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 89 항, 집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(*Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro*), 판결문, 2007년 I.C.J. 보고서, 제 462 항(CLA-24) 인용.

¹¹¹⁰ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 95 항.

부담하는 자의 독립적인 행위에 의해서만 손해가 계속 발생하는 경우에는 피고가 손해배상 책임을 더 이상 지지 않는다”.¹¹¹¹

719. 피청구국은 마지막으로 국제법상 인과관계를 입증하기 위하여 “높은 수준의 사실적 확실성”이 요구된다고 주장한다. 피청구국은 다음과 같이 기재한 *Bilcon v. Canada* 사건의 판정을 인용한다:

국제공법 문헌에서는 의무위반과 피해 사이의 인과관계를 증명하는데 있어 높은 수준의 사실적 확실성을 요구한다. 즉, (*Chorzów* 사건에서와 같이) 문제되는 피해가 위반행위로 인해 “거의 확실히” 발생했거나, (*Genocide* 사건의 경우와 같이) 위반행위가 없었다면, 피해를 피할 수 있었을 것이라는 점이 “충분한 수준의 확실성”에 달할 정도라는 증거가 요구된다. *Genocide* 사건의 사실관계가 본 중재의 사실관계와 현저히 다르긴 하였으나, 중요한 유사점이 있다. 본 사건의 중재판정부와 같이, ICJ 는 어느 당사자의 관점에서는 위법 행위가 없었다 해도 동일한 피해가 발생하였을 것이라는 사실적 불확실성에 직면하였다.

중재판정부가 국가의 행위가 “필연적으로” 투자자로 하여금 수익성을 해치는 방식으로 행동하도록 유도했는지 여부를 물었던 *Nordzucker* 사건에서는 훨씬 더 엄격한 접근방식이 확립되었다.¹¹¹²

3. 미국 서면

720. 미국은 협정 제 11.16 조 제 1 항 가호 2 목에 따라 청구인이 위반과 손해 사이의 인과관계(배상의 필요조건이지만 충분조건은 아님)를 입증해야 한다고 주장한다.¹¹¹³ 미국은 투자자가 사실적 (조건부) 인과관계와 상당인과관계를 모두 입증해야 한다는 점을 지적한다.¹¹¹⁴ 나아가, 미국은 협정 제 11.22 조 제 1 항에 따른 “적용가능한 국제법 규칙”에 상당인과관계가 있음을 주목한다.¹¹¹⁵

¹¹¹¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 95 항, *Harnett v. Bond and Another* [1924] 2 KB 517(**RLA-141**) 인용.

¹¹¹² 재반박서면, 제 432-33 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v. The Government of Canada*, PCA 사건 번호 2009-04, 손해배상에 대한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, 제 110-11 항(**RLA-90**); *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 결정, PCIJ Rep., Series A – No 17, 1928 년 9 월 13 일, 47 면(**CLA-97**); 집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(*Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro*), 판결문, 2007 년 ICJ 보고서, 제 462 항(**CLA-24**); *Nordzucker AG v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 제 3 차 부분 판정 및 최종 판정, 2009 년 11 월 23 일, 제 51 항(**RLA-126**) 인용.

¹¹¹³ 미국 서면, 제 9 항.

¹¹¹⁴ 미국 서면, 제 9-11 항.

¹¹¹⁵ 미국 서면, 제 11 항.

721. 미국은 사실적 인과관계가 당사국의 의무 위반 행위가 없었다면 결과가 발생하지 않았을 것에 대한 증명을 요구한다고 본다.¹¹¹⁶ 미국에 따르면:

사실적 인과관계의 기준은 해당 행위가 없었다면 결과가 발생하지 않았을 경우에 해당 행위가 결과를 초래하는지에 대한 “조건부” 또는 “필수 선행조건” 기준으로 알려져 있다. 위반 당사국이 자신의 의무를 준수하였다도 동일한 결과가 발생하였을 경우에는 이 기준은 충족되지 않는다.¹¹¹⁷

722. 이를 뒷받침하기 위해, 미국은 이란-미국 청구권 중재판정부의 판례법을 인용하며, “동일한 자의 불법행위(또는 의무 위반) 및 적법행위(의무 준수) 행위가 모두 동일한 결과를 초래했을 것이라는 결론을 내리려면, 불법행위(또는 의무 위반)는 청구인이 회복하고자 하는 손실의 필수 선행조건에 해당하는지 확인하여야 한다”고 결론 내렸다.¹¹¹⁸ 미국은 ICJ의 *Bosnian Genocide* 판결도 인용한다.¹¹¹⁹

723. 상당인과관계는 결국 “피해가 너무 동떨어져서는 안 된다”고 요구하고(즉, 피해는 “충분히 ‘직접적이고’, ‘예측가능하며’, 또는 ‘상당성’”이 있어야 하며), “위반으로 인한 것이 아닌 행위, 사건 또는 상황”에 기초할 수 없다.¹¹²⁰

B. 피청구국이 국민연금의 본건 합병에 찬성 투표하도록 유도하였는지 여부

1. 청구인의 입장

724. 청구인은 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결과 피청구국 사이에 두 가지 인과관계가 존재하며, “어느 쪽에 의하더라도 국제법상 인과관계는 충분히 성립”한다고 주장한다.¹¹²¹ 첫째로, 청구인은 전문위원회를 우회하라는 지시가 없었다면, 결정은 전문위원회에 회부되었을 것이고, 전문위원회는 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이라고

¹¹¹⁶ 미국 서면, 제 9 항.

¹¹¹⁷ 미국 서면, 제 9 항.

¹¹¹⁸ 미국 서면, 제 9 항, *Islamic Republic of Iran v. United States of America*, AWD 602-A15(IV)/A24-FT, 2014년 7월 2일, 제 52 항 인용.

¹¹¹⁹ 미국 서면, 제 9 항, 집단학살범죄의 예방과 처벌에 관한 협약의 적용사례(*Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro*), 판결문, 2007년 I.C.J. 보고서, 제 462 항(CLA-24) 인용.

¹¹²⁰ 미국 서면, 제 10-11 항, ILC 규정(주석 포함)(2001), ILC 규정 해설서 제 31 조, 93 면(CLA-38) 인용.

¹¹²¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 161-62 항.

주장한다. ¹¹²² 둘째로, 청구인은 가치평가와 시너지 효과 조작성이 없었다면, 투자위원회로서도 본건 합병에 찬성 표결을 하지 않았을 것이라고 주장한다.¹¹²³

(a) 박근혜 대통령의 지시 혐의

725. 청구인은 본건 합병 결정이 청와대 및 보건복지부 한국 관계자들의 지시의 “직접적 결과”라고 주장한다.¹¹²⁴ 청구인에 따르면, 전문위원회가 SK 합병에 반대 투표하기로 결정한 후 “본건 합병의 진행 여부를 결정하는데 국민연금이 수행할 중추적인 역할을 인식한” 박근혜 대통령은 자신의 참모진에게 본건 합병을 “잘 챙겨보라”하도록 지시하였다.¹¹²⁵
726. 청구인은 “국민연금의 의사결정절차 진행상황과 관련된 정보를 청와대로 보내줄 것”을 박근혜 대통령의 지시를 청와대의 다른 고위관계자들에게 전달하였으며, 청와대 관계자가 다시 보건복지부에게 요청한 내용을 기록하였다는 한국 국내 형사재판 증거를 인용한다.¹¹²⁶
727. 청구인은 특히 청구인이 “국민연금이 삼성 총수일가의 삼성그룹 경영권 승계를 지원하는 수단으로 사용될 수 있다”는 청와대 민정수석비서관실 행정관 이영상이 2014년 8월 또는 9월에 작성한 수기 메모 ¹¹²⁷를 언급한다.¹¹²⁸
728. 또한 청구인은 박근혜 대통령이 2014년 9월 15일 이재용과 단독 면담을 하였다고 주장한다.¹¹²⁹ 한국 형사 소송의 증거를 인용하면서, 청구인은 박근혜 대통령이 삼성의 경영권 승계를 지원하는 대가성으로 자신이 특혜를 제공하는 단체에 대한 재정적 지원을 수락하였다고 주장한다.¹¹³⁰

¹¹²² 청구인의 심리 후 주장서면, 제 161(a)항.

¹¹²³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 161(b)항.

¹¹²⁴ 답변서면, 제 432 항.

¹¹²⁵ 수정 청구서면, 제 97 항.

¹¹²⁶ 수정 청구서면, 제 98-100 항.

¹¹²⁷ [이영상] 자필메모, 일자 미상, 4 면(C-585).

¹¹²⁸ 답변서면, 제 89 항.

¹¹²⁹ 답변서면, 제 91 항. 답변서면, 제 435 항 참조.

¹¹³⁰ 답변서면, 제 91 항.

729. 또한 청구인은 한국이 “국민연금의 의결권 행사에 *개입*할 것인지” 여부와 국민연금의 표결 방향을 어떻게 “설정”할지를 판단한 청와대 내부 문건을 언급한다.¹¹³¹
730. 이에 박근혜 대통령은 “청와대와 보건복지부를 거쳐 국민연금에 이르기까지 ‘적극적으로 이 사건 합병 관련 국민연금공단의 의결권 행사 과정에 관여’하라는 일련의 지시를 내렸다”.¹¹³²
731. 청구인은 본 단계의 지시가 합병을 “챙겨보라”고만 한 것이었다는 피청구국의 주장은 “증거와 모순된다”고 주장한다.¹¹³³ 청구인에 따르면, 박근혜 대통령은 “보건복지부와 그 산하 연금 당국이 본건 합병에 ‘찬성’ 투표하여 삼성 총수일가의 승계 계획을 지지하고 엘리엇의 반대를 저지하라는 대통령의 명확한 지시를 어떻게 처리하는지 대통령이 주시”하였음이 증거로 입증된다.¹¹³⁴

(b) 보건복지부의 지시 혐의

732. 청구인에 따르면, 보건복지부는 국민연금 투자위원회에게 “박근혜 대통령과 청와대가 직접 또는 보건복지부를 통하여 국민연금에게 지시”하여 본건 합병을 승인하도록 압박하고,¹¹³⁵ 결국 지시¹¹³⁶하였다.¹¹³⁷ 한국 형사 소송의 증거를 인용하면서, 청구인은 박근혜 대통령 또는 그 참모진의 지시에 따라, 문형표 장관이 보건복지부 관계자들에게 국민연금 홍완선 본부장과 만나 찬성 투표를 조종하도록 지시하였다고 주장한다.¹¹³⁸
733. 청구인은 보건복지부가 투자위원회에게 본건 합병에 “찬성”하도록 구체적으로 지시하였다고 주장한다.¹¹³⁹ 청구인에 따르면, 보건복지부는 본건 합병에 호의적이지 않은

¹¹³¹ 답변서면, 제 95 항, [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 41 면(C-588) 인용.

¹¹³² 답변서면, 제 104 항, 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일, 90 면(C-286/R-169) 인용.

¹¹³³ 답변서면, 제 107 항.

¹¹³⁴ 답변서면, 제 107 항.

¹¹³⁵ 수정 청구서면, 제 103 항.

¹¹³⁶ 수정 청구서면, 제 103-04 항.

¹¹³⁷ 답변서면, 제 108 항.

¹¹³⁸ 수정 청구서면, 제 103-04 항; 답변서면, 제 108(b)항.

¹¹³⁹ 답변서면, 제 508(c)항, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 26면, 33면, 37면(C-497); 최홍석 특별검사 진술조서,

전문위원회 위원들의 “성향”을 “광범위하게 조사”한 후, 보건복지부 관계자들이 투자위원회 위원들에 대한 국민연금 홍완선 본부장의 영향력에 확신이 있었기 때문에 투자위원회를 통해 본건 합병 표결을 결정하는 것이 “합목적적”인 결과를 도출하기 위한 “유일한 방법”이라는 결론을 내렸다.¹¹⁴⁰ 이에 보건복지부 관계자들은 국민연금에게 전문위원회를 우회하고 “[본건 합병]에 대하여 투자위원회에서 결정하라”고 지시하였다.¹¹⁴¹ 청구인에 따르면, 전문위원회가 본건 합병에 표결하였다면 본건 합병에 반대하였을 것이다.¹¹⁴²

734. 청구인은 투자위원회 “과반수 이상의 찬성 투표를 얻지 못하는 경우”로서 투자위원회가 “찬성 또는 반대를 판단하기 곤란”¹¹⁴³ 하다고 판단하는 안건에 대해 투자위원회가 전문위원회에 결정을 요청할 수 있는 재량을 가지고 있는 국민연금의 의결권행사지침 제 8조 제 2항에 대한 피청구국의 해석에 동의하지 않는다.¹¹⁴⁴

(c) 국민연금의 조작 혐의

735. 청구인에 따르면, 국민연금은 거짓된 합병비율을 조작하여 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병을 지지하도록 하였다.¹¹⁴⁵ 청구인은 홍완선 본부장이 국민연금 리서치팀에게 “투자위원회 위원들을 의도적으로 호도”하여 본건 합병에 찬성 투표할 수

2017년 1월 5일, 12면(C-483); 김기남 제 4회 특별검사 진술조서, 2017년 1월 4일, 12면(C-481) 인용.

¹¹⁴⁰ 답변서면, 제 507(a)항, 제(b)항 보건복지부, “의결권행사 관련 쟁점별 추진방안”, 2015년 7월 6일, 2면(C-410); 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, 46면(C-69); 김기남 제 3회 특별검사 진술조서, 2017년 1월 3일, 17면(C-479); 보건복지부, “각 단계별 의사결정시 장단점 분석”, 작성일자 불명(C-583); 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 19일, 24면(C-504); 조영길 검찰 진술조서, 2016년 11월 28일, 14면(C-459) 인용.

¹¹⁴¹ 수정 청구서면, 제 105-17 항, ████████ 진술서, 부속서 2, 증인 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, 6면(CWS-4)(의결권행사가 의결권 행사전문위원회에 부의될 경우 “결론 예측이 확실”할 수 없게 될 것이라는 점이 나타나 있다고 주장함) 인용; 답변서면, 제 112-22 항, 제 507 항, 제 508(d)-(e)항(보건복지부 공무원들은 “투자위원회를 통해서만” 본건 합병에 대한 찬성 표결을 얻을 수 있을 것이라는 결론에 도달하였다고 주장함).

¹¹⁴² 수정 청구서면, 제 90 항, 제 93 항; 답변서면, 제 507(a)항, 제 508 항.

¹¹⁴³ 답변서면, 제 117 항.

¹¹⁴⁴ 답변서면, 제 117 항, 반박서면, 제 50 항 인용.

¹¹⁴⁵ 수정 청구서면, 제 123 항.

있도록 해당 할인율을 24%에서 41%로 수정함으로써 본건 합병비율을 당초 권장한 1:0.64에서 1.0.35로 “역산”할 것을 지시하였다고 주장한다.¹¹⁴⁶

736. 청구인에 따르면, 국민연금 리서치팀장 ██████는 2015년 6월 30일과 2015년 7월 6일 보건복지부 공무원들과의 회의에 참석하였으며, 공무원들은 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 청와대의 지시를 전달하였다.¹¹⁴⁷ 또한 ██████는 2015년 7월 2일 보건복지부 백진주 사무관으로부터 가치평가 보고서를 “업무공유방”에 업로드할 것을 요청하는 전화를 받았으며, 해당 보고서는 보건복지부 공무원들이 2015년 7월 6일 회의에서 검토하였다고 주장하였다.¹¹⁴⁸ 홍완선 본부장은 국민연금 리서치팀에게 최초 계산된 합병비율 1.0.64가 “너무 높지 않으나”면서 삼성물산 이사회가 제안한 1:0.35의 가치에 근접해지도록 “적정” 합병비율로 “잘 좀 해보자”고 지시하였다고 주장하였다.¹¹⁴⁹
737. 그 결과, 청구인은 “국민연금 리서치 팀은 제안된 합병 조건에 대한 분석을 한 번도 작성한 적이 없었음”에도 불구하고,¹¹⁵⁰ “엘리엇이 [삼성물산 핵심 주주로] 나오면서부터 국민연금이 가지고 있는 지분이 캐스팅보트가 되어서” 국민연금 리서치팀이 본건 합병비율을 분석하였다고 주장한다.¹¹⁵¹
738. 당초 산정된 합병비율을 제안 비율로 “역산”하기 위해, 국민연금 리서치팀은 제일모직의 주요 지분 중 하나(삼성바이오로직스)의 가치를 4.8 조 원에서 11.6 조 원으로 “극히 과장”하면서, 적용되는 할인율을 24%(청구인에 따르면, 법인세율 24.2%를 적용하는 “일반 시장 관행”과 일치함)에서 41%로 수정했다고 주장한다.¹¹⁵²

¹¹⁴⁶ 수정 청구서면, 제 236-37 항.

¹¹⁴⁷ 답변서면, 제 125 항.

¹¹⁴⁸ 답변서면, 제 128(b)항.

¹¹⁴⁹ 수정 청구서면, 제 119 항; 답변서면, 제 128(a)항, 제(c)항.

¹¹⁵⁰ 답변서면, 제 126 항, ██████ 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, 7면(C-478); 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 26일, 37면(C-508) 인용.

¹¹⁵¹ 답변서면, 제 126 항, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 5월 8일, 6면(C-510) 인용.

¹¹⁵² 수정 청구서면, 제 120-22 항; 답변서면, 제 127-28 항.

739. 리서치팀의 계산이 투자위원회의 결정에 중요하지 않았다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인은 “투자위원회 회의 의사록상 투자위원회 위원들이 본건 합병의 경제적 영향에 관한 다른 자료를 검토하거나 나아가 다른 자료로부터 상당한 영향을 받았다는 내용은 거의 찾아볼 수 없다”고 주장한다.¹¹⁵³ 수정된 계산이 “독립적인 외부 당사자들”이 도출한 결과 및 “당시의 시장 가치평가와 큰 차이를 보이지 않았다”는 주장에 대하여, 청구인은 최강의 재벌이 반대 의견들을 압박했다는 점”을 감안하면, 다른 시장 평론가들과 “독립적인” 한국 내 제 3 자 증권사가 도출한 결론을 판단해야 할 필요성에 의문을 제기한다.¹¹⁵⁴
740. 또한, 청구인은 본건 합병비율안인 1:0.35 에 대한 격차를 더욱 좁히기 위하여, 국민연금 리서치팀이 본건 합병을 지지하기 하도록 투자위원회를 설득하기 위하여 “조작된” “허구의” 시너지 효과를 “역산”하였다고 주장한다.¹¹⁵⁵ 홍완선 본부장의 지시에 따라, ██████는 2015 년 7 월 8 일 팀 구성원에게 (청구인이 설명하는) 본건 합병에 따른 예상손실을 상쇄하는 수치인 “2 조원에 맞춰 러프하게 산출해봐라”고 지시하였다.¹¹⁵⁶ 팀원은 한국 형사소송에서 “자신이 이전에 합병 시너지를 계산해본 적이 없으며, 합병 대상 회사들이 영위하는 관련 업계에 전혀 익숙하지 않았다”고 증언하였다.¹¹⁵⁷
741. 필요한 “시너지 효과”는 ██████가 ██████에게 지시한 후 “겨우 1 시간 내지 2 시간 후”¹¹⁵⁸ 동안 고안되었다고 주장하였다.¹¹⁵⁹ 청구인에 따르면, ██████는 ██████이 작성한 옵션 중

¹¹⁵³ 답변서면, 제 129 항.

¹¹⁵⁴ 답변서면, 제 130 항(한화투자증권이 “국내 증권사 중 유일하게 합병 반대 의견을” 내었고 그 직후 대표이사는 “조직 내부 및 삼성그룹으로부터 본건 합병에 관하여 긍정적인 평가를 하도록 압박을 받았다”), 국회사무처, 박근혜 정부의 최순실 등 민간인에 의한 국정농단의혹사건 진상규명을 위한 제 4 차 국정조사특별위원회 회의록, 제 346 회 국회, 2016 년 12 월 6 일, 38-39 면(C-460) 인용.

¹¹⁵⁵ 수정 청구서면, 제 123-27 항; 답변서면, 제 131 항.

¹¹⁵⁶ 수정 청구서면, 제 123 항.

¹¹⁵⁷ 답변서면, 제 132 항.

¹¹⁵⁸ 답변서면, 제 132(d)항.

¹¹⁵⁹ 수정 청구서면, 제 124 항. 답변서면, 제 131 항 참조.

하나를 선택하고, 자신의 팀에게 “시너지 효과’를 뒷받침하는 설명”을 제공하라고 지시하였다.¹¹⁶⁰

742. 청구인에 따르면, 다수의 투자위원회 위원들은 한국 형사재판에서 “시너지 효과” 수치가 “조작되고 전적으로 자의적인 것”임을 알았다더라면 본건 합병에 반대하였을 것이라고 증언하였다.¹¹⁶¹ 또한, 청구인은 시너지 효과가 “투자위원회의 2015 년 7 월 10 일 논의 과정에서 막대한 영향”을 주었다고 주장한다.¹¹⁶²

743. 보다 일반적으로, 청구인은 피청구국이 지적하는 바처럼 투자위원회 위원들이 “다양한 요인”에 따라 결정을 내렸는지 여부는 중요하지 않다고 주장한다.¹¹⁶³ 청구인에 따르면, 이와 같은 다른 요인들은 “본건 합병의 장점에 대한 잘못된 이해에 기반한 것이며, 본건 합병 표결에 대한 [투자위원회]의 심의에 대한민국이 불법적으로 개입한 사실과 분리해서 볼 수 없기 때문이다”.¹¹⁶⁴

(d) 국민연금 홍완선 본부장의 투자위원회에 대한 영향력 행사 협의

744. 청구인에 따르면, 홍완선 본부장은 자신의 임명권한을 남용하여 국민연금 투자위원회에 본건 합병에 찬성 투표할 “우군”으로 “넣고자” 하였다.¹¹⁶⁵ 홍완선 본부장은 “자신의 지인을 포함한” 투자위원회 위원 명인을 직접 지명 및 임명하여, “본건 합병에 유리하도록 투자위원회 구성을 조작”하였다.¹¹⁶⁶

745. 또한, 청구인은 홍완선 본부장이 “국민 연금이 반대투표를 한다면 ‘국부유출’을 허용한다는 여론의 비판을 받을 것임을 암시하면서” 몇몇 투자위원회 위원들을 직접 불러 만났다고 주장한다.¹¹⁶⁷ 투자위원회 회의에서 홍완선 본부장은 휴회 중에 개별 위원들을

¹¹⁶⁰ 답변서면, 제 132(e)-(f)항, 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 5월 8일, 26-27면(C-510) 인용.

¹¹⁶¹ 수정 청구서면, 제 126-27 항.

¹¹⁶² 답변서면, 제 134-35 항.

¹¹⁶³ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 46 항. 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 33 항 참조.

¹¹⁶⁴ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 46 항.

¹¹⁶⁵ 수정 청구서면, 제 237 항; 답변서면, 제 141-44 항.

¹¹⁶⁶ 수정 청구서면, 제 128 항; 답변서면, 제 141 항, 국민연금기금 운용위원회, 국민연금기금 의결권행사지침 개정(안), 2014년 2월 28일(R-246) 인용.

¹¹⁶⁷ 수정 청구서면, 제 129-31 항, 제 237 항; 답변서면, 제 145-50 항.

지속적으로 압박하였다.¹¹⁶⁸ 투자위원회 위원 ██████는 한국 형사재판에서 홍완선 본부장이 (자신 이외에) 7 명의 투자위원회 위원들을 본건 합병에 찬성 투표하도록 회유하였다고 증언하였다.¹¹⁶⁹

746. 청구인은 홍완선 본부장과 투자위원회 위원들 사이의 이러한 논의가 “투자위원회로 하여금 본건 합병 승인에 대한 독자적인 원인”인지 여부는 논점을 벗어난다고 주장한다.¹¹⁷⁰ 청구인에 따르면, 홍완선 본부장이 투자위원회 위원들을 압박하였다는 혐의는 2015년 7월 10일 회의 당일과 직후 각 기관 관계자들 사이의 연락에 의해 입증되는 바와 같이 홍완선 본부장, 보건복지부, 청와대 및 삼성그룹을 포함하는 “광범위한 계획”에 부합한다.¹¹⁷¹

(e) 전문위원회를 “침묵시킨” 혐의

747. 청구인에 따르면, 국민연금과 보건복지부는 홍완선 본부장에게 본건 합병을 부의하도록 “적극적으로 요구”한 전문위원회를 “침묵”시켰다.¹¹⁷²

748. 청구인은 2015년 7월 14일 전문위원회 회의 이후, 문형표 장관이 전문위원회 위원 최홍석과 ██████에게 전문위원회가 언론에 “시끄럽지 않게 해 달라”고 지시하였다고 주장한다.¹¹⁷³

¹¹⁶⁸ 수정 청구서면, 제 130 항.

¹¹⁶⁹ 답변서면, 제 143 항.

¹¹⁷⁰ 답변서면, 제 147 항.

¹¹⁷¹ 답변서면, 제 147-49 항; 수정 청구서면, 제 131 항.

¹¹⁷² 수정 청구서면, 제 132 항; 답변서면, 제 153-54 항, ██████(전문위원회 위원장)이 국민연금 전문위원회 위원들 및 공동간사들에게 발송한 서신, 제목: 국민연금 전문위원회 소집 통지, 2015년 7월 11일(C-429); ██████(의결권전문위원회)이 보건복지부 및 국민연금의 여러 관계자들에게 발송한 이메일, 2015년 7월 10일, 1면(C-427); 보건복지부, “의결권행사 전문위원회 요구사항 대응방안”, 2015년 7월 12일, 1면(C-430) 인용.

¹¹⁷³ 답변서면, 제 156(a)-(b)항, 조남권 포렌식 데이터베이스 출력본, 2015년 6월 25일 - 7월 20일, 6면(C-434); 이태한 포렌식 데이터베이스 출력본, 2015년 6월 24일 - 7월 17일, 2면(C-432); 보건복지부, “의결권행사 전문위원회 요구사항 대응방안”, 2015년 7월 12일(C-430); ██████ 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일, 12-14면(C-456); 증인 최홍석에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 29일, 24면(C-498); 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, 10면(C-69); 최홍석 제 2회 특별검사 진술조서, 2017년 1월 7일, 17면(C-486); 문형표 제 5회 특별검사 피의자 신문조서, 2017년 1월 11일, 17면(C-489) 인용.

749. 청구인은 국민연금 조남권 국장이 2015년 7월 14일자 전문위원회 회의에 간사로 참석한 보건복지부 공무원 최홍석에게 전문위원회가 투자위원회의 결정을 유지하도록 압박을 가할 것을 요구하였다고 주장한다.¹¹⁷⁴ 청구인은 또한 최홍석이 회의록에서 투자위원회의 행위의 부적절성에 관한 논의 내용을 누락하였으며, 이는 삼성물산 임시주주총회까지 언론에 공개되지 않았다.¹¹⁷⁵

(f) 피청구국의 위반 혐의와 표결의 상당인과관계

750. 청구인에 따르면, 피청구국의 협정 위반은 본건 합병 승인과 상당인과관계가 있다.¹¹⁷⁶ 청구인은 “본건 합병이 대한민국의 위법한 조치들로 인한 예측가능한 결과일 뿐만 아니라 의도된 결과 ... 상당인과관계는 충분히 인정”된다고 주장한다.¹¹⁷⁷

751. 청구인은 한국의 위법행위와 EALP 가 입은 손해 사이의 연관성이 “동떨어져” 있다는 피청구국의 주장을 반박한다.¹¹⁷⁸ 청구인은 원격성이 “문제된 손해의 예측가능성과 불가분적으로 연계되어 있다”고 주장하는데,¹¹⁷⁹ 이는 결국 “피청구국이 ‘사안에서 문제되는 손해를 고의로 초래했다’는 사정만으로도” 충분히 충족될 수 있다.¹¹⁸⁰ 따라서, 청구인은 본건에서 “삼성에게는 이익이 되고 청구인에게는 불이익이 되는” 본건 합병의 성공을 “의도”하였기 때문에 상당인과관계 요건이 충족되었다고 주장한다.¹¹⁸¹

¹¹⁷⁴ 수정 청구서면, 제 133 항.

¹¹⁷⁵ 수정 청구서면, 제 133 항.

¹¹⁷⁶ 답변서면, 제 521-32 항.

¹¹⁷⁷ 답변서면, 제 521 항.

¹¹⁷⁸ 답변서면, 제 527 항.

¹¹⁷⁹ 답변서면, 제 528-29 항, *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건 번호 ARB/06/18, 판정문, 2011년 3월 28일, 제 170 항(RLA-56); *Eritrea-Ethiopia Claims Commission*, 본안건 항변 관련 판결문(No. 7), UN, 국제 중재 판결 보고서 26권 10, 2007년 7월 7일, 제 13 항(CLA-116) 인용.

¹¹⁸⁰ 답변서면, 제 530 항, ILC 규정 해설서, 제 31 조, 92-93 면(CLA-38); *Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia*, ICSID 사건 번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정문, 2010년 3월 3일, 제 469 항(CLA-133); *Responsibility of Germany for Damages Caused in the Portuguese Colonies of the South of Africa(Portugal v. Germany)*, 책임 원칙 관련 판정문, 국제 중재 판결 보고서 2권 1011, 1928년 7월 31일, 1031 면(CLA-156) 인용.

¹¹⁸¹ 답변서면, 제 532 항.

752. 또한 청구인은 피청구국의 개입 없이는 전문위원회가 본건 합병에 반대하였을 것이라는 점을 입증하지 못했다는 피청구국의 주장을 부정한다.¹¹⁸² 이와 관련하여, 청구인은 “개연성의 균형”에 따라, 한국의 위반 행위가 없었다면 청구인이 피해를 입지 않았을 확률이 더 높았다는 점만 입증하면 된다고 반복한다.¹¹⁸³
753. 마찬가지로, 청구인은 피청구국의 개입이 없었다면 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결하지 않았을 것이라는 점을 청구인이 입증하지 못하였다는 피청구국의 주장을 “앞뒤가 뒤바뀐 것”으로 본다.¹¹⁸⁴ 청구인은 자신이 입증해야 되는 사실이 한국의 협정 위반이 없었다면 본건 합병에 찬성 투표한 8 명의 투자위원회 위원들 중 2 명이 찬성 투표를 하지 않았을 것이라는 점뿐이라고 지적한다.¹¹⁸⁵ 한국 법원 소송에서 투자위원회 위원들이 제공한 증언에 대한 검토를 토대로, 청구인은 “최소 6 명의 위원들이 추가로 본건 합병에 반대 투표를 했을 것인데, 이는 위 2 인 기준을 넉넉히 충족시키는 것”이라고 결론 내린다.¹¹⁸⁶

2. 피청구국의 입장

754. 피청구국은, 설령 피청구국이 국민연금의 표결 절차에 개입하였다고 가정하더라도 국민연금이 그러한 개입이 없었다면 동일한 방식으로 투표하였을 수 있었거나, 본건 합병이 국민연금의 투표가 없었다면 승인되었을 수 있었을 경우 협정 위반이 없을 것이라고 주장한다.¹¹⁸⁷
755. 피청구국은 조건적 인과관계에 대한 문제가 “국민연금의 투표가 본건 합병을 성사시켰는지 여부”라는 청구인의 견해를 부정한다.¹¹⁸⁸ 피청구국에 따르면, 국민연금은 삼성물산의 “다른 주주들에게 어떠한 의무”도 부담하지 않았으며, “바라는 바대로” 자유로이 의결권을 자유롭게 행사할 수 있었다.¹¹⁸⁹ (국민연금 표결에 관한 사실이 아니라)

¹¹⁸² 답변서면, 제 508 항.

¹¹⁸³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 168 항.

¹¹⁸⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 169 항.

¹¹⁸⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 170 항.

¹¹⁸⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 170 항.

¹¹⁸⁷ 재반박서면, 제 152-53 항.

¹¹⁸⁸ 반박서면, 제 397 항.

¹¹⁸⁹ 반박서면, 제 397 항.

피청구국의 위법행위가 본건 합병을 야기했는지 여부가 문제되며; 이를 위하여, 피청구국은 국민연금이 부당한 영향력이 없었다면 본건 합병에 반대표를 행사할 것이 “거의 확실시”되었다는 청구인의 근거 없는 주장을 비판한다.¹¹⁹⁰ *Bosnian Genocide* 및 *Bilcon v. Canada* 사건에 명시된 기준을 인용하면서, 피청구국은 청구인이 협약을 준수한 시나리오에서 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 점이 “개연성이 아주 높다”거나 “충분히 확실하다”고 입증해야 한다고 주장한다.¹¹⁹¹

756. 피청구국은 청구인이 이러한 기준을 충족하지 못하였다고 주장한다. 피청구국에 따르면, 청구인은 (i) “한국의 위법행위가 없었다면 투자위원회 위원들이 본건 합병을 심의하지 않았을 것이라는 점”;¹¹⁹² (ii) “‘정부가 내린 지시’가 없었다면 투자위원회 위원들이 선택했던 방식, 즉 과반수가 본건 합병에 찬성하는 방식으로 투표하지 않았을 것이라는 점”¹¹⁹³ 그리고 (iii) 전문위원회에 표결이 부의되었을 것이라는 가정 하에 본건 합병에 반대하였을 것이라는 점을 충분히 확실한 정도로 입증할 수 없다.¹¹⁹⁴

757. 보다 구체적으로, 피청구국은 청구인의 인과관계에 다수의 단절이 있다고 주장하며, 그 중 어떠한 하나도 피청구국의 위법행위가 본건 합병 승인의 원인이었다는 청구인의 주장을 반박하기에 충분하다.¹¹⁹⁵

(a) 박근혜 대통령의 지시 혐의

758. 피청구국에 따르면, 박근혜 대통령이 자신의 참모진에게 본건 합병을 “잘 챙겨보라”고 지시한 것은 피청구국이 본건 합병을 야기하였음을 입증하지 않는다.¹¹⁹⁶ 피청구국은 증거에 따르면 청와대가 “구체적으로 본건 합병에 대해서가 아니라”, 삼성의 경영 승계를 모니터링하고 있었을 뿐이라고 주장한다.¹¹⁹⁷ 피청구국에 따르면, 청와대가 경영권 승계를

¹¹⁹⁰ 반박서면, 제 469 항, 수정 청구서면, 제 84 항, 제 115 항, 제 65 항 인용.

¹¹⁹¹ 반박서면, 제 469 항, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada*, PCA 사건 번호 2009-04, 손해배상에 대한 판정문, 2019년 1월 10일, 제 168-75 항(RLA-90) 인용.

¹¹⁹² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 91 항.

¹¹⁹³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 92 항.

¹¹⁹⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 93 항.

¹¹⁹⁵ 반박서면, 제 467 항.

¹¹⁹⁶ 반박서면, 제 427 항.

¹¹⁹⁷ 재반박서면, 제 169 항.

모니터링하게 된 우려는 “삼성 그룹의 경영권 승계가 한국 경제에 상당한 영향을 미치기 때문에, 삼성 그룹 경영권이 안정적으로 누군가에 승계될 수 있는지 여부”였다.¹¹⁹⁸

759. 또한, 피청구국은 “청와대가 투표 결과를 지시하고 통제한 것”이라는 증거가 없다고 주장한다.¹¹⁹⁹ 피청구국은 청구인이 제시한 증거가 청와대와 보건복지부 사이의 의사교환에 불과하며, “승인에 대한 지시”를 입증하거나 “[수정 청구서면]에 명시된 청와대의 행위와 본건 합병에 대한 국민연금의 의결 간의 관련성”을 입증하지도 않는다고 강조한다.¹²⁰⁰ 피청구국은 청와대 관계자들이 보건복지부로부터 정보를 받고 있다는 점에서 청와대의 역할을 수동적으로 규정한다.¹²⁰¹
760. 피청구국은 이영상이 작성한 수기 메모에 대한 청구인의 발췌에서 “이재용이 회사를 성공적으로 경영할 수 있는 능력을 증명하지 못할 경우 삼성 그룹에 대한 지배권을 상실할 수 있음을 청와대가 인식하고 있었다는 것”이라고 피청구국이 해석하는 부분이 누락되어 있다고 주장한다.¹²⁰² 또한 피청구국은 이영상이 단지 “삼성 그룹의 경영권 승계문제와 ‘관련’된 어떠한 이유로 국민연금의 의결권 행사에 대한 검토가 이루어졌을 가능성이 있음”을 언급하였고 승계를 촉진하기 위해 국민연금의 지분이 사용될 수 있다고 진술하지는 않았다고 주장한다.¹²⁰³
761. 또한, 피청구국은 청구인이 박근혜 전 대통령과 이재용 사이의 2014년 9월 15일자 면담에 근거로 주장하는 대가관계의 추론에 이의를 제기한다.¹²⁰⁴ 피청구국은 당일 함께 참석하고 있는 행사에서 박근혜 대통령이 이재용에게 “5 분에 불과”한 면담을 요청한 후, 면담이 사전에 준비되어 있지 않은 채 우연하게 이루어졌다고 기재된 법원 판결 및 언론 보도를

¹¹⁹⁸ 재반박서면, 제 170-71 항.

¹¹⁹⁹ 재반박서면, 제 176 항, 제 178-79 항.

¹²⁰⁰ 반박서면, 제 428 항.

¹²⁰¹ 재반박서면, 제 177 항.

¹²⁰² 재반박서면, 제 172(a)항, 이영상 자필메모, 일자 미상, 4 면(C-585) 인용.

¹²⁰³ 재반박서면, 제 172(b)항, 답변서면, 제 89 항; 증인 이영상에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 7월 25일, 21-22면, 31면(R-296); 이영상 검찰 진술조서, 2017년 7월 17일, 12-13면(C-522) 인용.

¹²⁰⁴ 반박서면, 제 157 항; 재반박서면, 제 173-74 항.

인용한다.¹²⁰⁵ 피청구국은 이영상의 증언에 따르면 이영상이 2014년 8월/9월 메모를 작성하면서 이러한 면담에 대해 알지 못하였음을 지적한다.¹²⁰⁶ 또한, 피청구국은 한국 법원의 판결 결과에 따라, “2014년 9월 15일 면담에서 박근혜 전 대통령은 이재용에게 요청한 지원에 대한 대가로서 어떠한 청탁에 대한 약속도 하지 않았다”고 주장한다; 실제로 이재용은 본건 합병 표결이 이루어진 뒤에 진행된 2015년 7월 25일자 면담 이전까지는 어떠한 경제적 지원도 제공하기로 약속하지 않았다.¹²⁰⁷

762. 피청구국은 마지막으로 “국민연금의 의결권 행사에 개입”하는 것의 유·불리를 비교하였다는 청와대 메모에 따른 청구인의 추론을 다투고 있다.¹²⁰⁸ 피청구국에 따르면, 내부 메모는 단순히 정부가 결정한 바가 없었다는 사실을 보여주는 것이지, “[개입] 결정이 이루어졌음”을 증명하는 것은 아니다.¹²⁰⁹

763. 또한, 피청구국은 정부의 개입 여부를 판단하는 본건 합병 발표 이후에 작성된 또 다른 메모의 존재를 지적하면서, 이는 “2014년에는 이재용의 삼성 그룹 승계를 지원하기 위한 어떠한 대가관계도 성립되지 않았음”을 보여준다.¹²¹⁰

(b) 보건복지부의 지시 혐의

764. 피청구국은 본건 합병을 승인하기 위해 “11 명의 국민연금 투자위원회 위원들에게 합병에 찬성 표결해야 한다는 보건복지부의 지시가 있었다는 어떠한 증거”도 없다고

¹²⁰⁵ 재판박서면, 제 174(a)항, 서울중앙지방법원 2017 고합 364-1, 2018년 4월 6일, 44면(C-280); “[朴-이재용 독대 재구성] 1. 대구 창조센터에서의 ‘5 분’”, 머니투데이, 2017년 8월 9일(R-297); 서울고등법원 2017노 2556, 2018년 2월 5일, 121-22면(C-80) 인용.

¹²⁰⁶ 재판박서면, 제 174(a)항, 증인 이영상에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 7월 25일, 9면, 31면(R-296) 인용.

¹²⁰⁷ 재판박서면, 제 174(b)항, 대법원 2018도 2738, 2019년 8월 29일, 16면, 112면(R-178); 서울고등법원 2018노 1087, 2018년 8월 24일, 30-31면, 112면(C-286/R-169); 서울고등법원 2017노 2556, 2018년 2월 5일, 29면, 107면(C-80); 서울고등법원 2019노 1962, 2020년 7월 10일, 47-48면, 102-03면(R-314); 서울고등법원 2019노 1938, 2020년 2월 14일, 37면(R-311) 인용.

¹²⁰⁸ 재판박서면, 제 175항, [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 일자미상(C-588) 인용.

¹²⁰⁹ 재판박서면, 제 175(a)-(b)항.

¹²¹⁰ 재판박서면, 제 175(c)항. 피청구국은 2015년 6월 말경 삼성그룹이 “국민연금이 본건 합병에 찬성해 주기를 바라고 있다”는 이재용 형사 공소장의 주장에서 이와 동일한 추론을 하고, 이에 대하여 피청구국은 대가관계가 충족되었다면 불필요하다고 생각한다. 재판박서면, 각주 404 참조.

주장한다.¹²¹¹ 피청구국에 따르면, 문형표 장관은 박근혜 대통령으로부터 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사와 관련된 사안들을 단지 “잘 챙겨보라”고 지시받았다.¹²¹² 이와 유사하게, 피청구국은 “[문형표 장관]이나 보건복지부 또는 청와대의 어느 누구도 국민연금 투자위원회 위원들은 말할 것도 없고 국민연금의 어느 누구에게도 본건 합병에 찬성하라는 지시를 내린 적이 없다”고 주장한다.¹²¹³

765. 피청구국은 홍완선 본부장 또는 다른 국민연금 직원들에게 국민연금의 표결이 전문위원회가 아니라 투자위원회에서 먼저 결정되도록 지시하였다는 증거를 인정한다.¹²¹⁴ 그러나, “단순히 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 표결을 결정하게 하라는 것은 본건 합병이 승인되게 하라는 지시에 해당하지 않는다”고 주장한다.¹²¹⁵

766. 피청구국은 절차가 국민연금의 지침에 부합한다고 주장한다.¹²¹⁶ 피청구국은 국민연금 의결권행사지침과 기금운용지침상, “기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사”하며, “곤란한” 안건은 (투자위원회의 재량으로¹²¹⁷) 전문위원회에 부의된다는 점을 지적한다.¹²¹⁸ 피청구국은 의결권행사지침을 객관적으로 해석할 경우 투자위원회가 기금운용본부 책임투자팀의 권고를 “별다른 검토 없이

¹²¹¹ 재반박서면, 제 183 항.

¹²¹² 재반박서면, 제 182 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 37면(C-79/R-153); 김진수 제 2 회 특별검사 피의자 신문조서, 2017년 1월 9일, 24면(C-488/R-286); 증인 김진수에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 15일, 12면(C-494) 인용.

¹²¹³ 재반박서면, 제 183 항, 제 185 항.

¹²¹⁴ 재반박서면, 제 306 항.

¹²¹⁵ 재반박서면, 제 184 항.

¹²¹⁶ 재반박서면, 제 307 항.

¹²¹⁷ 피청구국은 청구인이 제출한 기금운용지침(C-194)의 번역본이 기속적 표현을 사용하는 것으로 잘못 기재되었다고 주장한다. 피청구국의 자체 번역본(R-99)은 기속적 표현을 사용하지 않는다. 안건의 부의는 투자위원회에서 심의하고 위원회 위원 과반수의 결정이 이루어질 수 없어 판단이 “곤란”한 경우에 이루어진다. 재반박서면, 제 200-01 항, 제 203-04 항, 답변서면, 제 417-21 항; 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014년 2월 28일, 제 8조 제 1 항, 제 8조 제 2 항(C-309/R-57); 국민연금 기금운용지침, 2015년 6월 9일, 제 5조 제 5 항 4 호(C-194/R-99); 재반박서면, 표 1 인용.

¹²¹⁸ 재반박서면, 제 438 항, 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014년 2월 28일, 제 8조 제 1 항, 제 8조 제 2 항(C-309/R-57) 인용.

승인”하지 않고 본건 합병에 대해 독립적으로 심의해야 한다고 주장한다.¹²¹⁹ 피청구국은 의결권 행사지침이 “기금운용지침에 완벽히 부합”한다고 주장한다.¹²²⁰

767. 피청구국은 전문위원회를 “우회”하였다는 청구인의 주장을 부정하면서, 투자위원회가 본건 합병을 먼저 판단하였더라도 여전히 전문위원회에 사안을 부의할 수 있었다고 주장한다.¹²²¹ 피청구국은 “투자위원회가 본건 합병을 먼저 판단”하라는 보건복지부의 지시가 국민연금의 지침에 규정된 절차를 따라야 한다는 지시이며, “국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하도록 투자위원회가 결정해야 한다고 보건복지부가 국민연금에 지시하였음을 보여주지 않는다”고 주장한다.¹²²²

768. 또한, 피청구국은 피청구국의 개입이 없었다면 본건 합병 표결 결정이 전문위원회에 부의되었을 것이라는 청구인의 입장에 동의하지 않는다.¹²²³ 피청구국은 국민연금이 투자위원회가 아닌 전문위원회가 본건 합병을 결정하라고 지시하였음이 증거로 나타나지 않는다고 주장한다.¹²²⁴

769. 표결이 전문위원회에 부의되었다고 하더라도, 피청구국은 전문위원회가 본건 합병에 반대 표결을 했을 것이라는 보장이 없다고 주장한다.¹²²⁵ 서울고등법원 판결문에서 나타난 바와 같이 “찬성 4 명, 반대 4 명, 기권 1 명”이 있을 것으로 “예상”한 시점이 있었지만,¹²²⁶

¹²¹⁹ 재반박서면, 제 199 항.

¹²²⁰ 재반박서면, 제 438 항, 국민연금 기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일, 제 5 조 제 5 항 4 호, 제 17 조 제 5 항(C-194/R-99) 인용.

¹²²¹ 반박서면, 제 435 항; 재반박서면, 제 210 항, 제 307(b)항, 서울고등법원 2017 노 1866, 2017 년 11 월 14 일, 45 면(R-153)(한국 법원이 오픈식 표결 절차의 채택이 문형표 장관의 직권남용으로 발생하였다는 주장을 기각하였음을 지적함) 인용.

¹²²² 재반박서면, 제 191 항. 재반박서면, 제 307 항, 제 436 항 참조.

¹²²³ 재반박서면, 제 435 항, 제 437 항.

¹²²⁴ 재반박서면, 제 435-43 항, 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 19 일, 36 면, 40 면, 59 면(C-504); 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 5 일, 30 면, 45 면(R-291); 증인 █████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 26 일, 28 면(C-507); 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 44 면(C-79/R-153) 인용.

¹²²⁵ 반박서면, 제 472 항; 재반박서면, 제 451-57 항.

¹²²⁶ 반박서면, 제 472(a)항, 제(b)항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 17 면(C-79/R-153) 인용.

당초에는 “찬성 5 명 ... 반대 3 명 ... 기권 1 명”을 예상하였다.¹²²⁷ 또한, 피청구국은 전문위원회가 의결권행사지침 이외에 다른 요소들을 토대로 결정을 내릴 수 있는 재량과 SK 합병에서 애널리스트 권고에 반하여 결정을 내렸던 선례를 지적한다.¹²²⁸

770. 피청구국에 따르면, 기록은 기껏해야 소위 “의결권행사전문위원회가 본건 합병에 찬성할 것이라고 보장할 수 없다는 결론”을 내린 보건복지부의 분석을 보여줄 뿐이다.¹²²⁹ 피청구국은 “전문위원회가 본건 합병이 국민연금의 이해관계에 부합하는 것이라 판단했을 수 있었음을 시사하는 증거”가 있으며, 전문위원회가 “본건 합병에 찬성했을 수도 있다”고 덧붙였다.¹²³⁰

(c) 국민연금의 조작 혐의

771. 국민연금이 허위로 합병비율을 왜곡하였다는 청구인의 주장에 대하여, 피청구국은 본건 합병비율이 주관적으로 계산할 수 없이 법적으로 고정되었고, “국민연금이 자체 내부 분석자료에 몇 가지의 가능한 합병비율을 계산해 놓았다는 사실은 그 자체로서 청구인이 주장하는 부당한 행위에 대한 증거가 될 수 없다”고 지적한다.¹²³¹ 피청구국은 당시 제 3 자들이 제시한 다른 가치평가들이 주관적이고 차이가 상당하였으며,¹²³² 그 중 상당수는 실제로 투자위원회에 제시된 가치평가와 거의 비슷하였다고 주장한다.¹²³³ 이러한 상황에서, 피청구국은 국민연금의 가치평가가 “극히 과장되었으며”, “전적으로 부실한 방법에 기초한 것으로서”, “부정하게 부풀린” 것으로 볼 수 없다고 주장한다.¹²³⁴
772. 또한 피청구국은 국민연금 리서치팀이 평가한 삼성물산과 제일모직의 가치는 “사실 본건 합병 발표 및 청구인이 주장하는 보건복지부로부터의 어떠한 지시를 받기 전에

¹²²⁷ 반박서면, 제 472(b)항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일, 17 면(C-79/R-153) 인용.

¹²²⁸ 반박서면, 제 472 항. 재반박서면, 제 453-55 항 참조.

¹²²⁹ 재반박서면, 제 452 항, 증인 이태한에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 3 월 22 일, 14-15 면(C-496) 인용.

¹²³⁰ 반박서면, 제 473-74 항.

¹²³¹ 반박서면, 제 438 항.

¹²³² 반박서면, 제 439 항, 제 441-42 항; 재반박서면 제 219 항.

¹²³³ 반박서면, 제 439-42 항; 재반박서면, 제 219 항, 제 222-23 항, 한화투자증권, “제일모직과 삼성물산의 합병: 소액주주를 위한 투자전략 제안”, 2015 년 6 월 15 일, 14 면(R-101) 인용.

¹²³⁴ 반박서면, 제 443-44 항.

국민연금이 실시한 가치평가 결과와 매우 유사”하며 “국민연금이 청구인이 주장하는 어떠한 지시가 있기 전부터 이미 본건 합병에 찬성하는 입장”이라고 주장한다.¹²³⁵

773. 또한 피청구국은 증거에 따르면 투자위원회 위원들이 제시된 본건 합병비율 이외의 다른 요인들을 근거로 표결하였다고 주장한다.¹²³⁶ 피청구국이 제시한 요인에는 삼성 그룹사 17 개사에 대한 국민연금의 지분에 기대되는 긍정적 효과도 포함되어 있다.¹²³⁷

774. 국민연금 리서치팀장 ██████가 보건복지부 관계자들과의 회의에 참석하였다는 청구인의 주장에 대하여, 피청구국은 ██████가 2015 년 6 월 30 일자 회의에 참석하였거나, 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시를 받았다는 증거가 없다고 주장한다.¹²³⁸

775. 또한, 피청구국은 “시너지 효과에 대한 부적절한 산정이 없었다면”, 투자위원회가 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장을 부정한다.¹²³⁹ 피청구국은 시너지 효과가 조작되지 않았으며, 10% 매출 증가로 본건 합병으로 인한 국민연금의 단기 손실을 상쇄하는데 필요한 시너지 효과가 달성 가능하다는 가정 하에 “민감도 분석”으로 산출된 것이라고 주장한다.¹²⁴⁰ 피청구국은 10%의 매출 증가 예상이 “비합리적”이 않았으며, “최소대우기준의 위반을 증명하는 데 요구되는 명백한 자의성을 입증하는 것”이 아니라고 주장한다.¹²⁴¹ 실제로, 국민연금 리서치팀장 ██████는 리서치팀이 5 년 후 79% 성장을 예상한다는 삼성그룹이 작성한 예측과 비교하여 10% 매출 증가율은 할인된 수치였고 보수적이고 달성 가능하다고 판단되었다고 증언하였다.¹²⁴²

¹²³⁵ 재반박서면, 제 216(c)항.

¹²³⁶ 반박서면, 제 448 항; 재반박서면, 제 225 항, 제 227 항, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 3일, 13면(R-290) 인용.

¹²³⁷ 재반박서면, 제 225 항, 반박서면, 제 110 항, 표 3 인용.

¹²³⁸ 재반박서면, 제 216(a)-(b)항, 제 218 항, 증인 백진주에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결), 2017년 9월 26일, 4면(C-524) 인용; 답변서면, 제 125 항.

¹²³⁹ 반박서면, 제 446 항; 재반박서면, 제 249 항.

¹²⁴⁰ 재반박서면, 제 236 항.

¹²⁴¹ 재반박서면, 제 237-38 항, 제 241 항.

¹²⁴² 재반박서면, 제 239-40 항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 26-27면, 34면(C-79/R-153); 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 10일, 49-51면, 104-06면(C-501); “[단독] 이재용 공소장 전문을 공개합니다”, 오마이뉴스, 2020년 9월 10일, 53-55면, 58-59면(R-316) 인용.

776. 피청구국은 투자위원회 위원들의 증언에 대한 청구인의 해석에 동의하지 않고, 이러한 진술은 “예상 시너지 효과가 문제 되는 조작의 대상의 아니었다면 위원회 위원들이 어떻게 표결하였을지를 입증하는 것이 아니다”라고 주장한다; 피청구국에 따르면, 투자위원회 위원들은 “시너지 효과 수치 자체에 반응하기 보다 그들이 고의적으로 오도되었다는 주장에 반응하고 있다”고 주장한다.¹²⁴³
777. 또한, 피청구국은 투자위원회 위원들이 시너지 효과가 추정치(또는 어떠한 경우에도 “민감도 분석” 및 “가정”을 기반으로 함)일 뿐임을 인식하고 있었기에 “자신들의 표결에 있어 그러한 계산에 의존하지 않았다”고 인정하였고, 수많은 삼성그룹 회사들에 대한 국민연금 지분의 장기 가치 등 “국민연금 리서치팀이 계산한 합병비율과 시너지 효과 이외의 요소들”을 근거로 하고 있다고 주장한다.¹²⁴⁴
778. 피청구국은 삼성물산과 제일모직의 사업 포트폴리오 사이의 중첩에 대한 의문, 시너지에 관한 ISS 와 KCGS 의 의견, “본건 합병이 이러한 시너지를 달성할 유일한 방법인지”에 대한 질문 등, 국민연금의 분석이 “시너지 효과라는 것에 한계가 있을 수 있음을 강조하는 반대주장”을 포함하였다고 지적한다.¹²⁴⁵ 또한, 피청구국은 (i) 삼성그룹의 지주회사 전환이 국민연금이 보유한 광범위한 삼성 그룹사 지분 및 국내 경제에 미치는 긍정적인 간접효과;¹²⁴⁶ (ii) 삼성물산과 제일모직 사업부의 시장 증가 등 전략적 시너지;¹²⁴⁷ (iii) 합병 후 삼성물산이 삼성그룹의 지주회사의 역할을 수행하면서 받는 브랜드 라이선스

¹²⁴³ 재판박서면, 제 250-51 항, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 5일, 25면(R-291); 증인 ██████ 및 유상현에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 6월 20일, 25-26면(C-515); 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 17일, 16면(C-502) 인용.

¹²⁴⁴ 재판박서면, 제 230 항, 제 233 항, 제 240 항, 제 242 항.

¹²⁴⁵ 재판박서면, 제 232 항, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, 12면, 19면(R-127) 인용.

¹²⁴⁶ 재판박서면, 제 252(a)항, 기금운용본부 운용전략실, “2015년 제 30차 투자위원회 회의 의사록”, 2015년 7월 10일, 11-12면(R-128); 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, 7면(R-127) 인용. 피청구국의 전문가 배기홍 교수는 본건 합병 당시 삼성그룹이 아직 지주회사 구조로 전환되지 않은 몇몇 재벌 중 하나라고 증언하였다. 배기홍 보고서, 제 22-23항(RER-5).

¹²⁴⁷ 재판박서면, 제 252(b)항, 기금운용본부 운용전략실, “2015년 제 30차 투자위원회 회의 의사록”, 2015년 7월 10일, 11면(R-128) 인용.

수수료;¹²⁴⁸ (iv) 삼성바이오로직스의 최대 주주로 부상하는 합병 후 삼성물산의 이익;¹²⁴⁹ 그리고 (v) 본건 합병 후 시너지에 대한 시장의 기대 등, 청구인이 조작이라고 주장하지 않는 다른 잠재적 시너지가 투자위원회에 제시되었음을 강조한다.¹²⁵⁰

779. 피청구국은 다른 시장 참여자들의 낙관적인 기대로 입증되는 바와 같이, 본건 합병이 실제로 상당한 시너지를 가져올 수 있었다고 주장한다.¹²⁵¹ 피청구국은 “독립된 시장참여자”의 기대, 애널리스트 보고서, 공식 본건 합병 발표에 따른 주가 상승, 투자위원회 위원들의 견해에 대한 기록, 및 재벌을 지주회사 구조로 전환하여 창출한 가치를 논의하는 국민연금 보고서 등을 가르킨다.¹²⁵² 또한, 피청구국은 본건 합병 당시 청구인의 내부 이메일 서신이 낙관적인 시장 분위기를 포착한다고 주장한다.¹²⁵³ 따라서, 피청구국은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서도 국민연금 리서치팀이 본건 합병으로 인한 시너지 효과를 계산했을 것이며; 예비적으로, 투자위원회는 다른 시장 참여자들의 분석을 토대로 동일한 결론을 도출했을 것이라고 결론 내린다.¹²⁵⁴

780. 피청구국에 따르면, 본건 합병을 시너지 가치를 드러내는 과정의 “첫 번째 단계”로 보는 것은 국민연금의 “기금의 안정성을 확보하기 위해, 단기적이고 위험한 수익보다는 장기적인 수익을 우선시”할 책임과 일치하였다.¹²⁵⁵ 따라서, “청구인은 국제법 측면에서 동

¹²⁴⁸ 재반박서면, 제 252(c)항, 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일, 12 면(R-128) 인용.

¹²⁴⁹ 재반박서면, 제 252(d)항, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, 11 면(R-127) 인용.

¹²⁵⁰ 재반박서면, 제 252(e)항, 기금운용본부 운용전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의 의사록”, 2015 년 7 월 10 일, 11 면(R-128) 인용.

¹²⁵¹ 반박서면, 제 446 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 55 항(RER-1).

¹²⁵² 반박서면, 제 446-51 항; 재반박서면, 제 243 항, 현대리서치, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015 년 6 월 22 일, 1-2 면(R-107); ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015 년 7 월 3 일, 19 면(C-30)(본건 합병이 성사되지 않는다면 삼성물산 주가의 단기적 하락이 22.6%에 이를 것으로 예상함) 인용. 재반박서면, 제 233(d)항 참조.

¹²⁵³ 재반박서면, 제 244 항, 엘리엇 어드바이저스(홍콩)의 ██████████ 이 엘리엇 어드바이저스(홍콩)의 ██████████ 및 James Smith 에게 보낸 이메일, 2015 년 6 월 15 일(R-265) 인용.

¹²⁵⁴ 재반박서면, 제 245 항, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, 9-11 면, 15 면, 18-19 면, 26 면, 32-37 면, 44-46 면, 48 면(R-127) 인용.

¹²⁵⁵ 반박서면, 제 451 항.

사실이 국민연금 투자위원회 위원 12명 전원이 각각 본건 합병에 찬성 투표하는 결과를 초래하였음을 입증하지는 못하고 있다”.¹²⁵⁶

(d) 국민연금 홍완선 본부장의 투자위원회에 대한 영향력 행사 혐의

781. 피청구국은 홍완선 본부장이 투자위원회를 “구성”하였다는 청구인의 주장을 부인하며, 이러한 주장이 한국 법원의 판결과 모순된다고 주장한다.¹²⁵⁷ 피청구국은 3명의 지명이 국민연금의 규칙 및 규정에 부합한다고 주장한다.¹²⁵⁸ 피청구국은 투자위원회 위원 12명 중 3명을 국민연금 운용전략실이 지정하고, 국민연금 기금운용규정 제 7조 제 1항 및 국민연금 시행규칙 제 16조에 따라 기금운용본부장의 승인을 받았다고 설명한다.¹²⁵⁹ 피청구국은 또한 홍완선 본부장이 임명한 위원들이 필요한 전문성을 갖추지 못했다는 주장은 존재하지 않는다고 주장한다.¹²⁶⁰
782. 특히, 피청구국은 새로운 피지명인의 투표가 홍완선 본부장의 영향을 받은 것으로 입증되지 않았다고 주장한다.¹²⁶¹ 피청구국은 이들 중 2명의 피지명인만이 결국 본건 합병에 찬성 표결을 하였다면서, 이러한 표결이 홍완선 본부장과 “[피지명인들의] 친분으로 인한 영향”으로 인해 이루어졌다는 증거가 없음을 지적한다.¹²⁶²
783. 보다 일반적으로, 피청구국은 홍완선 본부장의 “수단”을 “사용하였다거나 그러한 수단의 사용이 효과적이었다”는 주장에 동의하지 않는다.¹²⁶³ 피청구국은 홍완선 본부장과 이야기를 나누었다고 주장하는 위원들 5명 중 2명만이 본건 합병에 찬성하였으며, 3명은 기권하였다고 지적한다.¹²⁶⁴ 피청구국은 홍완선 본부장의 발언이 본건 합병에 찬성

¹²⁵⁶ 반박서면, 제 452 항.

¹²⁵⁷ 반박서면, 제 453 항; 재반박서면, 제 254(d)항, 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 58-59면(C-7/R-153) 인용.

¹²⁵⁸ 재반박서면, 제 254 항, ████████ 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일, 7면(R-281) 인용; 반박서면, 제 454 항.

¹²⁵⁹ 반박서면, 제 454-55 항.

¹²⁶⁰ 재반박서면, 제 254(b)항.

¹²⁶¹ 반박서면, 제 456 항; 재반박서면, 제 253 항, 제 254(d)항.

¹²⁶² 반박서면, 제 456 항.

¹²⁶³ 반박서면, 제 457-59 항; 재반박서면, 제 446(c)항.

¹²⁶⁴ 반박서면, 제 458 항.

투표하도록 하기 위한 압력에 해당한다거나 이와 같이 인식된다고 보지 않으며;¹²⁶⁵ 오히려 “투자의 전문가들이 제안된 본건 합병에 관해 활발히 의견을 교환하였음을 보여줄 따름”이라고 주장한다.¹²⁶⁶ 또한, 피청구국은 청구인이 인용한 특별검사의 진술조서에 기재된 투자위원회 위원인 ██████가 나중에 자신의 진술이 부정확하게 기록되었다고 진술한 점을 확인한다.¹²⁶⁷

784. 피청구국에 따르면, 투자위원회 위원들 중 누구도 홍완선 본부장이 적용한 “압력” 때문에 표결하였다고 진술하지 않았고, 반대로 투자위원회 위원 중 한 명은 “강압적인 분위기”는 아니었고 어떠한 경우에도 그러한 압력에 따라 의결권을 행사하지 않았다고 증언하였다.¹²⁶⁸ 또한 피청구국은 “홍완선 본부장이 회의에서 대화를 나눈 위원들 누구도 그가 찬성 표결을 하도록 압력을 행사하였다거나, 그와의 짧은 대화로 인하여 조금이라도 영향을 받았다고 주장하고 있지 않다”고 강조한다.¹²⁶⁹

(e) 전문위원회를 “침묵시킨” 혐의

785. 피청구국은 전문위원회를 “침묵시켰음”을 부인하고 있다.¹²⁷⁰ 피청구국은 2015 년 7 월 14 일 6 시간동안 소요된 회의에서 투자위원회가 이미 본건 합병에 대한 찬성 표결을하기로 결정하였고, 전문위원회가 회의에서 자체적으로 결론지었던 바와 같이 당시 해당 결정을 변경할 권한이 없었다고 주장한다.¹²⁷¹ 피청구국은 전문위원회가 투자위원회의 결정을 변경할 권한이 없다고 판단하였으므로, 본건 합병 관련 표결에 대한 결정을 전문위원회에 부의하지 않은 것의 절차적 타당성에 관한 의견만을 표명하기로 결정하였다고 주장한다.¹²⁷²

¹²⁶⁵ 재반박서면, 제 260-64 항.

¹²⁶⁶ 재반박서면, 제 264 항. 반박서면, 제 458 항 참조.

¹²⁶⁷ 재반박서면, 제 255 항, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 5 일, 53 면(R-291) 인용.

¹²⁶⁸ 재반박서면, 제 301 항, ██████ 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 26 일, 5 면(C-465) 인용.

¹²⁶⁹ 재반박서면, 제 446(b)항.

¹²⁷⁰ 반박서면, 제 460 항; 재반박서면, 제 266 항.

¹²⁷¹ 재반박서면, 제 270 항.

¹²⁷² 재반박서면, 제 270 항, 2020 년 11 월 13 일자 조영길 제 2 차 증인진술서(“조영길 제 2 차 진술서”), 제 12 항(RWS-2) 인용. 조영길 검찰 진술조서, 2016 년 11 월 28 일, 12 면(C-459); 전문위원회, 보도자료, 2015 년 7 월 17 일(C-44) 참조.

786. 피청구국은 전문위원회 회의에 보건복지부와 국민연금 측이참석하는 것은 통상적인 관행과 절차적 요건이었음을 강조하고 있다.¹²⁷³ 이러한 관행에 따라, 최홍석과 홍완선 본부장은 간사 자격으로 2015년 7월 14일 회의에 참석하였다.¹²⁷⁴

(f) 피청구국의 위반 혐의와 표결의 상당인과관계

787. 피청구국은 자신의 행위가 본건 합병 승인과 상당인과관계가 없다고 판단한다.¹²⁷⁵ 피청구국에 따르면, 청구인은 쟁점 행위와 손실 주장 사이에 “명확하고, 단절되지 않은 관련성”과 “손해의 발생에 개입하는 원인이 존재하지 않음”을 입증해야 한다.¹²⁷⁶

788. 피청구국은 (i) 본건 합병에 대한 투표에 대한 지시가 없었더라도, 여전히 국민연금 투자위원회에 부의될 수 있었고;¹²⁷⁷ (ii) 압력 행사와 본건 합병비율 및 시너지 효과의 왜곡 이외의 여러 요소를 고려한 투자위원회는 이러한 요소들을 근거로 “독자적으로” 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사할 수 있었으며;¹²⁷⁸ 그리고 (iii) 국민연금 투자위원회 단계에서 확정적으로 결정되지 않았다면 본건 합병은 전문위원회에 부의되었을 것이며 전문위원회가 본건 합병을 승인할 수 있었다면서, 인과관계를 단절시킬 수 있는 사건들이 중간중간 개입되어 있다고 주장한다.¹²⁷⁹

789. “원격성” 기준으로 넘어가서, 피청구국은 피청구국의 위법행위 혐의와 본건 합병 승인의 “관련성이 지나치게 낮다”고 주장한다.¹²⁸⁰ 특히, 피청구국은 국민연금의 11.21% 지분은 지배권을 나타내지 않았으며, 국민연금이 본건 합병에 찬성하기로 결정하였을 당시 의결권의 58%는 여전히 미정으로 남아있었음을 지적한다.¹²⁸¹ 피청구국에 따르면, 본건

¹²⁷³ 재반박서면, 제 268 항, 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015년 6월 9일, 제 6조(R-98) 인용.

¹²⁷⁴ 재반박서면, 제 268 항, 조영길 제 2 차 진술서, 제 9-10 항(RWS-2); 국민연금 주식 의결권 행사 전문위원회 운영규정, 2015년 6월 9일, 제 6조(R-98) 인용.

¹²⁷⁵ 반박서면, 제 476 항; 재반박서면, 제 466 항, 제 481 항.

¹²⁷⁶ 재반박서면, 제 466 항, 제 469 항; 반박서면, 제 625 항, *Ronald S. Lauder v The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종판정문, 2001년 9월 3일, 제 234 항(RLA-20) 인용.

¹²⁷⁷ 반박서면, 제 478 항.

¹²⁷⁸ 반박서면, 제 479 항. 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 50 항, 제 57 항 참조.

¹²⁷⁹ 반박서면, 제 480 항. 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 51 항 참조.

¹²⁸⁰ 반박서면, 제 481 항.

¹²⁸¹ 반박서면, 제 482-83 항.

합병 승인은 “다른 모든 주주들의 개별적인 결정이 궁극적으로 본건 합병이 승인되도록 하는 결과”로서 “국민연금이 본건 합병 승인에 대한 책임을 지기에는 지나치게 관련성이 낮다”.¹²⁸²

790. 피청구국은 본건 합병이 한국의 행위의 “의도된 결과”이므로 상당인과관계가 성립한다는 청구인의 주장을 부정한다.¹²⁸³ 피청구국은 한국이 청구인에게 불이익을 주기 위해 본건 합병을 의도한 것이 아니라, 기껏해야 투자위원회와 대중에게 본건 합병에 대한 표결이 “국익에 대한” 것이 될 것이라고 설득하고자 하는 피청구국의 의도를 입증할 뿐이라고 주장한다.¹²⁸⁴

C. 국민연금의 표결로 인하여 본건 합병이 승인되었는지 여부

1. 청구인의 입장

791. 청구인은 삼성물산 보통주식의 최소 2.42%를 보유한 주주가 “캐스팅 보트”를 보유하였기 때문 등, 본건 합병 승인의 여러 원인들이 있으므로 인과관계가 단절되었다는 피청구국의 입장에 동의하지 않는다.¹²⁸⁵

792. 청구인은 위법행위가 손해를 야기한 복수의 원인들 가운데 하나인 이상, 사실적 인과관계가 발생하였다고 주장한다.¹²⁸⁶ 청구인은 본건 합병에 관하여 다른 소액주주들이 어떻게 의결권을 행사하였는지 또는 의결권을 행사할 수 있었는지와 관계없이, 관련 국제법상 쟁점은 “위법행위, 피청구국의 위반 ... 및 신청인이 입은 손해 간에 충분히 직접적이고 분명한 인과적인 연결이 있는지 여부”라고 주장한다.¹²⁸⁷

793. 청구인에 따르면, 국민연금의 찬성 표결이 없었다면 본건 합병이 승인되지 않았을 상황에서 다른 주주들의 표결 패턴은 “관계가 없다”.¹²⁸⁸ 피청구국이 주장하는 바와 같이

¹²⁸² 반박서면, 제 484-85 항.

¹²⁸³ 재반박서면, 제 467 항.

¹²⁸⁴ 재반박서면, 제 483 항.

¹²⁸⁵ 답변서면, 제 518-20 항; 수정 청구서면, 제 85 항.

¹²⁸⁶ 수정 청구서면, 제 85 항; 답변서면, 제 519 항.

¹²⁸⁷ 답변서면, 제 517 항.

¹²⁸⁸ 답변서면, 제 162 항.

다수의 “캐스팅 보트”가 있었다고 하더라도, 청구인은 피청구국이 국제법상 책임을 여전히 부담한다고 본다.¹²⁸⁹

794. 보다 구체적으로, 청구인은 국민연금이 본건 합병에 대해 11.2%의 “캐스팅 보트”를 행사하였다면 본건 합병은 “출석주주 의결권의 [66.67%]를 확보하지 못하였을 것”이므로, 국민연금의 의결권 행사로 인하여 본건 합병이 성사되었다고 주장한다.¹²⁹⁰
795. 청구인은 피청구국의 당시 시뮬레이션에서 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하면 다른 소액주주들의 최소 90%가 본건 합병에 찬성 표결해야 통과가 된다는 결론을 내렸다고 주장한다.¹²⁹¹
796. 청구인은 또 다른 캐스팅 보트를 보유하고 있었다고 볼 수 있는 다른 대규모 기관 주주들이 있었다는 피청구국의 주장을 부정한다.¹²⁹² 청구인은 다른 주주들이 국민연금의 표결 방향에 영향을 받았을 것이라고 주장한다.¹²⁹³ 이와 관련하여, 청구인은 보건복지부 공무원들, 삼성그룹 및 전문위원회 위원 ██████이 국민연금의 찬성 표결이 다른 투자자들의 표결에 상당한 영향을 미칠 것이라고 생각했다고 지적한다.¹²⁹⁴
797. 또한 청구인은 국제법상 “설령 임시주주총회에서 복수의 캐스팅 보트로 인해 본건 합병이 통과되었다고 가정하더라도, 대한민국은 그 불법행위에 대한 책임을 면할 수 없다”는

¹²⁸⁹ 답변서면, 제 162 항. 답변서면, 제 518-520 항 참조.

¹²⁹⁰ 수정 청구서면, 제 135 항; 답변서면, 제 161 항(“간단한 계산을 해보더라도, 국민연금이 본건 합병에 반대 투표를 하였거나 기권하였다면 합병안이 통과되지 못하였을 것입니다”). 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 50 항 참조.

¹²⁹¹ 답변서면, 제 513 항. 수정 청구서면, 제 89 항 참조.

¹²⁹² 답변서면, 제 515 항.

¹²⁹³ 답변서면, 제 516 항.

¹²⁹⁴ 답변서면, 제 515-16 항, 증인 ██████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 19일, 22-23면(C-504); [보건복지부], “투자위원회 논의 추진방안 검토”, 2015년 7월 8일(C-419); 국회사무처, 박근혜 정부의 최순실 등 민간인에 의한 국정농단 의혹사건 진상규명을 위한 제4차 국정조사특별위원회 회의록, 제346회 국회, 2016년 12월 6일, 36-37면(C-460) 인용.

입장을 취한다.¹²⁹⁵ 청구인은 “쟁점이 되는 위법행위가 손해를 야기한 여러 원인 중 하나에 불과하더라도” 인과관계가 발생하였다고 주장한다.¹²⁹⁶

2. 피청구국의 입장

798. 피청구국은 “청구의 핵심적 원인에 해당하는 본건 합병 및 그 합병비율은 한국 정부가 야기한 것이 아니다”라고 주장한다.¹²⁹⁷ 오히려, 피청구국은 청구인의 사건이 “핵심적으로 이는 다른 소수주주가 의결권을 행사한 방식에 불만을 가진 1 인 소수주주의 불평에 불과한 것”이라고 본다.¹²⁹⁸

799. 피청구국에 따르면, “간단한 산식”이 피청구국이 본건 합병을 야기하지 않았음을 보여준다.¹²⁹⁹ 피청구국은 국민연금이 본건 합병이 승인되기 위해 필요한 의결권 있는 주식의 3분의 2 중에서, 혹은 실제 본건 합병에 찬성한 69.53%의 주식 중에서 11.21%만을 보유하고 있었다고 주장한다.¹³⁰⁰ 본건 합병에 찬성한 의결권의 나머지 58.32%는 한국의 저명한 자산운용사인 한국투자신탁운용(주)과 싱가포르 GIC, 사우디아라비아 SAMA 및 아부다비 ADIA 를 포함한 다양한 국부펀드가 보유하고 있었다.¹³⁰¹ 피청구국은 이들 각각이 2.42%보다 많은 의결권을 보유하고 있으므로 본건 합병을 통과시킨 “캐스팅 보트”를 쥐고 있었다고 주장한다.¹³⁰² 따라서, 피청구국은 국민연금의 표결이 본건 합병이 통과되기 위한 필요조건 또는 충분조건이 되지 않는 다양한 시나리오가 존재하였다고 주장한다.¹³⁰³ 실제로 “삼성물산의 발행주식총수의 2.42%를 보유한 주주라면 모두 투표 결과를 바꿀 수 있었다”.¹³⁰⁴

¹²⁹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 174 항.

¹²⁹⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 174 항.

¹²⁹⁷ 반박서면, 제 389 항.

¹²⁹⁸ 반박서면, 제 389 항.

¹²⁹⁹ 반박서면, 제 390 항.

¹³⁰⁰ 반박서면, 제 413-14 항.

¹³⁰¹ 반박서면, 제 416 항. 반박서면, 제 389 항 참조.

¹³⁰² 반박서면, 제 414-15 항, 제 418-19 항.

¹³⁰³ 반박서면, 제 417-22 항.

¹³⁰⁴ 반박서면, 제 463 항.

800. 피청구국은 다른 주주들의 표결로 인해 본건 합병이 승인되지 않았을 수 있는 시나리오를 도해로 표현한다.¹³⁰⁵



Figure 12: Diagrammatic representation of the voting required to approve the Merger

801. 또한, 피청구국은 국민연금이 반대 표결을 했더라도 본건 합병이 승인되었을 수 있었다고 주장한다.¹³⁰⁶ 피청구국은 본건 합병이 “전세계의 전문투자자들을 포함하는 주주들이 함께 찬성하여 승인”되었음을 강조한다.¹³⁰⁷ 이와 관련하여, 피청구국은 (전문위원회 위원의 추측을 제외하고) 국민연금의 결정이 본건 합병에 찬성 표결을 한 다른 주주들에게 영향을 미쳤다는 증거가 없다고 주장한다.¹³⁰⁸ 실제로, 투자위원회의 의결이 시장에 유출된 지 3 일 후인 2015 년 7 월 13 일자 국민연금에 대한 서신에서, 엘리엇은 “국민연금이 합병 안에 대해 찬성한다 하더라도 합병안 가결을 위해 필요한 찬성 의결주식수를 충족하기는 어려울 것”이라고 주장하였다.¹³⁰⁹

¹³⁰⁵ 반박서면, 그림 12.

¹³⁰⁶ 반박서면, 제 411-13 항, 제 420 항, 제 461-64 항; 재반박서면, 제 272 항, 제 444 항, 제 458-60 항.

¹³⁰⁷ 반박서면, 제 389 항. 반박서면, 제 462 항 참조.

¹³⁰⁸ 재반박서면, 제 273 항, 제 459 항, 증인 ████████에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 19 일(C-504) 인용.

¹³⁰⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 102 항.

802. 또한, 피청구국은 삼성그룹이 주주들과 시장 애널리스트들에게 영향을 미쳤다는 청구인의 주장에 대한 근거가 있다면, 국민연금이 본건 합병에 반대하기로 결정한 경우 이러한 노력이 (본건 합병이 다른 주주들로부터 지지를 받도록) 배가되었을 뿐이라고 주장한다.¹³¹⁰ 나아가, 국민연금이 본건 합병에 반대 투표를 하였다면, 피청구국은 다른 무리의 주주들이 임시주주총회에 참석하였을 수 있고 출석 주주들이 달리 투표하였을 수 있다고 본다.¹³¹¹

D. 본건 합병이 청구인에게 손실을 야기하였는지 여부

I. 청구인의 입장

803. 청구인은 본건 합병이 청구인에게 손실을 야기하였다고 주장한다.¹³¹² 청구인에 따르면, “본건 합병비율에 기초하여 본건 합병이 진행됨에 따라 삼성물산의 과소평가 상태가 고착화되었고 삼성물산에 대한 청구인 투자의 가치가 영구적으로 박탈되었다”.¹³¹³ 청구인은 본건 합병이 삼성물산이나 제일모직의 진정한 가치를 반영하지 않은 합병비율로 진행되었기 때문에,¹³¹⁴ 삼성물산 주주들의 비용으로 제일모직 주주들에게 가치가 이전되었다고 주장한다.¹³¹⁵ 청구인은 애널리스트들이 이와 유사한 결론을 도출하였다고 주장한다.¹³¹⁶

804. 또한 청구인은 한국 및 국민연금 관계자들이 본건 합병비율이 저평가된 삼성물산 주식에 고정되어 있음을 알고 있었다고 주장한다.¹³¹⁷ 청구인에 따르면, “대한민국 검찰, 법원 및 국회의원들은 반복적으로 시장 가격에 기초한 본건 합병비율 ... 삼성물산 주주인 국민연금이 최소 1,388 억 원(미화 1 억 2,000 만 달러)의 직접적인 재무적 손실을

¹³¹⁰ 재반박서면, 제 273 항, 제 459-60 항.

¹³¹¹ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 54 항.

¹³¹² 수정 청구서면, 제 254 항; 답변서면, 제 501(e)항.

¹³¹³ 수정 청구서면, 제 262 항; 답변서면, 제 534 항. Boulton 제 1 차 보고서, 제 2.1.2 항(CER-3) 참조.

¹³¹⁴ 답변서면, 제 533-37 항, Dow 보고서, 제 145-165 항 인용.

¹³¹⁵ 답변서면, 제 538-45 항. Boulton 제 1 차 보고서, 제 2.1.2 항, 제 4.1.2 항, 부속서 4-1(CER-3); Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.1-2.6.7 항, 부속서 4-3, 제 7 절(CER-5) 참조.

¹³¹⁶ 답변서면, 제 529 항, ISS 특별분석보고서, “삼성물산: 제일모직과의 합병 제안”, 2015 년 7 월 3 일, 2 면(C-30); Glass Lewis 보고서, 2015 년 7 월 17 일, 5 면(C-43); KCGS, “2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산”, 2015 년 7 월 3 일, 3 면, 6 면, 50 면(C-402) 인용.

¹³¹⁷ 답변서면, 제 540 항, 제 542 항.

야기했다는 결론”을 내렸다.¹³¹⁸ 결론적으로, 청구인은 “청와대, 보건복지부 및 국민연금은행 본건 합병이 국민연금과 청구인 등 다른 삼성물산 주주들에 미칠 손실을 알고 있었지만, 그럼에도 불구하고 대한민국은 국민연금으로 하여금 본건 합병을 승인할 것을 지시하였다”고 주장한다.¹³¹⁹

805. 청구인은 본건 합병 발표 당시 자신이 소유한 삼성물산 7,732,779 주에 대하여 “수익을 얻었다”는 피청구국의 “추측”을 부정한다.¹³²⁰ 청구인은 Mr. Boulton 의 계산에서 설명한 바와 같이, 실제로 주식을 매도한 가격만이 유일하게 관련있는 매도 가격이라고 주장한다.¹³²¹

806. 청구인은 EALP 가 본건 합병 발표 이후에 취득한 3,393,148 주를 공개시장에서 매도하였음을 인정하지만, 추가 손실을 방지하기 위하여 매도하였다고 주장한다.¹³²² 청구인에 따르면, 이러한 상황에서 청구인이 입은 손실은 360 억 원에 달한다.¹³²³

2. 피청구국의 입장

807. 피청구국은 청구인이 한국의 위법행위와 손해 사이의 “조건적” 인과관계와 상당인과관계를 모두 입증하여야 한다고 주장한다.¹³²⁴ 따라서, 청구인은 (i) 한국의 행위가 없었다면 청구인이 삼성물산 주식의 소위 “내재가치”를 실현하였을 것이며, (ii) 한국의 개입 혐의와 청구인이 주장하는 “내재가치”에 도달하지 못한 점 사이에 “충분한 인과관계”가 있음을 입증해야 한다.¹³²⁵ 피청구국은 청구인이 이러한 증거를 제출하지 않았다고 주장한다.¹³²⁶

¹³¹⁸ 답변서면, 제 541 항.

¹³¹⁹ 청구인의 심리 후 재판박서면, 제 54 항.

¹³²⁰ 답변서면, 제 546-49 항.

¹³²¹ 답변서면, 제 549 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 8.2.21-8.2.25 항(CER-5) 인용.

¹³²² 답변서면, 제 554 항.

¹³²³ 답변서면, 제 554 항. Smith 제 2 차 진술서, 제 66(i)항, 제(ii)항(CWS-5) 참조.

¹³²⁴ 재판박서면, 제 424 항.

¹³²⁵ 재판박서면, 제 425 항.

¹³²⁶ 재판박서면, 제 426 항.

808. 피청구국은 삼성물산의 주가가 하루만에 67%(69,300 원에서 115,391 원으로) 상승하였을 것이라는 청구인의 가정에 이의를 제기한다.¹³²⁷ 특히, 피청구국은 증거가 청구인이 삼성물산 주가의 “급등”으로 “삼성물산에 대한 투자 가치의 막대한 증가분”을 “실현”할 수 있었을 것이라는 점을 입증하지 못한다고 주장한다.¹³²⁸
809. 또한, 피청구국은 청구인이 손실을 직접적으로 초래하였다는 1:0.35의 본건 합병비율이 전월의 거래 가격을 기준으로 자본시장법에서 정하는 “법정 산식에 의해 산정”되었다면서, 청구인이 “한국이 본건 합병비율을 정하였다”고 주장할 여지는 전혀 없다고 지적한다.¹³²⁹ 법정 본건 합병비율은 청구인이 주장하는 손실의 “추월적 원인이 된 최종적, 직접적 행위이자 직접적인 원인”이 되었기 때문에, 피청구국은 자신이 “본건 합병비율에 대한 책임이 없다”고 주장하면서 청구인의 손실에 대한 책임이 없다고 주장한다.¹³³⁰
810. 또한, 피청구국은 본건 합병비율에 내재된 가치이전에 대한 책임을 부인한다.¹³³¹ 오히려, “본건 합병에 따른 가치 이전으로 인해 청구인에게 손실이 발생하였다면 그것은 삼성이 삼성물산의 주가를 하락시킨 행위에 의해 발생한 것이지 한국에 의한 것이 아니다”.¹³³² 피청구국은 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 가치를 이전시키게 될 것이라는 점을 “한국 측이 합리적으로 예측할 수 있었음”을 부인한다.¹³³³ 피청구국에 따르면, 청구인이 협정 위반을 구성한다고 판단하는 행위 당시에 삼성이 삼성물산의 주가를 부당하게 하락시켰음을 피청구국이 인지하고 있었다는 증거는 없다.¹³³⁴ 또한, 피청구국에 따르면 삼성그룹 또는 이재용이 삼성물산의 주가를 부당하게 조작하였다는 주장은 한국 법원에서 아직 입증되지 않았다.¹³³⁵

¹³²⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 103 항.

¹³²⁸ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 57 항.

¹³²⁹ 답변서면, 제 626(b)항. 답변서면, 제 633-36 항 참조.

¹³³⁰ 반박서면, 제 636 항.

¹³³¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104 항.

¹³³² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104 항.

¹³³³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104 항.

¹³³⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104(a)항.

¹³³⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104(c)항.

811. 피청구국은 어떠한 경우에도 청구인의 손해는 “청구인이 협정을 위반하였다고 주장하는 조항의 취지에서 크게 벗어났다”고 주장한다.¹³³⁶ “위반된 규정의 목적을 고려하였을 때 피해가 해당 규정의 범위 내에서 초래되었는지 여부”를 판단함에 있어서,¹³³⁷ 피청구국은 국민연금의 규칙과 절차의 목적이 “국민연금기금 가입자를 위해 투자자산의 안정성을 보장하기 위한 목적으로 고안되었다”고 주장하면서, 국민연금이 투자한 회사의 투자자를 보호하는 것은 아니라고 주장한다.¹³³⁸ 미국이나 한국의 일반 회사법 또는 국민연금 규칙에는 소액주주가 다른 주주들에게 특정한 방식으로 의결권을 행사할 의무를 발생시키지 않는다.¹³³⁹
812. 마지막으로, 피청구국은 청구인이 본건 합병으로 인해 손해를 입지 않았다고 주장한다.¹³⁴⁰ 피청구국에 따르면, 청구인은 실제로 최초 매수한 770 만주가 본건 합병 발표 이전 거래일로부터 주가가 14.83% 상승하면서 이익을 얻었다.¹³⁴¹ 나머지 340 만주의 경우, 청구인이 본건 합병 공식발표 이후 매수한 주식이므로, 청구인은 자신이 이미 알고 있었던 본건 합병비율에 따라 본건 합병이 성사됨으로 인하여 손해를 입었다고 주장할 수 없다.¹³⁴²

E. 중재판정부의 결정

813. 인과관계에 대한 협정상 관련 기준은 제 11.16조 제 1 항 가호이며, 이는 투자분쟁이 협상에 의해 해결될 수 없는 경우, 청구인은 “자신자신을 위하여, 다음의 청구를 이 절에 따른 중재에 제기할 수 있다. (i) 피청구국이 [협정상 의무]를 위반하였다는 것 그리고 (ii) 청구인이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것(강조표시 임의추가)”이라고 규정한다.
814. 따라서 해당 조항은 인과관계(청구인이 “그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것”)은 위반과 손실 또는 손해 사이의 관계에 관한 것이며,

¹³³⁶ 반박서면, 제 637 항.

¹³³⁷ 반박서면, 제 638 항, ILC 규정(주식 포함)(2001), ILC 규정 해설서 제 31 조, 제 10 항, 92-93 면(CLA-38) 인용.

¹³³⁸ 반박서면, 제 641 항.

¹³³⁹ 반박서면, 제 641 항.

¹³⁴⁰ 반박서면, 제 593 항; 재반박서면, 제 7 항.

¹³⁴¹ 반박서면, 제 594 항.

¹³⁴² 반박서면, 제 597 항.

인과관계가 아닌 귀속의 문제에 해당하는 피청구국과 위반 사이의 관계에 관한 것이 아니다. 따라서 중재판정부는 피청구국이 국민연금으로 하여금 협정을 위반하도록 하였음을 청구인이 입증해야 한다는 피청구국의 주장을 받아들일 수 없다. 실제로, 중재판정부는 앞서 제 V.B.4 절에서 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속된다고 이미 결정하였다. 따라서, 청구인은 피청구국이 국민연금으로 하여금 협정을 위반하도록 하였음을 입증할 필요가 없으며; 피청구국의 협정 위반 여부를 판단함에 있어서 국민연금의 행위는 피청구국에게 귀속된다.

815. 중재판정부가 고려해야 하는 인과관계의 두 가지 관련 측면은 사실상 인과관계와 법률상 인과관계이다. 전자는 위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단하는 반면, 후자는 주장하는 손실 또는 손해가 위반 혐의와 충분히 밀접한 관련이 있는지 여부에 관한 것이다. 이러한 관련성은 청구된 손실 또는 손해가 위반 혐의의 “직접적” 결과인지 또는 위반 혐의에 의해 발생한 “인과관계”가 있는 것인지를 관점에서 결정될 수 있으며; 본건의 당사자들은 양자를 명확히 구별하지 않고 이러한 조건에서 인과관계 문제를 주장하였다.¹³⁴³ 두 가지 정의는 실제로 기술적으로 구별되지만, 위반 혐의와 손실 또는 손해 사이의 필수적인 인과관계가 입증되었는지 여부를 판단하기 위해 적용되는 기준을 설명하는 실질적으로 동일한 방법이다. 전자의 정의는 손해 또는 손해의 원인(즉, 위반 혐의)에서부터 분석을 시작하는 기준을 명시하고 있는 반면, 후자는 위반 혐의의 효과(즉, 손실이나 손해)에서부터 분석을 시작한다. 두 접근법 모두 인과관계를 단절시키는 개입된 원인으로 인해 쟁점 손실 또는 손해가 배상을 받기에 “간접적”이거나 너무 “동떨어져” 있을 수 있음을 인정한다.¹³⁴⁴

816. 사실상 인과관계는 실제로 한국 법원이 앞서 다른 판결에서 다루었다. 이에 따라, 서울중앙지방법원은 문형표/홍완선 재판에서 삼성물산의 주가가 삼성그룹에 의해 조작되어 삼성물산 주주들에게 유리한 합병비율이 산출되었고, 그 상황에서 국민연금이 캐스팅 보트를 행사하였다는 “합리적 의심”이 있었다고 판시하였다:

¹³⁴³ 위 제 VII.A-D 절 참조.

¹³⁴⁴ *S.D Myers, Inc. v Government of Canada*, UNCITRAL, 제 2 차 부분판정문, 2002 년 10 월 21 일, 제 140 항(RLA-23). *Ronald S. Lauder v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 최종판정문, 2001 년 9 월 3 일, 제 234 항(RLA-20) 참조; *Methanex Corporation v United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문, 2002 년 8 월 7 일, 제 138 항(RLA-22).

삼성그룹 차원에서 의도적으로 삼성물산의 실적 부진을 유도하는 방법 등을 통하여 삼성물산 주가를 낮게 유지함으로써 [이재용] 등 삼성그룹 대주주 일가를 포함한 제일모직 주주에게 유리하고 삼성물산 주주에게 불리한 합병비율이 나올 수 있는 합병 시점을 의도적으로 선택하였다는 합리적인 의심을 가질 만한 객관적인 정황이 다수 존재하였다.

그러한 상황에서, 국민연금공단은 삼성물산의 주식 11.21%를 보유하고 있는 최대주주로서 삼성물산 주주에게 유리한 합병비율이 나올수록 합병 후 법인의 지분을 많이 취득하여 이익을 얻을 수 있었다. 그 무렵 삼성물산의 주식 7.12%를 보유한 외국계 펀드인 엘리엇(Elliott Associates, L.P.)이 이 사건 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 합병을 적극 반대하고 나섰다. 엘리엇의 반대에 따라, 국민연금공단이 이 사건 합병 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 ‘캐스팅보트’를 가지고 있었다.¹³⁴⁵

817. 또한 법원은 “이 사건 합병 안건의 경우, 국민연금공단은 삼성물산의 최대주주로서 사실상의 캐스팅보트를 가지고 있었고”, “합병비율에 따라 [이재용] 등 삼성그룹 대주주의 이익과 삼성물산 주주의 손해로 이어질 수 있는 구조”였다고 판시한다.¹³⁴⁶ 또한 법원은 다음과 같이 판시하였다:

[홍완선]의 판시와 같은 임무위배행위로 인하여 피해자 국민연금공단에 아래와 같은 재산상 손해 발생의 위험이 생겼다 할 것이고, 합병 성사 여부에 영향을 줄 수 없는 다른 삼성물산 주주들과는 달리 국민연금공단의 경우는 합병 찬성과 [이재용] 등 삼성그룹 대주주의 이익 취득 사이에 인과관계도 존재한다. 국민연금공단의 손해는 피고인의 임무위배행위가 없어 투자위원회에서 합병 찬성이 되지 않았을 경우의 재산 상태와 피고인의 임무위배행위로써 투자위원회에서 합병 찬성이 된 경우의 재산 상태의 차이라고 할 것이다. 이는 투자위원회의 찬성 의결이 있던 2015. 7. 10. 현재 국민연금기금이 보유하는 삼성물산 주식과 제일모직 주식의 경제적 가치(이를 '주주가치'로 표현할 수도 있을 것이다)에 상당하는 재산 상태를 투자위원회의 찬성 의결 전후로 비교하여 산정함이 상당하다.¹³⁴⁷

818. 항소심에서, 서울고등법원은 엘리엇의 본건 합병 반대에 비추어 볼 때 국민연금이 사실상 캐스팅 보트를 가지고 있다는 서울중앙지방법원의 사실관계 판단에 동의하고 다음과 같이 “인용”하였다:

¹³⁴⁵ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 3-4면(C-69).

¹³⁴⁶ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 61면(C-69).

¹³⁴⁷ 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 63-64면(C-69). 또한 법원은 홍완선 본부장이 “기금 자산의 수익성과 주주가치를 증대시키는 방향으로 주식 의결권을 행사”하도록 해야 하는 책무와 같은 기금 운용 원칙을 저버리고, “그 결과 국민연금공단은 삼성물산 합병에 관한 캐스팅보트를 상실하고 보유 주식의 가치가 감소하는 등의 손해를 입게 되었다”고 판시하였다. 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일, 66-67면(C-69).

한편, 외국계 펀드인 엘리엇 어쏘시어즈 엘.피.(Elliot Associates, L. P., 이하 엘리엇이라 한다)가 2015. 6. 4.경 삼성물산 주식 7.12%의 보유사실을 공시하고 경영참가 목적을 밝히면서 이 사건 합병비율이 삼성물산 주주에게 불리하다는 이유로 합병을 적극 반대하였다. 그 무렵 삼성물산 주식의 보유 현황 및 주주들의 이해관계 등에 비추어 합병 결의에 필요한 출석주주의 의결권의 3분의 2 이상을 확보하기 위해서는 삼성물산 주식 11.21%를 보유한 [국민연금]의 찬성이 필수적인 상황이었으므로, [국민연금]은 의결권행사 방향에 따라 이 사건 합병의 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 캐스팅보트(Casting Vote)를 가지게 되었다.¹³⁴⁸

819. 따라서 한국 법원은 국민연금이 캐스팅 보트를 가지고 있었으며, 본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 국민연금과 청구인을 포함한 다른 삼성물산 주주들이 입은 손실 사이에 직접적인 인과관계가 있다고 판단하였다.
820. 본 중재절차에서 중재판정부가 한국 법원의 판단보다 우선할 어떠한 증거도 없다. 피청구국은 전문위원회 위원인 조영길의 증언을 인용하면서, 전문위원회 위원들이 본건 합병에 반대 표결을 했을 것임이 입증되지 않는다고 주장하지만, 조영길이 자신의 증인진술서에서 해당 안건이 전문위원회에 부의되었다면 자신이 본건 합병에 찬성 투표하였을 것이라는 사실(또는 그가 결정하지 않았으므로 실제로 반대하였을 것임)을 진술하지 않았음을 인정한다.¹³⁴⁹ 따라서 그의 증거는 결정적이지 않으며, 어떠한 경우에도 피청구국은 한국 법원의 결정에 대하여 이의를 제기하지 않으며, 실제로 앞서 언급한 바와 같이 이를 명시적으로 인정한다.¹³⁵⁰
821. 법률상 인과관계에 관하여, 중재판정부는 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속될 수 있으므로, 청구인이 주장하는 손실 및 손해는 피청구국의 행위의 직접적 결과이며, 따라서 피청구국과 상당인과관계가 있다고 판단한다. 국민연금의 표결과 청구된 손실 및 손해 사이의 인과관계를 단절시킬 수 있는 개입 행위에 대한 증거는 중재판정부에게 제출되지 않았다. 피청구국은 임시주주총회 수일 전에 국민연금의 본건 합병 표결 결과가 시장에 유출되어 다른 주주들의 표결에 영향을 미쳤다고 주장하지만, 피청구국은 그러한 유출로 인하여 임시주주총회 당시 다른 주주들의 지위가 변경되었음을 입증하지 못하고 있다. 따라서 중재판정부는 표결 결과가 유출되지 않았다면 임시주주총회에서의 표결 결과가 달라졌을 것이라고 단정할 수 없다. 따라서 유출은 인과관계를 단절시키는 개입 행위를

¹³⁴⁸ 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일, 9면(C-79/R-153).

¹³⁴⁹ 조영길 제 1차 진술서, 제 30항(RWS-1); 조영길 제 2차 진술서, 제 5-6항(RWS-2).

¹³⁵⁰ 위 제 263항 참조

구성할 수 없다. 따라서, 중재판정부는 유출이 피청구국의 협정 위반의 일부를 구성한다는 청구인의 주장을 고려할 필요가 없다.

822. 또한 중재판정부는 인과관계가 없었다거나 전문위원회고 본건 합병을 거부할 수 있었기 때문에 이와 같은 인과관계는 단절되었다는 피청구국의 주장이나, 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였다고 하더라도 2.7%가 넘는 주식을 보유한 주주들이 본건 합병에 반대 투표하여 본건 합병의 승인을 저지할 수 있었을 것이라는 주장에 동의할 수 없다. 인과관계는 잠재적 사건에 의해 중단되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 중단될 수 있다. 피청구국이 인용한 잠재적 사건 중 어느 것도 실제로 발생하지 않았으므로, 인과관계를 단절시킬 수 없었다.

823. 따라서, 중재판정부는 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 청구인이 주장하는 피해를 야기하였다고 판단한다. 이러한 판단은 다음 절에서 다룰 수 있는 쟁점으로서 청구인이 실제로 계량화할 수 있는 손해를 입었음을 입증하였는지에 관한 중재판정부의 판단을 침해하지 않는다. 중재판정부는 이와 관련하여 삼성의 시장 가격 조작 내지 억제와 법정 산식의 적용(본건 합병비율)으로 인해 청구인이 입을 수 있는 손실에 대하여 피청구국이 책임을 부담할 수 없다는 피청구국의 주장을 다룰 것이다. 이러한 문제들은 손해산정 문제와 밀접하게 연관되어 있으며, 이러한 맥락에서 적절히 처리된다.

VIII. 손해산정

824. 당사자들은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 청구인의 삼성물산 주식의 공정시장가격(이하 “**FMV**”)과 청구인이 삼성물산 주식을 매도한 실제 판매 수익의 차액으로 청구인이 받을 수 있는 배상을 계량화하여야 함에 동의한다. 당사자들은 본건 합병의 부결이 삼성물산 주식의 **FMV** 에 미치는 영향을 포함하여, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산 주식의 **FMV** 를 결정하기 위한 적절한 가치평가 방법과 가치평가 수행의 전제가 되는 가정에 대해서는 동의하지 않는다.

A. 내재가치를 토대로 한 청구인의 가치평가

1. 청구인의 입장

825. 청구인의 주장은 자신의 손해산정 전문가인 Mr. Boulton 의 손해산정에 대한 의견을 근거로 한다. Mr. Boulton 은 “사업별평가가치 합산기법”(이하 “**SOTP**”) 가치평가(즉, 회사가 보유한 각 자산을 별도로 평가하고, 자산들의 가치가 합산되어 회사의 가치로 도달하는 분석)를 토대로 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 청구인의 삼성물산 주식 가치를 계산한다.¹³⁵¹ 청구인은 Mr. Boulton 의 SOTP 분석이 삼성물산의 “내재가치”를 반영한다고 본다.¹³⁵² 청구인에 따르면, 이러한 내재가치는 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산 주식의 가치를 나타낸다.¹³⁵³

826. 청구인은 Mr. Boulton 이 삼성물산의 가치를 평가하면서 관측된 디스카운트는 두 가지 요소로 나뉠 수 있다고 한다: 한국 지주회사로서의 특성으로 인해 삼성물산에 적용되는 “지주회사 디스카운트”와 본건 합병과 같은 약탈적 거래에 관한 시장의 우려와 본건 합병을 지지하는 주가조작으로 인해 발생하는 “추가 디스카운트”이다.¹³⁵⁴

827. 청구인은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 상정된 바와 같이, 본건 합병이 부결되면 “더 이상 신규 삼성물산이 삼성 총수일가에 이익을 주기 위한 약탈적 거래 대상이

¹³⁵¹ Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.3.1 항(**CER-3**).

¹³⁵² 수정 청구서면, 제 264 항.

¹³⁵³ 답변서면, 제 583-85 항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.4.4 항, 제 2.8.2 항(**CER-3**).

¹³⁵⁴ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5.3 항(**CER-5**).

아니라는 시장의 이해”가 반영된 “치유적인 영향”을 가질 것이라고 주장한다.¹³⁵⁵ 청구인에 따르면, 이러한 “치유적인 영향”은 삼성물산의 주가와 그 “내재가치” 사이의 디스카운트를 상당히 좁혔을 것이다.¹³⁵⁶ 청구인은 이를 통해 “내재가치”에 대한 “관측된 디스카운트”의 상당 부분이 소멸할 것이라고 주장한다.¹³⁵⁷ 따라서, 청구인은 지주회사 디스카운트의 적용 비율에 따라 306,950,089 달러 또는 예비적으로 408,253,247 달러의 손해배상을 받을 권리가 있다고 결론 내린다.¹³⁵⁸

(a) “내재가치”/SOTP 접근법

828. 청구인은 국제법상 “침해에 대한 것이 아니라 실현되었을 이익을 포함”하는 배상, 즉 청구인의 삼성물산 지분의 “내재가치”에 대한 배상을 받을 권리가 있다고 주장한다.¹³⁵⁹ 보다 구체적으로, 청구인은 국제관습법에 따라 중재판정부가 피청구국이 협정상 부담하는 대우를 부여했다면 “청구인의 투자의 가장 가능성 있는 결과”를 판단하여야 한다고 주장한다.¹³⁶⁰ 따라서 청구인은 삼성물산으로부터 제일모직으로의 가치 이전을 준비하기 위한 선택적 정보의 공개를 통해 “약탈적 거래에 대한 예상에 짓눌려 단기간 주가에 반영”되고 “의도적으로 조작된” 가치로 제한되지 않는 “청구인이 합리적으로 실현할 것으로 예상한 가치의 증가”를 반영한 손해배상을 구한다.¹³⁶¹

¹³⁵⁵ 답변서면, 제 595 항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.4 항 제 8.2 절(CER-5).

¹³⁵⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 208 항.

¹³⁵⁷ 답변서면, 제 593 항, 제 595 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5(iii)항, 제 2.8.5 항, 제 3.3.4 항, 제 4.2.22 항, 제 6.5.12-6.5.15 항, 제 6.9.5 항(CER-5) 인용. 답변서면, 제 594 항 참조(“본건 합병이 승인되지 않을 경우 삼성물산 주식의 가격이 ‘급등’할 것이라는 국민연금의 당시 기대”를 주장함).

¹³⁵⁸ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항. 아래에서 자세히 설명한 바와 같이, 청구인은 자신이 미국 달러화로 배상을 받아야 한다고 주장한다.

¹³⁵⁹ 답변서면, 제 583-84 항, *Siemens AG v The Argentine Republic*, ICSID 사건 번호 ARB/02/8, 판정문, 2007년 2월 6일, 제 338 항, 제 353 항, 제 355-57 항(RLA-35); *Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v The United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/04/5, 판정문, 2007년 11월 21일, 제 280-81 항(RLA-39); *Joseph Houben v. Republic of Burundi*, ICSID 사건 번호 ARB/13/7, 판정문, 2016년 1월 12일, 제 226 항(RLA-139); *Joseph C. Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건 번호 ARB/06/18, 판정문, 2011년 3월 28일, 제 342-43 항(RLA-56) 인용. Boulton 제 1 차 보고서, 제 5.4 절(CER-3); Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.3.2 항(CER-5) 참조.

¹³⁶⁰ 답변서면, 제 584 항, *British Caribbean Bank Limited (Turks & Caicos) v. Government of Belize*, PCA 사건 번호 2010-18, 판정문, 2014년 12월 19일, 제 294 항(CLA-92) 인용. 답변서면, 제 580 항, 제 589 항 참조.

¹³⁶¹ 답변서면, 제 582-83 항. Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.2.4 항(CER-5) 참조.

829. 따라서, 청구인은 특히 삼성물산과 제일모직의 상장 가격이 신뢰할 수 없다는 충분한 증거가 있는 경우, 청구인의 삼성물산 투자의 내재가치에 대한 Mr. Boulton 의 SOTP 계산이 “견고하고 신뢰할 수 있다”¹³⁶²는 견해를 취한다.¹³⁶³ 청구인은 삼성물산의 가치를 평가하기 위하여 EALP(내부 분석), 독립적인 애널리스트, 국민연금 및 삼성 미래전략실이 유사한 자산 기반 가치평가 방법론을 사용하였다고 지적한다.¹³⁶⁴
830. 청구인은 본건 합병안을 “터널링의 전형적인 예시”로 보며, 이는 기업집단 내 두 관계사의 지배주주가 제 3 자 소액주주들의 부를 자신에게 이전시키는 절차를 의미한다.¹³⁶⁵ 본건 합병과 관련하여, 삼성 일가는 고평가된 제일모직과 저평가된 삼성물산의 “치밀하게 준비했던” 합병비율을 사용하여 터널링 목표를 달성할 수 있었다.¹³⁶⁶ 예를 들어, 청구인은 삼성물산이 2015 년 5 월 13 일 카타르와의 계약 체결을 (본건 합병 표결 이후) 2015 년 7 월 28 일까지 공개하지 않았고, 이러한 미공개는 삼성물산의 주가를 진정한 가격보다 2.9% 디스카운트하는 효과를 가지고 있었다고 주장한다.¹³⁶⁷
831. 청구인은 Dow 교수가 주장하는 바와 같이 SOTP 방법론이 “주관적”이라고 보지 않으며, 이는 가치평가 방법으로서 “내재가치를 결정하기 위해서는 객관적 데이터에 전문가 분석을 적용해야 한다”는 의미에서 내재가치의 개념이 “주관적”일 뿐이라고 주장한다.¹³⁶⁸ 청구인은 피청구국의 방법론에 대한 비판에서 인용된 동일한 증거가 “청구인의 손해에 대한 척도로 내재가치 개념을 활용하는 것의 타당성을 강화”하며, 이는 관측가능한 시장 가격과 “다른 투자자들이 분석가로서 동일한 이해 및 지식을 소유하였다고 가정할 때, 해당 유가증권이 보유해야 하고, 보유할 가치” 사이의 차이를 보여준다.¹³⁶⁹ 또한 청구인은 Mr. Boulton 의 SOTP 방법론이 “기대현금흐름, 할인율 등에 대해 명시적으로 고려하지

¹³⁶² 답변서면, 제 559 항, 제 567 항.

¹³⁶³ 답변서면, 제 665 항. Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.8-2.2.9 항(CER-5) 참조.

¹³⁶⁴ 수정 청구서면, 제 20-21 항; 답변서면, 제 563 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 200 항.

¹³⁶⁵ 답변서면, 제 68 항, Milhaupt 보고서, 제 61 항(CER-6) 인용.

¹³⁶⁶ 수정 청구서면, 제 38 항; 답변서면, 제 571-72 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(a)항.

¹³⁶⁷ 답변서면, 제 573 항, Dow 보고서, 제 114-15 항 인용; Boulton 제 2 차 보고서, 제 4-6.1.1 항(CER-5).

¹³⁶⁸ 답변서면, 제 559-61 항, Dow 제 1 차 보고서, 제 127-28 항, 제 130 항, 제 132 항(RER-1); American Society of Appraisers, College of Fellows 의 의견, 가치의 표준 정의, 1989 년 6 월 1 일, 9 면(C-89) 인용.

¹³⁶⁹ 답변서면, 제 562 항, American Society of Appraisers, College of Fellows 의 의견, 가치의 표준 정의, 1989 년 6 월 1 일, 9 면(C-89) 인용.

않는” 자산 기준 평가이고, “식별할 수 있는 자산의 객관적 가치평가에 기초”한다고 지적하면서, 미래현금흐름과 할인율을 예측함에 있어서 내재된 어려움이 있다는 점에 동의하지 않는다.¹³⁷⁰

832. 또한, 청구인은 Mr. Boulton 이 삼성물산의 자산 가치를 결정하기 위해 “시장 증거”에 의존한 반면, 삼성물산 주식의 시장 가격을 회사의 내재가치의 기준으로 사용하지 않은 것은 모순되지 않는다고 주장한다.¹³⁷¹ 청구인은 “[삼성물산의 상장 자산]에 대한 상장주가가 삼성물산과 제일모직 [주식] 가격을 왜곡하는 상황에 의해 영향을 받았음을 나타내는 유사한 사례가 없다”면서, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 상장자산가격이 동일하게 유지될 것이라고 주장한다.¹³⁷²

(b) SOTP 가치평가에 적용되는 디스카운트

833. SOTP 가치평가에 적용되는 디스카운트와 관련하여, 청구인은 삼성물산 주가에서 관측된 디스카운트가 (i) 본건 합병이 부결되었는지 여부와 관계없이 지속될 “지주회사 디스카운트”와 (ii) 합병이 부결되었더라면 사라졌을 “초과 디스카운트”로부터 비롯되었다고 주장한다.¹³⁷³ 더욱이, 청구인은 디스카운트의 부분이 “주가에 영향을 미치는 행위들과 삼성물산이 약탈적 거래의 대상이 된다는 리스크에 대한 시장의 평가 모두를 포괄하는 의미”의 터널링에서 비롯된다고 판단한 Mr. Boulton 의 관측을 강조한다.¹³⁷⁴

834. Milhaupt 교수는 이와 유사하게 삼성물산의 내재가치와 그 주가 사이의 “괴리”의 주된 원인은 “재벌들이 선호하는 기업지배구조 관행의 특징” 중 하나¹³⁷⁵인 제 3 자 소액주주의 비용으로 재벌의 총수 일가가 “지배권의 사적이익”을 구하는 “터널링” 또는 “특수관계자” 거래의 위험이라는 견해를 취한다.¹³⁷⁶

¹³⁷⁰ 답변서면, 제 563 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.3.3 항, 제 4.2.2-4.2.6 항(CER-5) 인용.

¹³⁷¹ 답변서면, 제 559 항, 제 564 항.

¹³⁷² 답변서면, 제 665 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 4.2.10 항(CER-5) 인용.

¹³⁷³ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5.7(III)항, 제 4.2.22 항, 제 6.2.3-6.2.4 항(CER-5).

¹³⁷⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 209 항.

¹³⁷⁵ Milhaupt 보고서, 제 54 항(CER-6).

¹³⁷⁶ Milhaupt 보고서, 제 18 항, 제 22 항, 제 56 항, 제 73-79 항(CER-6). 답변서면, 제 587 항 참조.

835. 두 디스카운트의 계량화와 관련하여, Mr. Boulton 은 본건 합병이 성사됨에 따라 약탈적 거래의 위험이 사라졌기 때문에, 신설 삼성물산(즉, 합병회사)의 거래 가격과 본건 합병 이후 지속된 내재가치 사이에서 지속된 디스카운트가 진정한 지주회사 디스카운트를 구성했다고 주장한다.¹³⁷⁷ 따라서, Mr. Boulton 은 본건 합병비율에 반영되어 있다고 확인된 약 40%의 관측된 디스카운트 중에서 5% 내지 15%가 지주회사 할인율을 반영한 것으로 보는 것이 적절하다는 결론을 내린다.¹³⁷⁸ 반대로, 나머지 관측된 디스카운트는 주가에 영향을 끼치려는 삼성의 시도가 직접적인 원인이거나 약탈적 합병에 대한 시장의 두려움을 간접적인 원인으로 하는 초과 할인율을 구성한다.¹³⁷⁹
836. 청구인에 따르면, 피청구국이 제시한 “코리아 디스카운트”는 SOTP 분석을 실시한 결과 지주회사 디스카운트에 이미 반영되어 있다.¹³⁸⁰ 따라서, 피청구국의 주장과 달리, 청구인은 청구인의 손해를 평가하기 위하여 지주회사 디스카운트의 어느 부분이 코리아 디스카운트를 원인으로 하는지를 평가할 필요가 없다고 판단한다.¹³⁸¹
837. Mr. Boulton 은 시장 애널리스트들이 삼성물산에 더 높은 지주회사 디스카운트를 적용하였음을 인정하지만, “시장 애널리스트들이 ... (삼성물산 주주로부터 제일모직 주주로의 부의 이전과 관련한 시장의 우려 때문에) [삼성물산]의 초과 디스카운트를 자신들의 분석에 포함시켰을 것”이며, 더 높은 평균은 “[삼성물산]의 지주회사 디스카운트 방식하고만 관련이 되지 않을 수 있다”는 입장이다.¹³⁸² Mr. Boulton 은 또한 시장 애널리스트들이 제일모직이 삼성그룹의 승계 전략의 일환으로 장래의 구조조정으로부터 이익을 얻을 것이라는 기대로 인해 프리미엄 상태로 거래되고 있음을 인식하였다고 주장한다.¹³⁸³

¹³⁷⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 209 항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.9.4.-6.5.16 항(CER-5).

¹³⁷⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 209-10 항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.17 -6.5.19 항(CER-5).

¹³⁷⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 210 항.

¹³⁸⁰ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 88 항.

¹³⁸¹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 88 항.

¹³⁸² Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.6.7 항(CER-5). 시장 애널리스트들은 21.7%의 평균 디스카운트, 19.5%의 중간값 디스카운트를 적용했다. Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.6.1-6.6.8 항 및 그림 10(CER-5) 참조.

¹³⁸³ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.6.9-6.6.13 항(CER-5).

838. Mr. Boulton 은 자신의 추정 지주회사 디스카운트에 대한 추가적인 “대조 검토”로서, 자산이 매각되고 수익이 주주들에게 분배되었다면 삼성물산과 제일모직의 SOTP 가치에 각각 적용될 “실현 디스카운트”를 계산한다.¹³⁸⁴ Mr. Boulton 은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 각 실현 디스카운트가 지주회사 디스카운트에 대한 상한선을 나타냈을 것이라고 주장하는데, 이는 주주들이 각 회사의 자산 매각과 관련된 실현 디스카운트보다 훨씬 높은 지주회사 디스카운트를 수용하는 것이 경제적으로 합리적이지 못했기 때문이다.¹³⁸⁵ Mr. Boulton 은 삼성물산 16.0%,¹³⁸⁶ 제일모직 15.4%의 실현 디스카운트를 계산한다.¹³⁸⁷ Mr. Boulton 는 이렇게 계산된 실현 디스카운트가 지주회사 디스카운트의 범위(5%에서 15%)보다 “조금 더 높다”고 하더라도, 실현 디스카운트가 상한선으로 작용한다고 설명한다.¹³⁸⁸

839. 피청구국이 제시한 “코리아 디스카운트”에 관하여,¹³⁸⁹ 청구인은 이것이 SOTP 분석을 실시한 결과 지주회사 디스카운트에 이미 반영되어 있다고 주장한다.¹³⁹⁰ 따라서, Mr. Boulton 은 피청구국의 주장과 달리, 청구인의 손실을 평가할 목적으로 디스카운트의 관련 요소(즉, 초과 디스카운트)를 분리 및 계량화하였을 때, 지주회사 디스카운트의 어떤 부분이 코리아 디스카운트를 원인으로 하는지를 평가할 필요가 없다.¹³⁹¹

(c) 본건 합병 부결의 기대 효과

840. 청구인은 삼성물산의 상장 주가가 삼성물산 자산에 대한 SOTP 분석에 의해 나타나는 “내재가치”를 반영하지 않았기 때문에 본건 합병의 부결이 “삼성물산 주가의 즉각적이고

¹³⁸⁴ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.1-6.7.18 항(CER-5).

¹³⁸⁵ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.2 항(CER-5).

¹³⁸⁶ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.6-6.7.11 항(CER-5).

¹³⁸⁷ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.12-6.7.18 항(CER-5).

¹³⁸⁸ Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.7.11 항, 제 6.7.18 항(CER-5).

¹³⁸⁹ Milhaupt 교수는 소수 투자자들로부터 지배주주의 가치 이전에 대한 “합리적인 두려움”으로 인해 한국 재벌 회사들의 내재가치 대비 주가에 오랫동안 “코리아 디스카운트”가 있었다는 점에 있어서 Dow 교수와 의견이 일치한다. Milhaupt 보고서, 제 22 항, 제 73-75 항 및 부속서 III.D(CER-6) 참조. Dow 제 1 차 보고서, 제 158 항(RER-1) 참조.

¹³⁹⁰ 청구인의 심리 후 재판박서면, 제 88 항.

¹³⁹¹ 청구인의 심리 후 재판박서면, 제 88 항.

상당한 상승”¹³⁹² 을 초래했을 것이라고 주장한다. 더욱이, 두 가치 사이의 “관측된 디스카운트”의 상당 부분은 모든 한국 재벌 회사들에게 적용되는 일반화된 디스카운트가 아니라 삼성물산 고유의 “초과 디스카운트”에 기인하였다. 청구인은 본건 합병의 부결이 삼성물산의 주가와 그 “내재가치” 사이의 디스카운트를 상당히 좁히게 되는 삼성물산 주식의 FMV 에 대한 “치유적인 영향”을 발생시켰을 것이라고 주장한다.¹³⁹³

841. 앞서 언급한 바와 같이, **Milhaupt** 교수는 터널링 거래의 위험이 삼성물산의 관측된 디스카운트의 주된 원인이라고 본다. 따라서, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 본건 합병이 부결되는 경우, 삼성물산의 소액주주들이 약탈적 거래로부터 보호된다는 사실을 시장에 알렸을 것이라고 밝혔으며, 이에 따라 “디스카운트의 주된 요인”을 제거하고 삼성물산 주가를 “내재가치”로 상승시킬 것이라고 주장한다.¹³⁹⁴
842. **Milhaupt** 교수는 본건 합병이 소액주주들에 의해 부결되었다면 “재벌 총수 일가와 소수주주들 사이의 대리인 문제를 경감시켜 대한민국의 기업지배구조를 개선하고 ‘코리아/재벌 디스카운트’를 줄일 수 있는 잠재력을 가지고” 있었으므로, “모든 일반 소수 주주들에게 이롭도록 치유적인 영향을 미칠 수 있었다”고 주장한다.¹³⁹⁵ **Milhaupt** 교수에 따르면, 본건 합병의 부결은 “삼성물산이 삼성 재벌 계열사임에도 불구하고 삼성물산의 소수/반대 주주들이 다른 재벌 계열사와 총수 일가에게 이익을 주기 위해 자신의 가치를 떨어뜨리는 약탈적 거래로부터 삼성물산을 보호할 것이라는 사실을 시장에 알렸을 것”이다.¹³⁹⁶
843. 청구인은 **Mr. Boulton** 의 방법론이 본건 합병의 부결 그 자체가 “더 이상 신규 삼성물산이 삼성 총수일가에 이익을 주기 위한 약탈적 거래 대상이 아니라는 시장의 이해”가 반영되는

¹³⁹² 청구인의 심리 후 주장서면, 제 216 항.

¹³⁹³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 208 항.

¹³⁹⁴답변서면, 제 558(c)항, 제 591 항, **Milhaupt** 보고서, 제 84-87 항, 제 89 항(**CER-6**) 인용.

¹³⁹⁵ **Milhaupt** 보고서, 제 9 항(**CER-6**). 답변서면, 제 591 항 참조. **Milhaupt** 교수는 일반적인 기업지배구조 이론에 따르면, 주주 행동주의는 이사회를 모니터링하고, 기업 의사 결정에 영향을 미치며, 지배 주주와 소액주주 사이의 대리인 문제를 완화하는 “치료적 역할”을 할 수 있다고 주장한다. **Milhaupt** 보고서, 제 84-88 항(**CER-6**).

¹³⁹⁶답변서면, 제 591 항, **Milhaupt** 보고서, 제 84-87 항(**CER-6**) 인용. **Milhaupt** 보고서, 제 24 항(**CER-6**) 참조(“엘리엇의 행동주의 캠페인이 삼성 그룹의 불공정한 합병을 저지하는데 성공하였다면 투자자들은 ... 대한민국의 주주 보호 강화를 위한 지속적인 노력과 재벌 기업들 내의 터널링을 줄이기 위한 중요한 단계로 평가했을 것”).

“치유적인 영향”을 가질 것이라는 가정을 포함하고 있다고 주장한다.¹³⁹⁷ 청구인은 이를 통해 “내재가치”에 대한 “관측된 디스카운트”의 상당 부분이 소멸할 것이라고 주장한다.¹³⁹⁸

844. 청구인은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산 주식의 FMV 측면에서 “별로 달라지는 것은 없었을 것”이라는 Dow 교수의 추측이 “근거 없고 설득력 없다”고 주장한다.¹³⁹⁹ 첫째로, 청구인에 따르면, Dow 교수는 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 한국의 경제에 대한 본건 합병 부결의 영향을 적절하게 평가하기 위한 구체적인 전문성을 가지고 있지 않다.¹⁴⁰⁰ 둘째로, “본건 합병이 부결되었다면 어떻게 되었을지에 대해 삼성과 국민연금을 포함한 당시의 관찰자들이 실제로 생각했던 바, 즉 삼성물산의 주가가 ‘급등할’ 것이라고 생각했다는 증거”가 있다.¹⁴⁰¹ 청구인에 따르면, Dow 교수의 추측은 “삼성물산 주주들에 의한 본건 합병의 부결이라는 패러다임의 변화를 일으키는 사건의 의미를 완전히 간과하고 있다”. 청구인은 “본건 합병의 부결은 국민연금이 주도하는, 재벌 일가와 연계되지 않은 주주 집단의 부정적 지배권 행사를 상징적으로 보여주었을 것”이라고 주장한다.¹⁴⁰²
845. 또한, 청구인은이 중재판정부가 Mr. Boulton 의 분석으로 인해 “터널링 합병의 위협이 현실화되어 삼성물산 주가에 실제로 일어났던 것을 토대로 하여 가정적 관점에서 삼성물산의 초과 할인율이 어떻게 되었을지를 예측할 수 있다”고 주장한다.¹⁴⁰³

¹³⁹⁷ 답변서면, 제 595 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.4 항 및 제 8.2 절(CER-5) 인용.

¹³⁹⁸ 답변서면, 제 593 항, 제 595 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5(iii)항, 제 2.8.5 항, 제 3.3.4 항, 제 4.2.22 항, 제 6.5.12-6.5.15 항, 제 6.9.5 항(CER-5) 인용. 답변서면, 제 594 항 참조(“본건 합병이 승인되지 않을 경우 삼성물산 주식의 가격이 ‘급등’할 것이라는 국민연금의 당시 기대”를 주장함).

¹³⁹⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 219 항, Dow 교수의 프레젠테이션 자료, 슬라이드 26-27 인용.

¹⁴⁰⁰ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 219(a)항.

¹⁴⁰¹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 219(b)항(원문의 강조표시).

¹⁴⁰² 청구인의 심리 후 주장서면, 제 219(c)항.

¹⁴⁰³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 232 항.

2. 피청구국의 입장

846. 피청구국은 청구인의 SOTP 분석이 무리한 가정에 근거한 것이라고 주장한다.¹⁴⁰⁴ 특히, 피청구국은 삼성물산을 평가함에 있어 “현실적인” 디스카운트가 약 40%가 될 것이라는 견해를 취한다.¹⁴⁰⁵ 또한, 피청구국은 디스카운트가 삼성물산의 지주회사 구조 및 관련 지배구조 문제를 원인으로 한 것이며, 이러한 요소들은 본건 합병 부결 후에도 동일하게 유지되었기 때문에, 본건 합병이 부결되었다고 가정하더라도 “지주회사 디스카운트”는 사라지지 않았을 것이라고 주장한다.¹⁴⁰⁶
847. 피청구국은 청구인이 주장하는 “초과 디스카운트”가 존재한다는 점을 부인하며,¹⁴⁰⁷ Mr. Boulton 이 주장하는 “초과 디스카운트”에 대한 계량화가 “비현실적이고 근거 없는” 것이라고 주장한다.¹⁴⁰⁸ 피청구국은 “삼성물산과 같은 지주회사 전체에 적용되는 코리아 디스카운트가 삼성물산을 구성하는 각 부분에 적용되는 코리아 디스카운트의 합계와 동일하다”는 청구안의 이론을 확인하는 학술 문헌은 존재하지 않는다고 강조한다.¹⁴⁰⁹ 더욱이, 본건 합병의 승인에 따라 약탈적 거래의 위험이 일소되었다는 Mr. Boulton 의 견해에 대하여, 피청구국은 본건 합병이 승인되면 시장이 조가 조작 혐의를 잊어버렸을 것이라고 가정하는 것은 “논리적이지 않다”라고 주장한다.¹⁴¹⁰

(a) “내재가치”/SOTP 접근법

848. 피청구국은 SOTP 접근법에 근거한 가치평가의 맥락에서 “내재가치”에 대한 평가가 삼성물산 주식의 FMV 를 결정하는 신뢰할 수 있는 방법이 아니라고 주장한다.¹⁴¹¹

¹⁴⁰⁴ Dow 제 2 차 보고서, 제 131 항(RER-3).

¹⁴⁰⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 212-20 항.

¹⁴⁰⁶ 재반박서면, 제 490(e)항, 제 508 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 189 항(CER-5); Milhaupt 보고서, 제 88 항(CER-6) 인용.

¹⁴⁰⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 190-91 항.

¹⁴⁰⁸ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 89 항.

¹⁴⁰⁹ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 90(b)항.

¹⁴¹⁰ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 91 항.

¹⁴¹¹ 반박서면, 제 589 항; 재반박서면, 제 499 항.

849. 첫째로, 피청구국은 “내재가치”의 개념이 FMV의 개념과 구별되어야 한다고 주장한다. 피청구국은 Mr. Boulton 이 스스로 “내재가치”를 정의하기 위해 인용한 근거에 따르면 FMV와 “내재가치”는 “각각 별개로서 대안적인 가치 기준”이라는 점을 지적한다.¹⁴¹²
850. 둘째로, 피청구국은 “가치평가일 당시 시가에는 [본건 합병]의 위험이 내재하기 때문에 신뢰할 수 없다”는 Mr. Boulton 의 증언이 “분석적으로 결함이 있다”고 주장한다.¹⁴¹³ 피청구국은 가치평가일의 시장 가격이 본건 합병의 위험을 정당하게 반영하였다고 주장한다. 피청구국에 따르면, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 한국이 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 하지 않은 경우, “본건 합병의 위험은 청구인이 주장하는 한국의 협정 위반이 아니라 삼성에 의해 발생하였기 때문에 2015년 7월 16일 삼성물산의 주가에 필연적으로 내재할 것이고, 따라서 가정적 상황의 목적상 제거되지 않는다.”¹⁴¹⁴
851. 셋째로, 피청구국은 삼성물산의 시장가치와 그 “내재가치” 사이에 차이는 “내재가치”의 주관성에 기인한 것이라고 주장한다.¹⁴¹⁵ 피청구국은 “수천의 기관 투자자들 및 전문가들도 Mr Boulton[이] 원용하는 삼성물산에 관한 기초 정보와 동일한 정보를 가지고 있었는데, Mr Boulton[]는 그들의 견해보다 자신의 개별적 견해가 우선해야 한다”는 이유를 청구인과 더불어 설명하지 못한다고 주장한다.¹⁴¹⁶

(b) SOTP 가치평가에 적용되는 디스카운트

852. 피청구국은 중재판정부가 청구인의 SOTP 평가를 받아들이는 경우, 중재판정부가 삼성물산의 FMV를 결정하기 위해 “상식적”이거나 “적절한” 수준의 디스카운트를 적용해야 한다고 주장한다.¹⁴¹⁷

¹⁴¹² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 155 항.

¹⁴¹³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 159 항, 심리 속기록, 7 일차, 72:16-19 면 인용.

¹⁴¹⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 159 항.

¹⁴¹⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 167 항.

¹⁴¹⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 164 항.

¹⁴¹⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 210 항.

853. 구체적으로, 피청구국은 지주회사 디스카운트가 한국에 존재하며, 삼성물산과 제일모직 모두의 SOTP 평가에 적용된다는 점에 있어서 당사자들의 의견이 일치한다고 지적한다.¹⁴¹⁸
854. Dow 교수는 지주회사 디스카운트와 별도로, 한반도의 정치적 불안정, 순환출자구조에 따른 지배구조의 약점, 배당에 우선순위를 두지 않는 한국 기업의 경향으로 인해, (한국 회사가 기업집단의 일부인지 여부와 관계없이) 더 발전된 국가의 경쟁사에 비해 “코리아 디스카운트”가 적용된다고 주장한다.¹⁴¹⁹ 이와 관련하여, 피청구국은 Dow 교수, 배기홍 교수 및 Milhaupt 교수가 소액주주들의 비용으로 총수 일가가 사적 이익을 얻는 터널링 거래가 코리아 디스카운트의 원인이라는 점에 모두 동의한다고 강조한다.¹⁴²⁰
855. Dow 교수는 이러한 디스카운트가 “한국의 상황에서 여타 지주회사들에도 일반적으로 적용되며, 이는 EALP의 지분매각 이익과 이들이 추정된 ‘내재가치’ 간에 간극이 있다는 착각을 유도”한다고 설명한다.¹⁴²¹ 따라서 Dow 교수에 따르면, “적절한 경제적 분석은 그러한 간극이 존재하지 않았음을 시사하고 있다”.¹⁴²²
856. Dow 교수는 NAV에 대한 디스카운트가 지속적이며 한국 재벌을 포함한 여러 상황에서 발생할 수 있다고 예측하는 “지주회사 디스카운트의 수수께끼”라는 용어가 무엇인지 논의하는 학술 문헌을 인용한다.¹⁴²³
857. Dow 교수는 또한 수십 년 동안 한국 재벌의 NAV에 크고 지속적인 지주회사 디스카운트(30-40%에서 최대 60%로 “추산”함)가 적용되었음을 시사하는 학술 문헌을 인용한다.¹⁴²⁴ 시장 애널리스트들은 특히 LG 및 SK(주)와 같은 다른 재벌에 적용되는 NAV

¹⁴¹⁸ 재판박서면, 제 488(b)항, 제(e)항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.5.7(I)항(CER-5); Dow 제 2 차 보고서, 제 70(d)항(RER-3).

¹⁴¹⁹ 반박서면, 제 604 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 154-55 항, 제 158 항(RER-1); Dow 제 2 차 보고서, 제 22 항(RER-3).

¹⁴²⁰ 재판박서면, 제 489 항, Dow 제 2 차 보고서, 제 71 항(RER-3) 인용.

¹⁴²¹ 반박서면, 제 604 항, Dow 제 1 차 보고서, 제 165 항(RER-1) 인용.

¹⁴²² 반박서면, 제 604 항, Dow 제 1 차 보고서, 제 165 항(RER-1) 인용.

¹⁴²³ Dow 제 1 차 보고서, 제 146 항(RER-1).

¹⁴²⁴ Dow 제 1 차 보고서, 제 149-50 항, 제 152 항, 제 164 항, 표 6 및 그림 15(RER-1). 반박서면, 제 631 항 참조. Dow 교수는 관련 학술 문헌을 조사하면서, 유사한 지주회사 디스카운트가 다른 국가에서

디스카운트를 기준으로, 24.2% 내지 50% 범위의 삼성물산의 상장 투자 가치에 대한 NAV 디스카운트를 파악했다고 주장한다.¹⁴²⁵

858. Dow 교수는 Mr. Boulton의 손해 추정이 5% 내지 15%의 "비현실적으로 낮은" 지주회사 디스카운트 범위를 가정하였기 때문에 과대평가되었다고 주장한다.¹⁴²⁶ Dow 교수는 이러한 추정치가 EALP의 자체 모델(32.8% ~ 44.6%),¹⁴²⁷ EALP의 거래 계획(20.0% ~ 27.5%),¹⁴²⁸ 또는 Mr. Boulton이 정한 지주회사 표본(중위값 39.3% 및 평균 43.2%)¹⁴²⁹에서 추론할 수 있는 디스카운트보다 상당히 낮다고 주장하고 있으며, 이는 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산 주식의 가치를 더욱 낮추어 손해액 산정을 감소시킬 것이다.¹⁴³⁰

859. 요컨대, 피청구국은 삼성물산 주식의 관측된 디스카운트를 구성하는 지주회사 디스카운트와 코리아 디스카운트는 분리되거나 독립적으로 계량화될 수 없다고 주장한다.¹⁴³¹ 피청구국에 따르면, Mr. Boulton이 혼자서 지주회사 디스카운트를 계량화하고 삼성물산 NAV 디스카운트의 나머지 구성 요소는 "초과 디스카운트"뿐이라고 판단할 수 있다는 것은 Mr. Boulton의 "독특한" 견해이다.¹⁴³²

860. 피청구국은 "가정적 상황에서 (설령 Mr Boulton[]의 SOTP 가치평가에 따르더라도) 삼성물산의 주식이 거래될 때에 적용되었을 순자산가치에 대한 디스카운트가 35.5%보다

확인되었으며, 모회사와 폐쇄형 뮤추얼 펀드 산업에 적용되는 관련 NAV 디스카운트가 있음을 지적한다. Dow 제 1 차 보고서, 제 149 항, 제 151 항(RER-1) 참조.

¹⁴²⁵ Dow 제 1 차 보고서, 제 147 항, 제 162-64 항, 표 6 및 그림 15(RER-1).

¹⁴²⁶ Dow 제 2 차 보고서, 제 45 항(RER-3).

¹⁴²⁷ Dow 제 2 차 보고서, 제 46(b)항, 제 184(a)항, 및 그림 7(RER-3), Smith 제 2 차 진술서, 제 17 항, 제 21 항(CWS-5) 인용; EALP 모델의 '역사적' 탭(C-395). 또한 Dow 교수는 2007년 7월부터 2014년 11월까지(Mr. Smith는 EALP가 이 기간 동안 제일모직과 삼성물산의 합병을 예상하지 않았다고 증언함) EALP가 삼성물산이 34.3% 디스카운트와 25.8% 프리미엄 사이에서 내재가치 대비 평균 16%의 디스카운트로 거래되었다고 보았다. Dow 제 2 차 보고서, 제 46(a)항(RER-3).

¹⁴²⁸ Dow 제 2 차 보고서, 제 46(c)항, 제 184(b)항 및 그림 7 항(RER-3), Smith 제 2 차 진술서, 제 37 항, 제 21 항(CWS-5); EALP 2015년 1월 거래 계획(C-368) 인용.

¹⁴²⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 46(d)항, 제 184(c)항, 그림 7(RER-3).

¹⁴³⁰ Dow 제 2 차 보고서, 제 183-84 항 및 그림 19(RER-3).

¹⁴³¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 186-89 항.

¹⁴³² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 190 항.

조금이라도 낮았을 것이라고 불만한 근거는 전혀 없으며”, “증거는 디스카운트가 39.3 ~ 43.2%의 범위에 있었을 것임을 뒷받침”한다고 결론 내린다.¹⁴³³

(c) 본건 합병 부결의 기대 효과

861. 피청구국은 Milhaupt 교수가 주장하는 “치유적인 영향”이 추측에 불과하며 분석과 모순된다고 비판한다.¹⁴³⁴ 피청구국은 본건 합병의 부결이 Mr. Boulton 이 예측한 “치유적인 영향”을 즉시 초래할 수 있거나, 코리아 디스카운트에 영향을 미쳤다고 보지 않는다.¹⁴³⁵
862. 마찬가지로 Dow 교수는 Mr. Boulton 이 본건 합병의 부결이 디스카운트를 즉각적이고 완전히 제거할 수 있다는 증거를 제시하지 않았다고 주장한다.¹⁴³⁶ 그는 한국 대기업과 관련된 유사한 합병 실패 사례에서 “치유적인 영향”이 발견되지 않았음을 지적한다.¹⁴³⁷ Dow 교수는 또한 본건 합병과 관련된 증거 자체가 “치유적인 영향”의 존재에 대해 의문을 제기한다.¹⁴³⁸
863. Dow 교수는 지배력 있는 재벌 주주들이 “사익을 추구하기 위해 사용할 수 있는 수많은 다른 수단”에 관한 지속적인 디스카운트를 제거할 수 있는 “묘책”이 없으며, “주주 행동주의가 실제로 한국에서 본질적인 변화를 가져올 수 있는지의 여부는 두고 보아야 한다”고 주장한다.¹⁴³⁹ Dow 교수는 삼성중공업과 삼성엔지니어링의 합병안이 부결된 사례를 제시하는데, 이는 합병안이 제시될 때에 양사의 주가가 상승하고 합병이 무산되자 하락한 것으로 보였다.¹⁴⁴⁰ Dow 교수는 Mr. Boulton 의 위반이 없었을 경우의 시나리오에서

¹⁴³³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 220 항.

¹⁴³⁴ 재반박서면, 제 493 항.

¹⁴³⁵ 재반박서면, 제 490(e)항, 제 508 항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 189 항(CER-5); Milhaupt 보고서, 제 88 항(CER-6) 인용.

¹⁴³⁶ 재반박서면, 제 494(c)항, Boulton 제 2 차 보고서, 제 3.3.4 항, 제 4.2.22 항(CER-5); Dow 제 2 차 보고서, 제 IV.C 절(RER-3) 인용.

¹⁴³⁷ 재반박서면, 제 493 항.

¹⁴³⁸ 재반박서면, 제 511 항.

¹⁴³⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 188 항, 제 193 항(RER-3); 재반박서면, 제 510 항, Dow 제 2 차 보고서, 제 193-200 항(RER-3) 인용.

¹⁴⁴⁰ Dow 제 2 차 보고서, 제 190-92 항 및 그림 20(RER-3).

예상한 바와 달리, “합병 부결은 삼성그룹이나 한국의 부실 기업 지배구조 이슈를 해결하지 못하였다”고 주장한다.¹⁴⁴¹

864. Dow 교수는 Mr. Boulton 의 “디스카운트의 즉각적이고 무조건적인 소멸에 대한 주장”과 본건 합병의 부결이 “재벌 기업들 내의 터널링을 줄이기 위한 중요한 단계로 평가했을 것”이라는 Milhaupt 교수의 입장 사이에 모순이 있다고 주장한다.¹⁴⁴² 또한 피청구국은 본건 합병이 부결되어도 “즉각적으로” 변화되지 않았을 “확립되어온 관행”을 보여주는 “재벌에게 있어서 그룹 지배권 유지의 핵심적 중요성”에 관한 배기홍 교수의 증언을 인용한다.¹⁴⁴³

865. Dow 교수는 기업 지배구조 규제의 변화와 국민연금 경영진 및 기타 한국 공무원들의 기소에도 불구하고, 2007 년부터 현재까지 한국 평균 지주회사 디스카운트가 35%로 지속되었음을 보여주는 산업 연구를 지적한다.¹⁴⁴⁴ Dow 교수는 또한, 특히 엘리엇이 2016 년 삼성전자와 2018~19 년 현대자동차그룹의 지배구조를 바꾸기 위한 노력과 Milhaupt 교수가 언급한 2019 년 주주 행동주의 조사 사례를 언급하면서, “한국 지주회사 디스카운트의 지속성은 ... 한국 재벌 기업들을 대상으로 하는 헤지펀드의 지속적인 행동주의 캠페인에도 불구하고 확인”되었음을 보여주는 여러 사례 연구도 제시한다.¹⁴⁴⁵ Dow 교수에 따르면, 주주 행동주의에 대한 노력은 내재된 지주회사 디스카운트의 치유에 지속적으로 실패했다.¹⁴⁴⁶

¹⁴⁴¹ Dow 제 2 차 보고서, 제 192 항(RER-3).

¹⁴⁴² Dow 제 2 차 보고서, 제 189 항(RER-3).

¹⁴⁴³ 재판박서면, 제 512 항, 배기홍 보고서, 제 61 항(RER-5) 인용. Dow 제 2 차 보고서, 제 199 항(RER-3) 참조.

¹⁴⁴⁴ Dow 제 2 차 보고서, 제 194-95 항(RER-3), 박진, 서정원 및 강신우, 2019, “한국주식시장의 지주회사 디스카운트”, 한국증권학회지 48(6):755-788(DOW-75); 달튼 인베스트먼트, ‘한국 관련 업데이트’(DOW-76) 인용.

¹⁴⁴⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 196-201 항(RER-3), Dow 제 1 차 보고서, 제 168 항(RER-1); 엘리엇, “현대자동차를 위한 제안을 가속화하라, 선도적인 글로벌 자동차 브랜드의 숨겨진 기업가치 발현!”, 2018 년 4 월, 5 면(DOW-77); Boulton 제 2 차 보고서, 각주 46(CER-5); “현대차그룹의 지배구조 개편안 백지화, 헤지 펀드 엘리엇의 승리”, 로이터, 2018 년 5 월 21 일(DOW-78); 엘리엇, “현대차의 전진을 위하여!”, 2019 년, 5 면(DOW-79); “엘리엇, 표 대결에서 현대주주에게 완패”, 로이터, 2019 년 3 월 21 일(DOW-80); “행동주의 펀드 엘리엇, 현대차를 치고 빠지다”, 닷케이 아시안 리뷰, 2020 년 1 월 23 일(DOW-81); H. Cho 외, 주주권리 및 행동주의 고찰: 한국, 제 4 판, 2019 년(C-544) 인용.

¹⁴⁴⁶ Dow 제 2 차 보고서, 제 200 항(RER-3), H. Cho 외, 주주권리 및 행동주의 고찰: 한국, 제 4 판, 2019 년(C-544) 인용. Dow 제 1 차 보고서, 제 161 항(RER-1) 참조.

866. 본건 합병 자체에 관하여, Dow 교수는 “EALP 및 Mr. Boulton [K]C 는 삼성물산에 대한 특수한 지식이나 계획을 주장하고 있지 않으며, EALP 역시 주가상승을 가져왔을 만한 제도적 변화를 실행하도록 삼성물산의 경영진에 영향력을 행사한 바 없다”고 주장한다.¹⁴⁴⁷ Dow 교수는 앞서 언급한 외국인 행동주의 펀드들의 저조하거나 좌절된 노력에 대한 기록을 토대로, “설사 EALP 가 삼성물산 구조조정을 위한 구체적 계획을 보유하고 있었다 하더라도, 시장은 그러한 계획이 삼성물산의 성공적 구조조정 제안 및 제도화로 이어질 가능성에 낮은 확률을 두었을 것”이라고 주장한다.¹⁴⁴⁸
867. 배기홍 교수는 또한 일반적으로 한국 재벌을 특징짓는 복잡한 피라미드 구조와 순환출자 구조를 증언한다.¹⁴⁴⁹ 배기홍 교수는 (SK 나 LG 등) 기업집단의 보다 간소화된 구조와는 달리, 삼성그룹의 전통적 재벌 구조는 “소유권을 보다 불투명하게 만들어 잠재적인 대리인 문제를 발생”시킨다고 지적한다.¹⁴⁵⁰ 또한 배기홍 교수는 “기업지배구조 학자들은 [특히 총수일가가 적은 현금흐름에 대한 권리를 가진 반면에 많은 지배권을 가진 경우] 재벌의 소유구조가 일반적으로 재벌과 관련없는 일반 소수주주들에게 심각한 문제를 안고 있다고 본다”는 Milhaupt 교수의 견해를 강조한다.¹⁴⁵¹
868. 배기홍 교수는 아시아 금융위기 이후 1990 년대 말에 도입된 정부 정책에도 불구하고, 삼성그룹은 2015 년까지 지주회사 구조로 전환하지 않은 한국 내 소수의 재벌에 속하였다고 설명한다.¹⁴⁵² 배기홍 교수는 본건 합병 이후, 신설 삼성물산이 “삼성 모든 계열사들의 다층적 소유구조의 최정점에 자리하게 되어 삼성그룹 내의 사실상 지주회사가 되었고, [이는] 지배 주주의 지주회사에서의 괴리가 작은 경향을 보이기 때문에, 지배 주주와 소수 주주들 간의 대리인 충돌의 리스크를 감소시키는 결과를 가져왔다”고 주장한다.¹⁴⁵³

¹⁴⁴⁷ Dow 제 1 차 보고서, 제 160 항(RER-1).

¹⁴⁴⁸ Dow 제 1 차 보고서, 제 161 항(RER-1).

¹⁴⁴⁹ 배기홍 보고서, 제 20 항(RER-5).

¹⁴⁵⁰ 배기홍 보고서, 제 21-22 항(RER-5).

¹⁴⁵¹ 배기홍 보고서, 제 50 항(RER-5).

¹⁴⁵² 배기홍 보고서, 제 22-23 항(RER-5).

¹⁴⁵³ 배기홍 보고서, 제 62 항 및 그림 8(RER-5).

869. 나아가, 피청구국은 삼성물산 주식이 효율적 시장에서 공개적으로 거래되었기 때문에 향후 예상되는 주식의 가치 증가가 가치평가일 주가에 이미 반영되었다면; 이에 따라 본건 합병의 부결로 인하여 삼성물산의 주가가 크게 상승할 수는 없었다고 강조한다.¹⁴⁵⁴
870. 피청구국은 특히 한국 주식시장의 규제가 “하루에 15%를 초과하는 주가 변동을 불허”하였기 때문에 “삼성물산의 주가가 ... 1 거래일 만에 67% 상승할 개연성은 커녕 가능성조차 없었다”고 주장한다.¹⁴⁵⁵ 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 수십 년 동안 관측된 디스카운트의 상당 부분이 본건 합병의 부결만으로 단숨에 일소되었을 것이라는 것은 비현실적이다.¹⁴⁵⁶

B. 주식 시장 가격을 기준으로 한 피청구국의 가치평가

1. 피청구국의 입장

871. 피청구국은 주로 청구인이 본건 합병으로 인해 손해를 입은 것이 아니라, 자신의 투자로 25억 원의 이익을 얻었다고 주장한다.¹⁴⁵⁷
872. 예비적으로, 피청구국의 주장은 한국 시장이 “준강형 효율성”(즉, 공개 정보가 일반적으로 주가에 반영됨)이라는 이유로, 삼성물산의 주식시장 주가를 FMV의 지표로 인용하는 자신의 전문가 Dow 교수의 의견에 근거를 두고 있다.¹⁴⁵⁸ Dow 교수는 주가조작으로 인해 FMV가 주식 시장 가격에서 벗어날 수 있음을 인정하지만, 삼성과 삼성 일가의 시장 조작 혐의(시세 조작 및 터널링)가 삼성물산의 시장 가치에 큰 영향을 미치지 않았다는 입장이다.¹⁴⁵⁹ 피청구국은 시장이 이미 본건 합병을 예상하는 시점에 청구인이 자신의 최초

¹⁴⁵⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 181 항.

¹⁴⁵⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 184 항.

¹⁴⁵⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 185 항.

¹⁴⁵⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 190 항.

¹⁴⁵⁸ 반박서면, 제 586 항, 제 588(a)항, 제 590-92 항; 재반박서면, 제 490(b)항, 제 497 항. Dow 제 1 차 보고서, 제 III.B 절(RER-1); Dow 제 2 차 보고서, 제 20(a)항, 제 95 항, 제 110 항, 각주 175(RER-3) 참조.

¹⁴⁵⁹ Dow 제 1 차 보고서, 제 115-16 항(RER-1). 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 143-48 항 참조.

지분을 취득하였고, 본건 합병이 승인될 것임을 알고 있었던 시점에 추가 주식을 취득하였으므로, 청구인은 손해배상을 받을 권리가 없다고 결론 내린다.¹⁴⁶⁰

873. 가치평가일과 관련하여, 피청구국은 먼저 피청구국의 협정 위반 혐의의 효력이 삼성물산의 주가에 반영되기 직전인 2015년 7월 10일을 적절한 가치평가일로 주장한다.¹⁴⁶¹ 피청구국은 만약 피청구국이 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 함으로써 협정을 위반하였다면, 국민연금의 표결이 2015년 7월 13일 시장에 알려지면서 그 위반의 효과가 삼성물산의 시장 가격에 반영되었을 것이라고 주장한다.¹⁴⁶² 본건의 경우, 협정 위반의 영향을 받지 않았던 2015년 7월 10일 삼성물산의 시장 가격은 64,400 원이었다.¹⁴⁶³

874. 예비적으로, 국민연금의 표결이 시장에 알려지게 된 시점에서 위법행위의 영향을 반영하기 위해 가치평가일을 변경하는 것을 중재판정부가 받아들이지 않는다면, 피청구국은 2015년 7월 16일을 가치평가일로 유지하여야 한다고 주장한다.¹⁴⁶⁴ 이러한 시나리오에서 삼성물산의 FMV는 1주당 69,300원의 삼성물산 시장 가격을 기준으로 할 것이다.¹⁴⁶⁵ 결국, 피청구국은 청구인이 삼성물산 주식을 57,234 원 및 52,977 원에 매각했다는 점을 지적하면서, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 FMV가 0 이상의 손해를 발생시킬 것이라고 주장한다(다만, 청구인이 제일모직 스왑에서 얻은 이익은 공제되어야 한다는 제 C 절에 명시된 피청구국의 입장을 전제로 함).¹⁴⁶⁶

¹⁴⁶⁰ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 228 항.

¹⁴⁶¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 131 항.

¹⁴⁶² 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 133 항. 심리 속기록, 8 일차, 223:2 – 224:4 면 참조.

¹⁴⁶³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 134 항.

¹⁴⁶⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 135 항.

¹⁴⁶⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 135 항.

¹⁴⁶⁶ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 135 항.

(a) FMV 의 지표로서 주식 시장 가격

875. 피청구국은 “본건에서 FMV 를 결정하는 가장 신뢰성 있는 방법은 시장 가격에 의한 것”이라고 주장한다. 피청구국은 “효율 시장에서 거래되는 주식의 공정시장가치는 그 주가이므로, 삼성물산의 공정시장가치는 그 주가”라는 Dow 교수의 증언을 인용한다.¹⁴⁶⁷
876. Dow 교수는 “매수인들과 매도인들의 행위를 통하여 이러한 디스카운트의 순효과가 이미 객관적으로 밝혀졌기 때문에”, 누적 디스카운트는 이미 삼성물산의 주가에 반영되어 있다고 가정한다.¹⁴⁶⁸ Mr. Boulton 의 “내재가치” 이론과 SOTP 가치평가의 사용을 거부하면서, Dow 교수는 “시장 효율성이 가지는 중요 시사점 중 하나는, 순자산가치 디스카운트의 일시적이 아니라 장기적 존속이 시장 가격의 부정확성이 아닌, 애널리스트 순자산가치 산정에 내포된 오류가 있음을 종종 시사한다”는 견해를 가진다.¹⁴⁶⁹
877. 또한 Dow 교수는 Mr. Boulton 이 NAV 와 주가 사이에 지속적인 편차가 존재할 수 있는 이유에 대해 다음을 포함하는 학문적 문헌에서 제시된 “합리적인 경제적 이유”를 다루지 않음을 지적한다.¹⁴⁷⁰
- (a) 지주회사는 순수한 수익 잠재력을 위하여가 아니라, 그룹의 조직구조와 관련된 이익(기업그룹의 내부자본시장이 창출한 고위험 자본집약적 기업에 대한 자금조달의 이익 등)을 위하여 그룹 계열사의 지분을 유지할 수 있다;¹⁴⁷¹ 그리고

¹⁴⁶⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 125-26 항.

¹⁴⁶⁸ Dow 제 2 차 보고서, 제 93 항(RER-3).

¹⁴⁶⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 111-12 항(RER-3).

¹⁴⁷⁰ Dow 제 1 차 보고서, 제 152 항(RER-1); Dow 제 2 차 보고서, 제 111-12 항, 제 173 항, 제 181-85 항(RER-3). 재판박서면, 제 505(b)-(c)항; 배기홍 보고서, 제 72 항(RER-5) 참조.

¹⁴⁷¹ Dow 제 1 차 보고서, 제 155 항, 제 159 항(RER-1), Ronald Masulis, Peter Pham, Jason Zein, 2011, “전 세계의 재벌그룹에 대한 연구: 용이한 자금조달, 통제력 강화, 지배구조의 선택”, *Review of Financial Studies* 24(11), 3556–3600(DOW-32); Heitor Almeida, Sang Yong Park, Marti Subrahmanyam, Daniel Wolfenzon, 2011, “기업 그룹의 구조와 형성: 한국 재벌을 기반으로”, *금융경제학연구* 9 호: 447-75(DOW-35); 합병 관련 데이터를 포함한 “참조용”이라는 제목의 국민연금공단 문서, 2015 년 7 월 8 일, 73 면(R-123) 인용.

- (b) 지주회사 수준에서 미실현이익에 대한 양도소득세 부채는 그 자체만으로 SOTP 가치평가에서와 같이 삼성물산을 청산 기준으로 평가할 때 NAV 에 대한 24.2% [NB: 한국 법인세율] 디스카운트를 설명할 수 있다.¹⁴⁷²

(b) 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 본건 합병 부결이 시장 가격에 미치는 영향

878. Dow 교수는 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산의 주가가 어떻게 움직였을지에 대해 의견을 제시하지 않았다는 청구인의 주장을 부인한다.¹⁴⁷³ Dow 교수는 먼저 본건 합병이 반드시 부결되었을 것이라는 청구인과 Mr. Boulton 의 견해에 동의하지 않는다고 설명한다.¹⁴⁷⁴ 또한 Dow 교수는 본건 합병의 결과에 따라 디스카운트가 상승하였거나 하락하였을 것인지와 이에 따라 삼성물산의 주가가 어떻게 행동했을지에 관하여 “불가지론적”이라고 증언한다.¹⁴⁷⁵ Dow 교수는 FMV 에 대한 유일하게 적절한 조치가 삼성물산의 주가를 2015 년 7 월 16 일 (“불확실성이 해소되기 전 마지막 날”)이고, 그 결과 “삼성물산의 공정시장가치가 시장에서의 동일한 거래였기 때문에, EALP 가 손해를 입었다고 볼 수 없다”고 주장한다.¹⁴⁷⁶

(c) 주가조작 행위가 시장 가격에 미치는 영향

879. 또한, 피청구국은 청구인이 주가를 신뢰할 수 없게 만드는 주가조작을 입증하지 못하였다고 주장한다.¹⁴⁷⁷ 이러한 조작이 입증되었다고 하더라도, 피청구국은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성물산의 FMV 가 여전히 조작의 효과를 고려하여 가치평가일 당시 삼성물산 시장 가격을 조정하여 추정할 수 있다고 주장한다.¹⁴⁷⁸ 피청구국에 따르면, Qatar Facility D IWPP 건설의 뒤늦은 공개는 어떠한 조정의 정당화에 “근접”할 수 있는 유일한 사안이지만; Dow 교수가 밝힌 바와 같이 이를 고려하는 것은

¹⁴⁷² Dow 제 1 차 보고서, 제 157 항(RER-1).

¹⁴⁷³ Dow 제 2 차 보고서, 제 96 항(RER-3).

¹⁴⁷⁴ Dow 제 2 차 보고서, 제 96-100 항(RER-3).

¹⁴⁷⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 102-03 항(RER-3).

¹⁴⁷⁶ Dow 제 2 차 보고서, 제 101 항(RER-3).

¹⁴⁷⁷ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 136 항.

¹⁴⁷⁸ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 149 항. 심리 속기록, 8 일차: 222:4-21 면 참조.

주가에 기껏해야 미미한 영향을 줄 수 있었을 뿐이다.¹⁴⁷⁹ 그럼에도 불구하고, 피청구국은 한국 법원이 카타르 계약의 공개 시기가 조작에 해당하지 않음을 확인하였으므로 이러한 조정이 부적절하다고 본다.¹⁴⁸⁰

880. 예비적으로, 피청구국은 주식매수가격 결정 소송에서 한국 법원이 취한 접근법과 마찬가지로, 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 청구인이 주장하는 주가조작 이전의 삼성물산 시장 가격이 삼성물산의 FMV 를 추정하는데 사용될 수 있다고 주장한다.¹⁴⁸¹

2. 청구인의 입장

881. 청구인은 “청구인의 손해를 산정하려면 단순히 거래 주가가 아닌 가치평가 분석을 수행할 필요가 있다”고 주장한다.¹⁴⁸² 청구인의 견해에 따르면, 삼성물산의 상장 주가는 시장에 은폐된 시세 조작 및 터널링 거래 혐의 등으로 인하여, 가치의 지표로 사용될 수 없다.¹⁴⁸³

(a) FMV 의 지표로서 주식 시장 가격

882. 청구인은 피청구국과 그 전문가인 Dow 교수가 “공정시장가치”에 “지표”로 사용한 관측 가능한 주가가 삼성물산 주식의 내재가치를 반영하지 않았다고 주장한다.¹⁴⁸⁴ 청구인은 “본건 합병은 의도적으로 고평가된 제일모직과 의도적으로 저평가된 삼성물산의 주가를 토대로 한, 다시 말해 약탈적 합병의 위험을 반영한 합병비율을 사용하여 제안되고 결정되었다”면서, 이에 따라 삼성물산의 시장 가격은 그 진정한 가치를 제대로 나타내지 않는다고 주장한다.¹⁴⁸⁵

883. 또한 청구인은 “손해를 초래한 메커니즘이 논리적으로 손해의 척도가 될 수는 없다는 것”이라면서; 저평가된 삼성물산과 고평가된 제일모직의 왜곡된 주가로 인해 손해가

¹⁴⁷⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 150(b)항, 심리 속기록, 8 일차, 222:17-21 면 인용. Dow 제 1 차 보고서, 제 115 항(RER-1); 심리 속기록, 8 일차, 32:12 – 33:3 면 참조.

¹⁴⁸⁰ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 150(b)항, 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016 년 5 월 30 일, 20 면(C-53) 인용.

¹⁴⁸¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 149 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 79 항.

¹⁴⁸² 청구인의 심리 후 주장서면, 제 190 항.

¹⁴⁸³ 답변서면, 제 558(c)항, 제 587 항, 제 591 항; Milhaupt 보고서, 제 61-62 항, 제 89 항(CER-6).

¹⁴⁸⁴ 답변서면, 제 536 항, 제 558(b)항, 제 568 항.

¹⁴⁸⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(a)항.

초래된 경우, 손해를 평가하기 위해 시장 가격을 사용하는 것이 부적절하다고 주장한다.¹⁴⁸⁶

884. 또한 청구인은 Dow 교수의 발표에서 관측된 지주회사 디스카운트의 변동에서 나타나는 바와 같이, “일반적인 지배구조 요소와 한국 지주사에 적용되는 관련 요소들만으로는 본건 합병 이전에 SOTP/내재가치와 삼성물산 주식의 시가 사이에 관측된 할인율을 충분히 설명할 수 없음을 시사한다”고 주장한다.¹⁴⁸⁷

885. 또한 청구인은 딜로이트가 삼성이 “미리 결정한” 본건 합병비율에 맞추기 위해 제일모직과 삼성물산의 가치를 17 차례 수정했다는 취지로 한국 검찰에 진술한 딜로이트 안진회계법인 ████████의 증언을 지적한다.¹⁴⁸⁸ 청구인은 증거에 따르면 “삼성물산이 본건 합병에 대한 회사 가치평가를 제공하기 위해 고용한 딜로이트를 포함하여 당시 어떤 시장참여자들도 삼성물산의 당시 주가가 회사의 가치를 측정하는 적절한 척도라고 믿지 않았다”고 주장한다.¹⁴⁸⁹

886. 따라서 청구인에 따르면, “삼성물산의 주가만을 유일한 지표로 사용하여 이를 계산하는 것이 불가능함은 명백하다”.¹⁴⁹⁰

(b) 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 본건 합병 부결이 시장 가격에 미치는 영향

887. 청구인은 자신이 선호하는 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 본건 합병이 부결되었을 것이며, 삼성물산 주식의 시장 가격은 “매우 높은 확률로” 즉시 그 “내재가치”로 수렴하였을 것이라고 주장한다.¹⁴⁹¹ Mr. Boulton 에 따르면, 삼성물산의 상장 가격은 상승하고 제일모직의 상장 가격은 하락하였을 것이지만, 양사의 상장 가격은 5~15%의 지주회사 디스카운트를 지속적으로 반영하였을 것이다.¹⁴⁹²

¹⁴⁸⁶ 답변서면, 제 569-70 항; Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.2.11 항 및 부속서 4-2(CER-5).

¹⁴⁸⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 207-08 항, Dow 교수 프레젠테이션 자료, 슬라이드 33 인용.

¹⁴⁸⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 196 항.

¹⁴⁸⁹ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 197 항.

¹⁴⁹⁰ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(c)항.

¹⁴⁹¹ Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.4.4 항, 제 2.8.2 항(CER-5); 답변서면, 제 583-85 항, ILC 규정 해설서 제 36 조 제 2 항(RLA-38) 인용.

¹⁴⁹² Boulton 제 2 차 보고서, 제 6.5.18 항(CER-5).

(c) 주가조작 행위가 시장 가격에 미치는 영향

888. 청구인에 따르면, 삼성 일가의 “터널링” 거래로 인해 “회사의 주가는 그 진정한 가치를 반영하지 못하였다”.¹⁴⁹³ 청구인은 “이재용 부회장은 국민연금의 도움을 받아 본건 합병을 통과시킴으로써 제일모직의 더 큰 지분을 활용하여 신설 삼성물산의 지분을 더 많이 취득할 수 있었고”,¹⁴⁹⁴ “이는 필연적으로 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치를 이전시키고, 삼성물산 주주들에게 막대하고도 돌이킬 수 없는 손실을 발생시켰다. 특히 본건 합병으로 인하여 삼성물산 주주들은 삼성물산 가치 중 ‘할인율’ 부분을 빼앗기게 되었다”고 주장한다.¹⁴⁹⁵
889. 또한 청구인은 삼성물산의 시장 가격에 대한 사소한 조정으로 조작의 영향이 제거될 수 있다는 피청구국의 이론이 “근본적인 오류”를 시정하기에 충분하지 않다고 주장한다.¹⁴⁹⁶
890. 청구인에 따르면, “본 중재판정부에 제출된 증거에 의하면, 대한민국에 의해 현재 공소가 제기된 ‘주가 조작’ 범행은 삼성물산 주가가 삼성물산의 가치를 반영하지 못한 여러 이유들 중 하나일 뿐이며, 보다 넓은 승계 계획의 한 측면에 불과”하다.¹⁴⁹⁷ 나아가, 청구인은 “대한민국이 제안하는 주가 조작이라는 단일 요소에 대한 조정만으로는 약탈적이었던 본건 합병이 삼성물산 주가에 내재가치 대비 어느 정도의 할인율을 발생시켰는지 제대로 파악할 수 없을 것”이라고 주장한다.¹⁴⁹⁸ 또한 청구인은 Dow 교수가 적절한 조정에 대한 계량화를 중재판정부에 제공하지 않았으므로; 중재판정부는 이러한 이론을 채택해서는 안 된다고 주장한다.¹⁴⁹⁹
891. 또한 청구인은 삼성물산 주식의 FMV 가 2015 년 7 월 10 일 또는 16 일의 시장 가격을 참조하여 평가될 수 있다는 피청구국의 주장을 부정한다.¹⁵⁰⁰ 이와 관련하여, 청구인은

¹⁴⁹³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(a)항.

¹⁴⁹⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(a)항.

¹⁴⁹⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 192(a)항, Boulton 제 1 차 보고서, 제 2.1.2 항(CER-3) 인용; Boulton 제 2 차 보고서 제 2.6.10 항(CER-5).

¹⁴⁹⁶ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 70 항.

¹⁴⁹⁷ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 71 항.

¹⁴⁹⁸ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 71 항.

¹⁴⁹⁹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 72 항.

¹⁵⁰⁰ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 59 항.

삼성과 삼성 일가가 수행한 시세 조작과 소위 터널링 거래 때문에 삼성물산 주식의 시장 가격을 신뢰할 수 없다고 주장한다.¹⁵⁰¹

892. 또한 청구인은 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 합병 전 주가가 같을 수 없다고 주장한다. 청구인은 2015년 7월 10일과 16일자 표결 전 주가에는 2015년 7월 17일에 예정된 표결의 결과에 대한 “시장의 불확실성”이 포함될 것이라고 주장한다; 따라서, 이러한 표결 전의 주가는 위반이 없었을 경우의 시나리오, “즉 표결 이후 약탈적인 본건 합병의 위험이 확실히 사라진 상태”에서의 가격을 반영할 수 없다.¹⁵⁰²

C. 제일모직 스왑의 이익과 손실의 경감

I. 청구인의 입장

(a) 제일모직 스왑을 통한 이익

893. 청구인은 엘리엇이 제일모직 숏 스왑을 통해 495 억 원의 거래 이익을 얻었음을 인정한다.¹⁵⁰³ 청구인은 “엘리엇은 때때로 과대평가되었다고 판단한 증권에 ‘숏’ 포지션을 취하여 이익을 추구”하며, “엘리엇의 제일모직 숏 스왑은 숏 스왑 포지션의 예시”라고 주장한다.¹⁵⁰⁴

894. 청구인은 “본건 합병의 결과와 관련하여 제일모직 숏 스왑은 삼성물산 주식과 동일한 위험에 엘리엇을 노출시켰다”고 주장한다.¹⁵⁰⁵ 이와 관련하여, 청구인은 Dow 교수가 “제일모직 숏 스왑은 청구인의 삼성물산 포지션에 대한 보호를 상쇄시키기 위한 거래가 아니었음”을 인정하였다고 주장한다.¹⁵⁰⁶

¹⁵⁰¹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 61 항.

¹⁵⁰² 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 64 항.

¹⁵⁰³ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 241 항.

¹⁵⁰⁴ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 239 항.

¹⁵⁰⁵ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 240 항.

¹⁵⁰⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 240 항, Dow 교수 프레젠테이션 자료, 슬라이드 11 인용.

895. 청구인은 본 절차에서 자신이 “제일모직 숯 스왑에서 얻었을 막대한 이익”을 청구하지 않는 점을 분명히 하고자 하며;¹⁵⁰⁷ 따라서, 제일모직 숯 스왑으로 인해 발생한 이익은 청구인의 청구 손해에서 차감되지 않아야 한다.¹⁵⁰⁸

(b) 손실의 경감

896. 청구인은 한국 법상 자신의 권리에 따라 “삼성물산에 대하여 자신의 삼성물산 7,732,779 주를 매수할 것을 청구할 수 있는 권리를 행사하고”¹⁵⁰⁹ “주가가 추가적으로 하락하여 손해가 악화되기 전에” 나머지 합병회사 주식 1,187,902 주를 매도하여, 본건 합병 이후 “청구인은 자신의 손해를 경감하였고 삼성물산에 대한 투자를 회수하였다”고 주장한다.¹⁵¹⁰

897. 청구인에 따르면, 피청구국의 한국예탁결제원은 법정 매수가격산식에 따라 EALP가 받을 수 있는 최소 금액을 밝히지 않았고, “미화 약 4 억 달러에 달하는 투자자들의 자금이 이러한 절차에 묶여있는 상태”였기 때문에, 주식매수가격 소송의 항소심이 계류 중이었던 2016년 3월에 비밀리에 합의하였을 뿐이다.¹⁵¹¹

898. 또한, Mr. Boulton 은 EALP 가 “본건 합병에 대한 소문들이 돌자” 본건 합병을 저지할 목적으로 자신의 의결권을 늘리기 위해 삼성물산 주식을 추가로 매수함으로써 손해를 경감하고자 하였다고 주장한다.¹⁵¹²

899. 청구인은 EALP 가 (주)LG 또는 SK(주)와 같이 크고 지속적인 지주회사 디스카운트를 가진 다른 한국 지주회사에 투자할 수 있었다는 피청구국의 주장을 기각한다.¹⁵¹³ 청구인에게 한국에서의 대체 투자 기회를 어떻게든 찾았어야 했다고 주장하는 것(특히 청구인이 한국 정부의 행위로 인해 손해를 입었다고 주장하는 이후)은 청구인이 손실에 직면할 당시

¹⁵⁰⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 239 항.

¹⁵⁰⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 242 항.

¹⁵⁰⁹ 수정 청구서면, 제 255 항, 이상훈 보고서, 제 67-69 항(CER-2) 인용(한국법상 합병을 승인하는 임시주주총회로부터 20 일 이내에 반대주주는 주주의 주식을 회사가 매수하도록 청구할 수 있음을 설명함).

¹⁵¹⁰ 수정 청구서면, 제 260 항, 제 263 항; 답변서면, 제 601 항; Smith 제 1 차 진술서, 제 62 항(CWS-1).

¹⁵¹¹ 수정 청구서면, 제 259 항.

¹⁵¹² Boulton 제 2 차 보고서, 제 9.3.3 항(CER-5).

¹⁵¹³ 답변서면, 제 602 항; Boulton 제 2 차 보고서(CER-5).

합리적인 경감을 위해 행동해야 하는 부담을 “훨씬 넘어서는 것”이다.¹⁵¹⁴ 또한, 피청구국의 대체 투자 제안과 관련하여, 청구인은 삼성물산의 가치를 적극적으로 추구하는 것이 “쉽게 재현될 수 있는 전략”을 토대로 하지 않았고 다른 지주회사와 관련하여 쉽게 재현될 수 없다고 반박한다.¹⁵¹⁵

900. 청구인은 피청구국이 회피 가능한 손해를 경감시키지 못했다는 점에 대한 증명책임을 이행하지 않았다고 주장한다.¹⁵¹⁶ 본건 합병이 승인된 후, 청구인은 투자의 “내재가치”와 본건 합병비율의 차이가 영구적이고 비가역적으로 제일모직의 주주들에게 이전되었다고 주장한다.¹⁵¹⁷

2. 피청구국의 입장

(a) 제일모직 스왑을 통한 이익

901. Dow 교수의 계산을 토대로, 피청구국은 제일모직 스왑을 통해 청구인이 얻은 이득액이 청구인이 주장하는 495 억 원이 아니라, 517 억 원이라고 주장한다.¹⁵¹⁸

902. 피청구국은 청구인이 제일모직 스왑 거래를 통하여 얻은 이익의 금액을 청구인에게 배상할 손해액에서 공제하여야 한다고 주장한다. 피청구국은 “삼성물산과 제일모직 스왑 거래를 통한 EALP의 이익은 실제로 517 억 원에 달하고, 삼성물산 주식에 대한 EALP의 거래손실은 492 억 원(주식 매각 당시의 세전 금액 기준)이었으므로, EALP는 25 억 원의 이익을 취하였다”고 주장한다.¹⁵¹⁹ 청구인은 “따라서 본건 합병 승인으로 인한 손해는 발생하지 않았다”고 결론 내린다.¹⁵²⁰

¹⁵¹⁴ 답변서면, 제 603 항, 제 607 항.

¹⁵¹⁵ 답변서면, 제 608 항.

¹⁵¹⁶ 답변서면, 제 603-04 항.

¹⁵¹⁷ 답변서면, 제 605 항.

¹⁵¹⁸ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 60 항.

¹⁵¹⁹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 120 항.

¹⁵²⁰ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 120 항.

(b) 손실의 경감

903. 피청구국은 청구인이 “내재가치”에 대하여 “이와 동일한 디스카운트를 보이는 다수의 다른 한국 재벌들”에 투자하여 손실을 경감할 기회를 가졌다고 주장한다.¹⁵²¹ 피청구국은 삼성물산의 디스카운트를 발견하고 적극적으로 추구하는 EALP의 접근법의 재현 불가능성에 관한 주장을 부정하며,¹⁵²² “‘내재가치’ 접근방식이 반드시 [삼성물산]에만 적용되어야 하는 것이 아니라, (그러한 방식이 옳다면) 디스카운트된 순자산가치로 거래되고 있다고 주장되는 다수의 한국 재벌기업들과 이와 유사한 기업집단 모두에 적용되어야 한다”고 주장한다.¹⁵²³

D. 삼성물산과의 합의서에 따른 지급금

1. 피청구국의 입장

904. 피청구국은 청구인이 합의서에 따라 삼성물산으로부터 배상을 받을 수 있다고 주장한다. 중재판정부는 청구인에게 판정된 손해배상에서 청구인이 삼성물산으로부터 받은 관련 금액을 공제하여야 한다.¹⁵²⁴

905. 이와 관련하여, 피청구국은 심리 후 주장서면에서 “청구인 또는 엘리엇 그룹 소속 단체가 합의계약에 따라 ‘추가지급금’을 수령하는 날로부터 30 일 이내에 청구인이 한국에게 ‘추가지급금’ 상당액을 지급하라는 명령”을 중재판정부에게 구체적으로 요청한다.¹⁵²⁵

2. 청구인의 입장

906. 청구인은 자신의 재반박서면 심리 후 주장서면에서, 삼성물산과의 합의서에 따라 2022년 5월 12일 삼성물산으로부터 원천징수 및 기타 세금을 공제한 후 65,902,634,943 원의

¹⁵²¹ 반박서면, 제 607 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 V.A.절(RER-1) 인용; 재반박서면, 제 520 항, 제 522 항, Milhaupt 보고서, 제 56 항(CER-6) 인용.

¹⁵²² 재반박서면, 제 520 항.

¹⁵²³ 반박서면, 제 607 항; 재반박서면, 제 518 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 V.A.절(RER-1). 재반박서면, 제 519 항(한국 대기업의 주가에서 공통적으로 볼 수 있는 디스카운트를 다름) 참조.

¹⁵²⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 232 항; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 96 항.

¹⁵²⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 236 항.

“추가지급금”을 수령하였다고 진술한. 청구인은 이에 따라 원금에서 해당 금액을 차감하여 자신의 손해배상 청구를 수정하였음을 지적한다.¹⁵²⁶

907. 따라서, 청구인은 심리 후 주장서면에 새롭게 추가되었던 피청구국의 구제 신청이 불필요하며 기각되어야 한다고 주장한다.

E. 손실의 계량화

I. 청구인의 입장

908. 앞서 언급한 바와 같이, 청구인은 삼성물산 주식에 대한 적절한 가치평가일이 본건 합병 표결 직전일인 2015년 7월 16일이라고 주장한다.¹⁵²⁷ 청구인에 따르면, 이날이 “청구인의 투자한 대상물이 만일 그 다음 날에 본건 합병이 부결되었다면 실현되었을 내재가치를 여전히 포함하고 있었던 마지막 날”이며, 또한 “본건 합병이 약탈적인 합병비율로 승인되어 대한민국의 부정한 계획을 완성시키며 삼성물산의 내재가치가 영구적으로 상실되기 하루 전”이다.¹⁵²⁸

909. 상기 내용을 토대로, 청구인은 최대 원금 408,253,247 달러(5,173 억 6,300 만원 상당)의 손해배상을 청구하며, 이는 다음 금액의 차액이다:¹⁵²⁹

(a) 청구인이 2015년 7월 16일에 보유한 삼성물산 주식 7.12%의 “내재가치”에서 5% 지주회사 디스카운트를 차감한 1 조 912 억 6,100 만원;¹⁵³⁰ 그리고

¹⁵²⁶ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항.

¹⁵²⁷ 수정 청구서면, 제 264(a)항.

¹⁵²⁸ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 13 항; Milhaupt 보고서, 제 75 항(CER-6).

¹⁵²⁹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항, 제 106(b)항.

¹⁵³⁰ Boulton 제 2 차 보고서, 제 10.1.2(I)항, 제 10.3.1(I)항, 제 10.3.2 항 및 그림 27(CER-5). Mr. Boulton 은 2015년 7월 16일 당시 삼성물산의 SOTP 가치를 18 조 5,106 억 7,800 만원으로 계산한다. Boulton 제 2 차 보고서, 그림 3(CER-5). 비교하자면, 2015년 6월 30일 당시 삼성물산의 NAV 에 대한 EALP 의 자체 추정치는 Mr. Boulton 의 제 2 차 보고서의 가치평가보다 약 15 조 40 억 7,500 만 내지 23.4% 낮았다. 엘리엇 삼성물산 순자산가치 분석, 2015년 6월 30일(C-395) 참조.

(b) 청구인이 합의서를 통해 매수청구 대상 주식 7,732,779 주를 매도하고 신설 삼성물산 주식 1,187,902 주를 처분하여 수령한 65,902,634,943 원.¹⁵³¹

910. 청구인은 아래 표의 형식으로 자신의 청구의 계량화를 요약한다.¹⁵³²

	KRW 백만원	US\$
5% 지주회사 디스카운트		
EALP에 대한 순손실 (2022년 5월 12일 기준)	517,363	408,253,247
판정 전 이자 (2022년 5월 18일까지)	261,850	206,633,357
15% 지주회사 디스카운트		
EALP에 대한 순손실	388,979	306,950,089
판정 전 이자 (2022년 5월 18일까지)	209,593	165,393,777

2. 피청구국의 입장

911. 앞서 언급한 바와 같이, 청구인이 손해를 입은 것이 아니라 “수익을 얻었다”는 것이 피청구국의 주된 입장이다.¹⁵³³ 그러나, 피청구국은 청구인의 거래 이익에도 불구하고 중재판정부가 손해배상을 판정하는 경우, 청구인이 구할 수 있는 총 손해액은 2015년 3월 2일(“EALP가 제일모직/삼성물산 합병이 가능할 것이라고 생각하지 않기 전”¹⁵³⁴)의 주당 61,400 원과 주식의 실제 매도 가격(Dow 교수가 평균 매수청구 정산금 59,050 원을 사용함)에 2015년 3월 2일 소유한 주식의 수(2,233,011)을 곱한 금액인 52억 4,800 만원에 해당한다고 주장한다.¹⁵³⁵

¹⁵³¹ 답변서면, 제 557 항, 제 590 항; 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항. Boulton 제 2 차 보고서, 제 2.6.7 항, 제 7.3.2-7.3.3 항, 제 10.1.2(II)항, 제 10.2.2(II)항, 제 10.2.4-10.2.7 항, 제 10.3.1(II)항, 그림 20 및 26(CER-5) 참조.

¹⁵³² 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항.

¹⁵³³ 피청구국의 심리 후 재반박서면, 제 64 항.

¹⁵³⁴ Dow 제 2 차 보고서, 제 54 항(RER-3). Dow 교수는 2015년 5월 22 일을 사용하면 215억 8,300 만원의 손해가 나올 수 있다는 점에 주목하지만, “해당 날짜는 2015년 3월 초부터 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성에 대비하기 위해 EALP가 취한 다수의 선제적인 조치를 고려했을 때 타당성이 더 낫다”고 주장한다. Dow 제 2 차 보고서, 제 208 항 및 각주 66(RER-3) 참조.

¹⁵³⁵ Dow 제 2 차 보고서, 제 207 항(RER-3), Boulton 제 1 차 보고서, 제 6.2.8 항(CER-3) 인용. Dow 교수는 삼성물산 주주들만이 배당금을 받고 삼성물산의 기업 지배구조에 의결권을 가지고 있기 때문에 손해 계산에서 스왑을 배제한다. Dow 제 2 차 보고서, 제 209 항(RER-3) 참조.

F. 중재판정문의 통화

1. 청구인의 입장

912. 청구인은 위반 혐의와 손해배상 지급 사이의 환위험에 노출되지 않기 위해 청구인의 국내 통화로 손해배상이 판정되는 것이 일반적이라고 주장하면서 미국 달러화로 배상을 청구한다.¹⁵³⁶ Mr. Boulton 은 청구인의 총 손실(보상 전 이자 포함)을 602,591,041,703 원 내지 766,365,191,448 원 사이의 계산하고, 이를 2020년 6월 30일 환율로 미화 502,427,548 달러 내지 638,978,938 달러로 환산한다.¹⁵³⁷

2. 피청구국의 입장

913. 피청구국은 청구인이 한국 회사에 투자하였고, 한국 원화로 주식을 매수 및 매도하였으며, 한국 원화로 손해계산과 이자율을 표시하였으므로, 판정이 한국 원화로 판정되어야 한다고 주장한다.¹⁵³⁸ Dow 교수는 청구인의 법적 입장과 달리, 청구인의 전문가 Mr. Boulton 이 2020년 6월 30일까지 한국 원화로 손해배상과 판정 전 이자를 계산하고, 이를 당시 환율로 미국 달러로 환산하였을 뿐이라고 본다.¹⁵³⁹

914. 또한, 피청구국은 “한국 원화로 이루어진 투자에 대한 환리스크는 청구인의 부담으로 해야” 한다고 주장한다.¹⁵⁴⁰

915. Dow 교수는 차입비용이 특히 부채의 통화에 따른다는 점을 덧붙이는데, 이는 “하나의 통화에 기반한 이율을 다른 통화로 된 원금에 적용하는 것은 기초적인 경제학적 오류”임을 의미한다.¹⁵⁴¹

¹⁵³⁶ 답변서면, 제 616 항.

¹⁵³⁷ Boulton 제 2 차 보고서, 제 11.4.1-11.4.4 항, 부속서 11-1 및 11-2, 그림 29 및 30(CER-5), 2020년 6월 30일자 원화:미 달러화 환율(C-670) 인용.

¹⁵³⁸ 반박서면, 제 608-09 항; 재반박서면, 제 527 항. Dow 제 2 차 보고서, 제 55 항, 제 215(b)항(RER-3); Dow 제 1 차 보고서, 제 173 항(RER-1) 참조.

¹⁵³⁹ Dow 제 2 차 보고서, 제 213(b)항(RER-3), Boulton 제 2 차 보고서, 제 11.4.1 항(CER-5) 인용.

¹⁵⁴⁰ 재반박서면, 제 527 항, Dow 제 2 차 보고서, 제 215 항(RER-3) 인용.

¹⁵⁴¹ Dow 제 2 차 보고서, 제 215(a)항(RER-3).

G. 중재판정부의 결정

916. 협정과 UNCITRAL 규칙은 중재판정부가 인정한 유일한 청구인 MST 청구의 계량화에 대한 기준 또는 지침을 제공하지 않는다. 따라서, 제 11.22.1 조에 따라, 중재판정부는 적용가능한 국제법 규칙과 관련 전문가 및 기타 증거를 토대로 청구인의 청구 금액 산정을 결정하여야 한다.
917. 중재판정부가 판단해야 하는 관련 쟁점은 (i) 피청구국의 협정 위반으로 인하여 청구인이 손실 또는 손해를 입었는지 여부; (ii) 청구인이 손실을 입었음을 입증한 경우, 그러한 손실을 평가하기 위한 적절한 방법; (iii) 가치평가일의 설정; 그리고 (iv) 배상액의 산정 등이다. 이러한 네 가지 쟁점들이 얽혀 있기 때문에, 중재판정부는 적어도 첫 번째 쟁점에 대하여 일부 답변이 될 수 있으며; 당사자들이 손해액의 결정에 접근한 순서와도 일치하도록, 두 번째 쟁점인 방법론 문제에서 출발하고자 한다.
918. 가치평가 방법론과 관련하여, 청구인은 손실의 가치평가가 본건 합병 승인 이전에 보유하였던 삼성물산 주식의 (시장 가격이 아니라) 내재가치를 토대로 하여야 한다고 주장한다. 이에 대하여, 피청구국은 삼성물산 주식의 관측가능한 시장 가격이 더 신뢰할 수 있는 가치의 척도이며, 이는 청구인이 어떠한 손해도 입지 않았음을 증명한다고 주장한다.
919. 앞서 요약한 바와 같이, 당사자들은 원칙적으로 청구인이 받을 수 있는 배상이 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 청구인의 삼성물산 주식 FMV 내지 공정시장가격과 청구인 삼성물산 주식을 매도하여 받은 실제 매도 수익금(삼성물산과의 합의서에 따라 수령한 수익금 포함)의 차액으로 산정되어야 한다는 점에 동의한다. 그럼에도 불구하고, 청구인이 선택한 가치평가 방법이 청구인이 주장하는 손실의 FMV 를 반영하는지 여부와 실제로 청구인이 손실을 입었는지 여부를 포함하여, 가치평가 및 계량화와 관련된 다른 모든 문제에 대해 사실상 당사자들 사이의 이견이 존재한다.
920. 청구인은 자신의 삼성물산 주식은 회사가 보유한 각 자산이 개별적으로 평가되는 SOTP(사업별평가가치 합산기법) 방법론에 따라 평가되어야 하며, 이러한 자산의 가치는 회사 전체의 가치평가를 도출하기 위해 합산되어야 한다고 주장한다. 이러한 방법론은 청구인은 “내재가치”에 대한 동의어로 혼용하여 사용하고 있는 “순자산가치”를 산출한다. 청구인에 따르면, 이는 주가조작으로 인해 저평가된 삼성물산의 주가를 신뢰할 수 없기 때문에 적절한 가치평가 방식이다. 저평가된 주가는 결국 피청구국의 협정 위반으로 인한

본건 합병비율에 의해 고착화되었고; 이에 따라 청구인이 보유한 삼성물산 주식의 NAV와 본건 합병비율로 고착화된 저평가된 주가의 차이에서 매도 수익금을 뺀 것은 청구인의 손실을 나타낸다.

921. 이에 따라, 피청구국은 청구인의 추측에 근거한 “내재가치” 이론이 주관적이며 부정확하고 신뢰할 수 없으며, 본건에서 FMV를 결정하는 가장 신뢰할 수 있는 수단은 시장 가격, 즉 삼성물산의 주가라고 주장한다.¹⁵⁴² 피청구국에 따르면, “내재가치”는 FMV를 결정하는 방법이 아니라 FMV와 전혀 다른 가치 기준이며, 미국감정평가사협회가 “분석가마다 다른” “주관적 가치”로 정의한다.¹⁵⁴³
922. 중재판정부는 주가와 SOTP 분석 모두 유효한 가치평가 방법이며, 실제로 미국 감정평가사협회와 같은 관련 전문가 단체에 의해 인정받고 있고, 일반적으로 투자 결정시 시장 참여자들이 실무상 사용하고 있음을 인정한다. 실제로, SOTP 방식은 청구인이 삼성물산 주식의 매수를 결정할 당시 국민연금 등 다른 삼성물산 투자자들이 사용하였다.¹⁵⁴⁴ SOTP 방법론은 시장의 집단 지성을 반영하는 시장 가격보다 더 “주관적인” 가치평가 방법으로 볼 수 있지만, 이는 전문적인 감정인의 전문가 의견에 기초하여 적용되는 것이며, 이러한 의미에서 “객관적”이다. 본 중재와 같은 분쟁 해결 절차의 경우, 상대방과 그 전문가의 시험과 중재판정부의 질의의 대상이 될 수도 있다. 따라서, 여기서의 쟁점은 대략적으로 어느 것이 더 “낮거나” 더 “신뢰할 수 있는” 평가 방법인지 여부가 아니라, 어느 것이 본건의 상황에서 더 적절한 방법인지 여부이다.
923. 앞서 언급한 바와 같이, 청구인의 주장은 삼성물산의 시장 가격은 삼성물산의 주주들의 비용으로 이재용 등 제일모직의 주주들을 우대하는 삼성물산과 제일모직의 본건 합병비율을 세우기 위한 시장의 소문, 약탈적 합병의 공포와 삼성그룹의 지배주주인 삼성 일가의 조작으로 인하여 저평가되어 신뢰할 수 있는 가치의 척도가 아니기 때문에 본건에서 시장 가격보다 SOTP 방법론이 더 적절하다는 것이다.¹⁵⁴⁵ 실제로 청구인에 따르면, 본건 합병의 주된 목적은 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 가치를

¹⁵⁴² 반박서면, 제 589 항.

¹⁵⁴³ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 155 항.

¹⁵⁴⁴ Smith 제 1 차 진술서, 4-5 면(CWS-1); Boulton 제 2 차 보고서, 제 4.2.5 항(CER-5); UBS, “Samsung C&T Lacking catalysts; downgrade to Neutral”, 2015 년 4 월 27 일(C-363).

¹⁵⁴⁵ 답변서면, 제 564 항; 청구인의 심리 후 주장서면, 제 56 항, 제 61 항.

이전하는 것이었다.¹⁵⁴⁶ 청구인은 본건 합병의 성사에 결정적이었던 국민연금의 표결로 인하여 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로의 가치 이전이 “고착화”되고 영구적이고 비가역적으로 확정되었기 때문에, 청구인은 삼성물산에 대한 투자 가치를 상실하였다고 주장한다.¹⁵⁴⁷ 따라서 판정될 배상은 주식매수청구권의 대상 범위 내에서 삼성물산이 삼성물산 주식을 매수하도록 요구할 수 있는 한국법상 권리를 행사하여 손실을 완화한 청구인의 노력을 고려하여, 이러한 가치 이전과 상응하여야 한다.¹⁵⁴⁸ 청구인은 조작된 주가가 삼성 일가의 전략이 달성되어 청구인의 손실을 유발한 “메커니즘”이므로, 논리적으로 그 손실의 척도가 될 수 없다고 결론 내린다.¹⁵⁴⁹

924. 청구인은 특히 “이 사건 합병에 관한 이사회 결의일 전날 무렵의 구 삼성물산(주)의 시장주가는 구 삼성물산(주)의 객관적 가치를 반영하지 못하고 있으므로”, 주식매수가격 결정 소송에서 제일모직 상장일 전날인 2014년 12월 17일 당시의 시가를 기준으로 삼성물산의 주식매수가격을 산정하여야 한다는 원심의 결론을 유지한 한국 대법원의 판단¹⁵⁵⁰을 인용한다.¹⁵⁵¹ 법원에 따르면, 이는 “제일모직(주)와 유력한 합병 상대회사였던 구 삼성물산(주)의 시장주가는 적어도 제일모직(주)의 상장 무렵부터는 이 사건 합병의 영향을 받은 것이라고 볼 여지가 충분”하기 때문이다.¹⁵⁵²
925. 당사자들은 삼성물산의 주가가 지주회사 디스카운트 및/또는 “코리아 디스카운트”와 같은 이유로 SOTP 가치에 비해 할인된 가격으로 거래되었다는 측면에서 해당 기간 동안 저평가되었다는 점에 동의하지만, 주가조작이 실제로 입증되었는지 여부에 대해서는 이견이 존재한다. 삼성물산 주가가 조작되었다는 청구인의 주장은 특히 삼성물산의

¹⁵⁴⁶ 답변서면, 제 545 항.

¹⁵⁴⁷ 수정 청구서면, 제 262 항.

¹⁵⁴⁸ 위 제 173 항 참조 청구인은 자신의 나머지 삼성물산 주식 1,187,902 주를 매도하였다(3,393,148 주가 신설 삼성물산 주식 1,188,902 주로 전환되었음).

¹⁵⁴⁹ 답변서면, 제 569 항.

¹⁵⁵⁰ 이 사건은 본건 합병에 반대하고 자본시장법에 따라 산정하여 합병회사가 제시한 주식매수가격을 거부한 삼성물산의 구 주주들이 제기하였다. 한국법상 주주가 합병에 관한 이사회 결의에 반대하는 경우, 그 주주는 회사에 대하여 자신의 주식의 매수를 청구할 수 있다. 수정 청구서면, 제 244 항, 이상훈 보고서, 제 67 항(CER-2) 인용 참조. 반대주주는 매수가격산식에 따라 결정된 주식매수가격에 대하여 이의가 있는 경우, 대한민국 법원에 새로운 주식매수가격을 결정할 것을 청구할 수 있다. 이는 주식매수가격 결정 소송의 목적이었다.

¹⁵⁵¹ 대법원 2016 마 5394(병합), 2022년 4월 14일, 6면(C-782).

¹⁵⁵² 대법원 2016 마 5394(병합), 2022년 4월 14일, 9면(C-782).

주가를 하락시켰다고 알려진 삼성그룹의 행위와 만약 공개되었다면 삼성물산 주가의 상승을 초래할 수 있었던 특정 상황을 시장에 공개하지 않았다는 주장을 토대로 한다. 이는 Qatar Facility D IWPP 와 관련된 대규모 거래(및 특정 기타 거래)를 적시에 공개하지 않은 것, 제일모직의 자회사 삼성바이오로직스의 나스닥 상장 발표 시기와 그 밖에 삼성물산 주가를 하락시킬 “전면 배치된” 약재 등의 행위를 포함한다.¹⁵⁵³

926. 이에 대하여, 피청구국은 시장 조작 혐의가 입증된 바 없고, 여전히 한국 형사재판에서 계류 중이며, 청구인이 인용하는 주가조작 사건으로 인한 삼성물산의 주가 상승은 있다고 하더라도 미미할 것이며, 어떠한 경우에도 주가조작 혐의는 피청구국에게 귀속되지 않는다고 주장한다.¹⁵⁵⁴ 피청구국에 따르면, 청구인의 손해배상 청구에서 가장 “근본적인 오류” 중 하나는 “청구인이 제출한 증거를 토대로 하더라도 한국은 청구인이 주장하는 손해를 야기하지 않았다는 것”이다.¹⁵⁵⁵ 피청구국은 한국 재벌 기업이 수십 년 동안 “완벽하게 타당한 경제적 이유로” NAV 보다 낮은 가격으로 거래되었고, 본건 합병 발표의 시기에 관하여 삼성물산의 주가 조작이 있었고 발표 준비 과정에서 시장에 제공된 정보를 선별하였다면, 피청구국이 이에 대한 책임이 있는 것은 아니다.¹⁵⁵⁶

927. 중재판정부는 삼성물산의 주식이 회사의 NAV 에 비해 할인된 가격으로 거래되고 있었으며, 이는 2014 년 12 월 18 일 제일모직 상장일(이 날보다 먼저 삼성물산과 제일모직의 주가 사이에 주가조작이 없었으므로)¹⁵⁵⁷부터 2015 년 7 월 17 일(또는 아래와 같이; 국민연금의 본건 합병 표결 소식이 시장에 유출된 것으로 보이는 2015 년 7 월 13 일) 본건 합병 승인이 이루어진 날까지 관련 기간 지속된 문제라는 점에 당사자들 사이에 이견이 없음을 주목한다. 또한 중재판정부는 이것이 청구인이 본 중재에서 쟁점 삼성물산

¹⁵⁵³ 답변서면, 제 574 항.

¹⁵⁵⁴ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 136-53 항.

¹⁵⁵⁵ 반박서면, 제 620 항.

¹⁵⁵⁶ 반박서면, 제 631 항, 제 634-36 항.

¹⁵⁵⁷ 청구인은 심리에서 삼성 SDS 가 상장된 2014 년 11 월 14 일에 주가조작이 시작되었다고 진술하였다. 심리 속기록, 9 일차, 79:10 – 80:16 면. 해당일을 관련 개시일로 인정하는 것은 중재판정부의 결론에 영향을 미치지 않는다.

주식 전부를 매수한 기간이기도 함을 지적한다.¹⁵⁵⁸ 따라서, 청구인은 (삼성물산의 NAV 에 비해) 할인된 가격으로 자신의 전체 삼성물산 지분을 인수할 수 있었다.

928. 또한 중재판정부는 청구인이 (NAV 나 내재가치에 비해) 삼성물산 주가의 주가조작 및 저평가에 책임이 있다고 주장하는 것으로 보이지 않음을 지적한다.¹⁵⁵⁹ 청구인의 주장은 오히려 (국민연금의 표결에 개입하여 피청구국이 성사시킨) 본건 합병의 승인이 본건 합병비율을 고착화시켜 삼성물산의 주주들로부터 제일모직 주주들로의 가치 이전을 돌이킬 수 없게 만들었다는 것이다. 따라서, 중재판정부는 삼성물산의 주가 저평가가 한국 재벌의 “터널링” 위험(또는 “코리아 디스카운트”)이나 더 일반적인 지주회사 디스카운트와 같은 다른 요인이 아니라 주로 주가조작의 결과인지 판단할 필요가 없다고 판단한다.

929. 따라서 삼성물산의 저평가된 주가는 어떠한 경우에도 피청구국의 협정 위반의 결과가 아니기 때문에, 2014년 12월 18일 제일모직 상장부터 삼성물산 주가가 하락한 2015년 7월 17일 본건 합병 승인까지의 기간은 온전히 피청구국이 협정을 위반하지 않은 가정적 시나리오의 일부를 형성할 수 없다. 가정적 상황은 피청구국이 협정을 위반하지 않은 시나리오, 즉 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하여 본건 합병의 승인을 야기하지 않은 경우여야 한다. 따라서 청구인의 손실에 대한 평가일은 이러한 시나리오를 참고하여 결정되어야 한다.

930. 청구인의 입장은 가치평가일이 본건 합병 승인 전날, 즉 2015년 7월 16일이어야 한다는 반면, 피청구국은 국민연금의 표결 결과가 그 이후 첫 영업일인 2015년 7월 13일 월요일에 시장에 유출된 것으로 보이므로, “최적의” 가치평가일이 국민연금의 투표일인 2015년 7월 10일 금요일이 된다고 주장한다. 본 쟁점에 대한 당사자들의 입장을 고려하고 입증 증거를 검토한 후, 중재판정부는 2015년 7월 10일이 가치평가일이 되어야 한다고 확신하지 않는다. 국민연금의 표결 결과에 관한 보고서를 인용하는 언론보도가 있었던 것으로

¹⁵⁵⁸ Smith 제 2 차 진술서, 제 66(i)항(CWS-5); 금융감독원의 자료제출요구에 대한 EALP 의 답변서(주식의 취득을 확인하는 거래확인서 첨부), 2015년 9월 18일(C-442). 중재판정부는 주가조작 혐의가 아직 한국에서 진행 중인 형사재판의 대상이라는 점을 지적한다.

¹⁵⁵⁹ 자신의 심리 후 재반박서면에서 청구인은 “보다 넓은 승계 계획”이 “주가 조작”의 “한 측면”이라고 주장하지만, 삼성물산의 주가 저평가의 주요 원인이 “약탈적 합병” 위험이라는 견해를 자세하게 제시하지는 못하고 있다. 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 71 항.

보이나,¹⁵⁶⁰ 중재판정부는 국민연금이 임시주주총회 전에 자신의 입장을 밝히기를 거부하였으며, 특히 2015년 7월 13일에 삼성물산의 주가에 유의미한 반응이 없었음을 지적한다.¹⁵⁶¹ 이는 시장이 충분히 신뢰할 수 있는 정보를 고려하지 않았음을 시사한다. 당사자들의 두 전문가도 2015년 7월 16일을 평가일로 채택하였다. 따라서 중재판정부는 2015년 7월 16일이 청구인의 삼성물산 지분 가치에 반영된 바와 같이 피청구국의 협정 위반의 영향이 시장에서 느껴지는 날의 전날이므로, 적절한 가치평가일이 된다고 판단한다.

931. 앞서 요약한 바와 같이, 청구인은 피청구국의 위반이 없었다면 주가가 NAV 수준에 도달하였을 것이므로, 가치평가일 당시 청구인의 투자에 대한 가치평가는 삼성물산의 주가가 아니라 NAV를 기준으로 하여야 한다고 주장한다. 청구인에 따르면, 본건 합병이 부결되었다면 투자의 내재가치는 “실현”되었을 것이고, 삼성물산의 주가는 “급등”하였을 것이다. 중재판정부는 본건 합병의 승인이 삼성물산의 주가 디스카운트가 반영된 본건 합병비율을 “고착화”하여 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들로 가치를 비가역적으로 이전시켰다는 청구인의 견해에 동의하지만, 청구인의 삼성물산 지분 가치평가는 주가보다 회사의 NAV를 기준으로 해야 한다는 점에는 동의할 수 없다. 이는 두 가지 이유에서이다. 첫째로, 앞서 언급한 바와 같이 삼성물산 주가의 디스카운트는 피청구국의 위반의 결과가 아니었다. 둘째로, 중재판정부는 본건 합병이 부결된 가정적 시나리오에서, 삼성물산 주식의 가치가 합병 전 시장 가격과 SOTP 가치평가를 토대로 한 삼성물산의 총 가치 사이의 격차를 좁히기 위해 증가될 가능성을 인정한다. 이러한 잠재적 가치 증가는 실제 시나리오에서 이에 상응하는 청구인의 잠재적 손실을 나타낼 것이다. 그러나 이러한 잠재적 손실이 국제법상 배상의 대상이 되기 위해서, 청구인은 *Chorzów Factory* 사건에서 명시된 완전 배상의 원칙에 따라, 청구의 대상인 가치 증가가 “거의 확실히” 발생하였을 것임을 입증해야 할 것이다.¹⁵⁶² 중재판정부는 청구인이 증거로 이러한 입증을 하였다고 보지 않는다.

¹⁵⁶⁰ “국민연금/삼성물산-제일모직 합병’ 찬성 결론”, YTN 뉴스, 2015년 7월 11일(R-131).

¹⁵⁶¹ 삼성물산의 주가는 2015년 7월 10일 64,400 원에서 2015년 7월 13일 65,000 원으로 변동하였다. 삼성물산 및 제일모직 주가, 2014년 1월 1일 내지 2015년 12월 31일, 11면(C-256) 참조.

¹⁵⁶² *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 결정, PCIJ Rep., Series A – No 17, 1928년 9월 13일, 47면(CLA-97).

932. 중재판정부에 제출된 증거는 삼성물산의 주가가 본건 합병 승인 직후에 69,300 원에서 62,110 원으로 하락하였지만(시장이 본건 합병 부결이 삼성물산의 내재가치를 적어도 일부는 실현했을 것이라고 보는 경우 예상되는 반응), 시장은 과거에 본건 합병의 발표 그 자체에 대해 호의적으로 반응하여 삼성물산 주가가 55,300 원에서 63,500 원으로 14.83% 상승하였음을 보여준다. 이는 본건 합병에 대한 시장의 반응이 기껏해야 복합적임을 보여준다. 이는 본건 합병이 부결되었다면 삼성물산이 상당 부분 상승할 수 있었음을 배제하지는 않지만, 중재판정부는 이것이 하루 아침에 일어났을 것이라고 생각하지는 않는다. 이는 주가가 얼마나 상승하였는지, 이것이 얼마나 오래 걸릴지 또는 그러한 가치 상승이 어느 시점에서 확실히 측정되어야 하는지에 관한 추측의 문제이며(그 수준이 다른 상쇄 요인들을 반영하기 시작하기 전), 국제법상 가치에 대한 투기적인 성격의 주장은 일반적으로 보상의 대상이 되지 않는다.¹⁵⁶³ 또한 중재판정부는 관련 기간 동안 삼성물산의 주가를 하락시킨 “한국 디스카운트”가 하루 아침 또는 예측 가능한 미래에 사라졌을 점이 증거에 의해 입증되었다고 보지 않는다. “코리아 디스카운트”는 모든 한국 재벌에게 내재된 터널링 리스크(및 지배구조에 대한 관련 우려)를 반영하며, 본건 합병이 부결되었다더라도 이는 삼성 재벌의 일부로 남은 삼성물산에 대한 지배권의 변화를 초래하지 않았을 것이며, 계속 “코리아 디스카운트”의 대상이 될 것이다. 이러한 상황에서, 중재판정부는 청구인의 손실에 대한 적절한 가치평가 방법이 시장 가격이라는 결론을 내리며, 이는 가치평가일인 2015년 7월 16일 삼성물산 주가와 청구인이 이후에 지분을 처분한 가격 사이의 차액으로 계량화될 수 있다.
933. 따라서 중재판정부는 청구인이 가치평가일 당시 지분 가치보다 낮은 가격으로 삼성물산 지분(투자)을 실제로 처분하였는지 여부를 판단해야 한다. 본건 합병의 승인으로 인하여 청구인의 삼성물산 투자의 가치 하락을 실제로 “고착화”하거나 실현하였을 것이므로, 이는 피청구국의 위반으로 인해 청구인이 입게 된 손해이다. 따라서 이는 중재판정부가 사용할 가치의 척도이다.
934. 중재판정부는 청구인이 2015년 5월 26일 본건 합병 발표 전에 삼성물산 주식 총 7,732,779주를 취득하였으며, 본건 합병 발표 후부터 2015년 7월 17일 본건 합병에 대한 주주 승인일까지 총 3,393,148주를 취득하여, 합계 11,125,927주를 취득하였음을

¹⁵⁶³ ILC 규정(주식 포함)(2001), ILC 규정 해설서 제 36조, 27면(CLA-38).

지적한다.¹⁵⁶⁴ 전자에 해당하는 주식은 한국법상 주식매수청구권의 대상이 되었고(이하 “매수청구 주식”), 이에 따라 청구인(및 본건 합병에 반대한 다른 삼성물산 주주들)은 해당 주식을 매수하도록 청구할 권리가 있는 반면, 청구인이 본건 합병 발표 이후 매수한 3,393,148 주에 대해서는 주식매수청구권이 존재하지 않는다.¹⁵⁶⁵ 청구인은 2015 년 1 월부터 5 월까지 7,732,779 주의 매수청구 주식을 총 4,698 억 원(1 주당 평균 60,754 원)에 매수하였고,¹⁵⁶⁶ 2015 년 5 월 28 일부터 6 월 4 일까지의 기간 동안 주식매수청구권이 없는 3,393,148 주를 총 2,158 억 원에 매수하였다(1 주당 평균 63,599 원).¹⁵⁶⁷ 따라서 청구인의 삼성물산 주식 총 투자액은 6,856 억 원에 해당한다.¹⁵⁶⁸

935. 2015 년 7 월 16 일 가치평가일까지 청구인의 삼성물산 지분 가치는 주당 69,300 원으로 증가하였다.¹⁵⁶⁹ 이는 청구인의 삼성물산 지분 전체(11,125,927 주)에 대한 총 가치평가가 771,026,741,100 원 내지 약 7,710 억 원(매수청구 주식 7,732,779 주의 535,881,584,700 원과 나머지 3,393,148 주의 235,145,156,400 원을 더한 금액)으로 해석된다.
936. 이어서 청구인은 본건 합병 발표 전에 매수하여 주식매수청구권이 있는(또한 이후 본건 합병비율에 따라 2015 년 9 월 14 일에 신설 삼성물산 주식 2,707,157 주로 교환됨) 매수청구 주식을 1 주당 57,234 원과 지연이자를 포함하여 주당 총 59,050 원에 매도하였다.¹⁵⁷⁰ 위

¹⁵⁶⁴ Boulton 제 1 차 보고서, 제 4.3.25 항, 제 4.4 항(CER-3).

¹⁵⁶⁵ 중재판정부는 제출된 증거에 따르면, 삼성물산 주식의 가격이 2014 년 12 월 18 일 제일모직의 IPO 일부터 2015 년 5 월 26 일의 합병 발표까지의 기간 동안 약 55,000 원에서 65,000 원 사이에서 변동한 것으로 보이며, 그 후 본건 합병 발표일부터 2015 년 7 월 17 일 본건 합병에 대한 주주 승인일 사이의 기간 동안은 약 65,000 원에서 75,000 원 사이에서 실질적으로 더 높은 가격으로 변동하였다는 점을 지적한다. Dow 제 1 차 보고서, 제 23 항(RER-1); Boulton 제 2 차 보고서, 제 10 절(CER-5) 참조.

¹⁵⁶⁶ 답변서면 제 553 항(“매수청구 주식을 매수하기 위해 4,698 억 원을 투입하였으나, 본건 합의서에서 정한 바에 따라 청구인의 계좌로 4,020 억 원만을 지급 받았는 바, 이로 인해 약 680 억 원(현 시점의 환율에 따르면 약 5,600 만 달러)의 손실을 입었습니다”). Smith 제 2 차 진술서, 제 66(i)항(CWS-5) 참조; 금융감독원의 자료제출요구에 대한 EALP 의 답변서(주식의 취득을 확인하는 거래확인서 첨부), 2015 년 9 월 18 일(C-442); 삼성물산에 대한 EALP 의 지분에 대한 스프레드시트(2015 년 1 월 27 일 ~ 6 월 4 일)(C-384).

¹⁵⁶⁷ Smith 제 2 차 진술서, 제 66(ii)항(CWS-5); 금융감독원의 자료제출요구에 대한 EALP 의 답변서(주식의 취득을 확인하는 거래확인서 첨부), 2015 년 9 월 18 일(C-442).

¹⁵⁶⁸ Smith 제 4 차 진술서, 제 18 항(CWS-7).

¹⁵⁶⁹ 삼성물산 및 제일모직 주가, 2014 년 1 월 1 일 내지 2015 년 12 월 31 일, 11 면(C-256).

¹⁵⁷⁰ Boulton 제 1 차 보고서, 제 6.2.8 항(CER-3).

금액은 총 456,620,599,950 원 내지 약 4,566 억 원에 달하거나, 세후 4,020 억 원이다.¹⁵⁷¹ 중재판정부는 세전 금액이 일관성을 위해 고려할 금액이라고 판단하고; 실제로 Mr. Boulton 은 청구인의 거래손실을 계산함에 있어서 세전 금액도 고려하였다.¹⁵⁷² 합의서에 따라, EALP 는 이후 삼성물산으로부터 총 65,902,634,943 원의 “추가지급금”을 받았다.¹⁵⁷³ 주당 추가지급금 금액은 기록에 남아있지 않지만, 주식의 수(7,732,779 주) 및 추가지급금 총액(65,902,634,943 원)을 기준으로 계산하면 주당 8,522.50 원으로 보인다. 합의서에 따라 기지급한 금액(59,050 원)에 이를 추가하면 1 주당 매도 총액은 67,572.50 원이 되고, 전체 7,732,779 주에 대하여 합계 522,523,208,978 원 내지 약 5,225 억 원이 된다. 이러한 금액은 가치평가일 현재 청구인의 매수청구 주식 지분 가치(1 주당 69,300 원 및 총 535,881,584,700 원)를 하회하므로, 1 주당 손실은 1,727.50 원이고, 청구인의 매수청구 주식에 대한 총 손실은 13,358,357,723 원 또는 약 134 억 원이다.

937. 또한 이어서 청구인은 본건 합병 발표 이후에 매수하여 주식매수청구권이 없는(또한 이후 본건 합병비율에 따라 2015 년 9 월 14 일에 신설 삼성물산 주식 1,187,902 주로 교환된) 주식을 매도하였다. 청구인은 2015 년 9 월 17 일부터 25 일까지 신설 삼성물산 주식을 145,914 원에서 160,464 원 사이의 가격으로 합계 179,759,400,000 원 내지 약 1,798 억 원에 매도하였다.¹⁵⁷⁴ 평가일 당시 청구인의 해당 주식 보유 가치는 235,145,156,400 원 내지 약 2,351 억 원이다. 따라서 청구인이 입은 손실은 55,385,756,400 원 내지 약 553 억 9,000 만원에 달한다.

938. 청구인이 2015 년 7 월 16 일 가치평가일 현재 보유하던 주식 11,125,927 주의 총 손실은 68,744,114,123 원 내지 약 687 억 원(매수청구 주식 13,358,357,723 원 + 비매수청구 주식 55,385,756,400 원)에 달한다. 청구인이 삼성물산과 제일모직 스왑을 공매도하면서 발생한 이익의 상계와 관련한 피청구국의 나머지 항변에 대한 중재판정부의 판단을 전제로 하여,

¹⁵⁷¹ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 117(a)-(c)항; 심리 속기록, 6 일차, 69:5-14 면.

¹⁵⁷² Boulton 제 1 차 보고서, 제 10.2.6 항(CER-3); Boulton 제 2 차 보고서, 제 10.2.6 항(CER-5).

¹⁵⁷³ 청구인의 심리 후 제반박서면, 제 102 항 참조.

¹⁵⁷⁴ Boulton 제 1 차 보고서, 제 6.2.12 항(CER-3); Boulton 제 2 차 보고서, 제 10.2.6 항(CER-5) 참조. 답변서면, 제 554 항, Smith 제 2 차 진술서, 제 66 항(CWS-5) 인용 참조; EALP, 삼성물산 주식 처분 내역, 2015 년 9 월 15 일 내지 10 월 1 일(C-672); EALP 의 삼성물산 매수청구 주식 외 주식 처분에 대한 스프레드 시트, 2015 년 9 월 14 일 내지 10 월 1 일(C-443).

이는 청구인이 피청구국의 협정 위반으로 인하여 발생한 투자 가치의 손실을 협정상 원칙적으로 배상받을 수 있는 금액이다.

939. 나머지 쟁점과 관련하여, 청구인이 2015-2016 년에 제일모직과 삼성물산의 스왑 거래를 통해 이익을 얻었다는 점에 대해서는 당사자들 간에 다툼이 없다. 그러나, 이익의 액수에 관하여 청구인은 자신이 약 495 억 원의 이익을 얻었다고 주장하는 반면, 피청구국의 전문가 Dow 교수는 그 이익을 517 억 원으로 계산하여, 당사자들 사이에 이견이 존재한다.¹⁵⁷⁵ 아래와 같은 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 이 문제를 해결할 필요가 없다.
940. 청구인은 “제일모직 슷 스왑은 청구인의 삼성물산 포지션에 대한 보호를 상쇄시키기 위한 거래가 아니었다”고 주장한다.¹⁵⁷⁶ 이와 관련하여, 청구인은 Dow 교수가 심리에서 “본건 합병의 결과와 관련하여 제일모직 슷 스왑은 삼성물산 주식과 동일한 위험에 엘리엇을 노출시켰다”고 인정하였음을 지적한다.¹⁵⁷⁷
941. 이에 대하여, 피청구국은 청구인의 거래손실을 계량화함에 있어서, 스왑에 대한 청구인의 거래 이익이 고려되어야 한다고 주장한다. 피청구국은 삼성물산 주식의 거래(청구인이 주식을 매수한 가격과 이후에 처분한 가격 사이의 차이에 근거함)와 삼성물산과 제일모직의 주식을 기초자산으로 하는 스왑을 모두 고려할 때, 청구인이 어떠한 손실도 입지 않았다고 주장한다.
942. 중재판정부는 앞서 수행한 가치평가와 계량화가 청구인의 “거래 손실”과 관련된 것이 아니라 피청구국의 협정 위반으로 인한 삼성물산에 대한 투자(지분) 가치의 손실과 관련된 것이라고 지적한다. 실제로, 상기 제 III.B 절에서 언급한 바와 같이, 청구인은 2015 년 내내 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 총 수익 스왑에 대한 광범위한 거래를 하면서, 2015 년 1 월 29 일부터 스왑과 별도로 주식을 직접 매수함으로써 삼성물산 지분을 점차 증가시켰다. 2015 년 5 월 26 일 본건 합병 발표 이후, 청구인은 스왑 포지션을 주식 보유로 전환하기 시작하였고, 2015 년 6 월 3 일에는 더 이상 삼성물산의 스왑 포지션을 보유하지 않았다.¹⁵⁷⁸

¹⁵⁷⁵ 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 116 항.

¹⁵⁷⁶ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 240 항.

¹⁵⁷⁷ 청구인의 심리 후 주장서면, 제 240 항.

¹⁵⁷⁸ Smith 제 2 차 진술서, 부속서 A(CWS-5).

따라서, 청구인은 가치평가일 당시에 이러한 스왑 포지션을 보유하지 않았고, 주식 보유로 전환되었다. 따라서 이러한 스왑 포지션은 청구인의 투자 가치에 대한 손실을 상쇄할 수 없었다.

943. 청구인이 스왑 형태로 보유하였던 제일모직의 숏 포지션과 관련하여, 청구인은 이러한 숏 포지션이 본건 합병의 실패에 따른 수익을 창출할 것으로 예상되기 때문에 본건 합병 전에 자신의 포지션을 증가시켰으며; 본건 합병이 승인되더라도 숏 포지션은 “본건 합병의 완성으로 인하여 고평가된 신설 삼성물산의 교환 비율로 교환될 것이 예상되었던 삼성물산 주식에 대한 가격 하락의 일부를 상쇄”할 것이라고 진술한다.¹⁵⁷⁹ 또한 청구인은 본건 합병 승인 이후 2015년 7월 20일부터 삼성물산 및 제일모직 스왑에 투자하는 방식으로 차익거래를 진행하였다고 설명한다.¹⁵⁸⁰ 2015년 9월 14일 당시에는 숏 포지션의 청산에 집중하였고, 2016년 1월 21일에 전부 청산하였다. 청구인에 따르면, 제일모직 숏 스왑은 본건 합병의 결과와 관련하여 엘리엇이 삼성물산 지분과 동일한 위험에 노출되었기 때문에, 청구인의 삼성물산 포지션에 대한 보호를 상쇄하기 위한 것이 아니었다. 청구인은 본건 합병이 부결되었더라면 제일모직 숏 스왑에서 얻었을 이익을 청구하지 않고 있으므로, 제일모직 숏 스왑으로부터 청구인이 얻은 이익은 청구인의 손해에서 공제되어서는 안된다고 주장한다.

944. 피청구국은 제일모직 청구인이 스왑으로 얻은 이익은 삼성물산 주식 취득 등 청구인의 거래 활동의 일부를 구성하므로 청구인에게 판정될 배상에서 공제되어야 한다고 주장한다. 앞서 언급한 바와 같이, 피청구국은 Dow 교수의 계산을 토대로 청구인이 제일모직 숏 스왑으로 얻은 이익이 청구인이 주장하는 495억 원이 아니라 517억 원에 달한다고도 주장한다.

945. 당사자들의 입장을 고려하여, 중재판정부는 제일모직 숏 스왑이 처음에 청구인의 삼성물산 포지션에 대한 보호를 제공하기 위해 설계되었으므로, 본건 합병의 결과와 관련하여 청구인의 삼성물산 지분과 동일한 위험에 노출되어 있었기 때문에, “상쇄”시키기 위한 거래가 아니라는 점을 인정한다. 나아가, 상쇄시키기 위한 거래로 설계되었다고 하더라도, 앞서 제 VI.C 절에서 판단한 바와 같이, 이는 청구인이 삼성물산에 투자할 때 합리적으로 예상할 수 있었던 상업적 리스크가 아니었기 때문에, 본건 합병에

¹⁵⁷⁹ Smith 제 4 차 진술서, 제 9-10 항(CWS-7).

¹⁵⁸⁰ Smith 제 4 차 진술서, 제 14 항(CWS-7).

대한 피청구국의 개입을 상쇄시키기 위한 거래를 구성하는 것으로 적법하게 간주될 수 없다. 따라서, 청구인이 2015년 7월 17일까지의 기간 동안 제일모직 스왑으로부터 얻은 거래 이익은 청구인에 대한 배상 금액에서 공제되어서는 안된다.

946. 그러나 이러한 고려 사항은 청구인의 2015년 7월 17일 이후 제일모직 숏 스왑에는 적용되지 않으며; 이러한 거래는 손실을 경감하려는 시도로 볼 수 있다. Mr. Smith 가 설명한 바와 같이, “2015년 7월 16일부터 ... 우리는 우리가 삼성물산 주식을 교환하여 고평가된 신설 삼성물산 주식을 받을 경우(그 중 30% 이상은 매수청구권으로 이익을 얻지 못하였음), 제일모직 숏 포지션의 세 번째 기능[즉, ‘본건 합병이 승인될 경우, 제일모직 스왑은 본건 합병의 완성으로 인하여 고평가된 신설 삼성물산의 교환 비율로 교환될 것이 예상되었던 삼성물산 주식에 대한 가격 하락의 일부를 상쇄할 것’]에 더 초점을 맞추었다”.¹⁵⁸¹
947. 나머지 쟁점은 손해산정에 미치는 영향이다. 앞서 논의한 바와 같이, 청구인은 제일모직 숏 스왑을 통한 거래 차익 495억 원의 이익을 얻은 반면, 피청구국 손해산정 전문가 Dow 교수는 그 이익이 517억 원에 달한다고 주장한다. 중재판정부는 두 가지 계산 모두 본건 합병 승인일 이전에 체결된 거래를 포함함을 지적한다. 앞서 중재판정부의 판단을 고려할 때, 이러한 거래는 손해산정의 고려에서 배제되어야 한다. 나머지 거래와 관련하여, 청구인이 본건 합병 이후에 체결한 신설 삼성물산/제일모직 숏 거래로 실제로 손실을 입었다.¹⁵⁸² 따라서, 청구인에게 판정될 배상액에서 공제할 근거는 없다.
948. 중재판정부는 피청구국의 협정 위반으로 인한 청구인의 투자가치 손실이 68,744,114,123 원이라고 판단한다.
949. 나머지 쟁점은 중재판정문의 통화이다. 앞서 요약된 바와 같이, 당사자들은 대한민국 원화로 판정해야 하는지 또는 미국 달러화로 판정해야 하는지 여부에 대해 이견이 존재한다.

¹⁵⁸¹ Smith 제 4차 진술서, 제 11 항, 제 13 항(CWS-7).

¹⁵⁸² 엘리엇 펀드 제일모직 포지션, 2015년 5월-7월(R-325); 삼성물산에 대한 엘리엇의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2015년 7월 27일 내지 2016년 1월 21일)(C-750); 삼성물산에 대한 엘리엇의 스왑 지분에 대한 스프레드시트(2015년 7월 21일 내지 2015년 9월 14일)(C-760).

950. 중재판정부는 협정 위반에 따른 배상의 지급이 투자유치국의 통화로 계량화되어 있더라도 자국의 통화로 이루어져야 한다는 청구인의 권리를 배제하거나 제한하는 협정의 조항 또는 국제법의 규칙을 어느 당사자도 인용하지 않았음을 지적한다. 청구인이 언급한 바와 같이, “손해에 대하여 청구인 국적의 통화로 배상액이 지급되는 것은 아주 일반적”이다.¹⁵⁸³
951. 이와 관련하여, 중재판정부는 보다 일반적으로 유용한 지침을 제공하는 협정 제 11.6 조 제 2 항(“수용 및 보상”)에 따라, “각 당사국은 적용대상투자자에 관한 송금이 송금의 시점에서 일반적인 시장환율에 따라 자유사용가능통화로 이루어지도록 허용한다”고 지적한다.¹⁵⁸⁴ 제 11.7 조 제 1 항 라호(“송금”)은 더 구체적으로 “분쟁으로부터 발생하는 지급”이 “적용대상투자자에 관한 모든 송금”에 해당한다고 규정한다. 또한 “송금”을 다루는 협정 부속서 11-사는 한국 외국환거래법에 따른 조치가 “외국인직접투자자와 연계된 지급 또는 송금”에는 적용되지 않는다는 점을 분명히 하고 있다. 또한, 제 11.7 조의 각주 3은 “보다 명확히 하기 위하여, 부속서 11-사는 이 조에 적용된다”고 확인한다.
952. 이에 비추어 볼 때, 중재판정부는 협정상 배상의 지급이 미국 달러로 이루어져야 한다는 청구인의 권리를 제한하도록 협정을 해석할 수 없다고 판단한다. 중재판정부는 대한민국 원화를 미국 달러화로 환전하는 적절한 날이 본 판정일이라고 판단한다. 따라서, 판정 금액은 53,586,931.00 달러이다.¹⁵⁸⁵

¹⁵⁸³ 청구인의 답변서면, 제 916 항, S. Ripinsky 및 K. Williams, 국제 투자법의 손해배상(2006), 394 면(CLA-157) 인용.

¹⁵⁸⁴ 중재판정부는 미국 달러화와 같이 한국 원화가 자유태환성(“사용 가능한”) 통화라고 이해한다. 그러나 이는 청구인이 미국 달러화로 지급을 청구할 수 있는지 여부에 대한 문제에 있어서 결정적이지 않다.

¹⁵⁸⁵ 중재판정부는 OANDA 의 대한민국 원화/미국 달러화 환율을 사용한다. 판정일 현재 환율은 KRW 1,000 : USD 0.77951 이다. OANDA 환율 전환, <https://www.oanda.com/currency-converter/> 참조.

IX. 이자

953. 청구인은 대한민국에서 적용되는 법정 이자율에 따라 판정 전후의 이자를 받을 권리가 있다고 주장한다.
954. 피청구국은 본 국제 중재와 관련하여 이자의 판정이 국내 법원 절차에서 적용될 수 있는 국내 이율이 아니라 국제법의 기준을 따라야 한다고 주장하면서, 청구인의 주장에 반대한다.

A. 청구인의 입장

955. 청구인은 가치평가일(2015년 7월 16일)부터 2020년 6월 30일까지 월 복리로 한국 법정이율 5%의 판정 전 이자를 구한다.¹⁵⁸⁶ 청구인은 이러한 이율이 중재판정부의 “이자의 비율과 근거를 결정할 수 있는 광범위한 재량권”에 대한 “객관적 기준점”이라고 주장한다.¹⁵⁸⁷ 청구인은 무위험율이나 한국의 차입비용으로 완전 배상을 달성할 수 없다고 주장한다.¹⁵⁸⁸ 청구인에 따르면, 완전 배상 원칙에 따라 청구인은 기회 비용 전부를 받아야 한다.¹⁵⁸⁹ 청구인은 가치평가일과 2020년 3월 31일 사이의 자신의 연평균 █████의 수익률을 지적한다.¹⁵⁹⁰

B. 피청구국의 입장

956. 피청구국은 월 복리로 계산한 5% 이자율이 과도하고 부당하며, 청구인에게 “부담한 적도 없는 위험”에 대한 보상을 준다고 주장한다.¹⁵⁹¹ 피청구국은 국제법상 완전 배상 원칙에 의해 규율되는 중재에서 한국 법정이율을 적용할 근거가 없다고 주장한다.¹⁵⁹² 피청구국은 청구인이 제시한 법적 권한에 따라, 완전 배상 원칙을 위해 “투자분쟁사건의 경우

¹⁵⁸⁶ Boulton 제 2 차 보고서, 제 11.2.1-11.3.3 항 및 그림 28(CER-5); Boulton 제 1 차 보고서, 제 1.6.2 항, 제 7.2.1 항(CER-3); 답변서면, 제 611 항.

¹⁵⁸⁷ 답변서면, 제 610-11 항.

¹⁵⁸⁸ 답변서면, 제 612 항, 각주 1750.

¹⁵⁸⁹ 답변서면, 제 613 항.

¹⁵⁹⁰ 답변서면, 제 613-14 항.

¹⁵⁹¹ 반박서면, 제 608 항; 재반박서면, 제 526 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 40(b)항(RER-1); Dow 제 2 차 보고서, 제 55 항, 제 210 항, 제 214(b)항(RER-3).

¹⁵⁹² 반박서면, 제 608-09 항; 재반박서면, 제 523 항.

중재판정부가 미국국채 금리나 LIBOR 금리 등 시장저축금리나 대출금리를 기준으로 이자지급을 명하는 경향이 있다”고 주장한다.¹⁵⁹³ 피청구국은 사용된 이율과 관계없이, 월 복리를 구할 근거가 없다고 판단한다.¹⁵⁹⁴ 따라서, 피청구국은 가장 적절한 이자율이 한국의 약 2.1%의 차입비용(연 복리로 계산됨)이며, 이는 무위험 또는 강제공채 측면에서 판정 전 이자의 금전의 시간 가치를 청구인에게 적절하게 배상할 것이라고 주장한다.¹⁵⁹⁵

957. 또한, 피청구국은 청구인의 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 청구인이 삼성물산에 계속 투자했을 것이고, 그 수익은 삼성물산의 주가가 내재가치에 수렴할 때 실현될 것이라는 가치를 토대로 한다고 주장한다.¹⁵⁹⁶ 따라서 “청구인의 손해배상청구는 청구인이 투자목표 추진 기회 상실이라고 주장하는 것에 대한 보상을 구하고자 하는 것임을 벌써 알 수 있다.”¹⁵⁹⁷

C. 중재판정부의 결정

958. 중재판정부는 협정이 수용에 대한 배상에 지급해야 하는 이자를 다루고 있지만, MST 위반으로 인하여 판정되는 배상에 지급되어야 하는 이자에 대해서는 침묵하고 있음을 주목한다. 이러한 상황에서, 중재판정부는 국제법상 관련 규칙, 당사자들의 주장 및 증거와 국제 중재 관행을 고려하여 적절한 이자율을 결정할 재량을 가진다.
959. 중재판정부는 청구인이 판정 전후의 이자를 모두 받을 권리가 있다는 사실에 대하여 당사자들 사이의 다툼이 없음을 지적한다.
960. 앞서 요약한 바와 같이, 청구인의 주장은 2015년 7월 16일부터 월 복리로 계산된 한국의 법정이자율인 5%의 판정 전 이자와 마찬가지로 월 복리로 계산된 동일한 이율의 판정 후 이자를 구할 권리가 있다는 것이다. 피청구국은 Dow 교수의 증거에 따라, 적절한 이자율이 단순한 무위험율 또는 한국의 차입비용이라고 주장한다. 피청구국에 따르면, 현재와 같은 국제중재 절차에서 한국 법원의 이자율을 적용할 근거가 없다.

¹⁵⁹³ 재판박서면, 제 524 항.

¹⁵⁹⁴ 반박서면, 제 609 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 171 항(RER-1).

¹⁵⁹⁵ 반박서면, 제 608 항. 재판박서면, 제 526 항; Dow 제 1 차 보고서, 제 171-75 항(RER-1); Dow 제 2 차 보고서, 제 210 항, 제 214(a)항(RER-3)

¹⁵⁹⁶ 재판박서면, 제 525 항.

¹⁵⁹⁷ 재판박서면, 제 525 항.

961. 중재판정부는 위 제 VIII.G 절에서 청구인이 미국 달러화로 판정한 배상액을 지급받을 권리가 있다고 판단하였으나; 청구인은 대한민국 원화로 손실을 입었고 그 손실을 계량화하였으므로, 적절한 환전일은 판정일이어야 하고 그 이전일이 아니어야 한다. 따라서 판정 전 이자가 적용되는 통화는 대한민국 원화로 한다. 이자의 판정을 다루는 중재 관행을 포함하여, 당사자들의 입장과 제출된 증거를 고려할 때, 중재판정부는 청구인이 배상 금액에 상응하는 자금을 빼앗긴 기간 동안 해당 자금을 투자하였다면 얻었을 금액을 기준으로 전부 배상을 받아야 한다는 원칙을 토대로 적용 이율을 결정해야 한다고 판단한다. 이러한 상황에서, 관련 시장 예금금리 또는 대출금리와 관련된 증거가 없는 경우, 중재판정부는 적용 이자율을 한국의 표준 법정이자율에 따라 5%로 결정한다. 중재판정부는 발생 이자를 2015년 7월 16일부터 본 판정일까지 연 복리로 계산하는 것이 적절하다고 판단한다.
962. 판정 후 이자의 경우 미국 달러화로 판정되기 때문에, 해당 이자율은 원칙적으로 본 통화를 반영해야 한다. 다만, 미국 달러 금액에 적용되거나 관련된 시장 예금금리 또는 대출금리에 관한 증거가 중재판정부에 제출되지 않은 경우, 중재판정부는 적절한 이율이 본 판정일 현재 적용되는 5%이며, 판정일부터 지급일까지 연 복리로 결정한다.¹⁵⁹⁸

¹⁵⁹⁸ 중재판정부는 본 이율이 판정일 현재 5.06%에 해당하는 잠재적인 적용 시장 금리인 국채 담보 RP 금리(SOFR)에 합리적으로 근접함을 지적한다. 뉴욕연방준비은행, <http://www.newyorkfed.org/markets/reference-rates/sofr> 참조.

X. 비용

963. 협정 제 11.26 조 제 2 항에 따르면, “중재판정부는 ... 이 절과 적용가능한 중재규칙에 따라 비용 및 변호사보수를 판정할 수 있다.”¹⁵⁹⁹

964. UNCITRAL 규칙 제 42 조는 다음과 같이 규정한다.

1. 원칙적으로 중재비용은 패소한 당사자가 부담한다. 다만, 중재판정부는 사건의 정황을 고려하여 그 부담이 타당하다고 판단하는 경우에는 각 비용을 당사자들 사이에 분담시킬 수 있다.
2. 중재판정부는 최종판정에서 또는 적절하다고 판단되는 경우 다른 판정에서, 당사자가 비용 할당에 관한 결정에 따라 상대방 당사자에게 지불해야 할 금액을 결정한다.

965. UNCITRAL 제 40 조는 해당 부분에서 다음과 같이 규정하고 있다:

1. 중재판정부는 최종 중재판정에 중재비용을 정하고, 적절하다고 판단되면 별도의 결정문에 명시한다.
2. “비용(cost)”이라 함은 다음에 기재된 사항에 한정한다:
 - (a) 각각의 중재인마다 별도로 명시되고 중재판정부가 제 41 조에 따라서 정할 중재판정부의 보수;
 - (b) 중재인의 정당한 여행 경비 및 다른 지출;
 - (c) 중재판정부가 요청한 전문가 자문 혹은 다른 지원에 따른 정당한 경비;
 - (d) 중재판정부가 승인한 한도 내에서 발생한 증인의 정당한 여행 경비 및 다른 지출;
 - (e) 중재판정부가 정당하다고 결정한 한도 내에서 당사자들에게 발생한 중재 관련 법률 및 기타 비용;
 - (f) 중재인선정권자의 보수 및 경비와 PCA 사무총장의 보수 및 경비.

A. 청구인의 입장

966. 청구인은 협정, UNCITRAL 규칙 및 국제관습법상 완전 배상 원칙에 따라 승소 당사자로서, 중재판정부의 비용 판정에 대한 복리 이자를 포함한 본 중재 비용의 전액 상환을 받을 권리가 있다고 주장한다.¹⁶⁰⁰ 또한 청구인은 자신의 비용이 “사건의 상황”에서 합리적이라고 주장한다.¹⁶⁰¹

¹⁵⁹⁹ 협정, 제 11.26 조(C-1).

¹⁶⁰⁰ 청구인의 비용 신청서, 제 1 항, 제 51 항.

¹⁶⁰¹ 청구인의 비용 신청서, 제 21 항.

1. 비용의 부담

967. 청구인에 따르면, “한국의 조치가 협정을 위반하였으며, 이러한 위반이 청구인의 손실을 야기하였다는 분쟁에 대하여 중재판정부가 관할을 가짐을 입증”하였기 때문에, 청구인은 비용 판정 목적상 본 중재의 승소 당사자로 간주되어야 한다고 주장한다.¹⁶⁰² 또한 청구인은 중재판정부가 본 절차에서 결정한 다양한 절차상 쟁점에 대하여 자신이 승소 당사자였음을 지적한다.¹⁶⁰³
968. 따라서, 청구인은 협정, UNCITRAL 규칙과 완전 배상 원칙에 따라 비용 전액을 회수할 권리가 있으며, 이는 여러 법률문헌과도 부합한다고 주장한다.¹⁶⁰⁴ 반대로, 청구인은 승소한 소송의 청구 과정에서 합리적으로 발생한 비용을 배상 판정하지 않는 것은 국제법의 기준에 미달한다고 주장한다.¹⁶⁰⁵
969. 이자가 협정 제 11.26 조와 투자 중재판정부가 인정하는 국제법상 완전 배상의 필수 요소임을 지적하면서, 청구인은 판정된 다른 배상에 적용되는 동일한 이자율로 자신의 비용에 대한 이자도 받을 권리가 있다고 주장하였다.¹⁶⁰⁶ 따라서, 청구인은 중재판정부가 중재판정부의 판정일로부터 월 복리로 한국에서 적용되는 5% 법정이자율로 총 비용에 대한 이자를 판정할 것을 요청한다.¹⁶⁰⁷

¹⁶⁰² 청구인의 비용 신청서, 제 17-18 항.

¹⁶⁰³ 청구인의 비용 신청서, 제 19 항.

¹⁶⁰⁴ 청구인의 비용 신청서, 제 8 항, 제 10 항, 제 20 항, *Libananco Holdings Co. Limited v. Republic of Turkey*, ICSID 사건 번호 ARB/06/8, 판정문, 2011년 9월 2일, 제 563 항(CLA-200) 인용; *Gemplus S.A., SLP S.A., Gemplus Industrial S.A. de C.V. v. United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/04/3, 판정문, 2010년 6월 16일, 제 17-21 항(CLA-199); *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/09/1, 판정문, 2014년 9월 22일, 제 860 항(CLA-122); *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. Republic of Hungary*, ICSID 사건 번호 ARB/03/16, 판정문, 2006년 10월 2일, 제 533 항(CLA-80) 인용.

¹⁶⁰⁵ 청구인의 비용 신청서, 제 12 항.

¹⁶⁰⁶ 청구인의 비용 신청서, 제 14-15 항, *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. Republic of Hungary*, ICSID 사건 번호 ARB/03/16, 판정문, 2006년 10월 2일, 제 543(3)항(CLA-80); *SAUR International S.A. v. Republic of Argentina*, ICSID 사건 번호 ARB/04/4, 판정문, 2014년 5월 22일, *dispositif*, 제 3-4 항(CLA-201); *Rumeli Telekom A.S. and Telsim Mobil Telekomikasyon Hizmetleri A.S. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건 번호 ARB/05/16, 판정문, 2008년 7월 29일, *dispositif*, 제 4 항, 제 6 항(CLA-14) 인용.

¹⁶⁰⁷ 청구인의 비용 신청서, 제 16 항.

2. 비용의 합리성

970. 청구인에 따르면, 본 중재에서 발생한 비용은 다음과 같은 이유로 합리적이다.¹⁶⁰⁸
971. 첫째로, “본 중재는 역사적으로 한국을 뒤흔든 가장 중요한 부패 스캔들 중 하나로부터 발생한다”면서, 청구인은 심각한 혐의와 청구인이 입은 손실의 크기에 관하여 광범위한 준비서면 제출이 필요하였다고 주장한다.¹⁶⁰⁹ 청구인은 양 측의 경험 있는 고위 변호사의 선임뿐만 아니라 양 당사자들이 제출한 방대한 사실관계, 전문가 및 서증이 본건의 중요성과 복잡성을 보여준다고 덧붙인다.¹⁶¹⁰
972. 둘째로, 청구인은 주장의 실익을 보장하기 위한 근거의 일환으로서 상당한 비용이 소모되었다고 주장한다.¹⁶¹¹ 구체적으로, 청구인은 2017년 3월부터 코브레앤김의 변호사와 ██████████이 박근혜 대통령, 문형표 장관 및 홍완선 본부장과 이재용에 대한 형사재판 공개 심리에 여러 해 동안 최대한 참석했어야 함을 강조한다.¹⁶¹² 또한 청구인은 코브레앤김과 함께 관련 한국 언론 보도를 모니터링하고 미디어 업데이트를 작성 및 번역한 외부 서비스 제공자들을 고용했어야 한다고 설명한다.¹⁶¹³ 청구인에 따르면, 이러한 준비 작업은 청구인이 해당 기한 내에 협정에 따른 청구를 제기할 한국의 정부 위법행위에 대한 충분한 증거가 있는지 여부를 판단하기 위해 필요하였다.¹⁶¹⁴
973. 나아가, 청구인은 “법원의 속기록, 검찰진술조서 및 공개 법정에서 직접적으로 언급되었던 문서들에 대한 협소하고, 목적이 분명하며, 구체적인 문서 요청”을 할 수 있도록 이와 같은 광범위한 준비 작업을 하였고, 그 결과 “한국 형사재판에서 고도로 신뢰성 있는 증거가 청구인의 답변서면과 함께 본 중재의 기록에 포함되었다”고 강조한다.¹⁶¹⁵ 청구인은 문서

¹⁶⁰⁸ 청구인의 비용 신청서, 제 21 항.

¹⁶⁰⁹ 청구인의 비용 신청서, 제 24 항.

¹⁶¹⁰ 청구인의 비용 신청서, 제 22-23 항.

¹⁶¹¹ 청구인의 비용 신청서, 제 28 항.

¹⁶¹² 청구인의 비용 신청서, 제 30 항.

¹⁶¹³ 청구인의 비용 신청서, 제 31 항, 제 40 항.

¹⁶¹⁴ 청구인의 비용 신청서, 제 34 항.

¹⁶¹⁵ 청구인의 비용 신청서, 제 35-36 항, 제 39 항.

제출 및 검토를 포함하여, 사실관계의 전반적인 확인이 코브레안김에게 발생한 수수료의 약 30-35%를 차지한다고 주장한다.¹⁶¹⁶

974. 셋째로, 청구인은 피청구국의 행위가 다음을 통해 청구인의 비용을 불필요하게 증가시켰다고 주장한다:

- (a) 수정 청구서면 및 본안 전 이의제기에 대한 재반론서면을 제출할 수 있는 청구인의 권리를 박탈하고자 했던 시도;¹⁶¹⁷
- (b) 중재판정부의 관할권에 대한 “근거 없는” 본안 전 이의제기 제기(이 중 2 건은 피청구국의 준비서면 제출이 끝나기 전에 최종적으로 포기됨);¹⁶¹⁸
- (c) 한국이 보유, 보관 및 관리하고 있는 해당 문서가 당사자들간의 연락 및 청구인이 중재판정부에게 추가 명령을 신청하는 방식으로 “추적”될 때까지 제출하는 것을 회피하는 행위;¹⁶¹⁹
- (d) 당사자들이 1 차 심리 후 주장서면을 제출하여야 하는 날에 청구인이 장기간 요청했던 관련 서류를 제출하고, 그 결과 심리 후 서면의 제출을 6주 동안 지연시킨 행위;¹⁶²⁰
- (e) 동일한 증거로 본 중재와 관련된 한국 공무원들이 유죄 판결을 받고 투옥되었음에도 불구하고, 자국 검찰의 공소장 증거력 등, 본건의 본안을 다루는 행위;¹⁶²¹ 그리고
- (f) 코브레안김 ██████████ 이 청취한 법정 증언이 매우 정확하게 수기 노트에 반영되었음을 문서 제출을 통해 확인된 이후에도 코브레안김 ██████████ 을 반대신문한 행위.¹⁶²²

¹⁶¹⁶ 청구인의 비용 신청서, 제 32-34 항.

¹⁶¹⁷ 청구인의 비용 신청서, 제 41 항.

¹⁶¹⁸ 청구인의 비용 신청서, 제 42 항.

¹⁶¹⁹ 청구인의 비용 신청서, 제 43-44 항.

¹⁶²⁰ 청구인의 비용 신청서, 제 45 항.

¹⁶²¹ 청구인의 비용 신청서, 제 39 항.

¹⁶²² 청구인의 비용 신청서, 제 38 항.

975. 마지막으로, 청구인은 협정에 의해 영어와 한국어로 모든 제출 서면 및 증거물을 제공해야 하는 점, 심리의 연기 및 장소 변경을 초래한 COVID-19 팬데믹 등, 절차가 진행되는 동안 발생한 절차적 및 물류적 상황들이 비용을 증가하였다고 주장한다.¹⁶²³
976. 상기 내용에 비추어 볼 때, 청구인은 아래 명시된 바와 같이, 중재판정부의 비용 판정에 대한 복리 이자를 포함하여 본 중재 비용에 대한 완전한 상환을 받을 권리가 있다고 주장한다.¹⁶²⁴

범주	소요 금액 (US\$ / GBP£)
PCA에 대한 지급	
선지급 비용에 대한 청구인의 몫	\$1,223,679.17 ¹⁶²⁵
법률 비용	
Three Crowns LLP	\$13,738,898.50
Kobre & Kim LLP	\$38,772,107.46
KL Partners	\$5,883,908.30
총 변호사 보수	\$58,394,914.26
전문가 수수료 및 경비	
이중기 교수	\$200,000.00
이상훈 교수	\$200,000.00
Curtis Milhaupt 교수	\$144,782.00
Richard Boulton	£308,322.79
Berkeley Research Group, LLC	\$3,762,303.55
총 전문가 수수료 및 경비	\$4,307,085.55 £308,322.79
지출 및 기타 비용	
Three Crowns LLP	\$206,223.02
Kobre & Kim LLP	\$1,001,086.96
KL Partners	\$64,498.37
청구인 대표(심리 출석 비용)	\$7,825.33
문서 서비스(인쇄/복사 서비스, 송달, 전자증거개시 밴더 포함)	\$385,538.68
번역 서비스	\$378,570.19
한국의 언론 대응 서비스	\$1,871,491.00
총 지출금 및 기타 수수료	\$3,915,233.55

¹⁶²³ 청구인의 비용 신청서, 제 46-50 항.

¹⁶²⁴ 청구인의 비용 신청서, 부속서 A.

¹⁶²⁵ 당사자들은 실무상의 이유로 Opus 2의 심리 관련 청구서가 보증금으로 충당되며, 그 금액은 후속 보증금 요청과 함께 당사자들에게 다시 부과된다는 점을 합의하였다. 청구인이 심리에서 피청구국보다 훨씬 많은 실시간 속기록 연결개수를 사용했기 때문에, 청구인은 심리 관련 비용의 보상으로서 이에 상응하는 액수인 영국 18,995 파운드(영란은행이 발표한 2022년 5월 20일 환율에 따라 미화 23,679.17 달러)를 추가로 예치하였다.

총 청구 비용	\$67,840,912.53 £308,322.79
----------------	--

B. 피청구국의 입장

977. 본 중재에서 승소하는 경우, 피청구국은 중재판정부에게 청구인이 피청구국에게 발생한 본 중재 비용을 완전 배상 기준으로 지급하도록 명령할 것을 요청한다.¹⁶²⁶ 반대로, 청구인이 자신의 청구 중 어느 부분을 승소할 경우, 피청구국은 당사자들이 각자의 비용을 지급해야 한다는 견해를 취한다.¹⁶²⁷

1. 비용의 부담

978. 피청구국에 따르면, (책임에 대한 인정에도 불구하고 청구인이 손해배상 판정을 받지 못하는 경우를 포함하여) 본 중재에서 승소하는 경우, “패소자 부담” 규칙에 따른 배상 기준으로 자신의 비용 전액을 판정받아야 한다.¹⁶²⁸ 특히, 피청구국은 “상당한 불편과 불필요한 시간과 비용을 초래”한 절차의 과정에서 청구인의 “유해한” 행위를 고려하여, 자신이 완전해질 수 있도록 배상되어야 한다고 주장한다.¹⁶²⁹ 이는 다음을 포함한다:

- (a) 청구서면과 중재통보를 제출하여 중재 개시가 결정되었음에도 불구하고, 새로운 사실관계 주장과 변경된 손해배상 청구를 포함하는 수정 청구서면을 제출하는 행위;¹⁶³⁰
- (b) 합의서를 수정 청구서면에서 인용함에도 불구하고 합의서의 제출을 거부하는 행위;¹⁶³¹
- (c) 피청구국이 중재판정부에게 신청하게 만든 제일모직 스왑 거래와 관련된 문서들의 적시 미제출 행위;¹⁶³² 그리고

¹⁶²⁶ 피청구국의 비용 신청서, 제 26 항.

¹⁶²⁷ 피청구국의 비용 신청서, 제 2 항.

¹⁶²⁸ 피청구국의 비용 신청서, 제 2 항, 제 8 항.

¹⁶²⁹ 피청구국의 비용 신청서, 제 8 항, 제 10 항.

¹⁶³⁰ 피청구국의 비용 신청서, 제 9(b)항, 제(d)항.

¹⁶³¹ 피청구국의 비용 신청서, 제 9(c)항.

¹⁶³² 피청구국의 비용 신청서, 제 9(a)항.

(d) 심리까지 이러한 문서들의 제출을 연기함으로써, 피청구국의 대리인과 전문가들은 심리 과정에서 상당한 시간을 할애하여 해당 문서에 포함된 재무 데이터를 검토하고 해석하여야 했고, 청구인은 Mr. Smith의 추가 증인진술서를 제출하고, Mr. Smith는 이러한 문서들에 대한 추가 반대신문을 위해 제출석하여야 했다.¹⁶³³

979. 반대로, 청구인이 청구의 어느 부분에서든지 승소할 경우, 피청구국은 앞서 설명한 바와 같이 청구인의 “자체적인 전략적 선택”으로 인한 “부당한 비효율”에 비추어 볼 때 각 당사자가 자신의 중재 비용을 부담하여야 한다고 주장한다.¹⁶³⁴ 나아가, 피청구국은 특히 스왑 문서 및 합의서의 지연된 제출로 인하여 자신이 부담한 비용을 회복할 권리가 있다는 견해를 취한다.¹⁶³⁵ 피청구국은 사건의 상황에서 합리적이라고 판단하는 비율로 비용을 배분하기 위하여 UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 1 항에 따른 중재판정부의 광범위한 재량을 강조한다.¹⁶³⁶

980. 그럼에도 불구하고 중재판정부가 청구인에게 일부 비용을 판정하기로 결정하는 경우, 피청구국은 청구인에게 판정되는 비용은 청구인에게 실제로 판정된 청구 손해의 비율에 따라 비례적으로 결정되는 금액 이하로 제한되어야 한다고 주장한다.¹⁶³⁷

2. 비용의 합리성

981. 피청구국의 견해에 따르면, 아래와 같이 본 중재에서 발생한 총 수수료 및 비용은 청구인의 실질적인 청구와 청구인이 야기한 지연에도 불구하고 합리적이다.¹⁶³⁸

범주	금액 (US\$ / KRW / CHF)
PCA에 대한 지급	
선지급 비용에 대한 피청구국의 몫	\$1,200,000.00
법률 비용(2022년 4월 15일까지)	
Freshfields Bruckhaus Deringer	\$5,635,430.00
법무법인(유) 광장	KRW 8,357,531,600.00
총 법률 비용(2022년 4월 15일까지)	\$5,635,430.00 KRW 8,357,531,600.00

¹⁶³³ 피청구국의 비용 신청서, 제 9(a)항.

¹⁶³⁴ 피청구국의 비용 신청서, 제 11-12 항.

¹⁶³⁵ 피청구국의 비용 신청서, 제 12 항.

¹⁶³⁶ 피청구국의 비용 신청서, 제 4-7 항.

¹⁶³⁷ 피청구국의 비용 신청서, 제 13 항.

¹⁶³⁸ 피청구국의 비용 신청서, 제 17 항, 제 19 항, 제 21 항, 제 23 항, 제 24 항.

지출금 및 기타 수수료(2022년 4월 15일까지)	
문서 데이터베이스 비용(Opus 2의 수수료에 대한 한국의 부담 포함)	\$70,977.06 KRW 12,554,821.00
외부 컨설턴트와의 심리 준비 비용	\$19,337.50
번역 비용	\$400.00 KRW 582,792,060.00 SGD 6,473.50
출장 관련 비용	\$55,241.75 KRW 41,918,165.00 CHF 119,781.25
송달 비용	\$ 13,064.51 KRW 395,436.00
인쇄 및 연구 관련 비용	\$52,603.13 KRW 3,080,544.00
화상회의 비용	KRW 1,332,398.00
기타 비용	KRW 28,715,738.00
총 지출금 및 기타 수수료(2022년 4월 15일까지)	\$211,623.95 KRW 670,789,162.00 CHF 119,781.25 SGD 6,473.50
법률 비용 및 경비(2022년 4월 16일부터 2022년 6월 1일까지)¹⁶³⁹	
Freshfields Bruckhaus Deringer	\$160,000.00
법무법인(유) 광장	KRW 65,000,000.00
총 법률 비용 및 경비(2022년 4월 16일부터 2022년 6월 1일까지)	\$160,000.00 KRW 65,000,000.00
전문가 수수료 및 경비	
James Dow 교수 및 브래틀 그룹	\$2,277,002.40
김성수 교수	KRW 30,695,709.00
배기홍 교수	\$118,606.73
총 전문가 수수료 및 경비	\$2,395,609.13 KRW 30,695,709.00
기타 본 중재 관련 경비	
조영길의 여비 및 기타 경비	KRW 25,122,400.00
대한민국 대표의 여비 및 기타 경비	KRW 29,460,434.00
기타 본 중재 관련 총 경비	KRW 54,582,834.00
총 청구 비용	\$9,602,663.08 KRW 9,178,599,305.00 CHF 119,781.25 SGD 6,473.50

982. 피청구국은 2022년 4월 16일부터 2022년 6월 1일까지 기간 동안 수수료 및 경비가 추정치임을 지적한다.

¹⁶³⁹ 피청구국은 이러한 금액들이 추정치임을 지적한다. 피청구국의 비용 신청서, 제 18 항.

C. 중재판정부의 결정

983. 비용 판정을 규율하는 관련 규칙은 협정 제 11.26 조 제 2 항과 UNCITRAL 규칙 제 40 조 및 제 42 조에 규정되어 있다.

984. 협정 제 11.26 조 제 2 항은 “중재판정부는 ... 이 절과 적용가능한 중재규칙에 따라 비용 및 변호사보수를 판정할 수 있다”고 정한다.¹⁶⁴⁰

985. UNCITRAL 제 40 조는 해당 부분에서 다음과 같이 규정하고 있다:

1. 중재판정부는 최종 중재판정에 중재비용을 정하고, 적절하다고 판단되면 별도의 결정문에 명시한다.
2. “비용(cost)”이라 함은 다음에 기재된 사항에 한정한다:
 - (a) 각각의 중재인마다 별도로 명시되고 중재판정부가 제 41 조에 따라서 정할 중재판정부의 보수;
 - (b) 중재인의 정당한 여행 경비 및 다른 지출;
 - (c) 중재판정부가 요청한 전문가 자문 혹은 다른 지원에 따른 정당한 경비;
 - (d) 중재판정부가 승인한 한도 내에서 발생한 증인의 정당한 여행 경비 및 다른 지출;
 - (e) 중재판정부가 정당하다고 결정한 한도 내에서 당사자들에게 발생한 중재 관련 법률 및 기타 비용.
 - (a) 중재인선정권자의 보수 및 경비와 PCA 사무총장의 보수 및 경비.

986. UNCITRAL 규칙 제 42 조는 다음과 같이 규정한다.

1. 원칙적으로 중재비용은 패소한 당사자가 부담한다. 다만, 중재판정부는 사건의 정황을 고려하여 그 부담이 타당하다고 판단하는 경우에는 각 비용을 당사자들 사이에 분담시킬 수 있다.
2. 중재판정부는 최종판정에서 또는 적절하다고 판단되는 경우 다른 판정에서, 당사자가 비용 할당에 관한 결정에 따라 상대방 당사자에게 지불해야 할 금액을 결정한다.

987. UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 1 항에 따라, 중재판정부는 “최종판정에서 중재비용을 결정한다”. UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 2 항에 따르면, “비용”이라는 용어는 해당 조항에 열거된 비용의 범주에 “한하여” 다룬다. 이는 중재 비용(즉, 중재판정부 및 PCA 위원들이 부담한 비용)과 법률 비용(즉, 중재와 관련하여 당사자들이 부담한 법률 비용 및 기타 비용)을 포함한다.

¹⁶⁴⁰ 협정, 제 11.26 조(C-1).

988. 중재 비용과 관련하여, 중재판정부는 각 당사자가 1,200,000.00 달러, 합계 2,400,000.00 달러의 금액을 선지급하였음을 지적한다. 또한 임명조건서 제 11.2 항에 따라, 각 중재판정부 중재인은 중재와 관련하여 수행된 모든 작업에 대하여 시간당 750 달러의 보수를 지급받았다. 중재판정부 중재인들의 보수는 Mr. J. Christopher Thomas KC 에게 414,585.00 달러, Mr. Oscar M. Garibaldi 에게 362,812.50 달러 및 Dr. Veijo Heiskanen 에게 594,675.00 달러에 해당한다. 중재판정원 구성원들의 여비 및 기타 경비는 48,814.05 달러에 해당한다. PCA 의 수입료 표에 따라 지급된 PCA 수입료 및 서비스 비용은 354,992.42 달러에 해당한다. 법원 숙기, 통역 및 번역 서비스, IT 지원, 케이터링, 배송 비용, 심리 장소 서비스, 환차손 및 은행 서비스를 포함하는 기타 비용은 584,703.32 달러에 해당한다.
989. 따라서, 총 중재 비용은 2,360,582.29 달러이다. PCA 는 본 판정이 내려진 후 당사자들에게 명세서를 제공하고, 미사용 잔액은 양 당사자에게 균등하게 반환한다.
990. 앞서 계량화된 중재 비용의 할당과 관련하여, 중재판정부는 각 당사자가 자신의 중재 비용을 부담하는 것이 적절하다고 본다. 이러한 비용은 당사자들의 중재 합의에서 직접적으로 발생하는 것으로서, 본건의 결과와 관계 없이 중재 절차 전에 당사자들이 부담하기로 합의한 비용에 해당한다. 또한 중재판정부는 당사자들과 그들의 대리인들이 중재 과정에서 전문적이고 건설적인 방식으로 행동하였음을 인정하므로, 당사자들의 행위가 불필요하거나 비합리적인 추가 중재 비용을 초래하였다고 말할 수 없다.
991. 법률 비용과 관련하여, UNCITRAL 규칙 제 40.2 조 제(e)항은 법률 비용이 “중재판정부가 해당 비용의 금액이 합리적이라고 판단하는 범위 내”에서 판정될 수 있다고 정한다. 중재판정부는 “합리적”으로 인정되는지 여부가 사건의 상황에 따라 달라지는 것으로 간주한다.
992. 당사자들의 비용 제출 서면을 고려하여, 중재판정부는 당사자들의 법률 비용이 사건의 중요성과 복잡성에 비추어 볼 때 일반적으로 불합리하지 않다고 판단한다. 그러나, 중재판정부는 청구인의 외부 대리인 중 하나인 코브레엔김이 박근혜 대통령, 문형표 장관, 홍완선 본부장 및 이재용에 대한 형사재판에서 수년간 공개 심리에 참석함에 있어서 발생한 수수료가 전부 합리적인 것이고 볼 수는 없다. 중재판정부는 이와 관련하여, 심리에 참석할 때에 작성한 메모나 그 증거를 포함한 코브레엔김 ██████████의 증거를 인용하지 않고, 해당 소송의 한국 법원 판결에 인용하였음을 지적한다. 청구인은 공개 심리

당시 한국 법원의 판결을 본 절차에서 증거로 사용될 수 있도록 신뢰할 수 있는 위치에 있지 않았을 수 있으며, 따라서 그 비용을 발생시키는 것이 신중하였다고 판단하였지만, 중재판정부는 코브레앤김의 수수료 총액 3,880 만 달러가 본건의 상황에서 합리적임을 인정할 수 없다. 사안을 고려하여, 중재판정부는 이러한 비용 중 880 만 달러를 허용할 것을 결정하였으며, 이는 본 절차에 참여하면서 발생한 비용을 포함하여 코브레앤김이 부담한 비용을 합리적으로 포함한다.

993. 중재판정부는 본 판정에서 다른 4 가지 주요 쟁점(관할, 본안, 인과관계 및 손해산정)에 관하여, 청구인은 이러한 쟁점 중 앞의 3 가지(관할, 본안 및 인과관계)에서 승소하였고, 피청구국은 4 번째 쟁점(손해산정)에서 크게 승소하여, 청구인이 (해당 지주회사 디스카운트에 따라) 청구 금액의 약 13-18%를 판정받음을 지적한다.¹⁶⁴¹ 따라서 중재판정부는 UNCITRAL 규칙 제 42 조 제 1 항에 따라 당사자들의 법률 비용을 배분하는 것이 적절하다고 판단한다. 중재판정부는 (위 제 989 항에 명시된 금액을 공제한 후) 청구인에게 자신의 법률 비용의 78%와 피청구국의 법률 비용의 22%를 판정하는 것이 합리적이라고 판단한다. 위 중재판정부의 결정을 고려하여, 각 당사자가 자신의 중재비용을 부담한다는 의미에서, 청구인에게 28,903,188.90 달러를 판정하고,¹⁶⁴² 피청구국에게 3,457,479.87 달러를 판정한다.¹⁶⁴³
994. 중재판정부는 양 당사자들의 비용 판정에 대하여 본 판정일로부터 30 일 이후부터 연 복리 5%의 이자를 판정하는 것이 적절하다고 본다.

¹⁶⁴¹ 청구인의 심리 후 재반박서면, 제 102 항 참조.

¹⁶⁴² 청구인이 청구한 총 비용 중 파운드화로 부담한 비용은 판정일 기준 OANDA 환율을 기준으로 달러로 환산 되었다. OANDA 환율 전환, <https://www.oanda.com/currency-converter/> 참조.

¹⁶⁴³ 피청구국이 청구한 총 비용 중 다른 통화로 부담한 비용은 판정일 기준 OANDA 환율을 기준으로 달러로 환산 되었다. OANDA 환율 전환, <https://www.oanda.com/currency-converter/> 참조.

XI. 판정

995. 전술한 이유로, 중재판정부는 다음과 같이 결정한다:

- a. 피청구국은 협정을 위반하였다;
- b. 피청구국에게 피청구국의 위반으로 청구인에게 야기된 손해의 배상으로서 53,586,931.00 달러를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- c. 피청구국에게 2015년 7월 16일부터 본 판정일까지 연 복리로 위(b)항의 금액에 대하여 5%의 비율로 판정 전 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- d. 피청구국에게 본 판정일부터 위(b)항의 금액을 전액 지급할 때까지 연 복리 5%의 비율로 판정 후 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다;
- e. 당사자는 각자 자신의 중재비용을 부담한다;
- f. 청구인에게 피청구국이 본 절차와 관련하여 지출한 법률 비용 3,457,479.87 달러와 본 판정일로부터 30일 이후부터 연 복리 5%의 비율의 이자를 피청구국에게 지급할 것을 명한다;
- g. 피청구국에게 청구인이 본 절차와 관련하여 지출한 법률 비용 28,903,188.90 달러와 본 판정일로부터 30일 이후부터 연 복리 5%의 비율의 이자를 청구인에게 지급할 것을 명한다; 그리고
- h. 그 밖의 모든 청구와 구제 신청을 기각한다.

중재지: 영국 런던

일자:

중재판정부

Mr. Oscar M. Garibaldi

Mr. J. Christopher Thomas KC

Dr. Veijo Heiskanen
(의장중재인)