

[Korean Translation]

한미자유무역협정과 유엔국제무역법위원회
중재규칙에 따른 중재에 있어서

엘리엇 어쏘시어츠엘.피. (ELLIOTT ASSOCIATES, L.P.)

를 청구인으로

대한민국

을 피청구국으로 하는

반박서면

2019 년 9월 27 일

 Freshfields Bruckhaus Deringer

42-01 Ocean Financial Centre
10 Collyer Quay
Singapore 049315

Lee
&KO

63 Namdaemun-ro, Sogong-dong,
Jung-gu, Seoul 04532
Korea

목차

I.	서론 및 주요사항 요약.....	1
A.	청구인은 협정위반 또는 자신의 손해배상청구권에 대한 입증책임을 다하지 못하고 있습니다.....	3
1.	EALP 는 삼성물산의 주식을 매수한 시점에 본건 합병의 위험을 감수하였습니다.....	3
2.	청구인은 투자와 관련된 내역을 대부분 공개하지 않고 있으며, 공개한 내용들마저 청구인의 주장과 배치됩니다.....	4
3.	청구인의 손해배상청구는 터무니없는 주장입니다.....	6
B.	반박서면의 구조.....	7
II.	사실관계.....	9
A.	한국 및 국민연금	10
1.	한국 정부.....	10
2.	국민연금.....	12
B.	삼성물산과 제일모직 간의 합병.....	22
1.	한국 내 기업 환경의 개요.....	23
2.	삼성그룹.....	25
3.	2014 년 본건 합병에 대한 시장의 소문.....	30
4.	본건 합병 소문에 대한 엘리엇 그룹의 대응.....	33
5.	공식 합병 발표.....	34
6.	엘리엇 그룹의 본건 합병 반대 및 소송 제기 위협.....	38
7.	본건 합병에 관한 국민연금의 심의.....	50
8.	본건 합병은 소수주주들(일부 외국 국부펀드들 포함) 88%의 찬성투표로 승인되었습니다.....	63
C.	EALP 와 삼성물산은 삼성물산의 주식 가치를 보상하기 위한 미공개 합의를 체결하였습니다	66

D. 한국 내 관련 소송들이 상고심 또는 파기환송심 계류 중이나, 지금까지의 판결 내용 중 여러 부분이 청구인의 주장과 상당 부분 일치하지 않습니다.....	68
1. 지금까지의 형사소송(이중 1 건은 대법원에 상고심 진행 중이며, 나머지는 최근 파기환송되었음)은 본건 합병과 관련된 비리행위에 관한 쟁점을 판단하지 아니하였으며, 중재판정부에 대한 청구와는 제한적인 관련성을 가질 뿐입니다.....	71
2. 지금까지의 민사재판(이중 1 건은 확정)은 청구인의 주장에 반대되는 판결을 포함하고 있습니다.....	76
3. 국민연금의 내부감사.....	83
III. 관할 및 심리적격(ADMISSIBILITY)에 대한 선결 문제들(THRESHOLD ISSUES)로 인해 모든 청구가 기각되어야 합니다.....	85
A. 문제되는 국민연금과 한국의 행위는 협정상 요구되는, 한국이 “채택하거나 유지한 조치”에 해당하지 않습니다	86
1. “조치”는 입법·행정 규칙제정이나 집행을 요구합니다	88
2. 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결은 한국이 “채택하거나 유지한 조치”가 아닙니다.....	94
3. 청구인이 주장하는, 국민연금이 본건 합병을 지지하도록 청와대 및/또는 보건복지부가 압력을 가하였다는 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치”가 아닙니다.....	96
4. 어떠한 경우에도, 청구인이 주장하는 조치는 협정상 위반을 초래할 만큼 청구인의 투자와 충분한 관련성이 없습니다.....	99
B. 청구인의 협정상 청구원인인 국민연금의 행위는 한국에 귀속될 수 없습니다.....	102
1. 협정에 따른 행위귀속 여부는 제 11.1 조 제 3 항에 의해 규율됩니다.....	103

2. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 제 3 항 (a)호에 따라 한국에 귀속되지 않습니다.....	106
3. 국민연금의 행위는 협정 제 11.1 조 제 3 항 (b)호에 따라 한국에 귀속되지 않습니다.....	121
4. 협정은 특별법이며 ILC 규정 제 8 조를 대체합니다.....	127
C. 청구인의 삼성물산 주식은 협정상 투자에 해당하지 않습니다....	134
1. 협정은 “투자”가 협정에 따라 보호되기 위해 충족되어야 하는 구체적인 요건을 규정하고 있습니다.....	135
2. 엘리엇 그룹의 스왑계약은 협정에 따라 보호되는 투자에 해당하지 않습니다.....	137
3. 청구인이 보유하였던 삼성물산 주식은 협정에 따른 적용대상투자가 아닙니다.....	161
D. 청구인의 투자는 분쟁 발생 이후에 이루어진 것이며, 따라서 청구인이 제기한 청구는 절차남용에 해당합니다	167
E. 미공개 합의 역시 청구인이 제기한 청구가 절차남용임을 보여주고 있습니다.....	172
IV. 청구인의 청구는 본안에 있어서도 받아들여질 수 없습니다.....	176
A. 한국은 삼성물산과 제일모직의 합병이 문제되는 조건으로 승인되도록 한 바 없습니다.....	177
1. 청구인은 인과관계의 증명을 “조건적 인과관계” 기준에만 의존하고 있으나, 이는 잘못된 것입니다. 청구인은 상당인과관계를 입증해야만 합니다.....	180
2. 청구인은 한국의 위법행위로 인해 본건 합병이 성사되었다는 주장을 입증하지 못하고 있습니다.....	185
B. 한국은 협정상 요구되는 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니	221
1. 협정상 보호는 국제법에 따른 대우의 최소기준으로 제한되어 있습니다.....	223
2. 한국은 협정에 의해 요구되는 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다.....	225

3.	청구인은 위험을 알면서도 이를 감수한 것이므로 이후 그러한 위험이 현실화된 것에 대해 한국에 책임을 물을 수 없습니다.....	232
4.	국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 의결권 행사는 협정상 의무와 관련되는 주권적 권한의 행사가 아닙니다.....	240
V.	청구인의 손해배상청구에는 중대한 오류가 있습니다.....	260
A.	청구인의 “내재가치” 이론은 주관적이고 부정확하며 신뢰할 수 없습니다.....	262
1.	삼성물산의 가치를 측정할 수 있는 보다 신뢰할 수 있는 방법은 바로 그 주가입니다.....	262
2.	EALP 는 자신에게 발생하였다고 주장하는 손해액을 입증하지 못하고 있습니다.....	263
3.	“내재가치”이론은 경제 원칙과 반하며 시장현실을 무시하는 것입니다.....	266
B.	“내재가치” 이론이 근거가 없는 것은 아니었다 하더라도, 청구인은 본건 합병이 발생할 수 있는 위험을 감수하였으므로 손해배상을 받을 자격이 없습니다	270
1.	투자자가 감수한 위험의 결과에 대한 책임은 투자자 자신이 부담해야 합니다.....	270
2.	청구인은 삼성물산의 주식을 매수한 시점에 본건 합병이 “파괴적인” 합병비율로 승인될 위험을 알면서도 이를 감수하였으며, 따라서 그에 따른 결과도 청구인에 귀속되어야 합니다.....	272
C.	가사 백보를 양보하여 청구인의 주장을 인정한다 하더라도, 한국은 청구인이 주장하는 손해를 야기하지 않았습니까	274
1.	청구인은 자신이 주장하는 한국의 행위와 자신이 주장하는 손해 사이에 상당인과관계가 존재함을 입증해야만 합니다.....	274
2.	청구인은 자신이 주장하는 한국의 위법행위와 자신이 주장하는 손해 간에 상당인과관계가 있음을 입증하지 못하고 있습니다.....	276

3. 청구인이 주장하는 손해는 한국이 위반하였다는 규정의
범위에 속하지 않으므로 관련성이 지극히 부족합니다..... 280

VI. 답변취지..... 282

별지 A: 한국법원 소송현황표

그림 목차

그림 1	정부 조직도	15
그림 2	국민연금 기구표	18
그림 3	기금운용본부 조직도	19
그림 4	삼성물산 주가	45
그림 5	BAML, 2015년 7월 17일자 "Elliott Associates LP 주식 및 현금 포지션" 발췌, C-243	172
그림 6	2015년 6월 4일자 DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서" 발췌, R-3	174
그림 7	엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 2월 4일자 서신 발췌, C-11	181
그림 8	엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 2월 27일자 서신 발췌, C-187	182
그림 9	엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 2월 27일자 서신 발췌, C-179	184
그림 10	Finance Train, 2019년 9월 18일 조회 "총수익스왑", 발췌, R-191	190
그림 11	2015년 6월 4일자 DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서" 발췌, R-3	200
그림 12	본건 합병을 승인하기 위해 요구되는 의결권 도해	238
그림 13	삼성 바이오로직스에 대한 다양한 추정가치	254
그림 14	2019년 9월 27일자 James Dow 교수 전문가 보고서 그림 1, RER-1	337

표 목차

표 1	2015년 7월경 삼성물산 주주들	36
표 2	삼성그룹이 수행한 단계별 구조조정	39
표 3	본건 합병 당시 국민연금이 주식을 보유하고 있었던 삼성그룹사들	64

1. 대한민국(이하 "한국" 또는 "피청구국")은 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.(이하 "EALP" 또는 "청구인")가 제출한 2019년 4월 4일자 수정 청구서면에 대한 답변으로 절차 명령 제1호, 제2호 및 제5호에 따라 본 반박서면을 제출합니다.
2. 본 반박서면과 함께 다음 각 호의 사항을 제출합니다:
 - (a) [REDACTED] 증인진술서(RWS-1);
 - (b) 런던 비즈니스 스쿨(London Business School) James Dow 교수의 손해배상청구에 관한 전문가 보고서(관련 증거 포함)(RER-1);
 - (c) 연세대학교 법학전문대학원 김성수 교수의 한국 행정법에 관한 전문가 보고서(관련 증거 포함)(RER-2);
 - (d) 사실증거 R-36 내지 R-211; 및
 - (e) 법률증거 RLA-1 내지 RLA-92.

I. 서론 및 주요사항 요약

3. 본 중재는 엘리엇 그룹이 이미 예정된 것으로 알고 있었던 합병을 방해하거나, 예상대로 합병이 발생한 경우 소송을 제기함으로써 이익을 얻을 수 있다고 판단한 엘리엇 그룹의 도박에서 비롯된 것입니다. 청구인인 EALP¹는 이러한 도박으로 이미 이득을 보았음에도, [REDACTED] 전 대통령의 비리행위에 대한 형사절차가 개시되자 이를 대한민국을 제소하여 횡재를 거둘 수 있는 기회라고 보았습니다.
4. 청구인은 삼성물산 주식회사(이하 "삼성물산")가 제일모직 주식회사(이하 "제일모직")와 합병(이하 "본건 합병")할 예정임을 모두 알고 있는 상태에서 삼성물산 주식을 매수하였습니다. 청구인은 법령에

¹ 아래에서 말씀드리는 바와 같이, 수정 청구서면은 "엘리엇"과 본 중재의 유일한 청구인인 "EALP"를 상호 구별없이 부주의하게 사용하고 있습니다. 본 반박서면은 가능한 한 청구인과 엘리엇 그룹을 구별하고자 하나, 청구인이 의도적으로 자신을 다른 엘리엇 그룹사들과 통칭하고 있어 청구인과 다른 엘리엇 그룹사들을 구별하는 것이 항상 가능하지는 않음을 말씀드립니다.

따라 이전 평균 주가를 기준으로 합병비율(이하 “본건 합병비율”)이 산정되므로 합병시 각 회사의 주가에 따라 삼성물산 주주들이 합병회사 주식을 상대적으로 적게 받게 된다는 사실을 알고 있었습니다. 청구인은 정확한 주식매수 시기에 대해 모호한 입장을 취하고 있으나, 본건 합병 및 본건 합병비율이 공식적으로 발표되고 청구인이 이미 본건 합병을 반대하기 시작한 이후에도 삼성물산 주식 수 백만 주를 매수하였습니다.

5. 청구인은 이러한 전략을 통해 이익을 취하였습니다: 본건 합병에 대한 최종 발표로 인해 청구인이 보유한 삼성물산 주식의 가치는 거의 15% 가량 상승하였습니다. 하지만, 현재 청구인은 보다 많은 것을 원하고 있으며, 이를 위해 한국이 관여한 바 없는 본건 합병비율과 그에 따른 본건 합병에 대한 책임을 한국 탓으로 돌리고, 청구인에게 발생하지 않은 손실을 청구하고 있습니다.
6. 청구인의 편파적인 미사여구를 걷어내고 살펴보면, 청구인의 이의제기는 적법한 투자협정상의 청구가 아닌 주주들 간의 분쟁에 관한 것입니다. 청구인은 다른 주주들로부터 본건 합병을 막기 위한 충분한 지지를 받지 못하였으며, 주주로서 한국법원에 제기한 소송에서 패소함에 따라, 삼성물산과 합의하기로 선택하였습니다. 현재 청구인은 전 대통령의 비리혐의에 대한 노골적인 세부사항들을 본건 합병의 배경으로 짜깁기함으로써 본 협정상의 중재 제기를 정당화시키려고 합니다.
7. 결국, 청구인의 주장은 삼성물산의 소수주주 중 하나인 국민연금공단(이하 “국민연금”)이 본건 합병에 대해 의결권을 달리 행사하였어야 한다는 것입니다. 청구인은 아직 확정되지 않은 한국 법원의 판결에서 필요한 부분만 선별적으로 인용함으로써 자신의 주장을 입증하려고 하는데, 위 국내법상 여러 혐의들은 본 중재에 적용되는 국제법적인 기준들과는 구별되어야 하며, 어떠한 경우에도 중재판정부에 대한 청구인의 입증책임을 충족하지는 못하는 것입니다. 청구인을 비롯한 다른 모든 주주들과 같이, 국민연금은 당연히 국민연금 스스로 적절하다고 판단하는 방향으로 주주로서의 의결권을 행사할 수 있습니다. 어느 주주도 자신의 의결권을 행사함에 있어 다른

주주에 대한 의무를 부담하지 않았습니다. 또한, 이 중 어느 것도 국제투자법과 관련되지 않습니다.

8. 본 반박서면에서 한국은 ■ 전 대통령 및 그 정부 구성원들에 대한 중대한 혐의가 있다는 점은 인정하나, 진행 중인 국내 소송에 대한 어떠한 입장도 취하지 않은 채, 청구인이 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(이하 "협정") 위반을 입증하지 못하였으며 손해를 입었다는 것 역시 입증하지 못하였음을 말씀드리고자 합니다.

A. 청구인은 협정위반 또는 자신의 손해배상청구권에 대한 입증책임을 다하지 못하고 있습니다

1. EALP는 삼성물산의 주식을 매수한 시점에 본건 합병의 위험을 감수하였습니다

9. 협정은 투자자가 알면서 감수한 위험에 대한 보험이 아닙니다.

10. 삼성물산 주식을 매수하기 전, 청구인은 적어도 다음과 같은 사항을 알고 있었습니다:

(a) 삼성그룹사들(상호출자를 통해 연결된 한국 재벌 기업들)(이하 "삼성그룹")은 자체적으로 구조조정을 추진하고 있었으며;²

(b) 본건 합병은 이러한 구조조정의 한 단계가 될 예정이었으며;

(c) 삼성그룹 총수 ■ 일가는 삼성그룹사들을 통제함으로써, 본건 합병의 시기 및 본건 합병비율을 결정할 수 있었으며;

(d) 청구인이 명백하게 주식을 매수한 시점의 양사 주가에 비추어 볼 때, 본건 합병비율은 합병회사에 대한 삼성물산 주주들의 주식가치를 희석시킬 것이며;

² 한국 내 소송의 쟁점은 구조조정의 주된 사유가 삼성 그룹을 지배하는 ■ 일가의 승계계획을 보장하는 데 있었다는 것입니다. 한국은 본 반박서면에서 해당 사안에 대해 어떠한 입장도 취하지 않으며, 오히려 본건 합병 시기의 공식발표에 관한 내용을 비롯하여 시장과 EALP 및 국민연금이 당시 알고 있었던 정보를 중재판정부에 공정하게 제공해 드리고자 합니다.

- (e) 청구인이 국가기관으로 잘못 주장하고 있는 국민연금은 삼성물산의 (소수주주임에도) 단일 최대주주였다는 점.
- 11. 이러한 사실에 비추어 볼 때, 청구인은 삼성물산 주식을 매수함으로써, 자신의 이익에 따라 본건 합병을 방해하거나, 본건 합병이 승인될 경우 소송 전략을 통해 이익을 추구할 수 있다고 판단한 것이 분명합니다.
- 12. 한국이나 중재판정부가 청구인이 얼마나 많은 수익을 거두었는지 정확히 알 수 없지만, 이러한 전략은 효과가 있었습니다. 청구인은 자신의 수익에 대한 세부내역을 제출하는 것을 거부하고 있습니다만, 그 주가는 본건 합병 덕분에 상승하였으며 청구인은 본건 합병 승인 이후 해당 주식을 매도한 시점에 수익을 낸 것으로 보입니다.
- 13. 청구인의 성공은 청구인이 주식매수 가격의 인상을 위해 소송을 제기한 이후 삼성물산과 체결한 합의(이하 "합의" 또는 "합의서")에도 반영되어 있습니다. 청구인은 합의 조건의 공개를 거부하였지만, 분쟁의 핵심은 주식의 실제 가치에 관한 것이었으며, 청구인이 대부분 주식의 매수 가격에 합의하였고, 그 합의에 따라 더 많은 보상을 받을 가능성이 있음을 인정하고 있습니다.

2. 청구인은 투자와 관련된 내역을 대부분 공개하지 않고 있으며, 공개한 내용들마저 청구인의 주장과 배치됩니다

- 14. 청구인이 제공하지 않은 것은 비단 합의서만이 아닙니다. 청구인은 투자라고 주장하는 것에 대한 가장 기본적인 정보조차도 한국이나 중재판정부에 제공하지 않았습니다. EALP는 주식 매수 시기 및 방법, 해당 주식을 매수하기 위해 지급한 대가 또는 그러한 대가를 지급한 자가 청구인인지 아니면 다른 엘리엇 그룹사인지를 입증하는 어떠한 증거도 제공하지 않았습니다. 요컨대, 청구인은 사건의 근간을 입증하는 충분한 증거를 제출하지 않았습니다.
- 15. 청구인은 투자에 관한 입증책임을 다하지 못하였을 뿐만 아니라, 본안 주장에 관한 입증책임도 다하지 못하였습니다. 본 반박서면에서 말씀드리는 바와 같이, 청구인이 제시한 증거가 결국 한국 법원에 제기되어 전혀 다른 법체계 하에서 진행 중인 사건에서의 혐의를 뒷받침하는 것이라고 하더라도, 그 사실 여부를 불문하고 (청구인이

증거로서 거의 유일하게 인용하고 있는 현재 진행 중인 국내 소송의 판시사항에 대해 한국은 어떠한 입장도 취하지 않습니다), 해당 증거는 협정 위반을 증명하기엔 불충분합니다.

16. 청구인은 상이한 법적 기준을 따르고 있는 국내 소송에 관한 증거에만 의존하고 있고, 본 청구의 근거가 되는 협정의 문언에 대해서는 충분한 주의를 기울이지 않았습니다. 청구인은 협정 문언을 다루기보다 이전 세대의 양자간 투자협정상의 보호라는 일반적인 개념을 채택하고 있는데, 이는 다른 것과 대조되는 본 협정의 명확한 문언을 간과하고 있습니다. 이러한 점은 한국이 "채택하거나 유지한 조치"에 대한 협정상 명백한 제한적 해석을 청구인이 간과한 점에서 가장 극명하게 드러납니다. 아래에서 상술하는 바와 같이, 청구인은 문제삼은 행위가 한국이 "채택하거나 유지한 조치"에 해당하는지에 관하여 언급하지 않고 있습니다. 그리고 위 행위는 앞서 언급하였던 "조치"에 해당하지 않습니다.
17. 청구인은 자신의 입증책임을 충족할 만한 충분한 증거를 제공하지 못하고 있으나, 오히려 사실관계에 대한 청구인의 주장을 반박할 증거는 충분히 존재합니다.
 - (a) [redacted] 전 기금운용본부장의 위법행위에 대한 혐의와 관계없이, 다른 11명의 국민연금 투자위원회 위원들 중 8명이 여러 경제적 요소들을 고려한 후 본건 합병에 찬성 투표를 하였습니다. 이러한 요소들에는 수많은 삼성그룹사들에 대한 국민연금의 포트폴리오 지분 가치 상승 기대 및 본건 합병 실패시의 급격한 주가하락 등도 포함됩니다. 청구인은 청구인에게 입증책임이 있는, 본 중재에서 청구인이 문제 삼고 있는 행위가 없었더라면 투자위원회 위원들이 달리 의결권을 행사하였을 것이라는 주장을 입증하지 못하고 있습니다.
 - (b) 여러 외국의 국부펀드를 포함한 기타 수많은 삼성물산 주주들은 본건 합병 및 본건 합병비율을 분석하였으며, 이를 승인하기로 표결하였습니다. 청구인은 국민연금의 의결권행사가 자의적이었거나 정당하지 않았음을 청구인 스스로 입증해야 함에도, 그 입증을 다하지 못하고 있습니다.

- (c) 청구인은 한국의 영향으로 국민연금의 내부 절차가 “침해되었고” 그에 따라 본건 합병에 대한 찬성 표결을 하게 되었다는 주장에 의존하고 있습니다만, 청구인은 청구인에게 입증책임이 있는 국민연금의 내부 절차 위반 내역은 입증하지 못하고 있습니다.
- (d) 또한, 청구인은 청구인에게 입증책임이 있는, 한국에게 그 책임이 귀속된다고 주장하는 부적절한 행위가 없었다면, 청구인이 가정하는 바와 같이 국민연금 투자위원회와 각 개별 위원들이 본건 합병을 지지하지 않거나, 아니면 본건 합병에 대한 반대 표결을 결정하기보다는 전문위원회에 해당 결정을 부의하였을 것이라는 것을 입증하지 못하고 있습니다.
- (e) 또한, 청구인이 이를 입증해야 함에도 불구하고, 청구인은 EALP가 주장하는 바와 같이 전문위원회가 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사를 결정하였다면, 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였을 것이라는 점을 입증할 수도 없습니다. 증거에 따르면, 본건 합병에 대한 전문위원회 위원들의 입장은 확실하지 않았으며, 전문위원회 위원들을 설득할 수 있었던, 다른 주주들이 본건 합병을 지지하게 된 경제적 요소들이 존재하였음을 알 수 있습니다.
- (f) 어떠한 경우에도 국민연금과 같이 11.21%의 지분을 보유한 주주는 의결권을 가진 주주 2/3의 찬성이 필요한 본건 합병을 가능하게 할 수 없었으므로, 청구인이 이를 입증해야 함에도 불구하고 청구인은 국민연금이 손해를 야기하였다는 주장을 입증하지 못하고 있으며, 나아가 한국이 손해를 야기하였다는 주장은 더더욱 입증하지 못하고 있습니다.

3. 청구인의 손해배상청구는 터무니없는 주장입니다

- 18. 마지막으로, 청구인은 청구인의 삼성물산 주식이 시장가치 2배 이상의 “내재가치”가 있었다고 주장하고 있습니다. 청구인은 당초 청구인의 조치를 통해 이러한 가치상승을 실현할 것이라고 주장하였음에도 불구하고, 현재는 이러한 “내재가치”가 시간이 지나면 “자연스럽게(organic process)” 실현되었을 것이라고 주장하고 있습니다. 청구인의 주장에 따르면, 청구인은 시장이 삼성물산 주식을 어떻게

평가하는지에 상관없이 뒤로 물러나 기다리기만 하면 충분하다고 믿었던 것이 명백합니다.

19. 런던 비즈니스 스쿨(London Business School) James Dow 교수의 전문가 보고서 및 아래에서 상술하는 바와 같이, 이는 단지 상상에 불과합니다. James Dow 교수에 의하면, 당시 한국 주식시장과 같은 효율적인 시장에서 주식 가치는 바로 그 시장가격으로 확실하게 측정됩니다. 청구인의 손해배상청구 주장의 핵심은 중재판정부가 시장가격을 무시하고, 장래 어떠한 불확실한 시점에 설명되지 않은 방법을 통해 얻을 수도 있었을 것이라는 전적으로 주관적인 청구인의 독자적인 사후 결정을 토대로, 다른 주주들이 얻은 주식의 대가보다 더 많은 대가를 청구인이 보유한 주식에 대해 부여해야 한다는 것입니다. 이는 진지하게 고려할 만한 손해배상청구로 볼 수 없습니다.

B. 반박서면의 구조

20. 한국은 제II장에서 관련 사실관계에 대한 요약을 하도록 하겠습니다.
21. 제III장에서는 다음 각 호를 포함하여 청구에 관한 여러 선결문제에 대한 반박을 하도록 하겠습니다:
 - (a) 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이나, 문제되는 한국의 행위는 협정에 의해 요구되는 바와 같이 한국이 "채택하거나 유지한 조치"에 해당하지 않으며, EALP의 투자와 관련이 있지도 않습니다(**제III장 제A절**).
 - (b) 청구인은, 국가 기관이 아니며 동시에 본건 합병에 대한 찬성 표결에 있어 "정부 권한"을 행사하지 않았던 국민연금의 행위에 대해, 한국이 책임을 질 수 있음을 입증하지 못하였습니다(**제III장 제B절**).
 - (c) EALP의 삼성물산 주식 매수(유일한 관련 "투자")는 협정의 적용대상인 투자의 자격 요건을 갖추는 데 필요한 출자 또는 기간 요건을 충족하지 않습니다(**제III장 제C절**).
 - (d) 청구인의 투자 시점과 관련한 사실 - 즉 EALP는 본건 합병을 알게 된 이후에야 비로소 투자를 하였으며, "파괴적"이라는 본건 합병비율에

따라 이루어진 본건 합병이 공식 발표된 이후 지분을 확대한 사실 - 은 절차상의 남용에 해당합니다(제III장 제D절).

- (e) 공개되지 않은 청구인과 삼성물산 사이의 합의에 의해서도 (현재까지 완전하게 알려지지 않은 합의 조건을 전제로 하여), 청구인의 청구는 절차의 남용에 해당합니다(제III장 제E절).
22. 제IV장에서는 EALP의 본안 청구에 대하여 구체적으로 다음과 같이 설명하도록 하겠습니다.
- (a) EALP는 한국이 본건 합병을 야기하였음을 입증하지 못하였습니다(제IV장 제A절).
 - (b) 어떠한 경우에도 한국은 협정에 따라 보장되는 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다(제IV장 제B절).
 - (c) 청구인의 내국민대우 청구는 본건 협정에서 한국이 유보한 사항에 따라 배제되며, 어떠한 경우에도 한국은 청구인에게 내국민대우를 거부한 바 없습니다(이는 행위귀속에 관한 한국의 주위적 주장에 대한 예비적 주장에 해당합니다)(제IV장 제C절).
23. 제V장에서는 청구인이 손실을 입었음을 증명하지 못하였고, 어떠한 경우이든 이러한 손실이 한국에 의해 야기되었음을 증명하지 못하였으므로, 청구인의 손해배상청구는 전적으로 추측에 의한 것으로서 근거가 없음을 설명합니다.
24. 제VI장에서는 한국의 답변취지를 말씀드리도록 하겠습니다.
25. 마지막으로, 한국은 법원에 계류 중인 한국의 여러 국내 소송을 열거한 표(현재까지 제기된 각 사건의 쟁점들 및 현황 표시)(1건을 제외한 모든 건이 한국 대법원에 상고심 진행 중이거나 최근 파기환송되었음)를 본 반박서면의 별지 A로 첨부합니다. 사건이 법원에 계류 중인 동안 한국은 여러 국내 사건에서 주장되는 사실관계에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다. 오히려, 한국은 청구인이 법원의 판시사항을 선별적으로 이용하여 오해를 불러 일으키고 있으며, 그러한 노력에도 불구하고 가장 근본적으로는, 청구인의 입증책임을 다하지 못하고 있음을 보여드리고자 합니다.

II. 사실관계

26. 한국은 청구인의 수정 청구서면에서 청구인이 제시한 설명을 보강하고 필요시 수정하기 위해 관련 정보를 요약하고자 합니다.
27. 요컨대 아래에서 설명하는 바와 같이, EALP가 거의 유일하게 의존하고 있는 위법 행위의 혐의가 국제법상 본건 합병을 야기하였다는 점에 관하여, 중재판정부에 제시된 어떠한 증거도 이를 입증하지 않습니다. 반대로, 본건의 사실관계는 본건 합병이 삼성물산 소수주주들 상당수로부터 지지를 받았으며, 국민연금은 이러한 소수주주 중 하나에 불과하였음을 보여주고 있습니다. 또한, 청구인은 한국이 본건 합병에 관한 국민연금의 의결권 행사를 야기한 것에 대해 국제법적 기준에 따라 책임을 질 수 있음을 입증하지 못하였으며, 문제로 삼고 있는 행위가 없었더라면 국민연금이 달리 의결권을 행사하였으리라는 점을 입증하지 못하였습니다.
28. 또한, 본건 사실관계는 삼성물산 주식의 “내재가치”가 시간의 경과에 따라 “자연스럽게” 실현되었을 것이라는 청구인의 손해배상청구 근거가 한국이 손해를 야기하였다는 주장을 입증하지 못하고 있을 뿐 아니라, 타당한 경제적 사유로 (많은 국가에서와 마찬가지로) 한국의 주식이 통상적으로 상장회사 자산 총액 이하의 가격으로 거래되고 있는 현실을 간과하고 있다는 점을 보여주고 있습니다.
29. 한국은 한국 정부의 조직에 대한 개요로 시작하여 해당 정부 조직에 속하지 않는 독립적인 법적 실체인 국민연금의 특징에 대해 설명합니다(A). 한국은 공개된 자료를 토대로 삼성그룹의 조직 및 삼성물산과 제일모직의 사업에 관한 정보를 포함하여 본건 합병 자체와 관련된 사실관계에 대한 개요를 설명하고, 본건 합병에 이르게 된 배경, 본건 합병을 막고자 했던 엘리엇 그룹의 적극적인 노력, 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향 결정 및 최종 투표결과에 대해 다루겠습니다(B). 한국은 청구인과 삼성물산과의 합의(EALP는 이를 통해 삼성물산의 실제 가치를 보상받음)에 대해서는 EALP가 제공한 정보가 거의 없다는 사실을 간략하게 말씀드립니다(C). 마지막으로, 한국은 지금까지 관련 국내 형사 및 민사 소송에서의 한국 법원의 판시사항을

요약하며, 단 1건을 제외한 모든 사건이 한국 대법원에 계류 중이거나
파기환송되었음을 거듭 강조합니다(D).

A. 한국 및 국민연금

1. 한국 정부

30. 한국 정부는 입법부, 행정부, 사법부로 분리되어 있습니다.³ 행정부 조직은 정부조직법에 명시되어 있습니다.⁴ 한국 정부는 여러 부처와 기타 국가 기관으로 나뉩니다. [REDACTED] 정부 기간에 한국 정부는 대통령 통할하의 17개 행정각부,⁵ 국무총리 소속의 5개 처,⁶ 대통령 통할하의 각 행정각부 소속의 16개 청으로 구성되어 있었습니다.⁷

³ 대한민국 헌법, 1988년 2월 25일, C-88, 제 66조 제 4항("행정권은 대통령을 수반으로 하는 정부에 속한다"), 제 40조("입법권은 국회에 속한다"), 및 제 101조 제 1항("사법권은 법관으로 구성된 법원에 속한다").

⁴ 대한민국 헌법, 1988년 10월 25일, C-88, 제 96조("행정각부의 설치·조직과 직무범위는 법률로 정한다"); 정부조직법, 2014년 11월 19일, C-258.

⁵ (a) 기획재정부; (b) 교육부; (c) 미래창조과학부; (d) 외교부; (e) 통일부; (f) 법무부; (g) 국방부; (h) 행정자치부; (i) 문화체육관광부; (j) 농림축산식품부; (k) 산업통상자원부; (l) 보건복지부; (m) 환경부; (n) 고용노동부; (o) 여성가족부; (p) 국토교통부; 및 (q) 해양수산부. 정부조직법, 2014년 11월 19일, C-258, 제 26조.

⁶ (a) 국민안전처; (b) 인사혁신처; (c) 법제처; (d) 국가보훈처; 및 (e) 식품의약품안전처. 정부조직법, 2014년 11월 19일, C-258, 제 22조의 2, 제 22조의 3, 제 23조, 제 24조, 제 25조.

⁷ (a) 기획재정부 소속: (i) 국세청, (ii) 관세청, (iii) 조달청 및 (iv) 통계청; (b) 법무부 소속: 검찰청; (c) 국방부: (i) 병무청 및 (ii) 방위사업청; (d) 행정자치부: 경찰청; (e) 문화체육관광부: 문화재청; (f) 농림축산식품부: (i) 농촌진흥청 및 (ii) 산림청; (g) 산업통상자원부: (i) 중소기업청 및 (ii) 특허청; (h) 환경부: 기상청; 및 (i) 국토교통부: (i) 행정중심복합도시건설청 및 (ii) 새만금개발청. 정부조직법, 2014년 11월 19일, C-258, 제 27조 제 2항, 제 27조 제 5항, 제 27조 제 7항, 제 27조 제 9항, 제 32조 제 2항, 제 33조 제 3항, 제 33조 제 5항, 제 34조 제 4항, 제 35조 제 3항, 제 36조 제 3항, 제 36조 제 5항, 제 37조 제 3항, 제 37조 제 5항, 제 39조 제 2항; 새만금사업 추진 및 지원에 관한 특별법, 2014년 5월 21일, R-63, 제 34조 제 1항; 신행정수도 후속대책을 위한 연기·공주지역 행정중심복합도시 건설을 위한 특별법, 2014년 6월 11일, R-64, 제 38조 제 1항.

그림 1: [redacted] 정부 조직도¹⁰

33. 보건복지부는 과거 및 현재에도 대통령 통할하에 조직된 행정각부에 해당합니다.¹¹ 1980년대 말, 국민연금법¹²에 따라 보건복지부는 국민연금기금을 설치하였습니다.¹³ 또한, 국민연금법은 보건복지부 감독하에 국민연금기금운용위원회(이하 “기금운용위원회”)를 두도록 규정하고 있습니다.¹⁴ 기금운용위원회는 국민연금기금운용지침¹⁵의 내용 및 기금운용계획과 관련된 의사결정을 비롯하여 국민연금기금을 거시적 차원에서 운용합니다.¹⁶

2. 국민연금

34. 국민연금은 한국 정부 소속이 아니라 국민연금법에 따라 설립된 독립적 법인격을 가진 법인입니다.¹⁷ 국민연금은 대통령령에 의해 국민연금기금의 관리·운용에 관한 업무를 위탁받았습니다.¹⁸ 기금운용위원회와 달리, 국민연금은 국민연금기금의 특정 투자를 위한 의사결정을 관리합니다.¹⁹

¹⁰ 대한민국 대통령실 웹사이트, “[redacted] 정부 조직 개편”, 2019. 9. 27. 조회, **R-202**.

¹¹ 정부조직법, 2014년 11월 19일, **C-258**, 제 26조 제 1항 제 12호.

¹² 국민연금법, 2014년 7월 31일, **C-77**.

¹³ 국민연금법, 2014년 7월 31일, **C-77**, 제 101조.

¹⁴ 국민연금법, 2014년 7월 31일, **C-77**, 제 103조; 김성수 교수의 전문가 보고서, 2019년 9월 27일, **RER-2**.

¹⁵ 국민연금기금운용지침은 국민연금기금의 운용 목적 및 관련 투자정책 및 전략을 정하고 있습니다. 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일, (C-194 수정 번역본), **R-99**, 제 1조 제 1항.

¹⁶ 국민연금법, 2014년 7월 31일, **C-77**, 제 103조 제 1항; 김성수 교수의 전문가 의견서, 2019년 9월 27일, **RER-2**.

¹⁷ 국민연금법, 2014년 7월 31일, **C-77**, 제 26조.

¹⁸ 국민연금법 시행령, 2015년 4월 16일, **C-164**, 제 64조.

¹⁹ 국민연금 직제규정, 2015년 5월 19일, **C-175**, 제 6조 제 1항.

35. 국민연금은 여러 다른 부서로 구성되어 있으며,²⁰ 본 중재와 가장 관련성이 높은 부서는 기금운용본부입니다. 기금운용본부는 투자전략을 수립하고 기금 운용 관련 서비스를 제공하는 등 국민연금기금을 관리하기 위해 6개 팀, 40명의 직원들로 1999년 설립되었습니다.
36. 3명의 상임이사가 국민연금 운영을 담당합니다(이는 2015년에도 동일하였습니다): (a) 기획 담당 상임이사; (b) 연금운용 담당 상임이사; 및 (c) 기금이사 및 기금운용본부장.²¹
37. 국민연금의 부서 및 상임이사는 아래 도표와 같습니다.²²

²⁰ 국민연금 직제규정, 2015년 5월 19일, **C-175**, 제 4 조.

²¹ 국민연금 정관(제 15 차), 2015년 5월 26일, **R-81**, 제 10 조 제 1 항, 제 13 조 제 5 항 제 2 목. 국민연금 직제규정, 2015년 5월 19일, **C-175**, 별표 1, 22 면 참조.

²² 국민연금 직제규정, 2015년 5월 19일, **C-175**, 별표 1, 22 면.

국민연금공단 기구표
(제4조 관련)

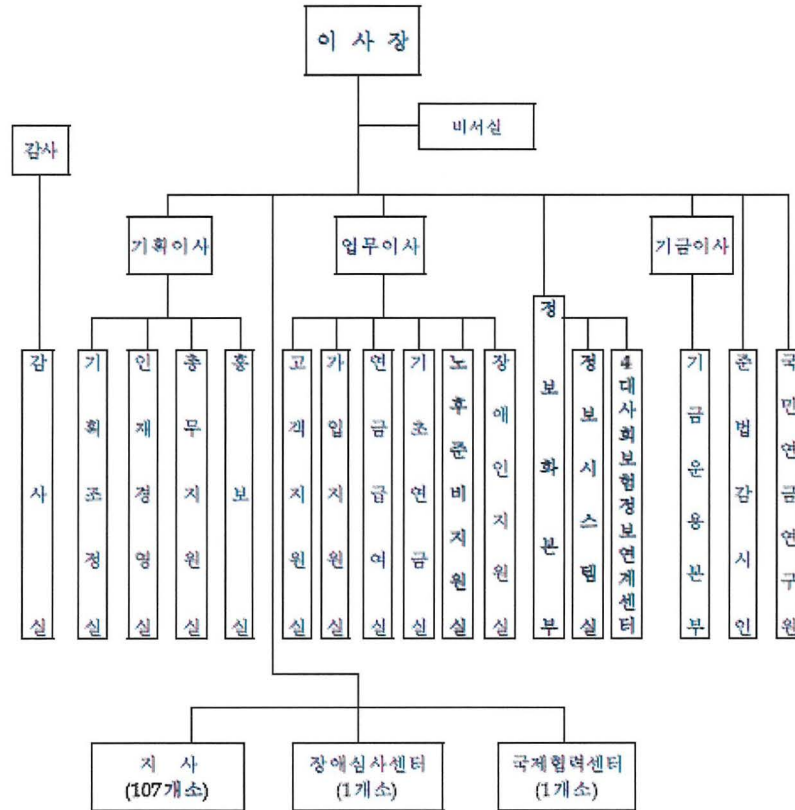


그림 2: 국민연금 기구표²³

a. 기금운용본부 내 관련 팀들의 개요

38. 국민연금 기금운용본부장은 기금운용본부의 운용을 담당합니다.²⁴ 본건 합병시 기금운용본부 내 여러 실 및 팀의 조직도는 다음과 같습니다:²⁵

²³ 앞서 설명드린 바와 같이, “기금이사”(그림 2 우측 상단)는 기금운용본부장이며 “기금운용본부”(그림 2 우측 하단 세번째)는 기금운용본부를 의미합니다.

²⁴ 국민연금 직제규정, 2015. 5. 19., C-175, 제 6 조 제 2 항.

²⁵ 기금운용본부운영규정, 2014. 12. 29., R-77, 제 5 조.

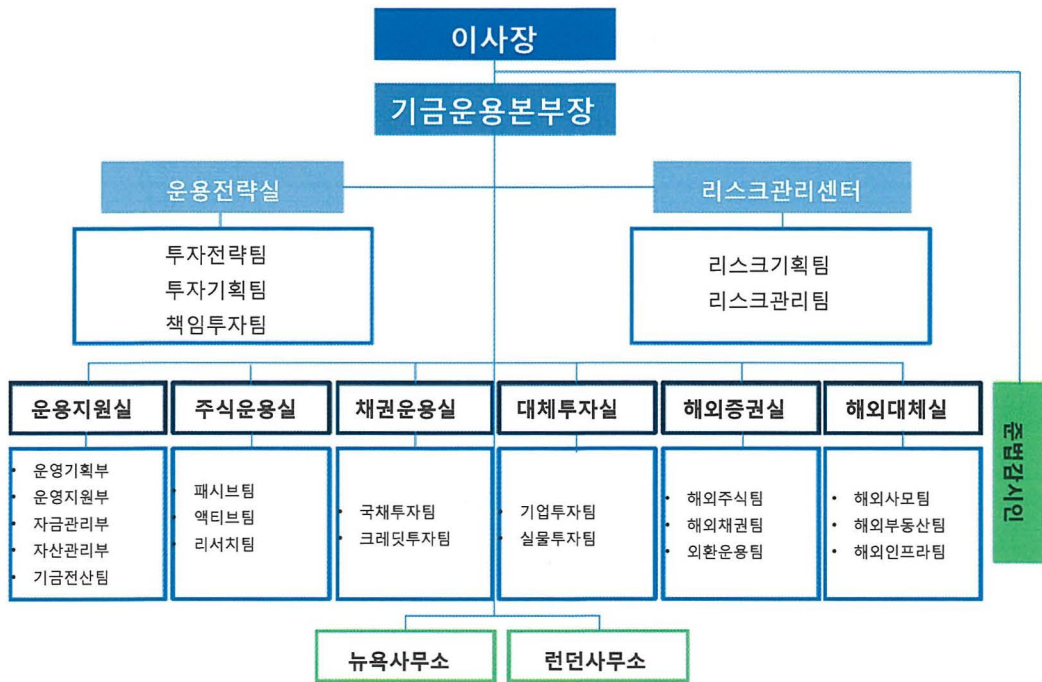


그림 3: 기금운용본부 조직도²⁶

39. 본 중재와 가장 높은 관련성을 갖는 부서는 운용전략실과 주식운용실입니다.
40. 상기 도표 좌측 상단과 같이 운용전략실은 3개의 팀으로 구성되어 있었으며,²⁷ 그중 2개 팀이 이 사건 분쟁과 관련이 있습니다: (a) 투자전략팀 및 (b) 책임투자팀.²⁸
- (a) **투자전략팀.** 투자전략팀의 담당업무에는 (아래에서 설명하는 바와 같이)²⁹ 국민연금 투자위원회를 통해) 기금운용본부가 내릴 투자 결정과 관련된 행정관리업무(회의 소집통지 등) 등이 포함됩니다.³⁰

²⁶ 기금운용본부운영규정 시행규칙을 토대로 작성, 2015. 5. 22., R-80.

²⁷ 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015. 5. 22., R-80, 제 3 조 제 1 항.

²⁸ 2018 년 책임투자팀은 운용전략실에서 수탁자책임실 소속으로 이전하였습니다. 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2018. 12. 27., R-172.

²⁹ 하기 제 43 항-제 51 항 참조.

³⁰ 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015. 5. 22., R-80, 별표 1-3, 27 면; 국민연금공단, "2015-30 차 국민연금 투자위원회 회의 소집 통지", 2015. 7. 9., R-124.

(b) **책임투자팀.** 책임투자팀은, 기금운용본부가 국민연금 투자위원회를 통해 국민연금기금의 보유지분율이 3% 이상인 경우 국민연금 의결권 행사 방향을 결정하는 과정을 관리하였습니다.³¹ 예컨대, 책임투자팀은 기금운용본부의 다른 팀들로부터 수집한 투자 관련 자료(예컨대, 국민연금이 보유한 국내주식지분과 관련된 자료는 국내주식운용실 또는 그 산하의 리서치팀에서 수집하였습니다)를 포함하는 국민연금 투자위원회 회의 안건 초안을 작성하였습니다.³²

41. 위 표 좌측 하단에서 볼 수 있듯이, 주식운용실은 3개의 팀들로 구성되어 있는데,³³ 이들 중 본건 분쟁과 관련이 있는 것은 리서치팀입니다. 리서치팀은 국내주식에 대한 투자 및 거래를 위한 모델 포트폴리오를 작성하고, 특히 포트폴리오 현황의 분석 및 모니터링을 담당하였습니다.³⁴

b. 국민연금 투자위원회 및 전문위원회

42. 한국은 다음에 관한 청구인측의 설명을 보충 및 명확히 하고, 아래에 대한 추가 정보를 제공하고자 합니다:

(a) 국민연금 내 기금운용본부 산하에 설치된 국민연금 투자위원회; 및

(b) 보건복지부 내 국민연금기금운용위원회 산하에 설치된 전문위원회.³⁵

³¹ 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-80**, 별표 1-3; 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., (C-309 수정 번역본), **R-57**, 제 8 조 제 1 항; 국민연금기금 운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제 36 조 제 3 항; 국민연금기금 운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., 제 40 조 제 1 항, **C-109**.

³² 기금운용본부운영규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-80**, 별표 1-3.

³³ 기금운용본부운영규정 시행령, 2015. 5. 22., **R-80**, 제3조 제1항.

³⁴ 기금운용본부운영규정 시행령, 2015. 5. 22., **R-80**, 별지 1-3.

³⁵ 보건복지부 보도자료, “국민연금, ‘주식 의결권행사 전문위원회’ 공식 출범,” 2006. 3. 10. **R-45**, 1-2면. 위 제33항에서 설명드린 바와 같이, 국민연금기금운용위원회는 보건복지부 관할로 국민연금기금에 관한 거시적인 정책 결정을 관리하는 반면, 기금운용본부는 국민연금기금에 관한 구체적인 투자 결정을 관리합니다.

i. 국민연금 투자위원회

43. 국민연금 투자위원회는 위탁운용사의 선택 및 관리에 관한 기준, 투자한도를 초과하는 자산의 보유 가능 여부, 각종 주주 결의 사항에 대한 국민연금의 의결 방식 등 국민연금기금의 운영에 관한 주요 사항을 심의 및 의결하기 위해 설치된 기금운용본부 산하의 위원회입니다.³⁶
44. 국민연금 투자위원회는 위원장직을 수행하는 국민연금 기금운용본부장³⁷과 11명의 기타 위원들³⁸로 구성됩니다. 이러한 12명의 위원들 중 8명은 당연직 상근 위원에 해당합니다.³⁹ 기금운용본부장은 그 재량에 따라 팀장들 중에서 나머지 3명의 위원들을 선임할 수 있습니다.⁴⁰ 따라서, 나머지 3명의 위원들은 각 회의에 부의될 안건에 따라 요구되는 전문성에 따라, 소집되는 각 국민연금 투자위원회 회의마다 달리 정해질 수 있습니다.

³⁶ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제5조 제2항, 제7조 제2항, 제42조 제3항, 제49조 제1항, 제69조, 제75조 제1항.

³⁷ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제1항.

³⁸ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제1항(“투자위원회의 위원장은 본부장이 되고, 위원은 각 실장·센터장과 그 외 시행규칙이 정하는 팀장으로 구성한다”). 위 그림 3에 명시된 바와 같이, 기금운용본부 하에는 총 8개의 실과 센터가 있습니다. 시행규칙은 기금운용본부에 속한 최대 3인의 팀장들을 투자위원회 위원들로 선임할 수 있다고 규정하고 있습니다. 국민연금기금운용지침 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제16조 제1항.

³⁹ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제1항. 위 그림 3의 기금운용본부 조직도에서 볼 수 있듯이, 위 8인은 다음 부서의 실장 또는 센터장입니다: (a) 운용전략실; (b) 리스크관리센터; (c) 운용지원실; (d) 주식운용실; (e) 채권운용실; (f) 대체투자실; (g) 해외증권실; 및 (h) 해외대체실.

⁴⁰ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제(1)항(“투자위원회의 위원장은 본부장이 되고, 위원은 각 실장·센터장과 그 외 시행규칙이 정하는 팀장으로 구성한다.”); 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제16조 제(1)항(“규정 제7조 제1항에서 “시행규칙이 정하는 팀장”이란 본부장이 지명하는 3명 이내의 기금운용본부 내 팀장을 말한다.”); 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183(병합) 판결, **C-69**, 16면.

45. 현재 국민연금 투자위원회 위원들 전원은 (그리고 2015년 당시에) 각 해당 팀이나 부서의 팀장/부서장들로, ⁴¹ 11년 이상의 실무 투자 경험이나 이에 준하는 자격을 갖추어야 요구됩니다.⁴²
46. 기금운용본부의 임무는 “기금이 보유하고 있는 주식에 대한 의결권 행사에 관한 사항들” ⁴³ 을 포함하며, 기금운용본부 내에서 국민연금 투자위원회는 국민연금의 의결권 행사 방향을 결정합니다.⁴⁴ 국민연금 투자위원회 위원장도 국민연금 투자위원회로 하여금 위원장이 필요하다고 간주하는 사안을 심의하여 결의하도록 요구할 수 있습니다.⁴⁵
47. 국민연금의 의결권 행사 방식은 국민연금기금 의결권행사지침 (“의결권행사지침”)에 따라야 합니다.⁴⁶ 의결권행사지침 제8조 제1항은 기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금 투자위원회의 심의/의결을 거쳐 행사해야 한다고 규정하고 있습니다:

⁴¹ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제7조 제(1)항; 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제16조 제1항.

⁴² 기금운용본부운용규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-80**, 별표 1의2, 24면; 기금운용본부운용규정 2014. 12. 29., **R-77**, 별표 6 및 별표 7, 20-21면. 백오피스 직책인 투자/운용지원팀 팀장은 유일한 예외사항에 해당합니다. 기금운용본부운용규정 시행규칙, 2015. 5. 22., **R-80**, 별표 1-2, 24면; 기금운용본부운용규정 2014. 12. 29., **R-77**, 별표 6 및 별표 7, 20-21면.

⁴³ 국민연금 직제규정, 2015. 5. 19., **C-175**, 제15조(별표 3 동시 참조), 28면.

⁴⁴ 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제40조 제1항(“기금은 기금의 이름으로 보유하고 있는 주식에 대하여 [...] 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 의결권을 행사한다”). 또한, 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), **R-57**, 제8조 제1항(“기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의와 결의를 거쳐 행사한다.”) 참조.

⁴⁵ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제 7조 제2항 및 제4항.

⁴⁶ 국민연금기금운용규정, 2015. 5. 26., **C-177**, 제36조 제2항. 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), **R-57**, 제1조.

기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단(이하 “공단”이라 한다)이 기금운용본부(이하 “기금운용본부”라 한다)에 설치한 투자위원회의 심의/의결을 거쳐 행사한다.⁴⁷

48. 의결권행사지침 제8조 제2항은 이러한 일반적인 규칙에 대한 예외규정을 명시하고 있습니다:

기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은 주식 의결권행사 전문위원회(“전문위원회”)에 결정을 요청할 수 있다.⁴⁸

49. 마찬가지로, 국민연금기금운용지침 제5조 제5항 제4호는 국민연금기금이 보유한 주식 의결권 행사에 관한 사항 등에 관하여 “찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안”을 검토·결정한다고 정하고 있습니다.⁴⁹

50. 위 지침을 문언 그대로 해석하면, 동 지침은 국민연금 투자위원회로 하여금 안건에 대해 “심의”하도록 하며, 오로지 국민연금투자위원회가 해당 안건에 대한 찬성 또는 반대 여부를 판단하기 “곤란한”경우(즉, 의결권행사지침 제8조 제2항 및 기금운용지침 제5조 제5항 제4호에 따라, 특정 안건이 국민연금 투자위원회 위원들로부터 과반수 이상의 찬성 투표를 얻지 못하는 경우에 한하여 전문위원회에 해당 안건에 대한 검토 및 결정을 요청할 수 있습니다.⁵⁰

⁴⁷ 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), **R-57**, 제8조 제1항. 또한, 국민연금기금운용지침 시행규칙, 2011. 12. 28., **C-109**, 제40조 제1항(“기금은 기금의 이름으로 보유하고 있는 상장주식에 대하여 [...] 투자위원회의 심의/의결을 거쳐 의결권을 행사한다.”) 참조.

⁴⁸ 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 수정 번역본), **R-57**, 제8조 제2항 (강조추가).

⁴⁹ 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 수정 번역본), **R-99**, 제5조 제5항 제4호

⁵⁰ 서울중앙지방법원은 (항소심이 진행 중인 판결에서) 국민연금 의결권행사지침은 투자전략팀 직원이 아닌 국민연금 투자위원회가 투표로 안건을 심의/의결해야 하며, 오로지 제한적인 경우에서만 국민연금 투자위원회가 해당 안건을 심의한 후에 기금운용본부가 해당 안건을 전문위원회로 부의할 수 있는 재량권을

51. 의결권 행사 방향에 관한 안건이 상정될 경우, 투자전략팀은 회의를 소집하기 위해 국민연금 투자위원회 구성원들에게 소집통지를 합니다.⁵¹ 그리고 운용전략실 산하 책임투자팀이 국민연금 투자위원회에 상정할 안건을 작성합니다.⁵² 안건에는 국민연금 투자위원회의 심의에 도움을 주기 위해 필요한 자료가 포함됩니다.⁵³

ii. 전문위원회

52. 전문위원회("의결권행사 전문위원회"라고도 합니다)는 보건복지부 내 설치된 국민연금기금운용위원회 산하 기구입니다.⁵⁴ 전문위원회는 9명의 위원들로 구성되어 있는데, 이들은 서로 다른 이해관계를 가진 단체들(예컨대, 사용자, 근로자, 지역 연금가입자들 및 학계)⁵⁵의 추천을 통해 선임되며, 각각 투자 또는 펀드운용 관련 유경험자일 것이 요구되지는 않습니다.⁵⁶ 예컨대, [REDACTED]

57

행사하도록 규정하고 있다라고 판시하였습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, R-20, 44면.

51 예컨대, 국민연금, "2015-30차 국민연금 투자위원회 소집통지", 2015. 7. 9., R-124 참조.

52 예컨대, 기금운용본부 운용전략실(투자전략팀), "의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 6. 17., R-102; 기금운용본부 운용전략실(투자전략팀), "의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 7. 10., R-126 참조.

53 예컨대, 기금운용본부 운용전략실(투자전략팀), "의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 6. 17., R-102; 기금운용본부 운용전략실(투자전략팀), "의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 7. 10., R-126 참조.

54 보건복지부 보도자료, "국민연금, '주식 의결권행사 전문위원회' 공식 출범," 2006. 3. 10. R-45, 1-2면.

55 의결권행사전문위원회운영규정, 2015. 6. 9., R-98, 제3조 제2항; "전문위원회의 구성...2천1백만명의 대표자", 중앙데일리, 2015. 6. 25., R-110; [REDACTED] 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제5항.

56 국민연금기금운용위원회운영지침, 2013. 5. 29., R-55, 제21조 제3항(예컨대, 기타 조건 없이 "변호사 또는 공인회계사로 개업하여 5년 이상의 경력을 가진 자"는 전문위원회 위원으로 선임될 수 있다라고 규정하고 있습니다).

57 [REDACTED] 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 5항.

53. 전문위원회의 권한 범위는 2018년에 조정되었으나, 본건 합병 당시(또한 실제로 본건 합병의 시작 시점부터) 전문위원회의 권한은 다음과 같았습니다: (a) 국민연금의 의결권 행사를 규율하는 규정 및 지침을 검토하는 일; (b) 국민연금의 의결권 행사에 관한 사항을 국민연금기금운용위원회에 보고하는 일; 및 (c) 기금운용본부가 전문위원회에 부의한 문제를 결정하는 일. 의결권행사전문위원회운영규정 제2조(기능)는 다음과 같이 규정하고 있습니다:

전문위원회는 국민연금이 보유한 주식 의결권 행사에 관한 다음 각 호의 사항을 검토하거나 결정하고 그 결과를 기금운용위원회에 보고한다.

1. 의결권 행사 일반 원칙 및 세부 기준 등
2. 국민연금관리공단 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. 배당금 관련 의결권 행사의 효력 보장에 관한 사안
6. 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항⁵⁸

54. 청구인은 의결권행사 전문위원회 운영규정 제2조 제6항에 따라, 전문위원회 위원장이 자신이 선택한 안건을 전문위원회에서 결정할 수 있도록 요구할 수 있다고 해석하고 있습니다.⁵⁹ 이러한 해석은 자체적으로 안건을 결정할 수 있는 기금운용본부의 명시적 권한에 위배되는 것으로서,⁶⁰ 제2조 제4항(상기 인용)에 따라 전문위원회에

⁵⁸ 의결권행사전문위원회운영규정, 2015. 6. 9., **R-98**, 제2조. 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), **R-57**, 제8조 참조.

⁵⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제61항, 제66항 (c), 제233항.

⁶⁰ 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 수정 번역본), **R-57**, 제8조 제1항 및 제2항.

위임된 안건의 범위를 초과하여 전문위원회의 권한을 확대 해석하는 것이 됩니다.

61

55. 2018년, 보건복지부는 전문위원회가 국민연금 의결권에 관한 안건을 전문위원회로 부의하도록 요청할 수 있도록 의결권행사지침⁶²을 개정하였습니다.⁶³ 이러한 개정을 발표함에 있어, 보건복지부는 지침의 개정으로 인해 “전문위원회에 ‘안건 부의를 요구할 수 있는 권리’를 부여하고” “(위원회 위원들 3인 이상이 요청할 경우) 기금운용본부뿐만이 아니라 전문위원회도 안건 부의를 요구할 수 있도록 한다”고 설명하였습니다.⁶⁴

B. 삼성물산과 제일모직 간의 합병

56. 이제 한국은 본건 합병 자체에 대한 문제로 돌아가 관련 사안들에 대한 청구인의 선택적이고 편향적인 서술을 명확하게 설명 및 정정하고자 합니다. 우선, 한국의 재벌 기업 구조에 대한 간략한 설명을 비롯하여 본건 합병 당시의 경제적 상황에 대해 논하고자 합니다(1). 공개된 자료를 토대로 삼성그룹 및 본건 합병과 관련된 두 회사인 삼성물산과 제일모직에 대한 설명으로 이어가겠습니다(2). 그 후 본건 합병에 관한 초기의 소문들(3), 본건 합병 관련 예측에 대한 엘리엇 그룹의 반응(4), 본건 합병 공식 발표(5), 오로지 삼성물산 주주의 관점에서 추진된 본건 합병에 반대하는 엘리엇 그룹의 공격적이고 위협적인 대중에 대한 전략(6) 및 삼성물산과 제일모직 양사 모두의 주주라는 관점에서 이루어진 국민연금의 본건 합병에 대한 심의 절차(7)에 대해 논의하고자 합니다. 그 후, 한국은 2015년 7월 17일 개최된 삼성물산

61 [redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제24항.

62 국민연금의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), R-57.

63 국민연금의결권행사지침, 2018. 3. 16., R-157, 제8조 제2항 제2호. 기금운용지침도 동일한 취지도 개정되었습니다. 국민연금기금운용지침, 2018. 3. 16., R-158, 제17조의2 제(5)항.

64 보건복지부 보도자료, “의결권전문위에 안건부의 요구권 부여”, 2018. 3. 16., R-159, 첨부 2.

임시주주총회(이하 “임시주총”)에서의 본건 합병 투표에 관해 상세히 설명하고자 합니다(8).

1. 한국 내 기업 환경의 개요

a. 한국 재벌 기업의 성격

57. 재벌이란 2차 세계대전이 끝날 무렵 한국의 소규모 가족운영 기업들이 광범위한 산업 분야에서 사업을 영위하기 시작한 당시 생겨난 기업집단입니다.⁶⁵ 재벌 계열사들은 서로의 주식을 상호 보유하며, 종종 자회사들은 하나 또는 그 이상의 주주들의 주식을 보유하거나 또는 그 주주들의 주식을 보유합니다.⁶⁶
58. 오늘날, 5대 재벌은 삼성그룹, 현대, SK 그룹, LG 및 롯데이며, 이들 각각은 평균적으로 70여 개의 회사들로 구성되어 있고, 모두 더하면 한국 주식시장 시가총액의 거의 절반을 차지하고 있습니다.⁶⁷

b. 한국 시장에서의 지속적인 “재벌 디스카운트”

59. 지난 수십 년간 한국 기업들의 시장가치는 다른 시장에서 그에 상응하는 기업들의 시장가치 또는 집합자산가치(collective asset value)에 비해 낮은 수준에 머무르고 있습니다. 아르헨티나, 인도, 태국 및 터키⁶⁸에서도 유사한 현상이 목격되고 있어 한국에만 특유한 현상은

⁶⁵ RS Jones, “한국에서의 생산성 향상 및 포섭을 위한 대규모 사업집단 개혁”, OECD Economics Department Working Papers No. 1509, 2018. 10. 5., **R-171**, 8면.

⁶⁶ 예컨대, “아찔한 서클 게임”, South China Morning Post, 2019. 9. 16. 조회, **R-182**; E Han Kim 외. “한국 기업지배구조의 변화: 위기에 대한 대처” (2008) 제20권 제1호 Journal of Applied Corporate Finance 47면, **DOW-9**, 49면 (재벌들의 소유권 구조에 대해 “전형적으로 복잡한 상호출자구조로, 명확한 지주회사를 두지 않고 다수의 순환출자를 포함한다”라고 설명하고 있음.) 참조. LG 그룹의 재벌 소유권 구조 사전구조조정에 관한 예시 참조, 52면.

⁶⁷ E Albert, “한국의 재벌 시험대”, 외교협회(Council on Foreign Relations), 2018. 5. 4., **DOW-8**; “한국의 재벌”, Bloomberg, 2015. 1. 14.(2019. 8. 29. 업데이트), **R-79**; “4대 대기업들, 한국 주식 시장 시가총액 증가분의 60% 차지”, Business Korea, 2017. 10. 16., **R-152**.

⁶⁸ James Dow 교수 전문가보고서, 2019. 9. 27, **RER-1**, 제149항.

아니지만, 이러한 “재벌 디스카운트”는 특히 특정 한국 회사들에 끊임없이 적용되고 있습니다.⁶⁹ 해외 언론 및 애널리스트들이 보고한 바와 같이, 한국에서 이와 같은 디스카운트가 심화된 주요 원인은 다음과 같은 사항을 포함합니다:

- (a) 북한으로 인한 한반도의 정치적 불안정성;
- (b) 주로 순환출자구조에서 비롯된 많은 기업들의 상대적으로 취약한 기업지배구조; 및
- (c) 상대적으로 낮은 배당금 지급으로 입증되는 바와 같이, 한국 기업들이 주주이익 증대를 우선시하지 않는 경향.⁷⁰

60. 이러한 요인들은 오랫동안 계속 존재해 왔습니다. 다만, 그중 한가지 요인(대부분 재벌의 순환출자구조)과 관련하여 한국은 계열사들 간의 순환출자구조를 제한하는 법령을 도입하여⁷¹ 한국 공정거래위원회를 통해 한국 재벌기업들이 소유권의 투명성을 증대하기 위해 지주회사제도(보다 복잡한 상호출자구조나 순환출자구조가 아닌, 단일

⁶⁹ James Dow 교수 전문가보고서, 2019. 9. 27, **RER-1**, 제150항, 제162항-제164항 (LG와 SK의 예시).

⁷⁰ “전세계적으로 가장 저평가된 한국 주식: 연구”, 코리아헤럴드, 2017. 2. 26., **R-151**; “애널리스트들, 평화 협정을 예상하며 ‘한국 디스카운트’ 종결 기대”, 연합뉴스, 2018. 4. 19., **R-161**.

⁷¹ 1999년, 한국은 독점규제 및 공정거래에 관한 법률(이하 “**공정거래법**”)에 “지주회사” 제도를 도입하여, 모든 “지주회사”로 하여금 공정위에 등록하도록 하였으며, 지주회사들과 자회사들이 계열회사들에 보유할 수 있는 주식에 대한 제한사항을 규정하였습니다. 공정거래법, 1999. 4. 1., **R-37**. 공정거래법은 2013년 말에 개정되어, 2014년 7월 25일 현재 단일 기업 그룹 내에서 기존의 상호출자구조를 강화하기 위한 신규 순환지분투자 및 추가 주식의 인수를 금지하였습니다. 공정거래법, 2014. 7. 25. **R-65**, 제9조의2 제2항. 기업들에게 이전에 보유하고 있었던 상호출자구조를 유지하는 것은 허용하되, 점진적이고 자발적으로 이러한 상호출자구조를 해제하도록 권장하였습니다. 공정거래위원회 경쟁정책, “2014년 기업그룹들의 상호출자구조에 관한 정보 공개”, 2014. 8. 27., **R-66**.

모회사가 여러 자회사들에 대한 주식을 보유하는 제도)를 도입할 것을 권고하였습니다.⁷²

61. 지난 20년간, 다수의 한국 대기업들은 상호출자구조를 단순화하고 지주회사체제로 전환하기 위한 수순을 밟아오고 있습니다.⁷³ 이후 수십년간 이러한 구조조정을 통해서도 “재벌 디스카운트”가 해소되고 있지 않습니다. 사실상, 재벌 디스카운트의 흔한 양상은 지주회사가 자신의 상장된 투자액의 합계액보다 저평가되는 경우 나타나는 지주회사 디스카운트입니다.⁷⁴ 그럼에도 불구하고, 다른 재벌기업들도 유사한 방식의 구조조정을 위한 조치를 취하며 그 뒤를 따랐습니다.⁷⁵

2. 삼성그룹

62. 청구인이 달리 주장하지 않는다 할지라도, 삼성그룹이 한국의 일부가 아니고 한국이 삼성그룹의 행위에 대한 책임을 지지 않는다는 것은 당연합니다. 또한, 한국은 한국법을 위반하였을 수 있는 삼성그룹이나 삼성그룹 측 임원들의 행위를 변호하려는 의도가 없으며, 위 행위들에 대한 책임 여부는 현재 진행 중인 국내 사법절차를 통해 최종 결정될 것입니다. 이에, 한국은 본건 합병에 관한 논의의 배경을 제공하기 위해 (공개된 정보를 근거로) 삼성그룹에 대한 간략한 설명을 제공하고자 합니다.

⁷² 공정거래위원회, 경쟁정책실, “지주회사에 관한 공정거래법 개정 업무”, 2006. 10., **R-49**, 2면.

⁷³ 2001년 4월, LG 그룹은 한국 대기업들 중 최초로 지주회사제도를 채택하였습니다; 또 다른 대기업인 SK 그룹은 2007년 7월 지주회사를 설립하기 위해 구조조정을 실시했습니다. 공정위 보도자료, “2007년 지주회사 현황,” 2007. 10. 4, **R-51**, 9면. 2014년 8월, 공정위는 한국 대기업 그룹사들 중 일부가 1년 내에 순환출자구조 고리수를 97,658개에서 483개로 자발적으로 감소시켰다고 보도하였습니다. 공정위 경쟁정책, “2014년 기업그룹들의 순환출자구조에 관한 정보 공개”, 2014. 8. 27., **R-66**. 삼성그룹은 삼성그룹 계열사들의 지분을 합병 및 처분하는 방식으로 2,541개의 순환출자구조를 자발적으로 해제하였습니다. 공정위 경쟁정책, “2014년 기업그룹들의 순환출자구조에 관한 정보 공개”, 2014. 8. 27., **R-66**.

⁷⁴ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제50항.

⁷⁵ “에널리스트들, 평화 협정을 예상하며 “중전’한다면...한국증시 디스카운트 해소될까”, 연합뉴스, 2018. 4. 19., **R-161**.

a. 배경

63. 삼성 그룹은 1938년 3월 대구에서 작은 상회로 시작한 한국 재벌입니다. 1987년 창업주 █████ 회장의 별세와 함께 삼성그룹은 4개 기업집단(신세계그룹, 씨제이그룹, 한솔그룹 및 삼성그룹)으로 분리되었습니다. 새로이 개편된 삼성그룹은 전기전자, 엔지니어링, 건설, 보험 및 첨단기술 제품을 담당하였습니다.⁷⁶ 이는 중앙집권적 경영(central management) 없이 각기 다른 사업을 보유하면서도 상호 출자한 다양한 기업들을 통하여, 즉 재벌로서 이루어진 것이었습니다.

b. 삼성물산

64. 삼성물산은 삼성그룹사들 중 하나이며 1938년에 설립되었습니다.⁷⁷ 전자공시(DART)시스템으로 알려진 한국의 기업 정보 공시 시스템⁷⁸에 따르면, 본건 합병 이전 삼성물산의 사업은 포괄적으로 건축부문과 무역부문으로 나눌 수 있었습니다.⁷⁹ 삼성물산의 건축부문은 국내외에서 건설, 토목, 플랜트 및 주택 사업을 운영하고 있고,⁸⁰ 무역부문은 자원개발, 철강, 화학, 산업재료 및 섬유 등의 분야에서 사업을 영위하고 있습니다.⁸¹
65. 한국이 확인한 보고서들에 따르면, 2015년 6월 11일(본건 합병에 대한 의결권을 행사할 수 있는 주주들을 결정하기 위해 삼성물산의

⁷⁶ “삼성의 역사(1938-현재)”, Lifewire, 2019. 8. 21. 업데이트, **R-177**.

⁷⁷ 삼성물산 보도자료, “제일모직-삼성물산 간의 합병”, 2015. 5. 26., **C-17**, 1면.

⁷⁸ DART(전자공시시스템)는 기업들로 하여금 온라인상으로 공개자료를 제출하도록 하여 투자자들 및 기타 사용자들에게 즉시 공개되는 전자공시 시스템입니다 (<https://englishdart.fss.or.kr/>).

⁷⁹ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항에 관한 보고”, 2015. 5. 26., **R-82**, 3면.

⁸⁰ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주주총회 소집공고”, 2015. 7. 2., **R-117**, 7면.

⁸¹ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주주총회 소집공고”, 2015. 7. 2., **R-117**, 7면.

주주명부를 폐쇄한 날) 당시 삼성물산의 주주들은 아래 표에 기재된 바와 같습니다.

분류	지분(%)	주주	지분(%)
삼성 계열사들	19.78	삼성 SDI	7.18
		██████████	1.37
		삼성복지재단	0.14
		삼성문화재단	0.08
		██████████	0.02
		삼성화재해상보험	4.65
		삼성생명보험	0.22
		KCC	5.96
		기타	0.16
		국내기관	22.26
한국투자신탁운용	2.87		
삼성자산운용	1.76		
KB 자산운용	0.34		
미래에셋자산운용	0.31		
교보약사자산운용	0.29		
트러스톤자산운용	0.22		
엔에이치-씨에이자산운용	0.12		
신영자산운용	0.11		
키움자산운용	0.11		
공무원연금공단	0.2		
대한지방행정공제회	0.2		
과학기술인공제회	0.2		
기타(불명)	4.32		
외국인 투자자들	33.53		
		BlackRock	3.12
		Mason Capital	2.18
		GIC Private Limited (<i>GIC</i>)	1.47
		Fidelity International	1.29
		Vanguard Group	1.28
		Dimensional Fund Advisors	1.20

분류	지분(%)	주주	지분(%)
		SAMA Foreign Holdings (SAMA)	1.11
		Abu Dhabi Investment Authority(ADIA)	1.02
		Canada Pension Plan Investment Board (CPPIB)	0.21
		Norges Bank, 노르웨이 중앙은행	1.05
		People's Bank of China	0.79
		Stichting Pensioenfonds ABP (또는 APG), 네덜란드 연금기금	0.61
		쿠웨이트 정부	0.55
		Credit Suisse	0.54
		Government Pension Investment Fund of Japan (GPIF)	0.54
		Legal & General	0.46
		BNP Paribas Fund	0.41
		Schroders	0.30
		California Public Employees' Retirement System (CalPERS)	0.26
		UBS	0.23
		City of New York Trust	0.20
		JP Morgan	0.20
		Caisse de dépôt et placement du Québec (CDPQ), 퀘벡 연금기금	0.21
		Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund (TIAA-CREF)	0.19
		KBC Asset Management	0.10

분류	지분(%)	주주	지분(%)
		Aberdeen Standard Investments	0.08
		Allianz Global Investment	0.08
		Pictet Asset Management	0.08
		State Street Bank	0.07
		Parametric	0.07
		Sjunde AP-Fonden, 스웨덴 연금기금	0.06
		Charles Schwab	0.05
		Swedbank Robur	0.05
		기타(불명)	6.35
기타	24.43	일성제약	2.11
		우리사주조합	0.09
		기타(불명)	22.23
			100

표 1: 2015년 7월경 삼성물산 주주들⁸²

66. DART(전자공시시스템)의 삼성물산 공시자료에 따르면, 2015년 6월 말 기준(본건 합병 전)으로, 삼성물산은 삼성전자(발행주식의 4.06%) 및 삼성 SDS(발행주식의 17.08%)를 비롯한 다수의 다른 삼성그룹사들의 주식을 보유하고 있었습니다.⁸³

⁸² 해당 표는 본 각주에 기재된 것을 비롯한 공개 자료들을 근거로 작성되었으며, 지분율은 다음 출처 중 하나 이상을 기준으로 작성된 추정치입니다: DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015. 6. 12., R-100, 60-61면; “국민연금 찬성해도 부동산 30%...삼성, 15% 더 얻어야 합병 성사”, 2015. 7. 9., R-125; “삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주 면면은”, 연합뉴스, 2015. 7. 13., R-132; “제일모직-삼성물산 합병 ... 삼성물산 우선주 발행 방법은?”, News1, 2015. 5. 26., R-83; “장기투자 외국인 삼성물산 합병 찬성 가능성”, 한국경제, 2015. 7. 13., R-133; “삼성물산-제일모직 동시 투자 외국인 주주들 ‘합병 저울질’”, 조선비즈, 2015. 7. 5., R-119.

⁸³ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “대규모기업집단 현황 공시”, 2015. 8. 31., R-145.

c. **제일모직**

67. 제일모직(구, 삼성 에버랜드)은 패션 및 건축 사업에 주력하고 있는 삼성 그룹사들 중 하나입니다. 공개된 보고서에 따르면, 제일모직은 1963년에 설립되어 건축, 레저(놀이공원 및 골프장), 푸드 케이터링 및 패션 분야에서 사업을 운영해오고 있습니다.⁸⁴ 2014년 12월, 제일모직은 기업공개(IPO)를 실시하여 한국거래소에 제일모직 주식을 상장하였으며, 그 주식은 한국종합주가지수(KOSPI)에 포함되어 있습니다.
68. 한국이 확보한 보고서에 따르면, 2015년 6월 11일 당시 제일모직 주주들로는 국민연금(5.04% 지분 보유) 및 *Caisse de dépôt et placement du Québec(CDPQ)*(퀘벡 연금기금), 미국의 Teachers Insurance and Annuity Association of America-College Retirement Equities Fund (*TIAA-CREF*) 및 Canada Pension Plan Investment Board (*CPPIB*) 등 다수의 해외 연기금이 있었습니다.⁸⁵

3. **2014년 본건 합병에 대한 시장의 소문**

69. 보고서에 따르면 삼성그룹이 2013년 및 2014년에 기업 구조조정 작업에 착수하였음을 알 수 있습니다.⁸⁶ 또한, 2014년 5월 10일,

⁸⁴ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, "주요사항보고서", 2015. 5. 26., **R-82**, 9면. 삼성물산 보도자료, "제일모직-삼성물산 간의 합병", 2015. 5. 26., **C-17**, 1면; Macquarie 보고서 발취, "제일모직", 2015. 1. 29., **C-146**, 1면 ("삼성그룹 계열사들 중 하나로, 제일모직은 건설, 레저(놀이공원), 식음료 케이터링 및 패션 사업부문을 운영하고 있다").

⁸⁵ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, "[기재정정]주요사항보고서", 2015. 6. 12., **R-100**, 60-61면; "삼성물산-제일모직 동시 투자 외국인 주주들 '합병 저울질', 조선비즈, 2015. 7. 5., **R-119**; "제일모직-삼성물산 합병...물산 우선주는 어떻게 교부하나", 뉴스1, 2015. 5. 26., **R-83**; "장기투자 외국인 삼성물산 합병 찬성 가능성", 한국경제, 2015. 7. 13., **R-133**; "삼성물산 합병 좌우할 외국인 주주 면면은", 연합뉴스, 2015. 7. 13., **R-132**; [REDACTED], [REDACTED] 및 특정 삼성그룹 법인들도 제일모직 지분을 보유하고 있었습니다. 제일모직 DART 공시자료, "[기재정정]주요사항보고서", 2015. 6. 19., **R-106**, 11면, 67면.

⁸⁶ 메리츠증권, "삼성그룹 지배구조 이슈", 2014.5.20., **R-62**, 14 면.

삼성그룹 [redacted] 회장이 심장병으로 쓰러지자, 삼성그룹의 승계 계획에 대한 추측이 언론에서 흘러나오기 시작하였습니다.⁸⁷

70. 아래 표는 삼성그룹이 이 기간 동안 진행한 구조조정 내용을 정리한 것입니다:

일자	삼성그룹의 단계별 구조조정
2013년 9월	삼성에버랜드가 제일모직 패션사업을 인수하고 삼성 SDS는 삼성 SNS와 합병하기로 결정함. ⁸⁸
2014년3월	삼성SDI가 제일모직 및 나머지 전자 소재 및 화학사업부문을 흡수합병할 것이라고 발표함. ⁸⁹
2014년6-7월	삼성에버랜드가 IPO 계획을 발표하고, 회사 명칭을 제일모직으로 변경함. ⁹⁰
2014년9월.	삼성중공업이 삼성엔지니어링과의 합병을 발표함. 이 합병은 무산되었으며, 삼성엔지니어링이 주주들에게 지급할 주식매수청구가격이 지나치게 높았던 것이 원인이었다고 보도됨. ⁹¹

⁸⁷ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4.4., 제 23 항; [redacted] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 21 항; "삼성전자 [redacted] 회장 심장마비로 쓰러져", The Wall Street Journal, 2014. 5.11., C-3; "삼성 경영승계, 어디까지 가나", 연합뉴스, 2014.5.15., C-4; "포스트 [redacted] 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭)아래 헤쳐모여", 매일경제, 2014. 5.19., C-5; "삼성총수, 심장마비 후 안정세", 뉴욕타임즈, 2014.5.11., C-125 참조.

⁸⁸ "삼성 사업개편 2 탄: 삼성 SDS와 삼성 SNS 합병", 한국경제, 2013. 9.27., R-56.

⁸⁹ DART(전자공시시스템) 삼성 SDI 공시자료, "주요 안건에 대한 보고서", 2014.3.31., R-58, 3-4 면; "한국 삼성 SDI 제일모직 소재사업부문 인수", 로히터, 2014.3.31., R-59.

⁹⁰ "삼성그룹의 사업 및 지배구조 개편 주요 사건", 연합뉴스, 2015.9.27., R-85.

⁹¹ DART(전자공시시스템) 삼성중공업 공시자료, "주요 안건에 대한 수정 보고서", 2014.9.15., R-67, 8 면; "삼성중공업-삼성엔지니어링 합병 무산", 한겨레, 2014.11.19., R-72.

일자	삼성그룹의 단계별 구조조정
2014년11월	삼성SDS가 IPO를 통해 주식을 KRX에 상장함. ⁹²
2014년 12월	제일모직이 IPO를 통해 주식을 KRX에 상장하고, 그 주식이 KOSPI에 편입됨. ⁹³

표 2: 삼성그룹이 수행한 단계별 구조조정 ⁹⁴

71. 2014년 5월 말, 언론에서는 제일모직(당시 삼성 에버랜드)의 상장 가능성 및 삼성그룹 내에서, 아마도 제일모직과 다른 삼성그룹 상장사가 합병할 가능성이 있다는 추측이 떠돌았습니다.⁹⁵
72. 2014년 9월부터 언론은 삼성지주회사 설립의 일환으로 삼성물산과 제일모직이 합병할 것이며, 다른 삼성 계열사들은 지주회사 산하의 제조회사들과 금융회사들로 나뉠 것이라고 예측하였습니다.⁹⁶ 다른 언론 보도에서는 삼성물산과 제일모직이 각각 건설사업을 영위하고 있다는 사실에 초점을 맞추고, 양사의 합병 가능성으로서 삼성그룹이 건설사업을 하나의 회사로 통합할 것으로 예상하였습니다.⁹⁷ 2014년

⁹² "삼성 SDS 상장... 시총 순위 5 위", 연합뉴스, 2014.11.14., R-71.

⁹³ "제일모직 상장 첫날 흥행대박 ... 시총 순위 13 위 마감", 뉴데일리, 2014.12.18., R-76.

⁹⁴ "삼성그룹 사업 및 기업지배구조 개편 주요 사건", 연합뉴스, 2015. 5. 26., R-85.

⁹⁵ "포스트 [] 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭)아래 헤쳐모여", 매일경제, 매일경제, 2014.5.19., C-5, 4-5 면.

⁹⁶ "삼성물산 어디로: []의 '건설'", 비즈워치, 2014.9.5., C-7. "삼성중공업, 25 억 달러로 삼성엔지니어링 흡수합병", 로히터, 2014.9.1., C-6; "내달 제일모직 상장 ... 삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동", 매일경제, 2014.11.15., R-73; "삼성중-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까", 조선비즈, 2014.10.22, R-69 참조.

⁹⁷ "삼성의 '사업재편 열차', 종착역은?", 머니 S, 2014.9.16.; R-68; "삼성중-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까", 조선비즈, 2014.10.22, R-69.

11월 제일모직의 IPO발표는 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 있을 것이라는 언론의 예측에 힘을 실었습니다⁹⁸

4. 본건 합병 소문에 대한 엘리엇 그룹의 대응

73. 청구인은 2014년 당시 삼성물산과 제일모직 간의 합병 가능성 소문에 대해 이미 알고 있었음을 인정하고 있습니다.⁹⁹ 청구인측 증인인 ██████████ ██████████는 증인진술서에서 2015년 1월에 삼성물산과 제일모직 간의 합병 가능성에 대한 정보를 검토한 바 있으며, 실제로 그 당시에 “이런 소문을 대략적으로 알고 있었습니다”라고 진술하고 있습니다.¹⁰⁰ 그는 삼성물산과 제일모직 간의 합병 가능성을 포함하여 “다양한 전략적 합병 시나리오에 관한 소문이 있었습니다”라고 진술하였습니다.¹⁰¹
74. ██████████는 또한 엘리엇 그룹이 2015년 1월, 곧 이뤄지리라 예상되었던 합병¹⁰²에 대해 “보호조치”를 취하였다고 설명하고 있습니다. 그가 진술한 바에 따르면, “보호조치”에는 엘리엇 그룹의 삼성물산 “주식매수”가 포함되었으며,¹⁰³ 2015년 2월 4일 이미 삼성물산 이사회에 보낸 서신을 통해 “제일모직과의 합병 소문에 대한 엘리엇의 우려”를 표명하였다고 진술하였습니다.¹⁰⁴
75. 증거에 따르면, 2015년 3월 전에 엘리엇 그룹은 국민연금에 합병에 대해 어떻게 의결권을 행사할 것인지 확인하기 위한 노력의 일환으로 국민연금에 관한 보고서를 의뢰하였고,¹⁰⁵ 2015년 3월 및 4월에

98 “내달 제일모직 상장 ... 삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, 매일경제, 2014.11.15., R-73; “연일 놀라게 하는 삼성... 전문가들이 뽑은 다음 시나리오는”, 조선비즈, 2014.11.25., R-74.

99 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 20 항-21 항.

100 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 20 항-21 항.

101 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 21 항.

102 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 23 항.

103 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 23 항(i)항.

104 ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 23(ii)항.

105 동 보고서 초안은 2015년 3월 1일에 이미 제공되었습니다. IRC, “대한민국 국민연금기금 및 삼성보고서” (초안), 2015.3.1., C-151.

삼성물산 및 국민연금과 본건 합병에 관하여 집중적으로 연락을 하였습니다.¹⁰⁶

5. 공식 합병 발표

76. 2015년 5월 26일, 삼성물산과 제일모직은 각 이사회에서 제일모직이 삼성물산을 흡수합병하기로 결정하는 안건을 승인하였음을 공식 발표하였습니다.¹⁰⁷ James Dow 교수가 언론보도에 대한 검토를 토대로 언급한 바와 같이, 이러한 공식 발표가 있기까지 수개월간 시장에서는 이미 이러한 거래가 제안될 것이라는 예측이 팽배하였습니다.¹⁰⁸ 삼성물산과 제일모직은 본건 합병안에 대한 주주들의 결의를 위해 각각 2015년 7월 17일 임시주총을 개최할 예정임을 공식 발표하였습니다.¹⁰⁹

¹⁰⁶ [redacted] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 23(iii)항, 제 28 항-32 항 참조; 삼성물산에 대한 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드의 서신, 2015.4.16., **C-163**. 한국은 삼성물산 및 국민연금측의 문서 및 증인에 대한 접근상의 제약으로 [redacted]의 증인진술서에 기술된 의사교환 내용 및 증인진술서에서 언급한 2015년 3월 및 4월 서신의 진실성에 대해 지금으로서는 어떠한 입장도 취하지 않을 것이며, 이에 대하여는 아래 제 118 항에서 더 자세히 설명드리겠습니다. 그러나, 국민연금이 2015년 3월 18일에 있었던 회의에서 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 심각한 손해를 끼칠 것임에 동의하였다는 EALP 및 [redacted]의 주장과 달리(예컨대, 수정 청구서면, 2019.4.9., 제 33 항, [redacted] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 28 항 참조), 한국은 국민연금이 2015년 6월 15일자 서신에서 “국민연금은 예상되는 합병에 관해 [엘리엇 그룹]에게 어떠한 형태나 양식의 의사 또는 입장을 표명한 바 없습니다”라고 명확히 입장을 밝힌 것을 강조하고자 합니다. 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드에 대한 국민연금의 서신, 2015.6.15., **C-201**. 또한 국민연금은 역시 2015년 3월 18일자 회의에 참석했던 모건스탠리(Morgan Stanley)의 한국 담당 이사로부터 해당 회의에서 “특정 개별 회사의 합병 건”이 언급조차 되지 않았다는 내용의 확인서를 받았습니다. 모건스탠리 한국 담당 이사 [redacted]가 서명한 “사실관계 확인서”, 날짜미상, **R-210**.

¹⁰⁷ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정” 삼성물산 작성, 2015. 5. 26., **C-16**, 제 1 장 (“제일모직-삼성물산 흡수합병”); **C-178**.

¹⁰⁸ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 53 항.

¹⁰⁹ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정”, 2015. 5. 26., **C-16**, 제 4 면, 제 5 면, 제 7 면; DART(전자공시시스템) 제일모직 공시자료 “회사합병 결정” **C-178**, 제 4 면, 제 7 면.

77. 또한, 삼성물산과 제일모직은 신설 법인(이하 “신설 삼성물산”)에 대한 주식교환비율이 제일모직 1주당 삼성물산 약 0.35주(즉, 본건 합병비율인 1:0.35)가 될 것이라고 발표하였습니다.¹¹⁰ 이러한 비율은 한국의 자본시장법에 따라 결정되었습니다. 동 법은 상장기업들 간의 합병을 규율하며, 합병비율을 최근 1개월, 최근 1주일 및 최근일의 (거래량 가중평균) 평균 증가를 이용하여 산출할 것을 요구하고 있습니다.¹¹¹
78. 양사의 합산된 시가총액에 비추어 볼 때,¹¹² 본건 합병은 한국 역사상 가장 큰 규모의 합병이 될 전망이었습니다.
79. 한국은 당연하게도 삼성물산과 제일모직이 본건 합병을 제안한 이유를 입증할 수 없으며, EALP, 국민연금 및 기타 시장에 알려진 양사의 공시자료 내용만 제시할 수 있습니다. DART(전자공시시스템)의 삼성물산 공시자료에 따르면, 삼성물산은 건설사업 강화와 동시에 패션과 같은 새로운 사업라인을 포함하는 사업 포트폴리오 다각화를 목표로 하고 있다고 밝혔으며, 제일모직은 건설사업의 핵심 역량 확보, 프로젝트 입찰에서 경쟁우위 확보를 위한 다각화, 및 패션 및 외식사업의 해외판매 인프라 강화를 기대하고 있다고 밝혔습니다.¹¹³ 삼성물산의 언론보도에 따르면, 본건 합병의 전략적 배경은 “양사가 패션, 식음, 건설, 레저 및 바이오 산업 부문에서 인간의 삶 전반에 걸친 프리미엄 서비스를 제공하는 글로벌 초일류 기업으로 성장하기 위한 것”이었습니다.¹¹⁴
80. 본건 합병에 대한 긍정적인 견해를 가진 최소 21명의 한국 증권 시장의 애널리스트들을 포함하여, 다수의 시장 논평가들은 회사가 밝힌

¹¹⁰ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산/회사합병 결정”, 2015. 5. 26., **C-16**, 1 면.

¹¹¹ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1., **R-24**, 제 165 조 제 4 항.

¹¹² James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 58 항.

¹¹³ DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항보고서”, 2015. 5. 26., **R-82**, 5-6 면.; DART (전자공시시스템) 제일모직 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015. 6. 19., **R-106**, 10 면.

¹¹⁴ 삼성물산, 언론보도, “제일모직 및 삼성물산의 합병”, 2015. 5. 26., **C-17**.

본건 합병의 전략에 동의하였습니다.¹¹⁵ 일부 시장 애널리스트들은 본건 합병으로 매출이 10% 증가할 수 있으며, 지주회사가 된 이후 자회사들이 삼성 브랜드를 사용함으로써 신설법인 삼성물산이 0.2%의 로열티 수입도 받을 수 있을 것으로 예측하였습니다.¹¹⁶ 또한, 일부 애널리스트들은 이에 대해 의구심을 가지기도 하였으나¹¹⁷, 많은 애널리스트들은 합병으로 인한 지주회사 체제 전환이 가치를 창출할 것이라고 예상하였습니다.

81. 본건 합병에 대한 공식 발표 직후 한국거래소 시장에서 양사의 주가는 급등하였습니다. 이전 거래일에 비해 제일모직은 14.98%, 삼성물산은 14.83% 상승하였으며, 이는 1일 거래일 가격 제한 폭에 대한 법적 한도인 15%의 변동율에 육박한 것이었습니다.¹¹⁸ 이는 Dow 교수 전문가 보고서에서 발췌한 아래 그림에서 보시는 바와 같습니다.

¹¹⁵ 윤상호, “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?”, 디지털데일리, 2015. 7. 8., **R-11**. 김지현, 이건혁, “삼성물산 합병 찬성했던 증권사 상당수 ‘지금 판단해도 찬성’”, 동아일보, 2016. 11. 25., **R-19**.

¹¹⁶ “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015. 5. 27., **R-86**, 9 면; “합병의 영향 및 주가 방향에 대한 고려”, KB, 2015. 5. 27., **R-87**, 7 면.

¹¹⁷ “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015. 5. 27., **R-86**, 1 면, 5 면, 8 면.

¹¹⁸ “주가 10% 오른 삼성물산 더 요동칠듯”, 매일경제, 2015. 6. 4., **R-88**.

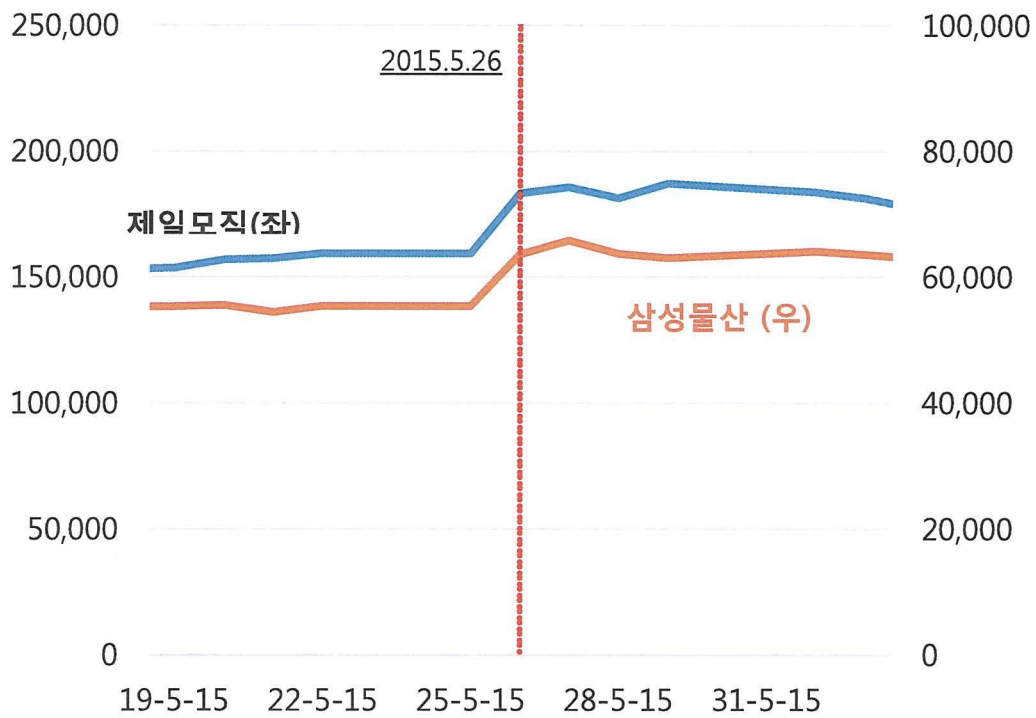


그림 4: 삼성물산 주가¹¹⁹

82. 물론, 상장회사들의 합병에 대해 비난하는 자가 없을 수는 없으며, 시장에서는 1:0.35이라는 본건 합병비율에 대하여 상충된 견해가 표출되었습니다. 한국기업지배구조원 및 ISS(Institutional Shareholder Services)를 포함한 일부 외부기관은 본건 합병비율을 비판하고, 삼성물산 주주들이 본건 합병에 반대 표결을 해야 한다고 권고하였습니다.¹²⁰ 반면, 주목할 만한 점은 ISS 보고서 등이 제일모직 주주들(국민연금 포함)은 본건 합병에 찬성 투표를 해야 한다고 권고했다는 점입니다.¹²¹

¹¹⁹ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 표 2, 9 면.

¹²⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 67 항-제 68 항.

¹²¹ ISS Proxy Advisory Services, “제일모직: 의결권위임경고(Proxy Alert)”, 2015. 7. 8., **R-122**.

83. 또한, 다른 다수의 애널리스트들도 신설 삼성물산의 잠재적 미래 가치를 인정하였습니다.¹²²
- (a) 예컨대, 한 보고서는 “합병이 성공하면 긍정적 주가흐름이 예상”된다고 언급하였습니다.¹²³ 동 보고서는 “삼성물산 투자자 입장에서는 장기적으로 합병회사의 기업가치 증대를 위한 여러 가능성이 열려 있어 투자수익률 측면에서 충분히 만회가 가능할 것으로 기대된다”고 보고하였습니다.¹²⁴ 또한, 동 보고서는 “합병에 성공하면 주주총회일부터 일년간 50% 이상의 기대 수익 창출이 가능”하다고 예측하였습니다.¹²⁵
- (b) 또다른 보고서는 “합병건에 대해 투자자들이 찬성하는 것이 유리하다고 판단”하면서 그 이유는 “삼성물산과 제일모직의 합병이 성공할 경우 예상되는 기대수익율이 30~37%에 이를 뿐 아니라, 이번 이슈는 단순히 두 회사만의 이슈가 아니라 삼성전자에까지 그 영향력이 확대될 것으로 예상되기 때문”이라고 권고하였습니다.¹²⁶
84. 한편, 일부 애널리스트들은 본건 합병에 대한 반대 표결로 인하여 삼성물산 주가가 22% 이상 하락할 수 있다고 보고하였습니다.¹²⁷

6. 엘리엇 그룹의 본건 합병 반대 및 소송 제기 위협

85. 엘리엇 그룹은 즉각 본건 합병에 반대하였습니다. 실제로 청구인은 명시적으로 본건 합병에 반대하기 위해 삼성물산 주식을 매입하였다고 주장하고 있습니다.¹²⁸ 그렇게 함으로써, 엘리엇 그룹은 주가에 영향을 미치고 본건 합병을 저지하며, 소송을 제기하는 전략을 추구할

¹²² 용환진, “삼성물산-제일모직 합병 ... 증권사 20 곳 ‘시너지 크다’”, 매일경제, 2015. 6. 21., **R-8**.

¹²³ 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015. 6. 22., **R-107**.

¹²⁴ 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015. 6. 22., **R-107**.

¹²⁵ 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015. 6. 22., **R-107**.

¹²⁶ BNK 투자증권, “삼성물산/제일모직 합병”, 2015. 6. 18., **R-105**.

¹²⁷ ISS Proxy Advisory Services Report, 2015. 7. 3., **C-30**.

¹²⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 46 항 (a).

목적으로 고안된 공격적인 전술을 펼쳤습니다. 아래 논의된 바와 같이, 그러한 전술은 엘리엇 그룹의 전형적인 운영 방식입니다.

a. 다른 주주들에게 위대한 엘리엇 그룹의 “먹튀” 투자전략에 대한 평판

86. 청구인 EALP가 소속되어 있는 엘리엇 그룹은 미국, 런던, 홍콩 및 동경에 사무실을 두고 있는 미국의 투자펀드 그룹으로, 미화 350억 달러 이상의 자산을 운용하고 있다고 알려져 있습니다. 1977년 이래 동일한 경영진이 운영하고 있습니다.¹²⁹
87. 그런데 엘리엇 그룹은 일반적인 투자자가 아니며, 수익목표를 달성하기 위해 소송에 지나치게 의존하는 공격적 투자자 행동주의를 구사한다는 평판을 수년 간 받아왔습니다.
88. 엘리엇 그룹은 “때로 실적이 부진한 회사의 주식을 매입하여 그 경영진에게 변화를 요구하는 행동주의 투자자로 월스트리트에서 잘 알려져 있습니다”.¹³⁰ 또한 2017년에 발간된 한 보고서에 따르면:
- 지난 5년간 엘리엇은 최소 12개국에서 50개 이상의 회사(올해만 19개 회사)에 행동주의 캠페인을 실행하였다. 해당 기간 중 삼성과의 분쟁이 유일하게 표결까지 이르렀고, 또한 엘리엇이 원하는 것을 얻지 못한 유일한 경우로서, 이는 엘리엇이 경영진에게 자신의 요구에 동조하도록 얼마나 효과적으로 압력을 행사하는지 보여준다.¹³¹
89. 엘리엇 그룹의 악명 높은 투자 전략 중 하나는, 경제상황이 좋지 않은 국가의 국채를 액면가에 인수하고 엄청난 이자율로 그 상환을 요구하는 행태입니다. 예를 들어, 2000년대 초반 엘리엇 그룹은 이전에

¹²⁹ Mr ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 1 항.

¹³⁰ “헤지펀드, 아르헨티나의 경제몰락으로부터 20 억 달러 창출 어떻게 하였나”, The Washington Post, 2016. 3. 29., **R-147**.

¹³¹ “인사이드 엘리엇 매니지먼트: ██████████의 헤지펀드의 성공 비결”, Fortune, 2017. 12. 7. (2017. 12. 15. 업데이트), **R-154**.

할인가격으로 인수한 콩고공화국의 미화 3천만 달러 국채에 대하여 미화 1억 달러 이상의 이자를 성공적으로 회수한 것으로 알려진 바 있습니다.¹³² 또한 엘리엇 그룹은 아르헨티나 금융위기 당시 아르헨티나 채권단 90% 이상이 동의하였음에도 그룹의 행동주의에 따라 저지하려고 했던 국가부채 구조조정대상이었던 국채를 대폭 할인가격으로 인수한 뒤 그 전액을 상환받으려 하였으나 이에 실패하자, 외교면책특권을 무시하고 아르헨티나 군함을 볼모로 삼아 억류시켰던 것으로도 악명이 높습니다.¹³³ 2017년에서 2018년 사이 엘리엇 그룹의 전술이 끼친 영향 중 하나를 예로 들자면, 미국 의료기술회사인 Athenahealth는 엘리엇 그룹의 압력 행사로 인하여 400명 이상의 직원을 해고하였습니다.¹³⁴

90. 엘리엇 그룹이 페루에 대하여 구사하였던 전술과 관련하여 한 미국 판사는 아래와 같이 기술하였습니다:

1995년 10월 초부터 엘리엇의 국채 전략은 *소송 제기*에 중점을 두었다. 엘리엇 회장인 ████████는 “페루는 우리에게 전액 상환하거나 소송 당할 것”이라고 간결하게 언급한 바 있다. 엘리엇이 페루 국채를 매입하기 시작한 때인 1996년 1월 상황에서 엘리엇이 전액상환 목표를 달성할 수 있는 방법 중 유일하게 믿을 만한 것은 소송을 제기하는 것이었다. 엘리엇 회장 ████████는 전액상환 요구 및 소송

132 “██████: Waterstones 에 주문을 건 비밀스러운 마법사”, The Guardian, 2018. 4. 28., **R-162**.

133 예컨대 “헤지펀드가 아르헨티나 해군 소속 선박을 물리적으로 통제하다”, Business Insider, 2012.10.4., **R-53**; “헤지펀드, 아르헨티나의 경제몰락으로부터 20 억 달러 창출 어떻게 하였나”, The Washington Post, 2016. 3. 29., **R-147**. 해당 군함은 가나(Ghana)에 대한 국제해양법재판소의 판결에 따라 결국 석방되었습니다. “ARA Libertad” Case (Argentina v Ghana) (ITLOS Case No. 20), 명령, 2012. 12. 15., **R-54** 참조.

134 “██████, 최후의 심판 투자자”, The New Yorker, 2018. 8. 27., **R-170**, 21 면.

제기가 엘리엇이 페루 국채를 매입할 당시 활용하였던
투자전략 중 하나였다고 인정한 적이 있다.¹³⁵

91. 엘리엇 그룹은 “오로지 단기 투자수익 확대를 목표”로 하는 투자자라고 비난받아 왔습니다.¹³⁶ 엘리엇 그룹의 공격적 투자자 행동주의 및 기업의 장기수익과 국가경제를 도외시하는 태도는 엘리엇의 최상부로부터 직접 내려온 것으로 보입니다: “엘리엇 설립자 겸 회장인 ██████는 자신이 원하는 것을 얻기 위해 소송을 이용한 전력이 있는 공격적인 전직 변호사입니다”.¹³⁷
92. 아래 논의된 바와 같이, 이익추구를 위해 공격적 행동주의 및 소송 위협을 통하여 단기투자를 목적으로 기업에 투자하는 이러한 전략은 정확히 엘리엇 그룹이 삼성물산/제일모직에 대하여 고안하고 적용한 접근법과 정확히 일치합니다.

**b. 엘리엇 그룹은 삼성물산 및 국민연금 등이 자신의 입장에
따르도록 압력을 가하기 위해 위협을 가함**

93. 2015년 초반부터 엘리엇 그룹사인 엘리엇 어드바이저 홍콩(이하 “엘리엇 홍콩”)은 본건 합병에 반대하기 위해 삼성물산 이사회에 압력을 행사하는 공격적 서신을 발송하기 시작하였고, 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 손해가 될 것이라고 주장하였습니다.¹³⁸
- (a) 2015년 5월 27일, 엘리엇 홍콩은 삼성물산에 서신을 발송하여, 삼성물산 이사진과 경영진이 위법한 음모를 꾸미고 있다고 비난하였으며, 엘리엇이 요구하는 바를 들어주지 않을 경우 소송을

¹³⁵ Elliot Associates, LP v Republic of Peru, 12 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998), **R-36** (강조추가).

¹³⁶ “[7 월 17 일자 삼성주총] BlackRock 최고경영자 ██████, “행동주의 투자자들, 기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐”, 한국경제신문, 2015. 7. 16., **R-138**.

¹³⁷ “10,000%의 수익 추구”, Bloomberg, 2016. 11. 22., **R-148**.

¹³⁸ 삼성물산에 대한 엘리엇 서신, 2015.2.4., **C-11**. 국민연금에 대한 엘리엇 서신 참조, 2015. 6. 4., **C-187**.

제기하겠다고 위협하였습니다. 특히 엘리엇 홍콩은 삼성물산에 다음의 서신을 발송하였습니다:

우리는 귀사에 설명한 상황이 제일모직, 그 임원진(그림자 이사 또는 사실상의 이사를 포함) 및 경영진과 귀사 임원진 및 경영진 간에 위법한 음모가 존재함을 시사할 수 있다는 점을 우려하고 있습니다. 당사, 당사 계열사 및 개인들은 한국 및 다른 관할권 내에서 귀사 및 개별 임원을 상대로 모든 가능한 청구원인 및 법적구제수단을 구할 권리가 있습니다.¹³⁹

- (b) 엘리엇 홍콩은 2015년 5월 29일 한국 금융위원회에, 2015년 6월 8일 한국 공정거래위원회에 각각 서신을 보내어 본건 합병의 정당성에 의문을 제기하고 조사를 요청하였습니다.¹⁴⁰
- (c) 또한 엘리엇 홍콩은 국민연금, 삼성 SDI, 삼성화재보험 경영진을 포함한 삼성물산의 다른 대주주 경영진에게도 압력을 행사하고 때로는 위협하는 서신을 발송하였습니다.¹⁴¹ 예를 들어 엘리엇 홍콩은 2015년 6월 3일자 국민연금에 대한 서신에서 다음과 같이 기술하였습니다:

더욱 폭넓은 관점에서, 국민연금이 주주 권리를 남용하는 본건 합병안과 같은 특정 거래들에 대해 공개적으로 반대 입장을 보이지 않는 경우, 한국 주식시장이 현재 직면한 “지배구조 미흡 디스카운트(governance shortfall discount)” 문제는 지속적으로 국민연금의 국내상장주식 포트폴리오에

¹³⁹ 삼성물산에 대한 엘리엇 서신, 2015. 5. 27., **C-179**.

¹⁴⁰ 한국금융위원회에 대한 엘리엇의 서신, 2015.5.29., **C-184**; 한국공정거래위원회에 대한 엘리엇 서신, 2015.6.8., **C-191**.

¹⁴¹ 국민연금에 대한 엘리엇 서신, 2015.6.3., **C-187**; 국민연금에 대한 엘리엇 서신, 2015.6.12., **C-200**; 국민연금에 대한 엘리엇 서신, 2015.6.12., **C-202**; “엘리엇, 삼성 자회사에도 서한...’삼성물산-제일모직 합병 비율 문제있다”, 한국경제, 2015. 6. 7., **R-96**.

있어 중대한 가치 상승 저지 요인이 될 실제적 위험이 있습니다.¹⁴²

94. EALP는 본건 합병 공식 발표일로부터 9일 후인 2015년 6월 4일 삼성물산 지분 7.12%를 보유하고 있음을 공식적으로 공개하였습니다.¹⁴³ 본 공개 후 곧바로 EALP는 2015년 6월 9일 본건 합병을 막기 위하여 한국 법원에 소송을 제기하여, 본건 합병안에 대한 찬반투표를 위한 삼성물산 임시주총 소집을 금지하도록 하는 결정을 신청하였습니다.¹⁴⁴
95. 2015년 6월 24일 EALP는 삼성물산 주주들에게 투표권 위임을 요청하며 위임장 대결(proxy battle)을 시작하였습니다. 삼성물산은 뒤따라 2015년 6월 25일 위임장 대리행사를 권유하였습니다.¹⁴⁵
96. 또한, 엘리엇 그룹은 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 불공정하다는 엘리엇 그룹 측의 입장을 공개적으로 표명하고, 소수주주들로 하여금 스스로 또는 EALP에 의결권을 위임하여 본건 합병에 반대 투표할 것을 권유하였습니다.¹⁴⁶ 이와 동시에, 몇몇 애널리스트들은 본건 합병이

¹⁴² 국민연금에 대한 엘리엇 서신, 2015.6.3., **C-187**, 4 면.

¹⁴³ 엘리엇 언론 보도, 2015. 6 월/7 월, **C-189**. 당시 엘리엇이 한국 법률상 공개요건을 준수했는지 여부에 관한 문제가 발생하였습니다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 제 147 조는 한국거래소 상장사 발행주 5% 이상을 보유한 투자자는 거래일 5 영업일 이내에 해당 지분에 대하여 한국금융위원회 및 한국거래소에 보고하도록 규정하고 있습니다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1., **C-213**, 제 147 조 제 1 항. 금융감독원은 엘리엇이 2015년 6월 3일 하루만에 삼성물산 주식 330만 주 이상을 매수했다고 보고한 엘리엇의 공시내용을 검토한 후, 엘리엇이 공시의무위반에 해당할 수 있다고 판단하였습니다. 동 사안은 2016년 검찰청에 통보되어 현재 수사가 진행 중입니다. “검찰, ‘5%룰’ 위반 엘리엇 수사 착수...실무자 소환”, 뉴시스, 2018. 5. 2., **R-164**. 한국은 진행 중인 수사결과를 전제로 투자의 위법성에 기반한 방어권을 유보합니다.

¹⁴⁴ 임시주총 결의안 통지 및 채택 등의 금지에 대한 엘리엇의 가처분 신청, 2015. 6. 9., **C-195**.

¹⁴⁵ DART (전자공시시스템) 엘리엇 공시자료, “수정보고서”, 2015. 6. 30., **R-112**, 6-8 면.; DART (전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “참고서류”, 2015. 6. 25., **R-111**.

¹⁴⁶ DART(전자공시시스템) 엘리엇 공시자료, “[기재정정]보고서”, 2015. 6. 30, **R-112**, 6-8면.

무산될 경우 삼성물산의 주가가 최대 22.6%까지 하락할 수도 있다고 보고하기도 하였습니다.¹⁴⁷

97. 이에 대응하여, 삼성물산은 국민연금 및 기타 기관주주들(싱가포르 국부펀드인 GIC Private Limited (GIC) 와 네덜란드 연기금인 APG 등)을 비롯한 다양한 주주들과 접촉하여, 삼성의 장기적 기업구조조정계획과 본건 합병 관련 주주들에 대한 잠재적인 경제적 혜택을 강조하며 그들로 하여금 찬성 투표하도록 설득하기 위해 노력하였습니다.¹⁴⁸
98. 2015년 7월 1일, 서울중앙지방법원은 EALP의 삼성물산 총회소집통지 및 결의금지등 가처분신청을 기각하였습니다.¹⁴⁹ 특히, 법원은 다음과 같이 판시하였습니다:
- (a) EALP가 삼성물산의 주주가 된 기간이 너무 짧고(특히, EALP가 최소 6개월 이상 회사 주식의 0.025% 이상을 계속 보유하고 있었어야 한다는 법적 요건을 충족하지 않았다는 점에서, EALP는 삼성물산 이사들을 상대로 유지청구권을 행사할 수 있는 요건을 갖추지 못하였음);¹⁵⁰

¹⁴⁷ ISS Proxy Advisory Services Report, 2015. 7. 3., **C-30**, 2면.

¹⁴⁸ “삼성물산 합병성공, 외국인과 소액주주 표심 어떻게 얻었나”, 비즈니스 포스트, 2015. 7. 17., **R-140**.

¹⁴⁹ 수정 청구서면, 2019, 4. 4., 제52항; 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015카합80582 판결, **R-9**, 9면.

¹⁵⁰ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015카합80582 판결, **R-9**, 6-8면. 한국 상법 제542조의6 제5항은 다음과 같이 규정하고 있습니다: “6개월 전부터 계속하여 상장회사 발행주식총수의 10만분의 50(대통령령으로 정하는 상장회사의 경우에는 10만분의 25) 이상에 해당하는 주식을 보유한 자는 제402조(제408조의9 및 제542조에서 준용하는 경우를 포함한다)에 따른 주주의 권리를 행사할 수 있다”. 한국 상법 제402조는 다음과 같이 규정하고 있습니다: “이사가 법령 또는 정관에 위반한 행위를 하여 이로 인하여 회사에 회복할 수 없는 손해가 생길 염려가 있는 경우에는 감사 또는 발행주식 총 수의 100분의 1 이상에 해당하는 주식을 가진 주주는 회사의 위하여 이사에 대하여 그 행위를 유지할 것을 청구할 수 있다.” 한국 상법, 2016. 3. 2., **R-16**, 제402조 및 제542조의6 제5항.

- (b) 본건 합병비율을 명백히 불공정한 것으로 간주할 수 없으며;¹⁵¹
 - (c) 본건 합병의 목적이 불합리하다는 EALP의 주장은 이유 없다.¹⁵²
99. 엘리엇 그룹의 위협 수위는 점점 고조되었습니다. 엘리엇 그룹은 국민연금 투자위원회 위원들을 비롯한 국민연금과 보건복지부 담당자들에게 수 차례 서신을 송부하여, 본건 합병에 대한 찬성 여부를 국민연금 투자위원회가 아닌 전문위원회에서 결정해야 한다고 주장하였습니다.¹⁵³ 예컨대, 엘리엇 홍콩이 송부한 2015년 7월 9일자 서신은 다음과 같이 명시하고 있습니다:

당사는 투자위원회나 기타 국민연금내의 기관이 국민연금의 본건 합병 찬성을 승인할 경우 **삼성물산 주주들 및 국민연금 이해관계자에게 상당한 회복할 수 없는 손실을 입힐 수 있는 매우 실제적이고 즉각적인 위험이 수반된다는 사실을 명시적으로 알리고자** 본 서신을 송부합니다.¹⁵⁴

100. (아래와 같이) 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표한 이후에도 이러한 협박은 계속되었습니다. 2015년 7월 24일자 엘리엇 홍콩의 서신은 다음과 같이 언급하고 있습니다:

당사 [엘리엇], EALP 및 당사의 관계 법인들과 개인들은 **손해배상, 정보공개 명령 및/또는 기타 형식의 법적 보상을 구하기 위한 목적으로, 투자위원회 각 위원들,**

¹⁵¹ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015카합80582 판결, **R-9**, 9-14면.

¹⁵² 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015카합80582 판결, **R-9**, 14면.

¹⁵³ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 보건복지부에 송부한 서신, 2015. 7. 7., **C-220**; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 7., **C-221**; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 보건복지부에 송부한 서신, 2015. 7. 8., **C-224**; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 8., **C-225**; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 전 대통령 비서실장에 송부한 서신, 2015. 7. 8., **C-226**; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 8., **C-228**.

¹⁵⁴ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 9., **C-228**, 2면(강조추가).

기금운용본부장 및 기타 국민연금 중역들을 상대로, 단독으로 또는 상기에 언급되었거나 당사가 국민연금에 송부한 기타 서신들에 언급된 사안들로 인해 영향을 받은 기타 법인들 및 개인들과 공동으로, 한국 및 기타 모든 관할권에서 가능한 일체의 소송과 법적 구제수단을 강구할 수 있는 권리를 보유하고 있습니다. 또한, 당사는 관할 규제당국 및 공공기관의 행동을 감독하는 기타 당국에 당사의 우려사항을 제기할 수 있는 권리를 유보합니다.¹⁵⁵

101. 앞서 언급한 바와 같이, EALP가 (궁극적으로는 실패하였으나) 다른 주주들로 하여금 EALP가 원하는 방식으로 본건 합병에 대한 의결권을 행사하도록 설득하고자 시도하였다는 점에서, 본건 합병에 대한 EALP의 문제제기는 본질적으로 주주간의 분쟁이라 할 수 있습니다.

c. 엘리트 그룹의 갑작스럽고 적대적인 행동주의가 야기한 대중의 우려

102. 2015년 6월 말경, 본건 합병에 대한 엘리트 그룹의 반대는 한국 대중들 사이에서 논쟁과 관심을 불러일으키기 시작했습니다. 본건 합병은 한국 역사상 가장 규모가 큰 거래들 중 하나였습니다.¹⁵⁶ 당시 한국 자본시장은 엘리트 그룹이 행한 것과 같은 공격적 행동주의를 접해본 경험이 거의 없었습니다. 언론에서 보도한 바와 같이, 2015년 6월 4일 엘리트 그룹이 본건 합병에 대한 자신의 반대 의사를 공개 발표하기 전에, 한국 자본시장은 과거 세 차례 정도 외국 행동주의 헤지펀드들의 목표물이 된 바 있습니다. 매번, 각 헤지 펀드들은 그린메일(greenmail) 전략¹⁵⁷ 을 통해 상당한 이익을 창출하고 한국에서 신속히 철수하였습니다.

¹⁵⁵ 엘리트 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 24., **C-246**(강조추가).

¹⁵⁶ "제일모직/삼성물산 상한가, 시총 4위 '굉충'", 데일리포스트, 2015. 5. 26., **R-84**.

¹⁵⁷ "SK-소버린, KT&G- [REDACTED], 삼성물산-헤르메스, 과거 외국계 펀드의 '먹튀'", 조선일보, 2015. 6. 4., **R-89**; "과거 SK-소버린 사태와 뭐가 다른가?", 매일경제, 2015. 6. 5., **R-92**; RA Brealey, SC Myers and F Allen, Principles of Corporate Finance (2006년 8차), **R-44**, 417-418면 ("주요주주와의 직접 협상을 통한 매수를 할 수

103. 2003년에 SK 그룹에 대한 적대적 인수를 시도하며 SK 그룹의 주식을 할인 가격으로 취득하기 위해 SK 그룹을 상대로 분식회계 혐의를 활용한 두바이 기반 펀드인 Sovereign Asset Management (이하 "Sovereign")가 이러한 헤지펀드들 중 하나입니다. 당시 SK 그룹은 석유/에너지/화학 부문 및 기타 다양한 부문에서 활발한 활동을 영위하고 있는 다양한 회사들로 구성된 재계 3위 재벌이었습니다.¹⁵⁸ Sovereign은 SK 그룹 이사회로 하여금 SK 그룹의 지배구조를 개선하도록 가열차게 압박을 가하고 당시 CEO를 몰아내고자 시도하였습니다. Sovereign의 적대적 인수 시도는 성공을 거두지 못했으나, Sovereign은 불과 2년만에 9천 3백억원(약 미화 7.85억달러)의 이익을 거둘 수 있었습니다.¹⁵⁹
104. 두 번째 행동주의 펀드인 Hermes Investment Management(이하"Hermes")는 과거 2004년에 삼성물산과 맞붙은 바 있습니다. Hermes는 삼성물산이 보유하고 있던 삼성전자 지분 3.4%를 부실자산이라 주장하며 해당 지분을 매각하도록 요구하였다고 알려져 있습니다. 뿐만 아니라, Hermes는 최초 매수일로부터 불과 8개월 만에 지분을 매각하여 300억원(약 미화 2.5천만 달러)의 수익을 얻고 투자를 회수하기 전에 주요 의사결정에 개입하기도 했습니다.¹⁶⁰

있다. 가장 흔한 예로는 그린메일(greenmail) 거래를 들 수 있는데, 이러한 거래에서는 예정된 인수거래의 대상회사가 적대적 입찰자가 인수한 주식을 매수함으로써 적대적 입찰자를 매수한다. "그린메일"은 입찰자가 만족하여 대상회사를 내버려 둘만한 가격으로 해당 주식을 매수하는 것을 의미한다. 이러한 가격이 대상회사측 주주들의 입장에서 항상 만족스러운 것은 아니다."). 890면, 998면 참조.

¹⁵⁸ "SK 운명 가를 3월12일 주주총회", 매일경제, 2004. 2. 19., R-41.

¹⁵⁹ "과거 SK-소버린 사태와 뭐가 다른가?", 매일경제, 2015. 6. 5., R-92; "Sovereign-
... 대부분의 투기 자본 "먹튀"", 코리아타임즈, 2018. 5. 18., R-165; 현대경제연구원, "제2의 소버린 사태를 막는 길", 2005. 8. 4., R-43.

¹⁶⁰ "[파이낸셜 포커스] 아르헨티나 디폴트 주역 엘리엇의 대공습", 중앙 매거진 이코노미스트, 2015. 6. 17., R-103; "영국 Hermes Investment, 한국 기업 지분 1조 4천억원 보유", 더인베스터, 2018. 5. 28., R-167; "헤지펀드, 한국기업들 약점 노리는 공매도자들", 비즈니스코리아, 2018. 5. 1., R-163; "영국계펀드, 삼성정밀화학 먹이감으로", 코리아타임즈, 2015. 7. 5., R-120.

105. 세 번째 헤지펀드는 미국 투자자인 [REDACTED]입니다. 2006년, [REDACTED]과 그의 파트너인 Steel Partners는 한국 최대 담배회사인 한국담배인삼공사(이하 "KT&G")를 타겟으로 하였습니다. 이들은 KT&G 주식의 6.59%를 매수하여 불과 10개월 만에 투자를 회수함으로써 1천 5백억원(약 미화 1.25억달러) 상당의 수익을 달성하였습니다.¹⁶¹ KT&G에 투자한 짧은 기간 동안, [REDACTED]과 Steel Partners는 단기 수익과 배당을 얻기 위해 인수를 시도하며 KT&G로 하여금 인삼 사업부문을 매각하도록 압박하였습니다. KT&G는 이러한 압박을 일부 수용하여 2.8조원 이상의 자금을 기업의 미래 성장에 투자하는 대신 주식을 매수하는데 지출해야만 했습니다.¹⁶²
106. 2015년 6월 엘리엇 그룹이 자신의 삼성물산 지분을 최초로 발표하고 본건 합병에 대해 공식적으로 반대한 직후, 한국 언론들은 놀라움을 금치 못했고 EALP가 지분공개(이에 의하면 EALP의 삼성물산 지분은 단 하루 만에 4.95%에서 7.12%로 증가하였습니다¹⁶³)를 지연한 것이 한국법상 적법한 것인지의 여부에 대한 의문을 제기하였습니다.¹⁶⁴
107. Sovereign과 [REDACTED]의 한국 시장 습격을 언급하며, 언론들은 엘리엇 그룹이 경영진으로 하여금 특정한 개선을 하도록 하는 압박이나¹⁶⁵ 인수 분쟁¹⁶⁶으로 인한 주가 급등 또는 본건 합병 이후 (시장에서 또는

¹⁶¹ "과거 SK-소버린 사태와 뭐가 다른가?", 매일경제, 2015. 6. 5., **R-92**; "Sovereign- [REDACTED] ... 대부분의 투기 자본 "먹튀"", 코리아타임즈, 2018. 5. 18., **R-165**.

¹⁶² "KT&G 주요 자사주 매입 및 배당 계획 공개", 중앙데일리, 2006. 8. 9., **R-47**; "KT&G; 주주들, 특별 배당 쟁취-Business-International Herald Tribune", New York Times, 2006. 8. 9., **R-48**.

¹⁶³ "미국/대한민국: 엘리엇, 삼성 합병 관련 위반 혐의에 대한 수사 직면)", Competition Policy International, 2016. 2. 25., **R-146**.

¹⁶⁴ "엘리엇, 국제적으로 5% 를 위반하였나?", 서울경제, 2015. 6. 4., **R-90**. 공시 지연 문제에 관한 설명은 위 각주 143을 참조해 주시기 바랍니다.

¹⁶⁵ 예컨대, 청구인의 수정 청구서면에는 이러한 주장이 언급되어 있지 아니하나, 청구인은 중재통지서 및 청구서면에서 삼성물산에 대한 청구인의 투자전략이 "경영 및 기타 기업지배구조 관행을 해결하기 위함"이라고 언급하였습니다. 중재통지서 및 청구서면, 제20항.

¹⁶⁶ "삼성물산, SK-소버린 먹튀 사태 악몽 술술", 아시아투데이, 2015. 6. 5., **R-93**.

다시 삼성물산에) 더 높은 가격으로 주식을 매각하는 방식으로 단기 수익을 얻는 것을 최종 목표로 할 것이라고 예측하였습니다.¹⁶⁷ 언론은 엘리엇 그룹의 주요 전략들 중 하나가 자본시장의 정상적인 기능에 의존하기 보다는 주주분쟁을 조장하여 단기간에 주가를 인상하는 것일 가능성이 있다고 추측하였습니다.¹⁶⁸ 업계 소식통에 따르면 엘리엇 그룹은 삼성물산 자본총액의 5%에 해당하는 규모의 투자금을 1년 이상 유지하기 힘들 것으로 예상되었습니다.¹⁶⁹

108. 당시, 다수의 한국 언론매체들은 엘리엇 그룹의 행동이 잠재적으로 유해한 행동주의라고 보도하였습니다.
- (a) 한 언론보도에 따르면, 엘리엇 그룹이 먹튀 전략(즉, 단기수익을 목표로 하는 전략)을 취하고 있는 것인지 여부는 엘리엇 그룹의 보다 장기적인 투자를 암시하는, 즉 엘리엇이 삼성물산에 대한 지분 보유율을 10% 이상으로 확대하는지 여부에 따라 결정되는 것이었습니다.¹⁷⁰ 알려진 바에 의하면, 다수의 소수주주들은 엘리엇 그룹의 먹튀 전략에 대해 우려하고 있었기 때문에 의결권 행사 위임장을 삼성물산에 제공하였습니다.¹⁷¹

¹⁶⁷ “제일모직-삼성물산 합병 제동 건 엘리엇 진짜 속셈은”, 뉴스웨이, 2015. 6. 7., **R-97**.

¹⁶⁸ “‘행동주의 펀드’ 엘리엇의 전략은 단순치 않다”, 이코노믹 리뷰, 2015. 6. 4., **R-91**.

¹⁶⁹ “[삼성 17일 운명의 주총] BlackRock 최고경영자 [REDACTED], “기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐”, 한국경제, 2015. 7. 16., **R-138** (“엘리엇이 운용자산 27조원(약 250억달러)의 약 5%에 해당하는 1조원 가량을 삼성물산 한 종목에 ‘올인’하는 것도 이례적이지만, 1년 이상 장기 보유하는 것은 현실적으로 무리라는 분석이다.”).

¹⁷⁰ “엘리엇, ‘지분 10%’ 확보여부가 먹튀 가늠자”, 뉴스핌, 2015. 6. 5., **R-94**. 한국법상, 특정 상당 지분을 보유하고 있는 주주들은 매수한 후 6개월 이내에 해당 지분을 처분할 경우 이익을 반환해야 합니다. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015. 7. 1., **C-213**, 제172조 제1항.

¹⁷¹ “삼성물산 소액주주들 ‘엘리엇 먹튀 우려’ 위임장 전달”, 동아일보, 2015. 7. 13., **R-134**.

- (b) 다른 보도는, 수단과 방법을 가리지 않는 엘리엇 그룹의 공격적 투자 전략은 관련 회사들에 대한 피해를 고려하지 않고 단기수익을 달성하기 위한 것이라는 우려를 표출하였습니다.¹⁷²
- (c) 또다른 보도는, 엘리엇 그룹의 접근방식이 관리자들에게 운용 효율성 극대화를 위해 관리자들에게 상당한 보수를 지급하여 종종 대량 정리해고라는 결과를 낳은 몇몇 외국의 사례를 상기시킨다고 언급하며 우려를 표출하기도 하였습니다.¹⁷³
- (d) 또한 한국 매체들은, 2015년 7월 17일 개최된 삼성물산 임시주총에서 본건 합병과 더불어 결의 대상이었던 EALP가 제안한 안건에 대해 다루었습니다. ¹⁷⁴ EALP는 회사가 (현금이 아닌 주식 형태로의) 현물배당을 지급하고 주주들이 이사회 결의 없이 중간배당금 지급에 대해 결의할 수 있도록 삼성물산의 정관을 개정해야 한다고 제안하기도 하였습니다. ¹⁷⁵ 한국 언론들은 이러한 EALP의 제안이 삼성물산의 현금과 자산을 탈취해가는 것으로써 삼성물산의 지속가능성을 저해할 수 있다고 우려하였습니다.¹⁷⁶

7. 본건 합병에 관한 국민연금의 심의

109. 엘리엇 그룹의 본건 합병에 대해 적극적인 반대와 동시에, 국민연금은 국민연금이 보유한 삼성물산 주식과 제일모직 주식에 대한 의결권 행사 방향을 결정하기 위한 수순을 밟고 있었습니다. EALP는 국민연금이 본건 합병에 찬성하기 위해 자체 지침을 위반하였음을 주장하는 몇몇

¹⁷² “엘리엇, 현대차 지배하면 공장 해외 옮길 것”, 조선일보, 2018. 5. 18, **R-166**.

¹⁷³ “엘리엇과 넷애플, 美式 자본주의의 그늘”, 더벨, 2015. 7. 17., **R-141**.

¹⁷⁴ “美 헤지펀드, 삼성물산에 보유주식 현물배당 요구”, 매일경제, 2015. 6. 5., **R-95**;
“합병시 소멸되는 배당안, 엘리엇 노림수는?,” 더벨, 2015. 7. 15., **R-139**.

¹⁷⁵ “美 헤지펀드, 삼성물산에 보유주식 현물배당 요구”, 매일경제, 2015. 6. 5., **R-95**.

¹⁷⁶ “일성신약, 엘리엇 주주제안 안건 모두 반대”, 더벨, 2015. 7. 17., **R-95**. 나중엔 밝혀진 것처럼, 국민연금은 EALP에 찬성하는 투표를 하였는데, 청구인이 주장하는 바와 같이 이러한 찬성투표가 삼성전자를 중심으로 하는 삼성그룹사들에 대한 지분을 축적하기 위한 것이라면 이는 █████ 일가의 이익에 배치되는 것입니다. “국민연금, 삼성물산/제일모직 주총안건 모두 찬성, 왜?,” 더벨, 2015. 7. 29., **R-144**.

증거를 제시하고 있으나, ¹⁷⁷ 반대 주장(즉, 국민연금 투자위원회 위원들이 국민연금의 의결권 행사 방향을 규정하는 내부 지침에 따라 본건 합병을 심의하였고, 3시간에 걸쳐 일체의 제공된 정보에 대해 숙고하여 논의한 후에 본건 합병에 관한 의결권 행사에 대해 독립적인 의사결정을 내렸음)을 입증하는 기타 제공된 증거들을 간과하는 오류를 범하고 있습니다. ■ 전 기금운용본부장이 위법한 행위를 저질렀다는 혐의와 국내법에 따른 한국 법원에서의 소송 결과를 차치하더라도, 이러한 증거는 EALP의 청구를 국제법 측면에서 반박하고 있습니다.

110. 청구인은 국민연금이 보유한 삼성물산 주식에만 중점을 두고 있습니다. ¹⁷⁸ 국민연금은 제일모직에 대한 상당한 지분뿐만 아니라 다수의 기타 삼성그룹사들에 대한 다양한 주식 포트폴리오를 보유하고 있었습니다: 아래 표 3에서 볼 수 있듯이, 본건 합병 당시 국민연금은 17개의 삼성그룹 상장사들의 주식을 보유하고 있었습니다.

삼성그룹 상장사들	2015년 6월말 기준 국민연금 지분율(%)		2015년 6월말 기준 국민연금이 보유한 지분의 시장가치(단위: 1조원)	
	합계	직접보유	합계	간접보유
1. 삼성전자(주)	8.19	5.35	15.30	9.99
2. 제일모직(주)	4.61	2.78	1.14	0.69
3. 삼성생명보험(주)	4.79	3.3	1.03	0.71
4. 삼성SDS(주)	3.26	2.2	0.65	0.44

¹⁷⁷ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제57항-64항 참조.

¹⁷⁸ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제40항, 제44항, 제68항.

삼성그룹 상장사들	2015년 6월말 기준 국민연금 지분율(%)		2015년 6월말 기준 국민연금이 보유한 지분의 시장가치(단위: 1조원)	
	합계	직접보유	합계	간접보유
5. 삼성화재해상(주)	8.14	4.98	1.12	0.69
6. 삼성물산(주)	11.94 ¹⁷⁹	6.89	1.25	0.72
7. 삼성SDI(주)	7.99	5.38	0.62	0.42
8. 호텔신라(주)	12.88	8.23	0.65	0.42
9. 삼성카드(주)	2.66	2.02	0.12	0.09
10. 삼성중공업(주)	9.42	6.24	0.40	0.27
11. 삼성증권(주)	4.41	3.44	0.19	0.15
12. 삼성전기(주)	4.93	3.4	0.19	0.13
13. (주)에스원	6.88	4.71	0.20	0.14
14. (주)제일기획	10.12	5.49	0.21	0.11
15. 삼성정밀화학(주)	4.96	2.92	0.06	0.04
16. 삼성엔지니어링(주)	4.76	2.41	0.04	0.02
17. (주)크레듀	0.23	0	0	0

¹⁷⁹ 국민연금은 본건 합병의 장부폐쇄일(즉, 2015. 6. 11.) 당시 삼성물산 지분 11.21%를 보유하고 있었으나(이는 국민연금이 해당 금액에 대해서만 의결권을 행사할 수 있음을 의미합니다), 해당 일자 이후 주식을 추가 매입하여 6월 말에는 11.94%의 지분을 보유하게 되었습니다.

삼성그룹 상장사들	2015년 6월말 기준 국민연금 지분율(%)		2015년 6월말 기준 국민연금이 보유한 지분의 시장가치(단위: 1조원)	
	합계	직접보유	합계	간접보유
전체 삼성그룹사			23.19	15.02

표 3: 본건 합병 당시 국민연금이 주식을 보유하고 있었던 삼성그룹사들¹⁸⁰

111. 삼성물산과 제일모직 양사의 주주인 국민연금은 삼성물산과 제일모직의 2015년 7월 17일 임시주총에서 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 결정해야 했습니다.

a. 국민연금 투자위원회는 본건 합병에 대한 국민연금의 의결 방향에 대해 심의하기 위해 회의를 소집하였습니다

112. 위 제II장 제A절 2.b.i에서 설명드린 바와 같이, 국민연금 의결권행사지침은 국민연금의 주주의결권 행사 방향에 관한 문제 발생시 이를 심의 및 해결하기 위해 국민연금 투자위원회를 소집해야 한다고 규정하고 있습니다. 이처럼 국민연금 투자위원회가 소집된 경우 투자위원회가 해당 사안에 대한 과반수 이상의 동의를 얻기 어렵다고 판단하게 되면, 동 사안을 전문위원회로 부의할 수 있습니다.¹⁸¹ 이는 본건 합병에 대해 논의하기 위한 목적으로 소집된 2015년 7월 10일자 국민연금 투자위원회 회의에서도 명시적으로 설명되었습니다. 즉, 국민연금 투자위원회 위원이자 운용전략실장인 [REDACTED]는 본건 합병에 대한 국민연금의 의결 방식에 대해 국민연금 투자위원회 위원들이

¹⁸⁰ 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석," 2015. 7. 10., R-127, 8 면.

¹⁸¹ 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), R-57, 제8조 제1항 및 제2항; 국민연금기금운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 수정 번역본), R-99, 제5조 제5항 제4호.

과반수 이상(즉, 12명 중 7명 이상)의 투표를 얻지 못할 경우 본건 합병에 관한 안건은 투자위원회가 결정하기에 곤란한 사안에 해당한다고 설명한 바 있습니다.¹⁸²

113. 본건 합병과 관련하여, 국민연금은 다음과 같이 두 가지의 결정을 내려야 했습니다: 삼성물산 주주로서 삼성물산 임시주총에서, 또한 제일모직 주주로서 제일모직 임시주총에서, 본건 합병 및 기타 안건들(EALP의 현물배당 및 중간배당 제안 등¹⁸³)에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향에 대한 결정입니다.¹⁸⁴
114. 해당 안건들에 대해 결정하기 위해, 임시주총들이 소집된 2015년 7월 17일¹⁸⁵ 보다 1주일 앞선 2015년 7월 10일에 국민연금 투자위원회가 소집되었습니다. 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해 심의한 과정은 문서로 충실히 기록되어 있습니다. 우선, 삼성물산 및 제일모직에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향에 관한 네 가지 옵션에 관해, 기금운용본부 책임투자팀이 회의 안건을 작성하여 국민연금 투자위원회에 제출하였습니다: (a) 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하는 경우; (b) 국민연금이 본건 합병에 반대 투표하는 경우; (c) 국민연금이 본건 합병에 중립 투표하는 경우; 및 (d) 국민연금이 본건 합병 투표에 기권하는 경우. 또한, 국민연금 투자위원회 위원은 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향에 대한 표결 자체를 기권할 수도 있었습니다.¹⁸⁶

¹⁸² 기금운용본부 운용전략실, "2015-30차 투자위원회 회의록", 2015. 7. 10., **R-128**, 14면.

¹⁸³ 위 제108항 (d) 참조.

¹⁸⁴ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 7. 10., **R-126**, 제1항.

¹⁸⁵ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 7. 10., **R-126**; 기금운용본부 운용전략실, "2015-26차 투자위원회 회의록", 2015. 6. 17., **R-104**.

¹⁸⁶ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 19면 ("투자위원회 위원들이 찬성/반대/중립/기권/표결 기권 중 하나를 선택하여 기명투표하는 이른바 '오픈식 표결 방식'을 고안하였다").

115. 2015년 7월 10일자 회의 안건에 적용된 접근방식은 본건 합병에 대한 국민연금 의결권 행사 방안에 대해 4가지의 선택 가능한 옵션을 국민연금 투자위원회에 제시하는 것으로서, 과거 국민연금 투자위원회 회의 안건에 대해 심의했던 접근방식과 달랐습니다. 예전부터, 책임투자팀은 국민연금 투자위원회가 국민연금의 의결권 행사 방향에 대해 어떻게 결정해야 하는지와 관련하여 권고 의견을 제시해왔습니다.¹⁸⁷ 청구인이 주지하고 있는 바와 같이, 다른 재벌기업인 SK 그룹에 속한 두 법인들 간에 이루어진 이전의 합병에 대한 국민연금 투자위원회의 의사결정에 대해서도 이러한 권고 의견이 제공된 바 있습니다.
- (a) 2015년 국민연금은 SK 재벌 그룹 소속이었던 SK(주)와 SK C&C 의 주주였습니다.¹⁸⁸
- (b) 2015년 4월 20일 SK(주)와 SK C&C는 합병(이하 “SK 합병”)을 추진한다고 발표하였습니다.¹⁸⁹
- (c) 기금운용본부 운용전략실 산하 책임투자팀은 2015년 6월 17일 국민연금 투자위원회 회의를 소집하였고, 해당 회의 안건은 기금운용본부 운용전략실 산하 책임투자팀에서 작성하였습니다.¹⁹⁰
- (d) 동 안건에서, 책임투자팀은 국민연금 투자위원회로 하여금 SK 합병에 대한 의사결정을 전문위원회로 부의할 것을 권고하였습니다.¹⁹¹ 따라서 당시 국민연금 투자위원회가 결정해야 할 사항은 사실상 단 한 가지

¹⁸⁷ 국민연금, “2010년부터 2016년까지 주요 합병 및/또는 기업분할에 대한 투자위원회의 심의 현황”, 날짜미상, R-209.

¹⁸⁸ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)” 2015. 6. 17., R-102.

¹⁸⁹ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)” 2015. 6. 17., R-102.

¹⁹⁰ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)” 2015. 6. 17., R-102, 1면.

¹⁹¹ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)” 2015. 6. 17., R-102.

안건 (즉, SK 합병에 대한 의사결정을 전문위원회로 부의해야 하는지에 관한 안건)뿐이었습니다.

- (e) 국민연금 투자위원회는 SK 합병과 3개의 기타 안건¹⁹²을 결의하고 4개의 기타 안건¹⁹³에 대한 보고를 받기 위해 2015년 6월 17일에 회의를 소집하였습니다. 해당 회의록에는 SK 합병에 관한 회의 기간이나 합병에 대한 논의가 기록되어 있지 않습니다.¹⁹⁴ 회의록에는 사안을 전문위원회로 부의하고자 제안한 책임투자팀이 권고의견에 찬성한다는 의사결정만이 기록되어 있습니다.¹⁹⁵
116. 이러한 문서들은 책임투자팀이 삼성물산/제일모직 합병에 관한 2015년 7월 10일자 국민연금 투자위원회 회의를 위해 준비한 안건과 참고자료에서는 다른 접근방식을 취했음을 보여줍니다. 본건 합병 안건을 전문위원회로 부의할지 여부만을 판단하는 대신, 책임투자팀은 12명의 국민연금 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병 안건에 대한 판단을 내리기 곤란한 경우에 해당하는지, 그리고 이를 전문위원회로 부의해야 하는지를 결정하도록 하였습니다.¹⁹⁶

¹⁹² 기금운용본부 운용전략실, "2015-26차 투자위원회 회의록", 2015. 6. 17., **R-104**, 1면("의결 안건": "국내주식운용 의결권 행사(안)_기신정기 외 3건"; "국내주식운용 의결권 행사(안)_SK주식회사 외 1건"; "공항철도(주) 대주 동의(안)"; 및 "장외파생상품 익스포저 한도 예외운용(안)").

¹⁹³ 기금운용본부 운용전략실, "2015-26차 투자위원회 회의록", 2015. 6. 17., **R-104**, 1면("의결 안건": "2014년 4분기 해외사모 운용현황 보고"; "2014년 4분기 해외부동산 운용현황 보고"; "2014년 4분기 해외인프라 운용현황 보고"; 및 "국내주식 직접운용의 인덱스펀드 바스켓유니버스(BU) 수시 변경").

¹⁹⁴ 기금운용본부 운용전략실, "2015-26차 투자위원회 회의록", 2015. 6. 17., **R-104**.

¹⁹⁵ 기금운용본부 운용전략실, "2015-26차 투자위원회 회의록", 2015. 6. 17., **R-104**, 3면 및 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 6. 17., **R-102**.

¹⁹⁶ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 6. 17., **R-102**.

117. 안건 초안에는 본건 합병안에 대한 분석자료가 첨부되었습니다.¹⁹⁷ 해당 분석자료는 다음과 같은 사항을 다루었습니다:

- (a) 삼성물산과 제일모직이 제시한 본건 합병의 목적 및 조건(제일모직 신주 발행 및 신설 삼성물산 설립을 위한 제일모직으로의 삼성물산 흡수합병);
- (b) 본건 합병이 단일 합병회사인 신설 삼성물산으로 전환되는 삼성물산과 제일모직의 출자구조 및 삼성그룹의 기업지배구조와 출자구조에 미치는 영향;
- (c) EALP가 본건 합병에 반대하여 개시한 소송 및 본건 합병이 공정거래법 또는 금융지주회사법 위반을 초래할 수 있다는 우려;
- (d) 본건 합병이 국민연금이 보유한 삼성물산과 제일모직의 주식 가치 및 한국 주식시장과 경제에 전반적으로 미칠 수 있는 영향;
- (e) 본건 합병에 따른 잠재적 시너지 효과;
- (f) 본건 합병비율의 적절성;
- (g) 본건 합병이 국민연금기금 포트폴리오에 미치는 영향; 및
- (h) 본건 합병에 관한 공식 발표 전후의 삼성물산과 제일모직의 주가변동.¹⁹⁸

118. 청구인은 2015년 7월 10일에 국민연금 투자위원회 회의가 개최되기까지 국민연금, 보건복지부 및 청와대의 비리행위가 있었다고 주장하고 있습니다.¹⁹⁹ 한국이 언급한 바와 같이, 이 사건들은 한국 고등법원과 대법원에서 계속 중에 있으며, 지난 2년간 여러 한국 법원들이 이에 대해 심리하였습니다. 이하에서 설명드리는 바와 본

¹⁹⁷ 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), "의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)", 2015. 6. 17., **R-102**; 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석", 2015. 7. 10., **R-127**.

¹⁹⁸ 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석", 2015. 7. 10., **R-127**.

¹⁹⁹ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 97-129 항 참조.

반박서면의 별지 A에 명시된 바와 같이, 하급심들은 다양하고 일부 내용이 상이하기도 한 판단을 하였습니다. 한국은 법원에 계속 중인 해당 사안에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다. 사실상, 사건이 계속 중인 동안 한국은 소송에 포함되거나 이와 관련된 수많은 서류 및 증인들에 접근할 수가 없습니다.²⁰⁰ 한국이 청구인의 주장에 대응하기 위해 본 반박서면에서 사실관계를 언급해야만 하는 범위 내에서, 한국은 한국법원의 판시사항을 토대로 이를 언급하고 있는 것이며, 대법원의 상고심 결과에 따라 판시사항은 바뀔 수 있습니다.

119. 물론, 각종 국내 소송의 진행 상황과 상관없이, 본 중재절차에서 입증책임은 청구인에게 있으며, 청구인은 본건 합병에 관하여 국민연금 투자위원회가 의결권 행사 방향을 부적절하게 결정했다는 주장을 현재까지도 중재판정부에 제출된 증거로써 충분히 뒷받침하지 못하고 있습니다.

120. 앞서 언급한 국민연금 투자위원회 위원이자 운용전략실 실장이었던 [redacted]는 한국 법원에서 다음과 같이 설명하였습니다:

보건복지부에서 지침에 따라 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하라는 지시를 받고, 그 동안 투자위원회에서 전문위원회로 부의하는 과정이나 절차가 지침이나 규정에 충실하지 않았던 것은 아닌가 하는 생각이 들었다. 그래서 지침에 충실하게 찬성 또는 반대가 곤란한 경우를 투자위원회의 의결로 확인하는 것이 옳다고 생각하여 준법감시인의 검토를 거쳐 소관부서의 의견을 주문에 기재하지 않고 투자위원회 위원들에게 5가지의 다양한 결론 중 하나를 선택하게 하는 표결 방식을 채택하게 되었다.²⁰¹

²⁰⁰ 한국은 (대리인을 통하여) 국민연금에 서류 제공을 요청하였으며, 국민연금은 이러한 요청에 따라 자발적으로 특정 서류를 제공하였습니다. 이 중 관련 있는 것들을 본 반박서면과 함께 제출합니다. 국민연금에 대한 법무법인 광장 서신, 2019. 2. 15., **R-174**.

²⁰¹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 44 면.

121. 기타 증거들도 당시 국민연금 투자위원회 위원들이 2015년 7월 10일 심의과정에서 해당 사안을 논의하였으며, 제시된 4가지 옵션의 표결방식이 의결권행사지침에 부합하다는 것에 동의하였음을 보여주고 있습니다:

과거에는 담당부서에서 찬성, 반대, 전문위원회 부의 등을 1차적으로 결정하여 투자위원회 부의를 했으나, 금번 건은 안건의 중요성과 책임성을 고려하여 의결권행사지침을 보다 충실히 따라서, 투자위원회에서 의결권행사지침 제6조에 따른 행사방법인 찬성, 반대, 중립 또는 기권의 의사결정을 위원들께 묻는 것임. 다만, 그 표결결과가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 경우에는 전문위원회에 부의할 수 있음. 자문기관에 의뢰가 가능하고, 의뢰 결과와 다르게 결정할 수 있으며, 과거 사례도 있음. 이와 관련해서는 사전에 배포된 ISS와 한국기업지배구조원(이하 CGS) 의견 자료를 참고해 주시기 바람.²⁰²

122. 이러한 증거들은 또한 국민연금 준법감시인이 이러한 표결 옵션 방식을 검토하고 절차의 합법성을 확인하였음을 보여주고 있습니다.²⁰³
123. 나아가, 청구인은 국민연금이 이전에 “곤란한” 사안을 전문위원회에 부의한 것(특히, 2015년 6월 SK 합병안)²⁰⁴을 두고 마치 구속력 있는 선례가 형성된 것처럼 매우 강조하고 있습니다만, 이러한 경우는 예외적인 경우에 드물게 발생하였습니다. 2006년부터 2015년 사이에 국민연금이 처리한 25,000 건의 표결 중 단 14건만이 전문위원회에 부의되었습니다.²⁰⁵ 합병에 대한 찬성 여부 표결과 관련하여, 삼성물산/제일모직 합병 이전 10여년간 국민연금이 의결권을 행사한

²⁰² 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 3 면.

²⁰³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 43 면.

²⁰⁴ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 230 항 참조.

²⁰⁵ “[단독] 국민연금, 10 년간 합병관련 의결권전문위 위탁은 1 건”, 머니투데이, 2016. 12. 5., **R-149**.

60건 중 단 1건(SK 합병)만이 전문위원회에 회부되었습니다. SK 합병의 경우, 국민연금 투자위원회는 위에서 언급한 바와 같이 전문위원회에 부의하기 전에 해당 안건을 심의하지 않았습니다.²⁰⁶ 사실, SK 합병 전에는 다른 두 삼성 그룹사들, 삼성중공업과 삼성엔지니어링 간의 합병이 2014년 10월에 제안되었으며, 동 합병에 관한 결정(기권)은 전문위원회에 부의되지 않고 국민연금 투자위원회의 심의에 의해 이루어졌습니다.²⁰⁷

b. 12명의 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병을 심의하였습니다

124. 상기 절차 요건에 더하여, 제출된 증거는 12명의 국민연금 투자위원회 위원들이 의결권행사지침에 따라 본건 합병을 심의하였음을 보여주고 있습니다.
125. 의결권행사지침은 국민연금 투자위원회에 제시된 4가지 표결 옵션을 반영하는 국민연금 의결권 행사 원칙을 다음과 같이 정하고 있습니다:

제4조(주주가치 증대) 기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.

[...]

제6조(행시기준의 기본원칙) 개별 안건에 대한 의결권행시기준은 다음과 같은 기본원칙에 따라 정한다.

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 *찬성한다*.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안건에 대하여는 *반대한다*.

²⁰⁶ “기업합병 때 찬반 결정은 원래 국민연금 투자위의 고유 영역”, 한국경제, 2016. 12. 28., R-150.

²⁰⁷ 국민연금, “2010-2016 년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황”, 날짜미상, R-209.

3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는
중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.²⁰⁸

126. 국민연금기금이 보유한 국내주식의 의결권 행사 세부기준을 규정한 의결권행사지침 별표 1은 합병 및 인수와 관련된 의결권 행사의 경우 “사안별로 검토”한다고 명시하고 있습니다.²⁰⁹ 의결권행사지침은 국민연금 투자위원회 위원들이 의사결정을 함에 있어서 광범위한 재량권을 부여합니다.²¹⁰
127. 따라서, 의결권행사지침에 따르면 12명의 국민연금 투자위원회 위원들은 “사안별로” 과거 결정과 관계없이 주주가치와 국민연금기금의 이익을 고려하여 본건 합병에 대한 국민연금 의결권 행사 방향을 결정해야 했습니다.
128. 이에 따라, 12명의 국민연금 투자위원회 위원들은 (과거 합병들과 관계없이) 본건 합병안이 삼성물산과 제일모직에 대한 국민연금의 보유지분 가치에 손실을 야기하는지 그리고 본건 합병안이 다른 삼성 그룹사들에 대한 상당한 지분을 보유하고 있었던 국민연금 투자 포트폴리오의 이익에 반하는지를 결정해야 했습니다.²¹¹
129. 12명의 국민연금 투자위원회 위원들은 “자산운용에 다년간 경력이 있는 전문가들이고 투자수익에 대해 책임을 지는 사람들”로 구성되었으며,²¹² 이들은 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결에 대해 3시간에 걸친 심의를 거쳤습니다.²¹³ 기록은 이들이 본건 합병의 예상되는 경제적 이익, 본건 합병에 대한 반대(엘리트 그룹의 입장 포함) 및 본건 합병 발표 이후의 시장 반응에 대해 논의하였음을 보여주고 있습니다.

²⁰⁸ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., (C-309 수정 번역본), R-57, 제 4 조, 제 6 조(강조추가).

²⁰⁹ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., (C-309 수정 번역본), R-57, 별표 1.

²¹⁰ 감사원 통보, “주식 의결권 행사를 위한 내부 판단기준 마련 부적정”, 날짜미상, R-211. 하기 제 509 항 참조.

²¹¹ 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28., (C-309 수정 번역본), R-57, 별표 1.

²¹² 서울중앙지방법원 2017.10.19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20, 44 면.

²¹³ 기금운용본부 운용전략실 “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128.

130. 예컨대, 자료들은 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병비율이 법령에 의해 정해진 것임을 분명히 인식하면서 그 정당성에 대해 논의하였음을 시사하고 있습니다.²¹⁴ 위원들은 본건 합병비율이 삼성물산에 불리하며, 국민연금이 삼성물산 주식만 보유한 경우에는 본건 합병에 대해 반대 표결을 해야함을 인식하였으나, 제일모직에 대한 국민연금의 지분과 삼성그룹 투자 포트폴리오를 포함하여 기타 여러 요소들을 고려하였습니다. ■ 전 장관과 ■ 전 본부장에 관한 서울중앙지방법원의 판단에 따르면, 기금운용본부는 “삼성물산의 저평가로 인한 손실 발생 가능성이 우려되면서도 기금 보유 주식의 약 25%에 달하는 삼성 포트폴리오의 수익성 등도 고려할 필요가 있었습니다.”²¹⁵
131. 국민연금 투자위원회 위원들은 리서치팀에서 제공한 분석 및 계산 결과에도 이의를 제기하였습니다. 일부 계산, 특히 “적정” 합병비율 및 잠재적인 시너지 효과에 관한 사항은 한국 법원에서 심리 중에 있으며, EALP는 이를 한국의 위법행위에 대한 증거로서 인용하고 있습니다.²¹⁶
132. 2015년 7월 10일자 회의록에 따르면:
- (a) 기금운용본부 산하 리스크관리센터장이었던 ■■■ 위원은 본건 합병이 초래할 수 있는 향후 전망을 근거로 국민연금의 투자 포트폴리오의 미래가치를 평가하는 것은 “한계가 있으며” “곤란”하다고 말하였습니다.²¹⁷
- (b) 리스크관리팀장이었던 ■■■ 위원은 “장기 주주가치가 상승하는 부분에 대해 실무 수준의 논의가 필요하고 [...] 합병시 무엇이 좋아지고

²¹⁴ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 5 면 (“주가를 기준으로 한 합병비율은 합법적인 결정인데, 주가를 미래를 기준으로 하여도 기금 이익에 반하지 않고 기금 이익에 부합하는지를 입증할 필요가 있음.”).

²¹⁵ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, C-69, 67 면.

²¹⁶ 예컨대 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 118 항-제 127 항 참고.

²¹⁷ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 11 면.

시가총액 증가가 얼마나 기대되는지 등이 제시되어야 판단이 가능하다”고 보았습니다.²¹⁸

- (c) 채권운용실장이었던 [REDACTED] 위원은 본건 합병에 대한 공식 발표 전후 주가 변동이 국민연금 포트폴리오에 미치는 영향에 대해 질문하였습니다.²¹⁹

133. 2015년 7월 10일 3시간에 걸친 회의의 종료 무렵, 국민연금 투자위원회의 12명 위원들 중 과반수에 해당하는 8명이 2015년 7월 17일 임시주총에서 국민연금이 본건 합병에 대해 찬성 표결을 행사하도록 투표하였습니다.²²⁰ 이에 따라, 위원들은 본건 합병에 대한 결정을 전문위원회로 부의하지 않았으며, 과반수의 표결이 보여주는 바와 같이 국민연금 투자위원회 위원들은 의결권행사지침 제8조 제2항 및 국민연금기금운영지침 제5조 제5항 제4호에 따라 해당 안건을 결정하기 곤란한 것으로 판단하지 않았습니다.

8. 본건 합병은 소수주주들(일부 외국 국부펀드들 포함) 88%의 찬성투표로 승인되었습니다

134. 2015년 7월 10일 및 그 직후 언론은 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결을 결정하였음을 보도하였습니다.²²¹ 언론 보도에 따르면, 2015년 7월 10일부터 2015년 7월 17일에 있었던 삼성물산 임시주총까지의 기간 중 57.6%의 삼성물산 주주들이 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향에 대해 결정을 내리지 못하고 있었습니다.

- (a) 다음과 같이 약 31%의 삼성물산 주주들이 본건 합병에 찬성 표결을 할 것으로 예상되었습니다:

²¹⁸ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 11 면.

²¹⁹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 12 면.

²²⁰ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., R-128, 2 면, 15 면.

²²¹ “국민연금, ‘삼성물산-제일모직 합병’ 찬성 결론”, YTN 뉴스, 2015. 7. 11., R-131.

- (i) 삼성물산 주식 13.82%를 보유한 삼성그룹 계열사들;
 - (ii) 6%를 보유한 (주)KCC; 및
 - (iii) 11.21%를 보유한 국민연금.
- (b) 반면, 다음과 같이 삼성물산 발행주식총수의 11.4%를 보유한 주주들은 본건 합병에 반대 입장을 표명하였습니다:
- (i) 7.12%의 지분을 가진 EALP;
 - (ii) 2.2%를 보유한 메이슨 캐피탈 매니지먼트(Mason Capital Management); 및
 - (iii) 2.1%를 보유한 국내 제약회사인 일성신약주식회사.²²²
135. 언론은 삼성물산이 본건 합병의 승인을 받으려면 추가로 발행주식의 약 16-22%의 찬성이 필요하고, 본건 합병을 무산시키려면 12-15%의 반대표가 필요할 것이라고 보도하였습니다.²²³ 사실상 여러 언론보도에서 “[아직 입장을 표명하지 않은] 소액주주들이 캐스팅보트를 쥐고 있다”는 견해를 밝힌 바 있습니다.²²⁴
136. 합병 승인의 법률상 요건은 임시주총에 참석한 주주의 3분의 2이상의 수의 찬성과 발행주식총수의 3분의 1이상의 수의 찬성입니다.²²⁵
137. 삼성물산 주주들은 2015년 7월 17일 임시주총에서 본건 합병을 승인하였습니다(제일모직 주주들도 같은날 임시주총에서 이를

²²² “삼성 16-22%, 엘리엇 12-15% 추가해야 ... 우호지분 확보 세 싸움”, 한겨레, 2015. 7. 10., **R-129**.

²²³ “삼성 16-22%, 엘리엇 12-15% 추가해야 ... 우호지분 확보 세 싸움”, 한겨레, 2015. 7. 10., **R-129**(“이에 따라 아직 입장을 알 수 없는 외국인 투자자(22.1%)나 국내 기관투자자(11.1%), 소액주주(24.4%) 등을 상대로 한 설득전이 더더욱 치열해질 것으로 보인다.”).

²²⁴ “엘리엇, 삼성 ‘반대표’ 얼마나 모았나”, 더벨, 2015. 7. 15., **R-137**.

²²⁵ 한국 상법, 2016. 3. 2., **R-16**, 제 522 조, 제 434 조(“[합병 승인의 결의는] 출석한 주주의 의결권의 3분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3분의 1 이상의 수로써 하여야 한다”).

승인하였음). 당일 삼성물산 발행주식총수의 84.73% 또는 발행주식 156,217,764주 중 132,355,800주가 임시주총에 참석하였습니다. 이에 따라, 본건 합병의 승인을 위해서는 88,237,200주 이상의 찬성이 필요했습니다. 결국, 참석한 주주들의 약 69.53%인 92,023,660주가 본건 합병에 찬성하였고, 이는 삼성물산 발행주식총수의 58.91%에 해당하였습니다.²²⁶

138. 대부분의 국내 기관투자자들과 외국인 주주들의 약 3분의 1이 본건 합병에 찬성표를 던졌습니다. 이러한 외국인 주주들에는 싱가포르 투자청(Singapore GIC)(발행주식총수의 1.47% 보유); 사우디아라비아 통화청(Saudi Arabian Monetary Agency)의 국부펀드인 SAMA(SAMA Foreign Holdings)(1.11% 보유); 및 ADIA(Abu Dhabi Investment Authority)(1.02% 보유) 등의 국부펀드를 비롯한 전문적인 기관 투자자들이 포함되어 있었습니다.²²⁷ 발행주식총수의 24.43%를 차지하는 약 88%의 삼성물산 소수주주들이 본건 합병에 찬성하였습니다.²²⁸
139. 삼성물산 주주들은 임시주총에서 현물배당을 받을 수 있도록 하고 주주들이 중간배당을 받을 수 있도록 하자는 EALP의 정관변경 제안 또한 부결시켰습니다.²²⁹ 국민연금을 포함한 다수의 기관투자자들이 EALP의 정관변경 제안에 찬성하였습니다.²³⁰ 이 제안에 대한 국민연금의 표결 방향도 2015년 7월 10일 국민연금 투자위원회 회의에서 다수결로 결정되었습니다.²³¹

²²⁶ 삼성물산 발행주식총수는 156,217,764 주였습니다.

²²⁷ “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘텃밭’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, 조선비즈, 2015. 7. 17., **R-143**.

²²⁸ 임도원/허란/김우섭 기자, “소액주주 압도적 ‘찬성’ ... 삼성물산, ISS 반대 뚫고 막판 뒤집기”, 한국경제, 2015. 7. 17., **R-13**.

²²⁹ DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “임시주주총회 결과”, 2015. 7. 17., **C-47**.

²³⁰ “논란 많은 삼성물산 합병, 주주 승인”, BBC, 2015. 7. 17., **C-46**.

²³¹ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 2면.

140. 본건 합병은 2015년 9월 1일 효력을 발생하였습니다.²³²

C. EALP와 삼성물산은 삼성물산의 주식 가치를 보상하기 위한 미공개 합의를 체결하였습니다

141. 본건 합병 이후 EALP는 삼성물산 투자(신설 삼성물산으로 양도된 주식 포함)를 회수하였습니다. 본건 합병의 공식 발표가 있기 전에 매수한 것으로 보이는 최초의 7,732,779주와 관련하여, EALP는 명백히 삼성물산에 삼성물산과 합의된 가격 또는 법률에 의해 정해진 가격으로 해당 주식을 매수하도록 요구할 수 있는 주식매수청구권을 보유하고 있었습니다.²³³ EALP는 이에 따라 2015년 8월 4일 주식매수청구권을 행사하였습니다.²³⁴

142. EALP는 삼성물산의 주식 가치가 법정 매수가격보다 높다고 믿은 바, 2015년 8월 20일 국내외 다른 반대주주들과 함께 한국 법원에 주식매수가격을 재산정하기 위한 절차를 신청하였습니다.²³⁵ 서울중앙지방법원은 2016년 1월 27일 해당 신청을 기각하고 매수가격 재산정을 거부하였습니다.²³⁶ 2016년 5월 30일, 비송사건 절차²³⁷에서, 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 결정을 파기하고, 삼성물산 이사회가 본건 합병 발표를 결의하기 1일 전인 2015년 5월 26일을

²³² 금융감독원장에 제출한 제일모직(주)의 유동화증권 발행(합병)에 관한 실적보고, 2015. 9. 2., **R-15**.

²³³ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2018. 5. 1., **R-24**, 제 165 조의 5 제 3 항(주식의 매수가격은 주주와 해당 법인 간의 협의로 결정한다. 다만, 협의가 이루어지지 아니하는 경우의 매수가격은 이사회 결의일 이전에 증권시장에서 거래된 해당 주식의 거래가격을 기준으로 하여 대통령령으로 정하는 방법에 따라 산정된 금액으로 한다).

²³⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 255 항.

²³⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 257 항.

²³⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 258 항.

²³⁷ 비송사건의 심리에 있어 “사실발견을 위한 자료 수집의 책임과 권능은 법원에 있으며, 따라서 자료 수집의 방법과 범위는 법원이 자유롭게 정할 수 있습니다.” 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189(병합) 판결, **C-53**, 8 면. 비송사건절차법, 2014. 11. 21., **C-137**, 제 11 조 참조.

기준일로 할 것이 아니라 제일모직의 주식 상장일 전날인 2014년 12월 17일 당시 시가를 기준으로 산정하여 주가를 주당 66,602원으로 재산정 하라고 결정하였습니다.²³⁸ 동 법원은 2015년 5월 26일은 삼성물산 주가의 객관적 가치를 반영하지 못하며, 따라서 2014년 12월 17일이 주식매수가격을 결정하는 기준일이 되어야 한다고 판결하였습니다. 그 이유는 2014년 12월 17일이 삼성물산 주가에 대해 본건 합병 계획의 영향이 미치지 않으면서 본건 합병일과 가장 근접한 날짜이기 때문이었습니다.²³⁹

143. 수정 청구서면에 따르면, 상기 서울고등법원 결정이 있기 전인 2016년 3월에, 청구인은 본건 합병이 불공정하며 주가가 주식 가치를 적절하게 반영하지 않았다는 청구인의 주장에 대한 합의로서, 청구인이 보유하고 있는 상당량의 주식을 삼성물산에 매도하는 내용의 합의를 삼성물산과 체결하였습니다.²⁴⁰ 청구인은 수정 청구서면 및 Mr Richard Boulton QC의 전문가 보고서에서 이를 인용하고 있음에도 불구하고 해당 합의서의 제출을 거부하였습니다.²⁴¹ 이에 따라, 한국은 청구인과 Mr Boulton QC가 인용한 제한적인 정보 이외의 합의 조건에 대해 알지 못합니다.
144. ████████ 증인진술서 및 Mr Boulton QC의 전문가 보고서에 따르면, 청구인은 자신이 보유한 삼성물산 주식의 약 70%(주식매수청구권에 따라 매도가능한 7,732,779 주)를 442,577,873,286원(미화 약

²³⁸ 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189(병합) 판결, C-53, 4 면.

²³⁹ 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189(병합) 판결, C-53, 30 면. 이러한 결론에 도달함에 있어, 재판부는 삼성물산의 주가가 본건 합병 발표 전에 의도적으로 억압되었다고 합리적으로 의심할 만한 사정이 있다고 판시하였습니다. 한국은 대법원에 상고심이 진행 중인 이러한 판시사항에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다만, 청구인이 주장하는 당시 주가 억압에 대해 알고 있는 바가 전혀 없었음을 말씀드립니다.

²⁴⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 259 항.

²⁴¹ 중재판정부에 대한 Freshfields Bruckhaus Deringer 서신, 2019. 4. 30., (첨부: Three Crowns 에 대한 Freshfields Bruckhaus Deringer 서신, 2019. 4. 18.; 및 Freshfields Bruckhaus Deringer 에 대한 Three Crowns 의 서신) 참조; 절차명령 제 3 호, 2019. 5. 27.

3.74억달러)에 삼성물산에 매도하기로 합의하였습니다.²⁴² 동 보고서에 따르면, 삼성물산은 결국 57,234원의 매수가격에 매수 지연에 따른 추가 금액을 반영하여, 삼성물산 주당 59,050원, 총 456,619,111,019원(미화 약 3.85억달러)을 청구인(또는 다른 엘리엇 그룹사)에 지급하는 데 합의하였습니다.²⁴³

145. 동 전문가 보고서에 따르면, 신설 삼성물산 주식으로 전환된 나머지 340만 주의 경우, EALP가 2015년 9월 25일까지 복수의 거래를 통해 총 179,759.4백만원(미화 약 1.5억달러)에 그 전부를 매도하였습니다.²⁴⁴ 이에 따라, 청구인은 삼성물산에 대한 투자를 회수하며 총 636,378.4백만원(약 5.35억달러)를 지급받았습니다.²⁴⁵
146. 또한, 청구인은 상소심에 계속 중인 사건들에서의 특정할 수 없는 진행 상황 등을 포함하여 다양한 요인(대부분 확인되지 않음)들에 따라 공개되지 않은 합의서에 의거하여 삼성물산으로부터 추가 보상을 받을 수 있다고 주장하고 있습니다.²⁴⁶

D. 한국 내 관련 소송들이 상고심 또는 파기환송심 계류 중이나, 지금까지의 판결 내용 중 여러 부분이 청구인의 주장과 상당 부분 일치하지 않습니다.

147. 2016년, 일련의 형사소송들이 한국법원에서 개시되었으며, 이에 따라 본건 합병은 다시금 일반 대중의 이목을 끌게 되었습니다. 2019년 8월 29일 대법원은 일부 사건을 서울고등법원으로 환송하여 대법원의

²⁴² Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 64 항-제 65 항.

²⁴³ Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제 6.2.8 항.

²⁴⁴ Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제 6.2.8 항. 동 보고서 6 면에는 숫자 순서를 뒤바꾸어 써서 신설 삼성물산 주식 매도로 지급받게 될 금액을 실제보다 많이 표시한 도표(그림 3)가 포함되어 있습니다. 관련 매도에 포함된 주식 수에 비추어 볼 때, 한국은 Mr Boulton QC 전문가 보고서 49 면의 그림 24 에 표시된 금액이 C-308 에 의해 뒷받침되므로 정확한 금액이라고 생각합니다. (비록 동 문서는 명백히 본 중재의 목적상 2019 년 3 월까지 작성되지 않았으나, 새로운 정보가 밝혀지는 경우, 한국은 재반박서면에서 해당 사안을 다시 논할 수 있는 권리를 유보합니다.)

²⁴⁵ Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제 6.2.8 항.

²⁴⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 259 항.

판시사항에 따라 파기환송 재판을 받도록 하였습니다.²⁴⁷ 나머지 형사 사건들은 특정 민사소송과 함께 대법원에 상고심 진행 중입니다. 재차 말씀드리건대, 위 소송들의 현황에 대한 요약은 본 반박서면의 별지 A(소송현황 요약)를 참고해 주시기 바랍니다. 대법원(또는 파기환송된 사건의 원심)의 최종 판결이 선고되지 아니한 이상, 한국은 지금까지 제시된 증거의 진실성이나 현재까지 내려진 미확정 판결의 적절성에 대하여는 어떠한 입장도 취할지 아니합니다. 다만, 한국 법원의 심판 범위에는 그 어떠한 국제법적 사안도 포함되어 있지 아니하며, 따라서 해당 법원의 판결이 어떠한 국제법상 책임을 결정하지 아니함을 강조할 뿐입니다.

148. 본 절에서 한국은, 청구인이 현재 진행 중인 소송상의 정보를 선택적으로 이용하는 것은 국제법상 입증책임을 충족하지 못하는 것임을 보여드리기 위해, 특히 청구인이 제출하지 아니한 해당 소송상 정보 등 지금까지의 소송 절차에서 잠재적으로 관련성을 갖는 측면들을 강조합니다. 국내 관련사건에 대한 확정 판결이 내려지는 경우, 한국은 본 요약 설명을 수정 및 변경할 권리를 유보합니다. 또한 한국은, 청구인이 현재 진행 중인 국내 소송에서 비롯되지 아니한 증거는 거의 제공하지 못하고 있으며, 결국 중재판정부가 현재 심리할 수 없고 장래에도 심리하지 못할 가능성이 높은 미확정판결과 증인 진술에 거의 전적으로 의존하고 있음을 지적하고자 합니다.
149. 위 국내 사건들은 ■ 전 대통령 및 ■ 전 대통령과의 사적 관계를 이용하여 청탁, 뇌물수수 및 국정 간섭을 하였다는 그의 최측근 ■이 연루된 정치 스캔들에서 비롯된 것입니다.²⁴⁸ 이 둘의 공모 사실이 폭로되면서 특별검사의 수사가 개시되었으며, 그 결과 전 대통령, 삼성 ■ 부회장, ■ 전 보건복지부 장관 및 ■ 전

²⁴⁷ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 2738(■), R-178; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 13792(■), R-179; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 14303(■), R-180.

²⁴⁸ “대한민국의 대통령 스캔들”, BBC News, 2018. 4. 6., R-160.

국민연금 기금운용본부장을 포함한 여러 공직자들과 개인들에 대한 기소가 이루어 졌습니다.²⁴⁹

150. 이러한 국내 소송에서, ■ 전 대통령이 재벌들의 청탁을 들어주는 대가로 재벌 대표들로부터 ■ 딸의 승마 훈련 지원 형태로 뇌물을 수수하기로 ■ 과 공모하였다는 혐의가 제기되었습니다.²⁵⁰ 삼성그룹과 관련된 혐의는, ■ 전 대통령이 ■ 일가의 승계계획을 지원하는 대가로 ■ 이 ■ 딸의 승마훈련을 지원하였다는 것입니다.²⁵¹ 대법원은 ■ 전 대통령의 뇌물수수죄에 대한 판결을 서울고등법원으로 파기환송하여 대법원의 파기환송 취지에 따라 해당 부분을 다시 심리, 판단하도록 하였습니다.²⁵²
151. 앞에서 말씀드린 바와 같이, 이러한 판결들은 상고심 진행중이거나 파기환송되어 추가적인 재판을 받고 있습니다. 다만, 청구인은 이러한 소송에서의 하급심 판결 내용을 잘못 설명하였으며, 자신의 주장에 불리한 판시사항은 선별적으로 누락하였습니다.²⁵³ 또한, 청구인은 중재판정부에 청구인의 진술에 유리한 법원 판시사항을 인정하여 줄

²⁴⁹ ■ 역시 기소되었습니다. 대법원은 ■ 에 대한 재판도 서울고등법원으로 환송하였습니다. 다만, 동 사건에서 잠재적으로 관련있는 사안은 ■ 전 대통령과 ■ 관련 판결에서도 다루고 있으므로, 여기서 ■ 에 대한 재판을 다룰 필요성은 없습니다.

²⁵⁰ 서울중앙지방법원 2017 고평 364-1, **C-280**, 43-47 면.

²⁵¹ 서울고등법원 2017 노 2556, **C-80**, 37-40 면.

²⁵² 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 14303 판결(■), **R-180**, 13 면. 앞서 말씀드린 바와 같이, ■ 은 ■ 전 대통령의 임기 중 ■ 전 대통령의 친구이자 최측근이었던 자로서, ■ 에 대한 국내 형사재판은 현재 진행중에 있으며, 대법원은 ■ 사건도 서울고등법원으로 파기환송하였습니다. 해당 판결에서 잠재적으로 관련성 있는 사안은 ■ 전 대통령과 ■ 에 대한 판결에서도 다루고 있으므로 ■ 재판에 대해서는 여기에서 구체적으로 논하지 않습니다.

²⁵³ 예컨대, 청구인은 수정 청구서면 제 101 항에서 형사재판 판결 중 “투자위원회가 2015. 7. 9. 본건 합병에 찬성 의결하도록 유도하였다”는 ■ 의 진술을 잘못 인용하였습니다. 한국어 원문에 따르면 ■ 은 “2015. 7. 9.경 이 사건 합병 건에 대해 투자위원회에서 찬성 결정을 유도할 것이라는 취지의 보고서를 작성하였다”고 진술하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 39 면.

것을 요청하면서도, 청구인에게 불리한 판결 이유가 있는 경우에는 중재판정부는 법원의 논증에 “기속되지는 않는다”고 주장하는 등 기회주의적인 행태를 보이고 있습니다.²⁵⁴

152. 아래에서 말씀드리는 바와 같이, 현재까지 한국 법원의 관련 형사재판에서는 청구인이 주장하는 바와 같이 본건 합병에 대한 국민연금 찬성 표결 관련 비위가 뇌물의 대가에 해당한다고 판시한 바는 없습니다(1). 한국은 아래 2항에서 현재까지 한국 법원의 민사소송 관련 판시내용을 논의하고, 위 판결에 대해 잘못 서술하고 있는 수정 청구서면의 내용을 바로잡고자 합니다. 현 시점에서 현재까지의 형사재판 및 민사재판의 판시내용을 논의함에 있어, 이에 대한 한국의 의견 및 입장은 추후 해당 사건들의 확정 및 종결에 따라 변경될 수 있습니다.

1. **지금까지의 형사소송(이중 1건은 대법원에 상고심 진행 중이며, 나머지는 최근 파기환송되었음)은 본건 합병과 관련된 비리행위에 관한 쟁점을 판단하지 아니하였으며, 중재판정부에 대한 청구와는 제한적인 관련성을 가질 뿐입니다.**

153. 이하에서 한국은 (a) ■ 전 대통령과 ■에 대한 형사재판(최근 서울고등법원으로 파기환송되어 파기환송 재판이 진행 중입니다) 및 (b) ■ 전 장관 및 ■ 전 본부장에 대한 형사재판(상고심이 진행 중이며, 청구인이 주장하는 사건 경위와 모순됩니다)에서 한국 법원에 계속 중인 내용에 대해 논의합니다.

²⁵⁴ 예컨대, 청구인은 ■ 전 대통령에 대한 뇌물공여에 관한 법원 판결을 강조하면서도 중재판정부로 하여금 2015년 7월 17일 본건 합병에 대한 표결이 이루어진 이후인 2015년 7월 25일에서야 이러한 뇌물공여에 대한 합의가 이루어졌다는 판시사항을 간과하도록 하고 있습니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 각주 496.

a. 뇌물공여 주장과 본건 합병 간에 관련성이 있는지에 대한 판시가 없었음에도 불구하고 청구인은 ■ 전 대통령과 ■에 대한 지금까지의 형사판결(최근 파기환송) 내용을 왜곡하고 있습니다

154. 우선적으로 한국은 이러한 소송들이 중재판정부에 대한 청구와 설령 관련성이 있다고 보더라도, 제한적 관련성을 가질 뿐임을 말씀드리고자 합니다. 중재판정부에 회부된 국제법적 쟁점들과 위 형사재판들의 유일한 잠재적 관련성은, ■ 정부가 본건 합병을 야기하고 청구인에 손해를 입혔을 뿐 아니라 나아가 협정 위반에 이를 정도까지 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 개입하였는가입니다. 국내 형사재판은 해당 문제를 전혀 다루고 있지 않으며, 설령 해당 문제와 관련성이 있다 하더라도, 이에 대해 판단해야 하는 중재판정부의 필요와는 그 관련성이 극히 제한적입니다.
155. 다시금 한국은, ■ 전 대통령과 ■에 대한 형사재판이 서울고등법원으로 파기환송되어 추가 재판을 받게 되었고 이에 따라 어떠한 확정 판결도 내려진 바가 없으며, 국내 법원에서 심리 중인 사안에 대해 어떠한 입장도 취하지 아니함을 강조합니다. 한국이 해당 사안에 대해 간략히 언급하는 목적은 현재 진행 중인 소송에 대해 청구인이 제시한 것보다 더욱 완전한 기록을 제공하고, 청구인이 국내 법원의 특정 판결을 선별적으로 이용함으로써 국제법상 기준에 따른 입증책임을 충족하지 못하고 있다는 점을 지적하기 위함일 뿐입니다.
156. ■ 전 대통령과 ■에 대한 형사재판은 ■ 전 대통령이 자신의 권한을 남용하여 한국의 여러 대기업들로부터 뇌물을 수수하였다는 주장과 관련됩니다. ■은 뇌물공여 혐의와 삼성그룹의 “승계계획”에 대한 지원을 받고자 ■ 전 대통령에게 부정한 청탁을 하였다는 주장과 관련된 기타 범죄 혐의를 받고 있습니다.²⁵⁵
157. 청구인은 ■ 전 대통령이 자신의 권한을 남용하여 2014년 9월 15일 ■과의 면담시 삼성그룹에 뇌물 공여를 강요하였음이 한국 법원에 의해 확인되었다고 주장하며, 이러한 뇌물의 성격을 “엘리트에 대한

²⁵⁵ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 14303 판결, R-180; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 2738 판결, R-178 참조.

정부의 선입견 및 편견에 부합하여 정부로부터 부정한 지원"을 받기 위한 선급금으로 규정하고 있습니다.²⁵⁶ 만약 청구인의 주장 취지가 한국 법원이 2014년 9월 회동에서 본건 합병 승인을 위한 부정한 청탁이 있었다고 판시하였다는 것이라면, 이는 법원의 판시사항을 잘못 이해한 것입니다. []에 대한 형사소송 절차에서 서울고등법원은, []이 2014년 9월 면담에서 [] 전 대통령에게 뇌물 공여를 약속하거나 부정한 청탁을 하였다고 인정하지는 않았습니다.²⁵⁷ 그 후 해당 사건은 대법원에서 파기환송되었습니다.²⁵⁸

158. 실제로 [] 전 대통령에 대한 서울고등법원 판결(추후 파기환송 절차에서 새로운 사실관계를 인정할 수 있음을 전제로 합니다) 중 최근 대법원 판결과 직접적으로 배치되지 않는 부분에 따르면, [] 일가의 승계계획 관련 청탁이 본건 합병이 승인된 이후인 2015년 7월 25일 이후에 이루어졌다는 취지로 다음과 같이 언급하였습니다:

AA센터 등에 대한 지원 요구가 있었던 2015. 7. 25. 단독 면담 당시 이미 해결되어 종결된 현안들로서 앞서 본 법리에 비추어 보면 위 현안들은 위 단독 면담에서 피고인의 요구 및 그에 따른 금품 제공과 *대가관계*에 있다고 볼 수는 없다.²⁵⁹

159. 파기환송 전 서울고등법원 판결이나 최근 대법원 판결도 [] 정부가 국민연금으로 하여금 삼성물산/제일모직 합병에 대한 찬성 표결을 하도록 한 것에 대한 직접적인 대가로 뇌물을 수수하였다고 명시하고 있지 않습니다.²⁶⁰

²⁵⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 139 항.

²⁵⁷ 서울고등법원 2018. 2. 5. 선고 2017 노 2556 판결, **C-80**, 38 면, 91 면.

²⁵⁸ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 14303 판결([]), **R-180**, 1 면, 13 면.

²⁵⁹ 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, (C-286 수정 번역본), **R-169**, 112 면(강조추가).

²⁶⁰ 대법원은 원심이 입증되지 않았다고 판단한 승계계획의 존재가, 삼성물산/제일모직 합병 관련 일련의 행위를 포함하여 삼성그룹 구조조정에서의 여러 행위를 통해 인정될 수 있음을 명확히 하였으나, 본건 합병에 대한 직접적 지원을 대가로 뇌물이 제공되었다고 보기는 어렵다고 판시하였으며, 오히려

**b. [] 전 장관 및 [] 전 본부장에 대한 지금까지의
형사재판(현재 상고심 진행 중)은 청구인의 주장과
모순되는 내용을 포함하고 있습니다**

160. 대법원은 [] 전 대통령 및 []에 대한 상고심을 파기환송하였으나, [] 전 장관과 [] 전 본부장에 대한 형사재판은 현재 대법원에 상고심이 진행 중입니다. [] 전 장관과 [] 전 본부장의 형사재판에 대한 지금까지의 원심 판결은 청구인의 주장과는 모순되는 내용(상고심 진행 중임을 전제로 합니다)을 포함하고 있습니다.
161. 첫째, 청구인은 서울고등법원 판결을 토대로 한국이 국민연금 직원들로 하여금 본건 합병안을 전문위원회에 부의하지 못하도록 함으로써 협정을 위반하였다고 주장하고 있습니다.²⁶¹ 청구인 주장의 근거는 국민연금 직원들이 본건 합병 결정을 전문위원회에 부의할 것을 국민연금 투자위원회에 권고하지 아니한 채 오픈식 표결 방식을 채택한 것에 있습니다.²⁶²
162. 서울고등법원은 오픈식 표결 방식을 채택한 것이 “의결권행사지침의 규정에 더욱 충실하기 위한 것으로 보이고” “의결권행사 절차 규정을 위반한 것이 아니므로 법령상 의무 없는 일을 한 경우에 해당하지 아니한다”고 판단(상고심 진행중임을 전제로 합니다)하였습니다. 동 법원은 다음과 같이 판시하였습니다:

[국민연금이] 오픈식 표결 방식을 채택한 것은 그 과정에서 피고인 A의 지시에 따라 보건복지부 공무원들을 통하여 전문위원회에 부의하지 못하도록 하기 위한 것이 아니라 본건 합병이 중요한 사안이며 선례가 없음을 고려하여,

승계계획 지원과 관련된 잠재적 비리행위에 대해 구체적으로 논함에 있어, 본건 합병 표결 이후인 2015년 7월 25일 회동을 논하고 있습니다. 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도 13792 판결([]), R-179, 19-21면.

²⁶¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 105-117 항 (청구인이 주장하는 “제 3 단계”).

²⁶² 다시 말씀드리면, 오픈식 표결방식은 각 12명의 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 대한 국민연금 표결 방식에 관한 4가지 옵션(“찬성/반대/중립/기권”) 중 한가지 방식으로 투표하거나, 위원회 표결을 기권할 수 있는 방식이었습니다.

의결권행사지침의 규정에 더욱 충실하기 위한 것으로 보인다.²⁶³

163. 동 법원은(역시 상고심이 진행 중임을 전제로 합니다) ■ 전 본부장이 국민연금 투자위원회에서 해당 사안을 결정하겠다고 보건복지부에 보고한 것을 제외하고는, ■ 전 장관 지시에 따라 국민연금이 어떠한 위법한 조치를 취한 것은 아니라고 판시하였습니다.²⁶⁴
164. 둘째, 청구인은 서울고등법원의 판결을 토대로 ■ 전 본부장이 2 명의 친분이 있는 직원을 국민연금 투자위원회(12 명의 위원 중) 위원으로 지명한 것은 본건 합병 안건이 국민연금 투자위원회에서 승인되는 것을 용이하게 하기 위한 것으로서, 이는 업무상 임무 위배이자 협정 위반에 해당한다고 주장하고 있습니다.²⁶⁵ 청구인의 주장과 달리, 서울고등법원은 현재 상고심이 진행 중인 판결에서 이러한 투자위원회 위원 지명이 국민연금의 규정에 따른 ■ 전 본부장의 정당한 권한 행사였으며 국민연금의 과거 관행을 벗어나는 것이 아니라고 판단하였습니다.²⁶⁶
165. 셋째, 서울고등법원의 판결을 토대로, ■ 전 장관이 2015년 7월 14일 전문위원회 회의 개최를 저지하였다는 청구인의 주장과 관련하여,²⁶⁷

²⁶³ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 18 면, 43 면.

²⁶⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 18 면, 43-45 면.

²⁶⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 57 면.

²⁶⁶ 서울중앙지방법 2017. 6. 8. 선고 2017 고평합 34, 183(병합) 판결, C-69, 63 면; 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 58 면. 어떠한 경우에도, 설령 한국 법원이 그 행위가 ■ 전 본부장의 업무상 임무에 위배된다는 판단을 할지라도 이는 협정 위반을 입증하는 데 충분하지 않습니다.

²⁶⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 132 항-제 134 항(청구인이 주장하는 "제 8 단계").

서울고등법원은 이와 관련한 ■ 전 장관의 직권남용을 입증하기에 충분한 증거가 없다고 판시(역시 상고심 진행 중 입니다)하였습니다.²⁶⁸

166. 넷째, 서울고등법원은 ■ 전 장관과 ■ 전 본부장이 국민연금에 적정 합병비율과 본건 합병비율 간의 차이에 상응하는 손해를 야기하였다는 주장을 입증하기 위하여 필요한 “적정” 합병비율을 확실하게 계산하기 위한 실증적인 증거는 제시되지 않았다고 판시하였습니다.²⁶⁹

167. ■ 전 장관과 ■ 전 본부장에 대한 지금까지의 형사 재판(상고심 진행 중입니다)에서 법원이 인정한 혐의는 (a) 전 국민연금 리서치팀장 ■가 ■ 전 장관과 ■ 전 본부장의 지시에 따라 시너지 효과를 조작하였고 이는 국민연금 투자위원회 심의에 영향을 미쳤으며 (b) ■ 전 기금운용본부장이 국민연금 투자위원회 위원들의 의결권 행사에 영향을 미치기 위해 투자위원회 위원들과 접촉하였다는 것입니다.

* * *

168. 다시 말씀 드리자면, 이러한 사실인정 내용들은 위에서 살핀 여타 내용들과 마찬가지로 최종적으로 확정된 것이 아니고, 상고심의 판단을 앞두고 있거나 추가 재판을 위해 파기환송되었습니다. 그러나 근본적으로 본 중재의 목적상, 청구인이 인용하고 있는 계속 중인 재판은 아래 제IV장에서 다루는 바와 같이, 국제법적 관점에서 한국이 협정을 위반하여 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 개입하였다는 청구인의 주장을 입증하는 증거가 되기에는 부족합니다.

2. 지금까지의 민사재판(이중 1건은 확정)은 청구인의 주장에 반대되는 판결을 포함하고 있습니다

169. 본건 합병과 관련된 민사소송은 3건이 있습니다. 앞서 말씀 드린 바와 같이, 첫 번째 사건은 EALP가 삼성물산을 상대로 주주총회소집통지 및 결의금지 가처분을 신청한 것으로, 당시 법원은 위 신청을

²⁶⁸ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 42 면.

²⁶⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 65-66 면.

기각하였습니다. 위 사건의 쟁점이 본건 중재와 매우 유사하다는 점, 그리고 아래에서 설명 드리는 바와 같이 임시주총 직전 삼성물산 주주들의 의사결정에 미친 영향력에 비추어 볼 때,²⁷⁰ 이러한 국내 소송은 본건 중재와 매우 높은 관련성을 갖는다고 할 수 있습니다. 위 신청은 1심과 항소심에서 모두 기각되었으며 EALP는 대법원에 대한 재항고를 취하하였습니다.

170. 나머지 2건은 삼성물산 합병 반대주주들이 제기한 본건 합병 무효 소송(서울고등법원에 항고심이 진행 중입니다)과 주식매수청구권 행사가격에 관하여 삼성물산을 상대로 제기한 주주들(삼성물산과 합의하여 취하하기 전, EALP 포함)의 신청 사건입니다. 이러한 민사소송들 역시 청구인의 입증책임을 충족하는 데 충분한 증거를 제공하지 않습니다.

171. 이러한 민사소송과 동 소송에서 지금까지 내려진 판결은, 비록 중재판정부가 이에 구속되지는 않으나, 형사소송에 비해 본건 중재와 더 큰 관련성을 갖는다고 할 수 있습니다. 위 민사소송은 합병비율을 포함한 본건 합병의 합법성 및 EALP나 본건 합병에 반대한 기타 삼성물산 주주들에 초래된 손실(만약 그러한 손실이 있다면)에 초점을 맞추고 있습니다. 따라서 위 민사소송은 EALP가 본건 합병 및 본건 합병비율의 위법성으로 인해 입었다고 주장하는 손실과 더욱 밀접하게 관련되었다 할 것입니다.

a. 가치분 신청 사건에서는 EALP가 현재까지 제기하고 있는 수많은 청구에 대한 어떠한 증거도 발견되지 않았습니다

172. EALP는 서울중앙지방법원과 서울고등법원에 제기된 사건에서 여러 주장을 하였으며, 본 중재절차에서도 이를 지속적으로 주장하고 있습니다. 예를 들어, 2015년 7월 17일 임시주총 전에 EALP는 본건 합병비율이 불공정하고, 본건 합병에 합리적인 목적이 없으며, 삼성물산은 본건 합병을 예정 또는 계획하고 있지 않다는 확인을

²⁷⁰ 하기 제 473 항 (d) 참조.

하였음에도 이를 지키지 않았다고 주장하였습니다.²⁷¹ 그러나, 한국 법원은 이러한 주장을 기각하였습니다.

173. 임시주총 2주 전인 2015년 7월 1일 서울중앙지방법원은 EALP의 삼성물산 주가 산정을 뒷받침할 만한 증거가 불충분하다는 판결을 내렸습니다.²⁷² 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 판결을 인정하고 본건 합병비율이 법정 산식에 따라 산정된 것이며 해당 산식은 위헌이 아니라고 판시하였습니다.²⁷³
174. 두 법원 모두 본건 합병이 부당하였다는 판결을 내린 바가 없습니다. 서울중앙지방법원은 본건 합병 공식 발표 이후 삼성물산의 주가가 상승한 것은 시장에서 본건 합병을 긍정적으로 평가하였음을 보여주는 것이라고 판시하였습니다.²⁷⁴ 또한, 법원들은 삼성물산과 제일모직의 사업영역을 다각화하고 건설부문의 성장둔화에 대응하는 데 본건 합병의 목적이 있다고 볼 여지가 있다고 판시하였습니다.²⁷⁵
175. 서울중앙지방법원은 삼성물산이 EALP에 본건 합병을 예정 또는 계획하고 있지 않음을 확인해 주었다고 결론지을 만한 충분한 증거가 없다고 판시하였습니다.²⁷⁶ 서울고등법원은 원심의 위 판시사항을 유지하였습니다.²⁷⁷

²⁷¹ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-9**, 4 면.

²⁷² 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-9**, 11-14 면.

²⁷³ 서울고등법원 2016. 7. 16. 선고 2015 라 20485 판결, **C-235**, 7-12 면.

²⁷⁴ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-9**, 14 면.

²⁷⁵ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-9**, 14 면;
서울고등법원 2015. 7. 16. 선고 2015 라 20485 판결, **C-235**, 12 면.

²⁷⁶ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, **R-9**, 16 면.

²⁷⁷ 서울고등법원 2016. 7. 16. 선고 2015 라 20485 판결, **C-235**, 13 면.

b. 현재까지의 주식매수가격결정에 관한 결정(EALP는 삼성물산과 합의를 체결함)은 주식매수가격의 불공정성에 대한 주장을 다루고 있습니다.

176. 삼성물산 합병 반대주주들이 제기한 주식매수청구권 행사가격에 관한 민사소송(현재 상고심이 진행 중입니다)에서 두 차례의 법원 결정이 있었습니다.
177. 앞서 말씀 드린 바와 같이, 2015년 8월 20일 삼성물산은 반대주주들에게 주당 57,234원의 가격으로 주식을 매수할 예정임을 통지하였습니다. 이에 따라 EALP를 포함하여 주식매수청구권을 갖는 주주들은 2015년 8월 27일 위 제시된 가격에 반대하며 주식매수가격결정 신청을 제기하였습니다.²⁷⁸ 서울중앙지방법원은 주가가 자본시장법에 따른 법정 산식에 따라 산정되었음을 근거로, 주당 57,234원으로 주식매수가격을 인정하였습니다.²⁷⁹ 위 주주들은 동 결정에 대해 서울고등법원에 항고하였습니다.²⁸⁰
178. 제II장 제C절에서 언급한 바와 같이, 2016년 5월 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 판결을 파기하고, 주식매수가격 결정의 적정 기준일을 제일모직의 IPO 전날인 2014년 12월 17일로 정하고 주가는 주당 66,602원으로 재산정되어야 한다고 결정하였습니다.²⁸¹
179. 양측 모두 동 판결에 불복하여 재항고하였으며 대법원에 재항고심이 진행 중에 있습니다.

²⁷⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 257 항.

²⁷⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 258 항; 서울중앙지방법원 2016. 1. 27. 선고 2015 비합 91(병합) 판결, **C-259**.

²⁸⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 258 항; 서울중앙지방법원 2016. 1. 27. 선고 2015 비합 91(병합) 판결, **C-259**.

²⁸¹ 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189(병합) 판결, **C-53**, 30 면. 재판부는 이러한 결론에 이르면서 본건 합병 발표 전 삼성물산의 주가가 억압되었는지 여부에 대한 합리적인 의심이 존재한다고 판시하였습니다. 한국은 대법원에 상고심이 진행 중인 이러한 판시사항에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다만, 청구인이 주장하는 당시의 주가 억압에 대하여는 알고 있는 바가 전혀 없었음을 말씀드립니다.

180. 제Ⅱ장 제C절에서 언급한 바와 같이, 서울고등법원이 그 결정을 내리기 전인 2016년 3월 23일에 청구인 EALP는 주식매수가격에 대하여 이익을 제기한 자신의 신청을 취하하고, 삼성물산과 미공개 합의를 체결하였습니다. 그럼에도 제Ⅲ장 제E절에서 논하는 바와 같이, EALP는 본 중재를 통해 다른 주주들에게는 제공되지 않은 추가 이익을 부적절하게 얻고자 하고 있습니다.

c. 지금까지의 본건 합병 무효 소송 판결(현재 항소심 진행 중)의 판사들은 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다

181. EALP가 선정적인 효과를 불러일으키기 위해 강조하는 여러 형사 사건에 비하여, 본 민사 사건은 비록 결정적인 것이 아닐지라도 본건 중재의 쟁점과 관련성이 훨씬 큼니다. 다만, 청구인의 수정 청구서면²⁸²은 이러한 판결내용을 완전히 무시하고, 마치 EALP의 주장을 약화시키는 판시사항을 의도적으로 회피하려는 것과 같이, 해당 판결문에서 주주 숫자에 대한 사실증거만을 차용하고 있을 뿐입니다.

182. 본건 합병 후, 본건 합병 전 삼성물산 주식 2.11%를 소유하고 있던 제약회사인 일성신약주식회사와 일부 소수주주들(그 당시 EALP는 포함되지 않았음)(이하 총칭하여 “원고들”)은 2016년 2월 29일자로 합병무효의 소를 제기하였습니다. 원고들의 주요 주장은 다음과 같습니다:

- (a) 본건 합병비율은 삼성물산과 그 주주들에게는 불리하고 제일모직 및 그 주주들에게는 유리한, “현저히 불공정”한 것입니다.
- (b) 삼성물산은 본건 합병에 개입하고 본건 합병비율 산정에 영향을 미치기 위해 주가를 조작하였습니다.²⁸³

²⁸² 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 83 항 참조.

²⁸³ 청구인은 제일모직의 주가가 조작되었다는 증거를 제공하지 못하고 있는바, 이는 본건 합병비율이 불공정하다는 주장을 약화시키는 것이며, 이는 청구인이 양사의 가치를 비교함에 있어 삼성물산의 소위 “내재된 가치”와 제일모직의 시장가치를 잘못 비교하였던 것으로 보이는 점에서도 마찬가지입니다.

- (c) 국민연금은 국민연금 임원들과 보건복지부로부터 부당한 지시를 받아 본건 합병에 찬성하는 의결권 행사를 하였으며, 이는 합병 무효사유를 구성하는 국민연금 의결권 행사 절차상 흠결에 해당합니다.
183. 서울중앙지방법원은 2017년 10월 19일(청구인이 상당한 주의를 기울이는 ■ 전 장관 및 ■ 전 본부장에 대한 형사재판 판결이 내려진 이후인 점에 주목할 필요가 있습니다), 여러 이유를 들어 위 판결 관련 원고들의 주장을 부인하고 원고들의 청구를 기각(현재 상고심이 진행 중입니다)하였습니다.
- (a) 동 법원은 본건 합병비율이 자본시장법에 따라 결정되었으며, 시가 조작 또는 불공정 거래를 입증할 증거가 없다고 판시하였습니다.²⁸⁴
- (b) 동 법원은 국민연금의 의결권 행사를 위법하다고 볼 수 없으며, 국민연금 투자위원회가 내린 결정이 투자 손실 또는 주주 가치에 대한 손해를 발생시키는 의무 위반을 구성하지 않는다고 판결하였습니다.²⁸⁵ 법원은 이와 관련하여 다수의 사실관계를 인정하였습니다:
- (i) 합병 비율은 (법정 산식 적용에 따르지 않고는) 명확하게 정해질 수 없으며, 국민연금의 본건 합병에 대한 결정이 단순히 그 내부적인 합병 비율 산정 수치가 법정 합병 비율 또는 의결권 자문기관의 의견과 일치하지 아니하였다고 하여 이를 의무 위반이라고 할 수 없다.²⁸⁶
 - (ii) 국민연금 의결권행사지침에 의하면 국민연금의 의결권 행사와 관련된 모든 안건은 국민연금 투자위원회에서

²⁸⁴ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 17-19 면.

²⁸⁵ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 43 면.

²⁸⁶ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 43-44 면 (“산정기관마다 합병비율을 산정하는 데 적용하는 방법이 다르고, 자회사의 지분가치 판단에도 판단자의 주관에 상당히 개입하며 [...] 이 사건 합병만 하더라도 합병비율과 관련하여 산정기관에 따라 최소 1 (제일모직): 0.31 (구 삼성물산)부터 최대 1: 0.95 까지 그 폭이 매우 넓었다. [...] 내부 산정결과가 이 사건 합병비율을 상회하였다거나 의결권 자문기관과 달리 판단하였다고 하여 찬성 결의가 배임적인 것이라고 단정할 수 없다.”).

심의 및 의결하도록 하고 있고, 따라서 국민연금은 의결권행사지침을 준수하여 국민연금 투자위원회의 실질적 검토를 거쳐 본건 합병을 결정하였으며, 이에 대한 국민연금 준법감시인실의 승인도 이루어졌다.²⁸⁷

- (iii) 본건 합병에 대해 국민연금이 채택한 오픈식 표결 시스템(즉, 찬성/반대의 두 가지 선택보다는 다수의 옵션을 허용하는 방식)은 본건 합병에 찬성하는 결론을 이끌어 내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없었는 바, 국민연금 투자위원회 회의가 당초부터 어떤 결론을 두고 진행되었다고 볼 수 없다.²⁸⁸
- (iv) 국민연금 투자위원회는 자산운용에 다년간 경력이 있는 전문가들이고 투자수익에 대해 책임을 지는 사람들이다.
- (v) 엘리엇 홍콩이 국민연금 투자위원회 위원들에게 공문을 여러 차례 발송하였고 본건 합병에 대한 언론의 관심도 지대하였는바, 그와 같은 상황에서 투자위원들이 한 개인의 찬성 유도 행위에 따라 그 의사를 결정하기 보다는 수익이나 주주 가치를 보다 고려하였을 것으로 보인다.²⁸⁹

²⁸⁷ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 44 면(“기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건에 관하여 재량적으로 전문위원회에 요청할 수 있는 바, 기금운용본부가 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건인지 여부에 대한 판단을 투자위원회 관련 업무를 담당하는 소관부서(운용전략실) 조직원 일부가 정하는 것이 아니라 투자위원회에서 정하는 것이 위 지침을 보다 명확하게 따르는 것이라고 보인다.”).

²⁸⁸ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 44 면 (“투자위원회에서 선택한 표결방식은 ‘찬성, 반대, 중립, 기권’ 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 ‘표결기권’이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식이기 때문에 투자위원회에서 찬성 결론을 이끌어내는 데 유리한 표결 방식으로 볼 수 없었는바 [...]”).

²⁸⁹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 45 면(“2015. 7. 10.자 투자위원회 전부터 엘리엇이 국민연금공단으로부터 이 사건 합병에 찬성할 경우 찬성한 투자위원들에 대해 배임책임을 물겠다는 공문을 여러 차례 발송하고

- (vi) 국민연금 투자위원회 위원들은 모두 본건 합병 시너지 효과에 대한 정확한 산정이 어렵다는 것을 알고 있었고, 신규 합병회사가 삼성그룹의 지주회사가 되면 지배구조가 안정되고 그로 인한 이익이 상당하므로 장기적으로 주주가치 증대에 기여한다고 판단하였던 것으로 보인다. 따라서, 국민연금의 투자 포트폴리오에 대한 영향은 순수하게 본건 합병비율만으로 판단할 수는 없었다고 보인다.²⁹⁰

* * *

- 184. 주식매수가격결정 신청 및 합병무효 소송은 대법원과 고등법원에서 각각 재항고심과 항소심이 진행 중입니다. 다만, 한국은 지금까지의 법원 판결에 대해 청구인이 제공한 것보다 더 완전한 그림을 제시하기 위해 이러한 미확정 판결의 내용을 정리하고자 하였습니다.

3. 국민연금의 내부감사

- 185. 끝으로 한국은, 소송 절차는 아닙니다만 현재 한국 법원에서 심리 중인 동일한 쟁점들 중 일부를 다루었던 2018년 국민연금 내부 감사에 대해 언급하고자 합니다. 중재판정부는 청구인이 상기 감사결과를 인용하면서 국민연금의 내부 절차가 조작되었다고 주장하였던 것을 잘 알고 있을 것입니다.²⁹¹
- 186. 국민연금은 위 감사 결과에 이르게 된 기초 조사와 관련된 정보를 대중에게 공개하지도 않았고, 이를 한국에 제공하는 데에도 동의하지

그 결정에 관한 언론의 관심도 지대하였는바, 그와 같은 상황에서 투자위원들이 한 개인의 찬성 유도 행위에 따라 그 의사를 결정하기 보다는 수익이나 주주가치를 보다 고려하였을 것으로 보인다.”).

²⁹⁰ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20, 45 면 (“투자위원회에 제공된 ‘이 사건 합병 관련 분석’ 등 첨부자료(갑 제 55 호증)에 의하면, 합병시너지는 이 사건 합병의 효과를 판단하는 하나의 기준에 불과하고 그 밖의 지배구조변화, 종목별 주가 영향, 삼성그룹사 주가 영향, 주식시장 영향, 경제 영향, 합병 무산 시 기금운용에 미칠 영향 등이 전반적으로 고려되었다.”).

²⁹¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 125 항.

않았습니다. 따라서, 한국은 이 감사에 대한 논의에 있어 제약을 받을 수 밖에 없으며, 원칙적으로 현재 이용가능한 제한적인 증거를 기초로 기록을 완성하고 수정할 수 있기를 재차 요청하는 바입니다.

187. 공개된 감사보고서에 따르면, 국민연금 감사실은 2018년 본건 합병에 대해 다음과 같이 검토 의견을 낸 것으로 보입니다:

'15.7월 합병 안건 의결권 행사 과정에서의 ▲ 양사에 대한 적정가치 산출 보고서 작성, ▲합병 시너지 산출 ▲[제일모직]의 지대 산정 등 업무 처리 전반의 적정성을 집중 점검.²⁹²

188. 동 감사에서, 감사실은 현재 진행 중인 형사 사건의 기소내용에 따른 어떠한 형사상 책임에 대하여도 평가하지 않았으며, 국민연금 전직 직원들과 면담도 하지도 않았습니다.²⁹³ 감사실은 부분적으로 (미확정) 형사법원 판결을 토대로 하여 검토하였습니다.²⁹⁴

189. 감사실은 기금운용본부 임원인 ██████████²⁹⁵ (본건 합병 당시 국민연금 리서치팀장)와 ██████████ (본건 합병 당시 국민연금 리서치팀 직원)이 주의의무를 위배하였으며, ██████████ (본건 합병 당시 국민연금 리서치팀

²⁹² 2018년 7월 5일 수행된 국민연금 내부 감사 공개를 보여주는 국민연금 웹사이트 스크린샷과 함께 제출된 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부 감사결과, C-84.

²⁹³ 2018년 7월 5일 수행된 국민연금 내부 감사 공개를 보여주는 국민연금 웹사이트 스크린샷과 함께 제출된 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부 감사결과, C-84.

²⁹⁴ 2018년 7월 5일 수행된 국민연금 내부 감사 공개를 보여주는 국민연금 웹사이트 스크린샷과 함께 제출된 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부 감사결과, C-84, 1면.

²⁹⁵ ██████████는 감사 이후 국민연금에서 해임되었습니다. 그는 현재 한국 법원에 소송을 제기하여 위 처분을 다투고 있습니다. 국민연금, 삼성물산-제일모직 합병 과정 감사결과 공개 - 보고서 작성 책임물어 해임, 경향신문, 2018. 7. 3., R-168; 케이스 서치: 서울중앙지방법원 2018 가합 559994, 2019. 9. 10. 조회, R-181.

의 또 다른 직원)가 자신의 임무를 해태하고 국민연금 행동강령을 위배하였다는 결론을 내렸습니다.²⁹⁶

190. 감사를 통해 확인된(이 역시 간략하게 요약한 사실관계 확인서가 유일한 증거입니다) 국민연금 리서치팀의 비위는 오로지 국민연금 투자위원회 위원들에게 제공된 특정 합병 비율 산정에 관련된 것뿐입니다. 청구인 사건의 핵심인, 감사 당시 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병을 먼저 심의하게 한 결정에 대하여는 조사가 이루어지지도 않았으며 그에 대해 어떠한 비판도 하지 않은 것으로 보입니다.

III. 관할 및 심리적격(ADMISSIBILITY)에 대한 선결 문제들(THRESHOLD ISSUES)로 인해 모든 청구가 기각되어야 합니다

191. 본 장에서 한국은 몇 가지 선결 문제에 대한 이의를 제기하며, 이에 따라 중재판정부는 본안 사건을 심리할 필요가 없을 것입니다.
192. 물론 청구인은 협정에 따른 적용대상투자의 투자자로서의 지위를 포함하여 자신의 각 청구에 대한 입증책임을 부담합니다.²⁹⁷ 이하절에서 살펴보는 바와 같이, EALP는 이러한 입증책임을 다하지 못하였습니다.
193. 첫째, 청구인의 청구를 뒷받침하는 위법행위라고 주장하는 어떠한 행위도 협정에 따라 보호되기 위해 필요한, 한국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하지 않습니다(A). 오히려 상기 사실관계가 명확히 하고 있는 바와 같이, 문제로 삼고 있는 행위는 상장회사

²⁹⁶ 2018년 7월 5일 수행된 국민연금 내부 감사 공개를 보여주는 국민연금 웹사이트 스크린샷과 함께 제출된 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부 감사결과, 2018. 6. 21., C-84, 4면.

²⁹⁷ *ConocoPhillips v Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB/07/30), 판정, 2019. 3. 8., RLA-91, 제 272 항(“주장(allegation or an assertion)을 하는 자는 이러한 주장을 입증할 증거도 제공해야한다. 대부분의 경우 요구되는 증거가 제출되지 않음으로 인하여 중재판정부가 그 주장을 인정하지 않는 경우 손해를 입는 자는 해당 당사자이다. 일반적으로 청구인들이 사실관계 및 손실액·손해액과 관련하여 입증책임을 부담하는 것은 명백하다.”).

소수주주의 상행위이며, 이는 기껏해야 주주간 분쟁을 야기할 문제이지 협정상의 청구원인이 될 수 없습니다.

194. 둘째, 본 건 합병 의결을 포함한 국민연금의 행위는 협정에 따라 한국에 귀속될 수 없으며, 따라서 협정에 따른 보호가 적용될 수 없습니다(B).
195. 셋째, 청구인의 총수익스왑은 협정에 따른 투자에 해당하지 않으며, 협정에 따른 유일한 잠재적 "투자"라 할 수 있는 삼성물산에 대한 보유지분은 협정에 따른 적용대상투자의 자격을 갖추는 데 필요한 출자 또는 기간 요건을 충족하지 않습니다(C).
196. 넷째, 청구인이 인정한 바와 같이 청구인은 본건 합병을 예상하여 주식을 취득하였으며, 본건 합병의 공식 발표 이후 그 투자를 확대하였고, 또한 청구인에 손해를 입었다고 주장하는 본건 합병비율은 "확정(locked in)"되어 있는 바 청구인이 주장하는 투자의 시점을 고려할 때 본 중재절차는 절차남용에 해당됩니다(D).
197. 마지막으로, 청구인이 제공한 제한된 정보를 토대로 볼 때, 청구인이 본 중재절차에서 청구하는 바와 동일한 내용, 즉 본건 합병으로 인해 청구인의 주식 가치에 대한 손해배상 문제를 해결하기 위하여 삼성물산과 별개로 협상한 미공개 합의를 통해 청구인이 주장하는 손해에 대해 이미 보상을 받았다는 또 다른 사유(추가적인 자료 공개를 전제로 합니다)에 의해서도 이 사건 청구는 절차남용에 해당됩니다(E).

A. 문제되는 국민연금과 한국의 행위는 협정상 요구되는, 한국이 "채택하거나 유지한 조치"에 해당하지 않습니다

198. 협정 제11.16조는 "분쟁당사자가 투자분쟁이 협의 및 협상을 통하여 해결될 수 없다고 판단하는 경우", 투자자는 중재 청구를 제기할 수 있다고 규정하고 있습니다. 이는 특정 분쟁에 관한 중재에 대한 한국측의 동의를 나타내며, 이러한 동의는 협정의 다른 조항들에 의해 제한을 받습니다.
199. 이러한 제한규정 중 하나로서, 협정 제11.1조는 투자에 관한 장(및 이에 따른 중재에 대한 한국측의 동의)이 (a) 다른 쪽 당사국의 투자자; (b)

적용대상투자, 그리고 (c) 제11.8조 및 제11.10조에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자"에 관하여 당사국이 "채택하거나 유지하는 조치에 적용"됨을 명시적으로 규정하고 있습니다.²⁹⁸

200. "조치"라 함은 협정 제1.4조에 "모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행을 포함한다"고 정의되어 있습니다.²⁹⁹ 또한 제11장은 제11.1조에서 다음과 같이 규정하고 있습니다:

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.

201. 따라서, 협정의 정의상 한국이 채택하거나 유지한 "조치"로 인해 청구가 야기된 경우에만 중재에 대한 한국측의 동의가 존재하는 것입니다. 청구인은 이러한 "조치"에 해당하는 것이 어떠한 행위인지 입증하고 충분히 명확하게 설명할 의무가 있습니다. 청구인은 이러한 선결 문제에 대해서 언급하고 있지 않으며, 대신 어떠한 증거나 분석도 없이 청구인이 문제로 삼고 있는 불특정 행위가 단순히 협정상의 조치에 해당한다고 진술하고 있습니다.³⁰⁰

202. 아래 절에서, 한국은 (1) "조치"라는 용어의 적절한 해석; (2) "채택하거나 유지"라는 용어가 이러한 해석을 뒷받침한다는 점; (3) 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이 이러한 조치에 해당하지 않는다는 점; (4) 혐의가 제기된 청와대 및 보건복지부 공직자들의 행위가 이러한 조치에

²⁹⁸ 협정, C-1, 제 11.1 조(강조추가).

²⁹⁹ 협정, C-1, 제 1.4 조. 협정 한글본 제 1.4 조 및 제 11.1 조에서 "measure"는 "행위, 조치 또는 단계(action, measure or step)"를 의미하는 "조치(jo-ch)"로 번역되어 있습니다.

³⁰⁰ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 157 항 등 참고.

해당하지 않는다는 점; (5) 마지막으로, 문제된 행위를 협정상의 조치로 간주하더라도 해당 행위는 관할권이 인정될 만큼 청구인의 투자와 충분한 관련성이 없다는 점을 설명하겠습니다.

1. “조치”는 입법·행정 규칙제정이나 집행을 요구합니다

a. “조치”라는 용어에 대한 적절한 해석

203. 협정의 투자에 관한 장에서 사용되고 제1.4조에서 정의된 바와 같이, “조치”라 함은 입법 또는 행정적 행위, 규칙 또는 규정; 즉, 입법 또는 행정적 규칙의 제정 절차 및 관행을 반영하는 행위를 의미합니다.³⁰¹ 제Ⅲ장 제A절 2에서 살펴보는 바와 같이, 조치는 국가기관이라 할지라도 국가의 상행위를 포함하지는 않으며(국민연금과 같은 비국가기관의 상행위는 더욱 확실히 포함되지 않습니다), 제Ⅲ장 제A절 3에서 살펴보는 바와 같이, 실제 정부의 행위를 야기하지 않는 정책적 고려도 포함하지 않습니다.
204. 조약법에 관한 비엔나협약 (이하 “비엔나협약”) 제31조에 따르면 “조약은 조약의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 합니다.”³⁰²
205. 사전적 정의에 따라 정부 행위의 맥락에서 “조치”의 통상적인 의미는 협정상 입법 또는 규제적 규칙제정 및 관행을 포함하며, 상행위나 단순한 정책적 고려는 포함하지 않는다는 해석을 뒷받침합니다.
- (a) 메리엄-웹스터 사전(Merriam-Webster Dictionary)은 “조치”를 “제안된 입법행위(proposed legislative act)”라고 정의합니다.³⁰³

³⁰¹ 협정, C-1, 제 1.4 조(“조치라 함은 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행을 포함한다.”). 협정 한글본은 제 1.4 조의 “practice”를 “특정 사회 또는 특정 상황에서 일반적이거나 관습적인 활동, 행동방식이나 사건 또는 “성문화되지 않은 규칙”을 의미하는 “관행(*gwan-haeng*)”으로 번역하고 있습니다. “법, 규정, 절차, 요건”의 문맥에서 관행이라 함은 규칙이 정하는 행위 또는 이러한 규칙을 집행하거나 달리 실행하는 것을 목적으로 하는 행위로 이해할 수 있습니다.

³⁰² 비엔나협약, 1969. 5. 23., RLA-5, 제 31 조.

³⁰³ 메리엄-웹스터 사전(온라인), “조치(Measure)”, 2019. 9. 18. 조회, R-183.

- (b) 옥스포드 영어사전(Oxford English Dictionary)은 “조치”를 “제안되거나 채택된 입법적 제정(legislative enactment proposed or adopted)”이라고 정의합니다.³⁰⁴
- (c) 렉시코(Lexico, 옥스포드 대학교 온라인 사전)는 “조치”를 “법률안(legislative bill)”으로 정의합니다.³⁰⁵
206. 투자협정의 맥락에서 “조치”라는 용어가 광범위하게 해석되더라도, 제한이 없는 것은 아닙니다.³⁰⁶ 예를 들어, *Mesa Power Group v Canada* 사건에서 중재판정부는 “모든 정부 행위가 반드시 ‘조치’에 해당하는 것은 아니다”라고 판시하였습니다.³⁰⁷ 여러 국제중재판정부와 법원들은 다양한 유형의 정부 행위가 관련 협정에 따른 “조치”에 해당하지 않으며, 이에 따라 청구에 대한 관할이 발생하지 않음을 인정하는데 동의하였습니다.
- (a) *Azinian v Mexico* 사건에서 중재판정부는 NAFTA 제11장의 유사한 문언의 목적상 계약 위반 그 자체가 “조치”에 해당할 수 없다고 판시하고 다음과 같이 부연설명하였습니다: “분명히, NAFTA는 공공기관과의 여러 통상적인 거래를 잠재적인 국제 분쟁으로 격상시킬 만한 제도를 수립하는 것으로 해석될 가능성은 없다”.³⁰⁸
- (b) *Loewen Group v United States* 사건에서 중재판정부는 사법적 결정이 NAFTA에 따른 조치로 간주될 수 있는지를 판단하였습니다. 중재판정부가 사실관계를 토대로 문제된 사법판결이 “조치”에

³⁰⁴ 옥스포드 영어사전 (온라인), “조치(Measure)”, 2019. 9. 18. 조회, **R-184**.

³⁰⁵ 렉시코(옥스포드 대학) (온라인), “조치(Measure)”, 2019. 9. 18. 조회, **R-185**.

³⁰⁶ MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, *Investment Disputes under NAFTA: An Annotated Guide to NAFTA Chapter 11(2006)*, **RLA-29**, 1101-28d 면.

³⁰⁷ *Mesa Power Group, LLC v Government of Canada(UNCITRAL)*, 판정, 2016. 3. 24., **CLA-45**, 제 256 항.

³⁰⁸ *Robert Azinian and others v The United Mexican States(ICSID Case No. ARB(AF)/97/2)*, 판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 87 항(강조추가). MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, *Investment Disputes under NAFTA: An Annotated Guide to NAFTA Chapter 11(2006)*, **RLA-29**, 1101-28d 면 참조.

해당한다는 결론을 내렸음에도 불구하고, 당사국 법원의 모든 사법행위가 '당사국이 채택하거나 유지한' 조치에 해당하지는 않는다"고 인정하였습니다.³⁰⁹

(c) *Ethyl Corporation v Canada* 사건에서 중재판정부는 "'조치'라는 용어가 정부가 각 관할에 규율을 부과하는 방식에 대한 예시적인 정의"인지를 검토하였으며, 중재판정부는 채택된 후 왕실 승인(royal assent)을 받지 않은 입법행위에 대하여 승인을 취득해야 비로소 조치에 해당함을 인정하면서도, 계류 중인 법률제정안이 왕실 승인을 받기 전에도 조치에 해당하는지에 대한 문제는 다루지 않고 "법률로 제정되지 않은 법안"은 조치에 해당하지 않는다는 캐나다측 주장을 수용하였습니다.³¹⁰

(d) *Fisheries Jurisdiction* 사건에서 국제사법재판소는 "보존 및 관리 조치"와 관련 유보조항을 두고 있는 캐나다 법령상 "조치"라는 용어를 해석하였습니다. 국제사법재판소는 "조치"라는 용어의 의미가 광범위하다는 점에 동의하면서도, 해당 용어가 국제 협정에서 "법령, 규정 및 행정적 행위"를 포함하는 의미로 사용된다고 이해하였습니다.³¹¹

207. 이하에서 논의하는 바와 같이, 이러한 사건들은 어떤 행위가 협정에 따른 "조치"로 간주되려면 외부에 영향을 미치는 주권적 기능과 관련되어야 할 필요성을 보여주고 있습니다.

b. "채택하거나 유지"라는 용어는 "조치"라는 용어의 의미를 제한하려는 당사국들의 의도를 보여주는 것입니다

208. 협정상의 "조치"가 한국이 "채택하거나 유지"한 것이어야 한다는 것은, "조치"라는 용어가 입법 또는 행정적 규칙제정 또는 이러한 규칙의

³⁰⁹ Loewen Group, Inc. and another v United States of America(ICSID Case No. ARB (AF)/98/3), 적격성 및 관할권에 대한 피청구국의 이의제기 심리에 대한 결정, 2011. 1. 5., **RLA-55**, 제 52 항.

³¹⁰ *Ethyl Corporation v The Government of Canada*(UNCITRAL), 관할권에 대한 판정, 1998. 6. 24., **RLA-15**, 제 66-67 항.

³¹¹ *Fisheries Jurisdiction Case (Spain v Canada)*(법원의 관할권) [1998] 국제사법재판소 보고서 432, **RLA-14**, 제 65 항.

집행을 목표로 하는 관행으로 제한된다는 것을 보여주는 추가적인 증거입니다. 정부 행위의 맥락에서, 무언가 “채택”된다는 것은 완료시에만 조치가 될 수 있는 집행·입법·행정 규칙제정 절차를 함축하는 것이며, 이러한 조치는 최초로 채택된 이후에만 “유지”될 수 있습니다. 즉, 조치는 국가의 “확정적이며 공식적인” 행위가 되어야 합니다.³¹²

209. 다시금, 사전적 정의는 “조치”와 함께 사용된 “채택하거나 유지하는”에 대한 정확한 해석을 제공합니다.
- (a) Black’s Law Dictionary는 “채택하다(adopt)”라는 동사를 *헌법, 헌법 개정, 법령 또는 조례의 경우에*, 수락하다, 동의하다 및 시행하다”라고 정의하고 있습니다.³¹³
 - (b) 메리엄-웹스터 사전은 “채택하다”를 예를 들어 “헌법 개정을 채택하다”와 같이 “정식으로 수락하고 시행하다”로 정의하고 있습니다.³¹⁴
 - (c) 옥스포드 영어사전은 “채택하다”를 “정식으로 (보고, 제안 또는 결의 등을) 승인 또는 수락하다” 또는 “비준하다”로 정의하고 있습니다.³¹⁵

³¹² MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, Investment Disputes under NAFTA: An Annotated Guide to NAFTA Chapter 11(2006), **RLA-29**, 1101-31 면 참조. (“문면상, 제 1101 조에서 ‘채택하거나 유지’를 언급한 것은 두 가지 다른 상황을 설명하는 것으로 보인다: 첫째, 당사국이 신규 조치를 채택한 상황이 이의제기의 가능성을 야기하는 경우; 둘째, 당사국이 계속하여 조치를 유지하는 경우. 이 문맥에서 ‘또는(or)’이란 단어의 사용은 둘 중 하나의 가능성이 청구원인을 형성할 수 있음을 암시한다.’ 제 1803 조 및 제 2004 조에서 ‘실제 또는 제안된 조치’를 나란히 언급한 경우, 제 1101 조 제 1 항의 기초가 *단순히 제안된 조치*는 ‘채택하거나 유지하는’ 조치에 해당하지 않음을 암시한다: 문면상, ‘채택하거나 유지하는’이라는 문언은 실제 집행된 조치를 시사한다.”)(강조추가).

³¹³ Black’s Law Dictionary (온라인), “채택하다란(What is ADOPT)?”, 2019. 9. 19. 조회, **R-186** (강조추가).

³¹⁴ Merriam-Webster Dictionary (온라인), “채택하다(Adopt)”, 2019. 9. 18. 조회, **R-187**.

³¹⁵ 옥스포드 영어사전(온라인), “채택하다(Adopt)”, 2019. 9. 27. 조회, **R-188**.

(d) 렉시코는 “채택하다”를 예컨대 “위원회는 5-1로 표결하여 제안을 채택하였다”와 같이 “정식으로 승인 또는 수락하다”라고 정의하고 있습니다.³¹⁶

210. 앞서 말씀드린 바와 같이³¹⁷, “유지하다(maintain)”는 보다 광범위하게 “유지(keep up) 또는 지속하다”³¹⁸ 또는 “(행위를) 유지(sustaining)할 근거가 있다”³¹⁹ 를 의미합니다만, 이러한 맥락에서, 조치는 우선 채택되지 않고서는 유지될 수 없는 것입니다.³²⁰

c. 협정에서 “조치”라는 용어의 다른 용례를 통해 이러한 해석을 확인할 수 있습니다.

211. 또한, 조약문은 조약의 전문 및 부속서를 포함하는 조약문 전체와 관련하여 의미가 부여되는 “그 문맥”에 따라 해석되어야 합니다.³²¹ 협정 전문에 명시된 바와 같이, 대한민국과 미합중국이 협정을 체결한 주요 목적 중 한 가지는 “양국의 무역 및 투자를 규율하는 *명확하고 상호 유익한 규칙의 제정과* 양국 영역간 무역 및 투자에 대한 장벽의 축소 또는 철폐를 추구”하는 것입니다.³²²

³¹⁶ 렉시코(옥스포드 대학)(온라인), “채택하다(Adopt)”, 2019. 9. 18. 조회, **R-189**.

³¹⁷ 상기 제 208 항 참조.

³¹⁸ PB Gove(ed), 웹스터 영어사전(Webster’s Third New International Dictionary of the English Language)(2002), “유지하다(Maintain)”, 1362 면, **R-40**.

³¹⁹ 옥스포드 영어사전(온라인), “유지하다(Maintain)”, 2019. 9. 18. 조회, **R-190**.

³²⁰ 비엔나협약 제 31 조 제 1 항은 다음과 같이 규정하고 있습니다: “조약은 조약문의 문맥 및 조약의 대상과 목적으로 보아, 그 조약의 문면에 부여되는 통상적 의미에 따라 성실하게 해석되어야 한다”. 비엔나협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 31 조. “문맥”은 해석되는 문구가 속한 협정의 특정 조항의 기타 조건 및 협정의 나머지 조항을 포함합니다. Murphy Exploration and Production Company International v Republic of Ecuador II(PCA Case No. 2012-16), 일부 최종 판정, 2016. 5. 6., **CLA-49**, 제 160 항. 협정 한글본은 “adopted”를 ‘채택’(채택 또는 선택(adopt or choose)을 의미함)으로 번역하고 있으며 “maintained”을 ‘유지’(유지 또는 지속(keep or maintain)을 의미함)으로 번역하고 있습니다.

³²¹ 비엔나협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 31 조.

³²² 협약, **C-1**, 전문(강조추가).

212. 협정의 조항 및 문언은 입법 및 규제적 규칙을 정하는 것이 이 협정의 대상 및 목적임을 밝히고 있습니다. 언급한 바와 같이, 제1.4조는 “조치”를 “법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”으로 정의하고 있으며, 이는 입법 또는 행정적 규칙의 제정이나 관행을 의미하는 것입니다. 협정에서 “조치”라는 용어의 다른 용례는 국가의 입법 또는 규제적 규칙의 제정 권한과 관련된 의미임이 확인됩니다. 예컨대:
- (a) 제1.3조에 따르면 한국과 미국은 “이 협정의 규정에 효력을 부여하기 위하여 모든 필요한 조치가 취하여지도록 보장해야”하며, 이는 협정을 비준하기 위한 입법 행위를 명백히 언급하고 있습니다.
 - (b) 제2장 제4절은 “상품의 수입에 대한 금지 또는 제한”(제2.8조 제1항), 또는 “새로운 또는 변경된 수입허가절차”(제2.9조 제2항 제 나목) 또는 “상품에 대한 관세, 조세 또는 부과금”(제2.11조)를 포함하는 “비관세조치”를 정하고 있으며, 이는 모두 입법 또는 규제적 규칙의 제정 및 관행을 나타냅니다.
 - (c) 제2장 제5절은 “그 밖의 조치”를 정하며, 이에는 각 당사국의 특산주에 대한 규정 및 특히 이러한 제품의 제조를 규율하는 자국의 기존의 법 및 규정, 그리고 [...] 이러한 법 및 규정의 수정”을 포함하고 있습니다.
 - (d) 제3.3조는 “농업 긴급수입 제한조치”로서, 당사국이 농산물에 대한 “더 높은 수입관세의 형태로” 조치를 적용하는 것을 허용하고 있으며, 이는 다시금 입법 또는 규제적 규칙의 제정을 나타내는 것입니다.
 - (e) 제20장은 환경에 관한 것으로, 다자간환경협정에 따른 당사국의 의무를 이행하기 위한 행위에 관하여, “법, 규정 및 그 밖의 모든 조치”라는 문구를 반복적으로 사용하고 있습니다.
213. 이와 같은 예시들은 국가의 입법 또는 규제적 규칙의 제정 및 집행을 가리키기 위해 협정 전반에 “조치”라는 용어가 사용된 대표적인 경우들입니다.

2. 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결은 한국이 “채택하거나 유지한 조치”가 아닙니다

214. 청구인의 가장 핵심적인 주장은 국민연금이 “ 일가의 이익을 위해 본건 합병을 지지하기로 하는 경제적으로 비이성적인 결정을 내리는 등 자의적이고 차별적인 행위를 하였음은 물론, 수백만명의 한국 연금가입자들에 대한 공적의무를 위반하고 적법, 적정 절차를 철저히 무시하는 행태를 보였다”는 것입니다.³²³ 편파적 표현을 배제하면, 청구인의 주장은 국민연금이 본건 합병에 반대 투표를 했어야 함에도 찬성 투표를 하였다는 것입니다.³²⁴ 이는 기껏해야 주주간 분쟁에 불과하며, 그 맥락에서 보더라도 약한 주장이라 할 것입니다.³²⁵
215. 협정의 보호라는 맥락에서 이는 절대 청구원인이 될 수 없습니다. 본건 합병에 대한 주주의 찬성 투표는 순수한 상행위였으며 협정 제1.4조에 의해 요구되는 “법, 규정, 절차, 요건 또는 관행”에 해당하지 않습니다. 주주로서의 투표 행위는 법이나 행정 규칙 또는 이러한 법이나 규칙의 통과 과정의 단계, 또는 이러한 규칙의 집행에도 해당하지 않으므로, 협정상외의 “조치”가 아닙니다. 이와 같이 순수한 상행위를 “채택하거나 유지한” 협정상외의 “조치”로 정의하는 경우, 이는 상행위 주체들 간의 “통상적인 거래”를 협정상외의 분쟁으로 부적절하게 격상시키는 것입니다.³²⁶
216. 실제로 *Azinian v Mexico* 사건에서 중재판정부가 “조치”에 대한 청구인의 정의로 인해 “공공기관과의 여러 통상적인 거래가 잠재적

³²³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 7 항. 이와 같이 언급함에도 불구하고, 수정 청구서면에는 국민연금이 청구인을 차별을 하였다는 어떠한 증거나 추가적인 주장도 포함되어 있지 않습니다.

³²⁴ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 6 항, 제 8 항, 제 13 항, 제 83 항, 제 135 항 참조.

³²⁵ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 6 항, 제 8 항, 제 13 항, 제 83 항, 제 135 항 참조.

³²⁶ Robert Azinian and others v The United Mexican States(ICSID Case No. ARB(AF)/97/2), 판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 87 항 참조.

국제분쟁으로 발전되었다”고 판시한 해당 거래와 비교할 때, 이러한 주주 투표는 투자조약에 의해 보호되는 “조치”와 훨씬 동떨어져 있습니다.³²⁷ 동 사건에서 중재판정부는 공공기관과 투자자가 직접 체결한 거래를 조치로 인정하지 않았습니다. 본 중재 사건의 경우, 국민연금이 한국이 그 행위에 대해 책임을 지는 정부당국이라고 가정하더라도(아래 제249항으로 시작하는 제Ⅲ장 제B절 2에서 설명하는 바와 같이 국민연금은 이러한 정부당국이 아닙니다.), 본건 거래는 국민연금이 일방적으로 행한 주주 투표 행위이며, 전체적으로도 사회에 적용되는 정부행위가 아닐 뿐만 아니라 청구인과 체결한 거래도 아닙니다. 따라서, *Azinian* 사건 중재판정부가 지적한 사항은 그 범위가 계약관계에 의해 제한되지 않는다는 점에서 본건 내 상행위와 관련하여 보다 명백해집니다.

217. 청구인은 국민연금 임직원의 모든 행위가 한국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당한다고 생각하는 것으로 보이며, 이러한 가정을 입증할 어떠한 분석자료도 제공하지 않은 채, 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 투표가 협정상의 “조치”에 해당한다고 가정하고 있습니다.³²⁸ 사실상 청구인은 협정상 요구되는 “조치”에 해당한다고 주장하는 행위를 특정하지 않고, “청구인의 청구는 여러 한국 정부기관, 당국 및 관계자들의 행위에서 비롯되었으며, 이들 각자의 행위는 협정 제11.1조 제3항의 취지상 ‘당사국이 채택하거나 유지하는 조치’에 해당”한다는 의미없는 모호한 진술만을 하고 있습니다.³²⁹
218. 외견상, 청구인의 입장은 국가나 국가기관 또는 국가의 대리인 또는 국가로부터 권한을 부여받은 사기업(State-empowered private company)이 행하는 모든 것이 “조치”에 해당한다는 것이며, 이는 물론 협정이 규정하는 바가 아닙니다. 오직 법률, 규정, 절차, 요건 또는

³²⁷ Robert Azinian and others v The United Mexican States(ICSID Case No. ARB(AF)/97/2), 판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 87 항(강조추가). MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, Investment Disputes under NAFTA: An Annotated Guide to NAFTA Chapter 11(2006), **RLA-29**, 1101-28d 면 참조.

³²⁸ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 176 항-제 177 항 참조.

³²⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 157 항.

관행을 구성하는 국가의 행위만이 협정이 적용될 수 있는 국가 조치에 해당합니다.³³⁰ 주주 투표는 이러한 정의에 부합하지 않습니다..

219. 따라서, 중재판정부는 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 투표가 협정의 보호를 위반한 “조치”에 해당한다는 청구인의 주장에 대해 관할권을 갖지 않습니다.

3. 청구인이 주장하는, 국민연금이 본건 합병을 지지하도록 청와대 및/또는 보건복지부가 압력을 가하였다는 행위는 한국이 “채택하거나 유지한 조치”가 아닙니다

220. 청구인이 주장하는 청와대나 보건복지부 공무원들의 행위는 협정상 청구로 인정될 만한 “조치”를 구성하지 않습니다. 비록 그 행위가 한국 법원에 상소 및 파기 환송되어 계속 중이나, 가사 그러한 행위가 한국 법률상 불법이라고 인정된다 하더라도 협정에 따른 청구의 대상이 되는 “조치”를 구성하지는 않습니다.

221. 애초에, 그러한 행위는 청구인 주장의 근간을 이루는 국민연금의 의결권 행사를 대신할 수 없습니다. 즉, 국민연금의 의결권 행사가 협정에서 정한 조치에 해당하지 않는다면, 청구인이 주장하는 정부의 압력은 이른바 청구인에게 손해를 야기했다고 주장하는 본건 합병에 대한 예비적 행위일 뿐이므로, 청구 자체가 성립할 수 없습니다.³³¹

222. 중재판정부가 본건 합병 전 청와대 및 보건복지부가 취한 행위가 협정상 청구를 독자적으로 뒷받침한다고 판단하더라도, 그러한 행위는 협정 제11.1조의 “채택하거나 유지하는 조치”를 구성하지 않기 때문에, 중재판정부에는 관할권이 없습니다.

223. 일반적으로 조치는 시행되기 전에 상당한 심의 과정을 거치게 되며, 그러한 과정이 진행되는 동안 정부의 내부 절차가 조치에 대한 시정 역할을 수행하게 됩니다. 최종적인 조치는 이러한 심의 과정 중에 국내법 또는 국제법의 잠재적 위반을 방지하기 위해 특별히 고안된

³³⁰ 협정, **C-1**, 제 1.4 조. Robert Azinian and others v The United Mexican States(ICSID Case No. ARB(AF)/97/2), 판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 87 항 참조.

³³¹ 위 제IV장 제A절 참조.

방식으로 수정됩니다.³³² 이러한 절차가 완료된 이후에야 하나의 조치가 채택되며 그 이후에야 비로소 해당 조치가 협정의 보호와 관련이 됩니다.

224. 청구인의 주장에서 문제가 되는 행위(한국은 여기에서 그 사실 여부에 대해서는 입장을 밝히지 않습니다)는 다음과 같이 요약될 수 있습니다:

(a) ■ 전 대통령이 자신의 참모진에 본건 합병을 “주시”하고 “[국민연금]의 의결권 행사를 잘 챙겨보라”고 지시한 점,³³³

(b) 보건복지부가 “국민연금에 본건 합병을 승인하도록 압력을 가하기 시작”하였고, 내부적으로 본건 합병이 “승인될 필요가 있다”고 논의한 점;³³⁴ 또한

(c) 보건복지부가 ■ 전 기금운용본부장에 “투자위원회에서 삼성물산과 제일모직간 합병을 결정하라”고 지시한 점.³³⁵

225. 위에서 언급한 행위는 협정에 따른 조치의 채택 또는 유지를 구성하지 않습니다.³³⁶ 수정 청구서면에 기술된 바와 같이, 청구인이 주장하는 정책적 이니셔티브에 대한 것이라고 볼 수 있습니다. 이러한 목적상 청구인의 주장을 인정하더라도, 이는 고작 정부가 본건 합병의 승인을 원하였고 이러한 목적을 달성하도록 국민연금에게 영향을 미치려 했다는 것을 보여줄 뿐입니다. 청구인에 의해 주장되고 있는 ■ 정부가 국민연금이 잘못된 결정을 하도록 압박을 가한 방식이 한국법상

³³² MN Kinnear, AK Bjorklund & JFG Hannaford, 북미자유무역협정(NAFTA)에 따른 투자분쟁: NAFTA Chapter 11에 대한 해설 지침(Investment Disputes under NAFTA: An Annotated Guide to NAFTA Chapter 11) (2006), **RLA-29**, 1101-33면.

³³³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제97항(청구인이 괄호 삽입).

³³⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제103항(청구인이 괄호 삽입).

³³⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제107항. 해당 행위와 개입이 한국법상 불법에 해당할 수 있다는 점으로 인하여 청구인이 해당 행위가 조약에 따라 국제법상 책임을 초래할 수 있는 조치에 해당함을 입증할 의무가 면제되는 것은 아닙니다.

³³⁶ 수정 청구서면 제116항에서 정부 공무원들이 “[국민연금] 의결권 행사 처리방안 관련 보고”라는 제목의 보고서를 작성하였다고 주장하는 것은 관련성이 없습니다. 용어의 구어적 표현이 해당 행위를 협정에 따른 “조치”로 변경하는 것은 아닙니다.

부당한 것인지의 여부는 한국 법원에서 심리할 문제이며, 앞에서 언급한 행위가 협정상 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하는지에 관한 선결 문제와는 관련이 없습니다. 앞에서 언급한 행위는 협정상 조치에 해당하지 아니하며, 따라서 중재판정부는 관할권을 갖지 않습니다.

226. 비유하자면, 미국 대통령이 종종 상원 다수당 대표에게, 특히 해당 대표가 동일한 정당 소속인 경우, 감세와 같은 특정 법률안의 통과를 지지해 달라고 지시하는 것과 같다고 볼 수 있습니다. 대통령은 상원의 해당 법률안 통과 절차를 주시할 것이고, 상원에 이 법안을 지지해 달라고 압박하며, 해당 법안이 채택될 수 있도록 그 과정에 영향을 미치려고 할 것 입니다. 그러나, 실제 법안이 채택될 때까지, 그리고 채택되지 않는 한 미국은 어떠한 조치도 채택하지 않은 것입니다. 그 전까지 대통령은 단지 일반적인 정책 시행을 주도한 것이고 해당 정책을 지지하도록 다른 사람들을 설득하기 위해 자신의 공적 영향력을 이용한 것입니다. 그 방식과는 무관하게³³⁷ 실제 입법 또는 행정적 조치가 승인되기 전까지 “채택하거나 유지하는 조치”는 존재하지 않는 것입니다.
227. 이와 마찬가지로, 청구인이 주장하고 있는 바와 같이 █████ 행정부가 국민연금에 본건 합병에 찬성하도록 압박을 가한 행위가 한국 법률상 부당(현재 진행 중인 재판의 결과를 기다리고 있으며, 한국은 이에 대해 역시 어떠한 입장도 취하지 않습니다) 하더라도, 이는 협정에 따른 “채택하거나 유지하는 조치”가 아닙니다. 청구인의 주장을 받아들이더라도, 기껏해야 위 행위들은 국민연금의 합병에 대한 찬성 투표를 확보하기 위한 예비적 단계의 행위이며, 해당 투표 자체는 협정상 “조치”에 해당하지 않습니다. 따라서 중재판정부는 청구인이 주장하는 청와대 또는 보건복지부 관계자의 행위에 근거한 청구를 심리할 관할권을 갖고 있지 않습니다.

³³⁷ 방식이 부적절한 경우 이는 국내법상의 이익제기를 야기할 수 있으나 이러한 부적절한 방식으로 인해 투자협정에 따른 보호를 적용할 수 있는 “채택하거나 유지하는 조치”의 의미가 변경되는 것은 아닙니다.

4. 어떠한 경우에도, 청구인이 주장하는 조치는 협정상 위반을 초래할 만큼 청구인의 투자와 충분한 관련성이 없습니다

a. **협정에 따른 보호를 받기 위해서는 조치가 반드시 투자와 “법적으로 충분한 관련성”이 있어야 합니다**

228. 반대되는 증거에도 불구하고 문제가 되는 행위가 협정에 따라 “채택 또는 유지되고 있는 조치”에 해당한다고 중재판정부가 판단할지라도, 해당 행위들은 협정상의 청구를 뒷받침할 만큼 청구인의 투자와 충분한 관련성을 갖지 않습니다. 청구인이 부당하다고 주장하는 행위에 대한 책임을 한국 정부에 묻기 위해서는, 협정 제11.1조의 명시적인 조건에 따라 청구인은 한국이 상대방 당사국의 투자자들과 이들의 적용대상투자자와 “관련한” 조치를 채택 또는 유지하였음을 증명해야 할 것입니다.³³⁸

229. *Methanex Corporation v United States* 사건 중재판정부는 협정 제11.1조와 유사한 북미자유무역협정(NAFTA) 규정에 있는³³⁹ “~와 관련한”이라는 문구의 의미를 분석한 바 있습니다. 위 중재판정부는 “~와 관련한”이라 함은 단순히 “투자자나 투자자에 대한 조치의 단순한 효과 이상을 의미하며, 이들 간에 존재하는 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다”라고 판단하였습니다.³⁴⁰

230. *Methanex* 사건에서 미국은 다음과 같이 주장하였습니다:

북미자유무역협정 당사국들이 특정 조치와 투자자나 투자자 간에 유의미한 관련성이 없음에도 불구하고, 자신들에게 중재를 적용하고자 의도하였다고 추론하는 것은 불합리하다. 그렇지 않을 경우, 투자자나 투자에 단순히

³³⁸ 협정, C-1, 제11.1조.

³³⁹ 제1101조 제1조는 제11장이 “(a) 다른 당사국의 투자자들 [또는] (b) 일방 당사국에서 다른 당사국의 투자자들이 행한 투자와 관련된 당사국이 채택하거나 유지하는 조치들에 적용된다”라고 규정하고 있습니다. 북미자유무역협정, 1994. 1. 1., RLA-12, 제1101조 제1항.

³⁴⁰ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., RLA-22, 제147항(강조추가).

부수적인 영향을 미치는 수 많은 지역, 주 및 연방 조치들이, 상당히 부당하게, 해당 투자자나 투자와 “관련성이 있는 것”으로 간주될 수 있다.³⁴¹

231. *Methanex* 사건 중재판정부는 “본 사건을 단순히 의미론적으로 결정할 수 있다고 판단하지 않았으며, 법률 규정의 문헌적 의미와 일반적 의미 간에는 차이가 존재한다”고 보았습니다.³⁴² 동 중재판정부는 해당 문구를 넓게 해석하고자 하는 *Methanex*의 의견을 받아들이지 않으며, “손해를 입었다고 주장하는 불특정 투자자들이 극복할 수 있는 제약(threshold)은 전혀 제약이라 할 수 없고” “충분한 정도의 실무적 상식이 요구된다”라고 판시하였습니다.³⁴³

232. *Resolute Forest Products v Canada* 사건 중재판정부 또한 “법적으로 유의미한 관련성”이라는 요건을 적용하여, “북미자유무역협정 제1101조에서 “관련한”이라 함은 이의가 제기된 조치가 청구인에게 어떠한 구체적인 영향력을 미칠 것을 요구하는 것으로 보이며, 제11장은 공익소송을 위한 수단이 아니다”라고 판시하였습니다.³⁴⁴ 위 사건 중재판정부는 선례의 분석을 통해 다음과 같이 판단하였습니다:

조치와 청구인, 혹은 청구인의 투자 간에는 “법적으로 유의미한 관련성”이 있어야 한다 [...] [또한] 중재판정부는 이의가 제기된 조치와 청구인 또는 그 투자 간에 명백한 근접성이 있는지의 여부를 따져보아야 한다. 그 과정에서, 중재판정부는 통상적으로 주장된 사실관계들을 임시로(*pro tem*) 인정해야 한다. 해당 조치가 반드시 청구인이나 그 투자를 목적으로 해야 하는 것은 아니다-설령 청구인이나

³⁴¹ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제130항(인용생략).

³⁴² *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제136항.

³⁴³ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제137항.

³⁴⁴ *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada* (PCA Case No. 2016-13), 관할권 및 증거능력에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제222항.

그 투자를 대상으로 하였다 할지라도 필요한 법적 관계가 성립되어야 한다. 또한, 해당 조치가 반드시 투자자나 그 투자 자체에 법적 처벌이나 금지를 부과해야 하는 것은 아니다. *다만, 이러한 목적상, 실질적으로나 단지 결과적으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 조치만으로는 불충분하다.*³⁴⁵

233. 따라서, 관할권을 적용하고자 하는 경우, 청구인이 이의를 제기한 한국의 행위는 청구인의 투자에 단순히 영향을 미치는 것 이상이어야 하며, 청구인이나 청구인이 행한 투자에 법적으로 유의미한 관련성이 있어야만 합니다. 오로지 이러한 경우에 한해서만 협약상의 보호와 중재판정부의 관할권이 조치에 미칠 수 있습니다.

b. 국민연금의 의결은 청구인의 투자와 충분한 관련성이 없습니다

234. *Methanex* 사건과 마찬가지로, 본 사건에서 주장되는 조치들은 “청구인을 명확히 향한 것”이 아닙니다.³⁴⁶ 국민연금의 의결권은 삼성물산 및 제일모직에 대해 국민연금이 보유하고 있는 국민연금의 지분에 관련한 것으로, 주주의 개별적인 의결권 행사에 해당합니다.³⁴⁷ 제II장 제B절 7항에서 논의한 바와 같이, 국민연금 책임투자팀은 주식운용실과 리서치팀으로부터 합병안에 관한 분석자료를 제공 받았는데, 해당 자료는 특히 본건 합병이 국민연금이 보유한 삼성물산 및 제일모직 지분의 가치뿐만 아니라 한국 주식시장과 경제 전반에 미칠 영향에 대해 다루고 있었습니다. 반면 해당 자료는 EALP에 대한 잠재적인 영향에 대해서는 다루고 있지 않았습니다.³⁴⁸

³⁴⁵ *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada* (PCA No. 2016-13), 관할권 및 증거능력에 관한 결정, 2018. 1. 30., **RLA-86**, 제242항(강조추가).

³⁴⁶ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제128항.

³⁴⁷ 의결권행사지침은 국민연금이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권을 행사함에 있어 주주가치와 기금의 이익을 고려할 것을 요구하고 있습니다. 국민연금기금 의결권 행사 지침. 2014. 2. 28.(C-309 수정 번역본), **R-57**, 제4조 및 제6조.

³⁴⁸ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**.

235. 국민연금이 EALP의 투자에 대한 특정한 이해관계에 대해 어떠한 의무를 부담하지 않고 자신의 이해관계를 결정하는 하나의 주주로서 행위하였다는 점은 놀라운 일이 아닙니다. 해당 자료가 EALP에 관한 사항을 조금이라도 고려하고 있다면, 관련 자료는 오로지 본건 합병에 반대하는 EALP 및 기타 주주들이 개시한 법적 절차의 잠재적인 영향을 판단하기 위한 것이었으며, 이는 EALP의 투자와 법적으로 유의미한 관계가 전혀 없습니다.³⁴⁹
236. 각 주주의 본건 합병에 대한 찬성 또는 반대 투표가 다른 주주들에게 간접적이고 결과적인 영향을 미쳤고 실제로 모든 주주들이 행사하는 투표를 그러한 것과 같이, 국민연금의 투표를 여타 삼성물산 및 제일모직의 주주들에게 간접적이고 결과적인 영향을 미쳤을 수는 있으나, 국민연금의 투표는 EALP의 투자에 대하여 “법적으로 유의미한 관련성”을 갖지 않습니다: 국민연금의 투표는 EALP의 투자에 대한 것이 아니었으며, EALP의 투자를 찬성 또는 반대하기 위한 것이 아니었으며, 나아가 이러한 투자와 관련된 EALP의 권리를 규율하지도 않았습니다. 그럼에도 불구하고 국민연금의 투표를 투자에 미쳤을 수 있는 간접적이고 동떨어진 결과적인 영향력을 근거로 EALP의 투자와 “관련성이 있다”고 판단하는 경우, 이는 협정에 명시적으로 규정된 중요한 국가 책임의 한계를 배제하는 것입니다.

B. 청구인의 협정상 청구원인인 국민연금의 행위는 한국에 귀속될 수 없습니다

237. 앞서 한국은 협정상 청구가 한국이 채택하거나 유지하고 있는 조치에 기반해야 한다는 요건을 다루었고, 이제 이와 관련이 있으나 별개의 문제인 행위의 귀속에 대해 살펴보려고 합니다.
238. 주장된 행위가 청구인 및 그 투자와 충분한 관련성이 있는 조치에 해당한다고 중재판정부가 판단할지라도, 청구인은 자신에게 손해를 야기하였다고 주장하는 행위 - 즉, 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 투표 - 가 한국에 귀속될 수 있다는 점을 입증하지 못하였습니다. 그러한 행위의 귀속 없이는, 청구인이 제기하는 협정상 청구는 전

³⁴⁹ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., R-127.

대통령이 참모진들로 하여금 본건 합병의 진행상황을 “살펴보라”고 지시하였고, 보건복지부가 국민연금으로 하여금 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 찬성 여부를 심의하도록 지시하는 데 영향을 미쳤다는 청구인의 주장에 전적으로 의존하고 있을 뿐입니다. 설사 이러한 주장이 사실이라 할지라도, 이는 협정상의 청구를 뒷받침할 수 없습니다.

239. 이하에서, 한국은 우선 협정에 따라 행위귀속에 적용되는 법률을 요약정리하고 (1); 주장되는 국민연금의 행위가 협정 제11.1조 제3항 (a)호 (2) 또는 협정 제11.1조 제3항 (b)호 (3)에 따라 한국에 귀속될 수 없는 이유에 대해 설명하여; 최종적으로 국제법위원회의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정(이하 “**ILC 규정**”) 제8조가 협정에 따라 배제되므로 행위귀속에 관한 대체 근거를 제공할 수 없다는 점, 및 설사 본 조항이 본건에서 적용된다 할지라도 마찬가지로라는 점에 대해 설명하고자 합니다 (4).

1. 협정에 따른 행위귀속 여부는 제11.1조 제3항에 의해 규율됩니다

240. 위에서 논의한 바와 같이, 협정상 투자에 관한 장(및 협정에 포함된 분쟁해결 조항)은 “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”에만 적용됩니다.³⁵⁰ 협정 제11.1조 제3항은 다음과 같이 규정하고 있습니다:

다음 각 호에 의해 채택되거나 유지되는 조치

- (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.³⁵¹

³⁵⁰ 협정, **C-1**, 제11.1조 제1항.

³⁵¹ 협정, **C-1**, 제11.1조 제3항.

241. 협정에 따라 보호를 받고 중재판정부의 관할권을 적용하기 위해서는, 관련 행위가 다음 두 가지 중 하나에 해당하는 실체에 귀속되어야 합니다. 아래에서 보다 자세히 논의하는 바와 같이, 해당 규정들은 ILC 규정을 배제하고 있으나, 전반적으로 ILC 규정 제4조³⁵² 및 제5조³⁵³에 따른 행위귀속 규정과 유사하며, ILC 규정 제4조 및 제5조를 해석한 해설서는 중재판정부가 협정 제11.1조 제3항을 해석함에 있어 유익한 지침을 제공하고 있습니다.
242. 협정은 ILC 규정 제8조³⁵⁴와 유사한 조항을 포함하고 있지 않으므로, 아래 제Ⅲ장 제B절 4에서 논의하는 바와 같이 ILC 규정 제8조는 적용될 수 없습니다.
243. 청구인은 한국의 책임에 관한 문제를 다룸에 있어 협정과 ILC 규정을 모두 적용해야 하며, 협정 제11.1조 제3항 (a)호 및 제11.1조 제3항 (b)호의 요건은 단지 ILC 규정 제4조 및 제5조를 채택한다는 취지로만 이해되어야 한다고 주장합니다.³⁵⁵ 또한, 청구인은 “ILC 규정 제8조에

³⁵² ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제4조(“*국가기관의 행위*. 1. 해당 기관이 입법, 집행, 사법 또는 기타 기능을 집행하고 있는지, 해당 국가 기관에서 어떠한 지위를 보유하고 있는지 및 국가의 중앙정부 또는 지역단위 기관 등 그 성격에 관계없이, 국가기관의 행위는 국제법상 해당 국가의 행위로 간주된다; 2. 기관이라 함은 해당 국가의 내국법에 따라 당해 지위를 보유하고 있는 모든 개인이나 법인을 의미한다.”)

³⁵³ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제5조(“*정부 권한의 요소를 행사하는 개인이나 법인의 행위*. 제4조에 따른 국가 기관에 해당하지 않으나 정부 권한의 요소를 행사하기 위해 해당 국가의 법률에 의해 권한이 부여된 개인이나 법인의 행위는 국제법상 해당 국가의 행위로 간주된다(다만, 해당 개인이나 법인이 특정 경우에 있어 해당 권한으로 행하는 경우는 예외로 함”).

³⁵⁴ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제8조(“*국가가 지시 또는 통제하는 행위*. 여하한 개인이나 개인들로 구성된 집단이 행위를 이행함에 있어 사실상 국가의 지침에 따라 또는 국가의 지시나 통제 하에 행위하고 있는 경우, 그러한 개인이나 집단의 행위는 당해 국가의 행위로 간주된다.”).

³⁵⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제160항, 제166항.

반영된 원칙(당사국이 지시 또는 통제하는 행위)이 협정에 의해 배제된다고 판단할 수 있는 근거가 없다”고 주장하고 있습니다.³⁵⁶

244. 청구인의 주장은 두 가지 측면에서 부당합니다.
245. *첫째*, ILC 규정 제4조 및 제5조에 관한 해설서는 중재판정부가 협정 제11.1조 제3항에 사용된 유사한 요건을 해석함에 있어 지침을 제공할 수는 있으나, 제11.1조 제3항은 ILC 규정을 대체합니다. 국제법에 관한 확립된 원칙은 협정이 명시적으로 다루고 있는 분야에 관해서는 협정이 특별법(*lex specialis*)에 해당함을 인정하고 있습니다.³⁵⁷ *Al Tamimi v Oman* 사건에서, 중재판정부는 - 당사국들의 의무 범위에 대해 유사하게 규정하고 있는 미국 및 오만간의 자유무역협정 제10.1조 제2항의 맥락에서 - 다음과 같이 판시하였습니다³⁵⁸:

중재판정부는 협정의 당사국들이 특별 조항(*lex specialis*)에 의해 어느 한 실체의 행위가 당사국에 귀속되는 상황을 제한할 수 있다는 피청구국의 의견을 수용한다. 당사국들이 이러한 방식을 선택하는 경우에, 국제관습법에 따르거나 ILC 규정에 명시된 당사국의 책임에 관한 보다 광의의 원칙은 직접적인 관련성을 가질 수 없다.³⁵⁹

246. 협정 제11.1조 제3항은 구체적인 조항을 두어 협정상 책임 기준을 규정하고 있으며, *Al Tamimi* 사건 중재판정부가 판시한 바와 같이 ILC 규정 제4조 및 제5조는 제11.1조 제3항을 해석함에 있어 단지 “유용한

³⁵⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제166항.

³⁵⁷ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제55조.

³⁵⁸ 미합중국 정부와 오만 왕국 정부 간의 자유무역지대를 창설하는 협정, 2009. 1. 1., **RLA-44**, 제10.1조 제2항(“본 조에 따른 일방 당사국의 의무는 국가기업이나 기타 인(人)이 당해 당사국이 위임한 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 행사하는 경우, 당해 국가기업이나 인(人)에게 적용된다.”).

³⁵⁹ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제321항(강조추가).

지침”³⁶⁰ - 예컨대, 주권행위와 상업행위 간의 경계에 관한 지침 - 을 제공하는 것에 불과합니다.

247. *둘째*, 협정 당사국들은 제11.1조 제3항을 포함함으로써 “특정 조항(특별법)에 따라” 어떠한 실체의 조치가 국가에 귀속되는 상황을 제한하기로 결정하였습니다.³⁶¹ 협정 당사국들은 이러한 상황을 다음과 같은 두 가지로만 명시적으로 제한하였습니다.

(a) 정부 또는 정부당국이 채택하거나 유지하는 조치(협정 제11.1조 제3항 (a)호); 그리고

(b) 정부 또는 정부당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치(제11.1조 제3항 (b)호).

248. ILC 규정 제8조는 “국가가 지시 또는 통제하는 행위”라는 행위귀속에 대한 추가적인 근거를 명시하고 있습니다. 이에 상응하는 근거가 협정에는 명시되어 있지 않기 때문에, ILC 규정 제8조는 적용이 불가합니다. 협정의 당사국들은 행위귀속의 문제에 주의를 기울였고,³⁶² 합의된 행위귀속 사유들을 열거적인 방식으로 문서화하였습니다. 청구인이 주장하고 있는 바와 같이 추가적인 근거가 있는 것으로 해석할 경우 협정상 조건을 위반하는 결과를 초래할 것 입니다.

2. 국민연금의 행위는 협정 제11.1조 제3항 (a)호에 따라 한국에 귀속되지 않습니다

a. 제11.1조 제3항 (a)호에 따른 기준

³⁶⁰ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제324항.

³⁶¹ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제321항.

³⁶² 해당 규정은 2006. 5. 19.자 한국의 최초 초안에는 포함되어 있지 않았습니다. 반면, 2006. 5. 19.자 미국측 최초 초안에는 해당 조항이 포함되어 있었습니다(제8.1조 제5항). 그 후, 한국은 2006. 6. 14.자 1차 초안에 해당 조항을 포함시켰습니다. 한-미 자유무역협정 1차 초안(교섭기록) 참조. 2006. 6. 14., **R-46**.

249. 청구인은 국민연금이 “중앙정부”의 일부로서 관련 조치를 채택하거나 유지하였으며 이에 따라 제11.1조 제3항 (a)호에 의해 한국의 의무가 인정된다고 주장합니다.³⁶³ 앞서 말씀드린 바와 같이, “중앙정부”라는 용어는 ILC 규정 제4조를 참조하여 해석할 수 있습니다.
250. 중요한 논의의 출발점은, 어느 실체가 국내법 및 해당 국가의 관행에 따라 “기관”으로 분류되는지,³⁶⁴ 즉 해당 실체가 법률상 국가기관인지 여부를 결정하는 데 있습니다. 해당 국가의 법률이 어느 실체를 국가기관으로 규정한다면 “어떠한 어려움도 없을 것”이며 해당 국가는 국제법에 따라 해당 실체의 행위에 대한 책임을 질 것입니다.³⁶⁵
251. 어느 실체가 해당 국가의 국내법상 “기관”으로 분류되지 않는 경우, 해당 실체는 “예외적인 상황”, 즉 국가가 “특별히 상당한 정도의 국가적 지배권을” 행사하여,³⁶⁶ “개인, 집단 또는 실체가 국가에 “완전하게 의존”하여 행위함으로써 궁극적으로는 수단에 불과하게 되는 경우”³⁶⁷ - 이러한 실체는 사실상 국가기관으로 간주됨 - 에 한하여 국제법상의 국가기관으로 간주될 수 있습니다.³⁶⁸

³⁶³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 178 항. 협정, **C-1**, 제 11.1 조 제 3 항 (a)호(“이 장의 목적상, 당사국이 채택하거나 유지하는 조치라 함은 다음을 말한다: (가) 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치, 그리고 [...]”).

³⁶⁴ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, General Commentary to Chapter II (Attribution of Conduct to a State), 제 6 항, 39 면.

³⁶⁵ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 4, 제 11 항, 42 면.

³⁶⁶ J Crawford, State Responsibility: The General Part (2014), **CLA-40**, 125 면.

³⁶⁷ Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v Serbia and Montenegro) [2007] ICJ 보고서 43, **CLA-24**, 제 393 항.

³⁶⁸ Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide (Bosnia and Herzegovina v Serbia and Montenegro) [2007] ICJ 보고서 43, **CLA-24**, 제 392 항.

b. 국민연금은 법률상 국가기관이 아닙니다

252. 한국은 본 반박서면과 함께 연세대 법학전문대학원 김성수 교수의 전문가 보고서를 제출합니다. 김성수 교수는 한국에서 행정법 분야의 권위자 중 한 명이며 우수한 법학전문대학원에서 30년 이상 연구 및 교수 활동에 매진하고 있습니다. 김성수 교수는 그 뛰어난 경력 중에서도 공공재정법학회 회장 및 행정법과법치주의학회 회장을 역임한 바 있습니다.
253. 김성수 교수는 그의 전문가 보고서에서 국민연금이 한국법상 한국의 국가기관에 해당하지 않는다고 확인합니다.³⁶⁹ 오히려, 국민연금은 독자적인 법인격을 가지며,³⁷⁰ 자신의 은행계좌를 소유하며,³⁷¹ 법인세 납부 대상이며,³⁷² 자신의 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 권한이 있으며,³⁷³ 자신의 명의로 제소 및 피소가 가능한³⁷⁴ 법인에 해당합니다.

i. 국민연금은 한국법에 따른 국가기관으로 설립되지 않았습니까

254. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 한국 행정법상 국가기관에 해당하는 지 여부는 헌법 및 헌법에 기초한 법률에 의해 결정됩니다.³⁷⁵

³⁶⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 27 항.

³⁷⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 33 항.

³⁷¹ 우리은행 국민연금 예금통장 사본, 2018. 2. 6., **R-156**.

³⁷² 공공기관 경영정보 공개시스템, "28-1. 법인세 정보(2019 년 1/4 분기)", 국민연금공단, 2019. 4. 11., **R-175**.

³⁷³ 한국 민법, 2015. 7. 1. **C-147**, 제 34 조. 민법은 한국의 비영리법인의 설립을 규율하고 있습니다. 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 48 조("공단에 관하여 이 법에서 정한 것 외에는 「민법」중 재단법인에 관한 규정을 준용한다."); 국민연금 정관(제 15 차 개정), 2015. 5. 26., **R-81**, 제 1 조.

³⁷⁴ 공공기관 경영정보 공개시스템, "14-1. 소송 및 소송대리인 현황(2019 년 2/4 분기), 국민연금공단", 2019. 7. 5. (2019. 9. 24. 조회), **SSK-21** 참조. 공공기관 경영정보 공개시스템에 따르면, 2019 년 2/4 분기 기준으로 국민연금을 소송 당사자로 하여 한국 법원에 계류 중인 소송은 총 60 개(원고 46 건, 피고 14 건)입니다.

³⁷⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 11 항-제 16 항.

국가기관은 헌법의 명시적 근거를 토대로 또는 명시적인 법률 및 하위 규정에 의해 설립되며 이와 달리 설립될 수 없습니다.³⁷⁶

255. 이러한 방식으로 설립된 국가기관은 3가지로 분류될 수 있습니다:
- (a) 헌법에 의하여 직접 설치된 헌법기관(국회(제3장), 행정부(제4장), 법원(제5장), 헌법재판소(제6장), 및 선거관리위원회(제7장));³⁷⁷
 - (b) 정부조직법 및 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의하여 설치된 국가기관(예컨대, 대통령 통할하에 조직된 17개의 부, 국무총리 소속 5개 처 및 역시 국무총리 소속으로 설치된 국무조정실 등의 특정 기관들);³⁷⁸ 및
 - (c) 특정 행정 목적을 위하여 기타 개별법에 의해 “중앙행정기관”으로 설치된 국가기관(예컨대, 금융위원회, 방송통신위원회 및 공정거래위원회).³⁷⁹
256. 상기 목록은 예시적인 것이 아니라 열거적인 것으로서, 국민연금은 헌법기관에 해당하지 않습니다.
257. 국민연금은 정부조직법 또는 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의거하여 설립된 기관이 아닙니다.³⁸⁰ 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 정부조직법은 “중앙행정기관”을 다음과 같이 3가지로 나누고 있습니다: 부(대통령 소속 부처); 처(국무총리 소속 부처); 또는 청(부

³⁷⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 11 항.

³⁷⁷ 대한민국 헌법, 1988. 10. 25., **C-88**, 제 114 조.

³⁷⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 13 항, 제 18 항 (a); 대한민국 헌법, 1988. 10. 25., **C-88**, 제 96 조(“행정각부의 설치·조직과 직무범위는 법률로 정한다.”).

³⁷⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 14 항-제 15 항.

³⁸⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 13 항, 제 37 항. 김성수 교수는 정부조직법 이외에 국회법, 감사원법, 법원조직법, 헌법재판소법, 선거관리위원회법 및 지방자치법이 한국의 헌법에 따라 제정되었으며 동 법들은 모두 헌법기관의 통제를 받는 기관들의 설치를 정하고 있다고 설명합니다.

아래 설치되는 기관).³⁸¹ 부·처는 헌법기관(대통령 및 국무총리)과 연계되며 국가기관에 해당합니다.³⁸² 청은 부의 통제 하에 있고 이에 따라 헌법기관(대통령)과 연계되며, 국가기관으로 적절하게 간주됩니다.³⁸³

258. 반면, 보건복지부를 규정하고 있는 제38조는 국민연금이 보건복지부(또는 여타 부) 소속으로 설립되었음을 규정하고 있지 않습니다.³⁸⁴ 따라서, 국민연금은 정부조직법에 따라 설치된 국가기관이 아닙니다.³⁸⁵
259. 마지막으로, 국민연금은 특정 행정 목적상 “중앙행정기관”으로 설치된 기관이 아닙니다. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 국민연금법은 금융위원회, 방송통신위원회 및 공정거래위원회와 같은 국가기관 설치에 관한 법령과는 상당한 차이가 있습니다. 이러한 법령은 명시적으로 해당 기관이 소속하는 헌법기관을 비롯하여, 해당 기관이 정부조직법에 따른 “중앙행정기관”임을 명시하고 있습니다.³⁸⁶ 예컨대, 금융위원회의 설치 등에 관한 법률 제3조 제1항은 “국무총리 소속으로” 금융위원회를 둔다고 정하고 있으며, 제3조 제2항은 금융위원회가 정부조직법에 따른 “중앙행정기관”임을 명시하고 있습니다.³⁸⁷

³⁸¹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 18 항 (a) 및 (b).

³⁸² 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 18 항.

³⁸³ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 18 항 (c).

³⁸⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 19 항, 제 20 항, 제 37 항; 정부조직법, 2014. 11. 19., **C-258**, 제 38 조(“보건복지부장관은 보건위생·방역·의정(醫政)·약정(藥政)·생활보호·자활지원·사회보장·아동(영·유아 보육을 포함한다)·노인 및 장애인에 관한 사무를 관장한다.”).³⁸⁴

³⁸⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 27 항.

³⁸⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 14 항, 제 40 항.

³⁸⁷ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 14 항. 금융위원회의 설치 등에 관한 법률, 2014. 11. 29., **SSK-11**, 제 3 조“(1) 금융정책, 외국환업무 취급기관의 건전성 감독 및 금융감독에 관한 업무를 수행하게 하기 위하여 국무총리 소속으로 금융위원회를 둔다. (2) 금융위원회는 「정부조직법」 제 2 조에 따라 설치된 중앙행정기관으로서 그 권한에 속하는 사무를 독립적으로

260. 국민연금법은 이러한 문언을 포함하고 있지 않으며 오히려 다음과 같이 명시하고 있습니다:

제24조(국민연금공단의 설립) 보건복지부장관의 위탁을 받아 제1조의 목적을 달성하기 위한 사업을 효율적으로 수행하기 위하여 국민연금공단(이하 "공단"이라 한다)을 설립한다.³⁸⁸

ii. 국민연금은 국가와는 별개의 독립된 법인격을 갖고 있습니다

261. 국제법에서 어떠한 실체가 법률상 국가기관인지를 판단한 중재판정부들은 해당 실체가 별개의 법인격을 갖고 있는지 여부를 강조하고, 법인격이 있는 경우에는 국가기관이 아님을 의미한다고 보았습니다. 예컨대, *Bayindir v Pakistan* 사건에서 중재판정부는 파키스탄의 국도청(National Highway Authority)이 국가기관이라는 주장에 대해, 해당 국도청이 국가와는 별개의 법인격을 가졌음을 이유로, 다음과 같이 이를 기각하였습니다:

국도청과 파키스탄 정부의 일부 부서간에 관련성이 있을 수 있다는 사실이 양자가 구별되지 않음을 의미하는 것은 아니다. 국가적 실체 및 기관들은 구조적이거나 규제적으로 단절된 상태에서 운영되지는 아니한다. 이들은 통상적으로 다른 당국이나 정부와 관련성을 가진다. 그 별개의 법적 지위로 인하여, 중재판정부는 국도청을 ILC 규정 제4조에 따른 국가기관으로 취급하지 아니한다.³⁸⁹

수행한다.(강조추가)) 참조. 방송통신위원회의 설치 및 운영에 관한 법률, 2015. 2. 3., **SSK-12**, 제 3 조“(1) 방송과 통신에 관한 규제와 이용자 보호 등의 업무를 수행하기 위하여 대통령 소속으로 방송통신위원회(이하 "위원회"라 한다)를 둔다. (2) 위원회는 정부조직법 제 2 조에 따른 중앙행정기관으로 보되[...]" 참조.

³⁸⁸ 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 24 조.

³⁸⁹ *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 119 항.

262. *Hamester v Ghana* 사건에서, 중재판정부는 “법인 자신의 명의로 피소될 수 있는 ‘법인’으로 설립되었으며” “법인 자신 명의로 자산을 보유하고 은행계좌를 개설할 수 있었으므로” Ghanaian Cocoa 위원회가 국가기관으로 간주될 수 없다고 판시하였습니다.³⁹⁰
263. *Almás v Poland* 사건에서, 중재판정부는 폴란드 농림청(Polish Agricultural Property Agency)이 “별개의 법인격을 가지며 운영상 자율성이 있으므로” 국가기관에 해당하지 않는다고 판시하였습니다.³⁹¹
264. 다시 말씀드리자면, 국민연금은 (a) 별개의 법인격을 가진 법인으로 설립되었고;³⁹² (b) 자신의 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 권한이 있으며;³⁹³ (c) 자신의 명의로 제소 및 피소가 가능하고;³⁹⁴ (d) 민법 규정에 의해 규율되는 사적 주체에 해당합니다.³⁹⁵ 이러한 모든 특징들은 국민연금이 법률상 국가기관에 해당하지 않음을 보여줍니다.

iii. 청구인은 국민연금이 법률상 국가기관임을 입증하지 못하고 있습니다

265. 그럼에도 불구하고 청구인측 전문가인 이종기 교수는 국민연금이 국가기관임을 주장하면서, “행정청”으로서의 국민연금의 지위를

³⁹⁰ Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana (ICSID Case No. ARB/07/24), 판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 184 항-제 185 항.

³⁹¹ Kristian Almás and Geir Almás v The Republic of Poland (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 209 항.

³⁹² 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제24조.

³⁹³ 한국 민법, 2015. 7. 1., **C-147**, 제 34 조; 국민연금 정관(제 15 차 개정), 2015. 5. 26., **R-81**, 제 1 조.

³⁹⁴ 공공기관 경영정보 공개시스템, “14-1. 소송 및 소송대리인 현황(2019 년 2/4 분기), 국민연금공단”, 2019. 7. 5. (2019. 9. 24. 조회), **SSK-21**.

³⁹⁵ 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 48 조(민법의 준용) (“공단에 관하여 이 법에서 정한 것 외에는 「민법」중 재단법인에 관한 규정을 준용한다.”). 민법은 한국의 비영리법인의 설립을 규율하는 법률입니다.

강조하고 있으며,³⁹⁶ 국민연금이 “공공기관”으로 지정되었다는 점에 의존하고 있습니다.³⁹⁷

266. 첫째, 김성수 교수가 설명한 바와 같이, 국민연금이 “행정청”으로 분류되는 것은 국민연금이 “국가기관이라는 결론으로 이어지지” 않습니다.³⁹⁸ 김성수 교수는 국민연금이 “행정적”인 성격을 가진 국민연금법상의 수많은 의무를 수행하며, 이것이 행정소송법³⁹⁹ 및 행정심판법⁴⁰⁰ 목적상 국민연금이 “행정청”으로 간주되는 이유라고 설명합니다.

³⁹⁶ 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 69 항-제 74 항. 이중기 교수는 한국법상 국민연금의 법적 지위에 대한 문제 이외에, 본건 합병과 관련된 국민연금의 행위가 불법이었다는 의견도 개진하고 있습니다. 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 105 항. 한국 법원에 계속 중인 사안에 대하여, 한국 정부는 어떠한 입장을 취하지 않도록 하겠습니다. 그러나 제 II 장 제 D 절 3 에서 지적한 바와 같이, 확인 가능한 증거들조차도, 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금 의결권 행사 방향을 부적절하게 결정하였다는 혐의를 뒷받침해주고 있지 않습니다.

³⁹⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 184 항; 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 62 항-제 68 항. 청구인 및 이중기 교수에 따르면, “한국법상 ‘공공기관’으로 지정된 것은 영향력이 광범위하며, 국민연금이 본질적으로 국가기관에 해당한다는 현실을 인정한 것입니다.”라고 설명하고 있으나, 이는 정확한 사실이 아닙니다. 또한, 청구인은 “국민연금과 같은 공공기관들은 외국법원의 소송관할에 따르지 않는다는 주권면제를 인정받을 수도 있다”고 주장합니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 184 항 (g). 청구인의 주장은 잘못된 것입니다: 중재판정부는 국민연금이 국제법상의 국가기관에 해당하는지를 직접 판단해야 하며, 국민연금이 다른 법적 기준에 따라 주권면제를 성공적으로 청구할 수 있는지(한국은 이에 대해 어떠한 입장도 내지 않겠습니다)는 무관한 사항입니다. 실체가 국가의 내부 법률상 국가기관으로 분류되거나 청구인이 해당 실체가 국가에 “완전하게 의존”하여 운영된다는 점을 확인할 수 있는 경우에 한하여, 해당 실체가 국가의 조직구조에 속한다는 점에 근거하여 국가는 해당 실체의 작위 및 부작위에 대해 국제법상으로 책임을 집니다.

³⁹⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 44 항.

³⁹⁹ 행정소송법, 2014. 11. 19., **C-135**, 제 2 조 제 2 항.

⁴⁰⁰ 행정심판법, 2014. 5. 28., **C-128**.

267. 다만, 이러한 행정청은 정부조직법에 따른 “중앙행정기관”과 동일한 것이 아닙니다.⁴⁰¹ “중앙행정기관”은 한국의 행정구조의 일부로 설립되어 한국법상 국가기관에 해당하는 직접적인 행정기관입니다.⁴⁰² 반면, 국민연금과 같은 단순한 “행정청”은 한국법상 국가기관이 아닌 *간접적인* 행정청에 해당합니다.⁴⁰³ 김성수 교수가 지적하는 바와 같이, 민간단체(예컨대, 사회기반시설에 대한 민간투자법에 따라 적절한 토지를 수용 또는 사용할 수 있음)라 할지라도 이들은 행정적 권한을 행사하므로 “행정청”으로 간주됩니다.⁴⁰⁴ 그러나 그 자체로 명백하게, 이로 인하여 민간단체들이 국가기관이 되지 않음은 분명한 사실입니다.
268. 둘째, 청구인 및 청구인측 전문가는 국민연금이 “공공기관”으로 지정된 사실을 강조하면서 다음과 같은 중요한 사실을 누락시키고 있습니다: 한국법에 따르면 “공공기관”은 그 정의상 “국가·지방자치단체가 아닌” 국가가 소유 또는 지배하는 법인, 단체 또는 기관을 의미합니다.⁴⁰⁵ 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 공공기관은 3가지로 분류됩니다: (a) 공기업; (b) 준정부기관; 및 (c) 기타공공기관.⁴⁰⁶ 국민연금은 국가재정법에 따라 기금의 관리를 위탁받았으므로 “기금관리형 준정부기관”으로 지정되었습니다.⁴⁰⁷ 김성수 교수는 이는 단지 분류 목적상의 지정일 뿐이며 한국법상 어느 기관의 법적 지위에 영향을 미치지 않는다고 설명합니다.⁴⁰⁸ 특정 단체를 공공기관으로 지정하는 이유는 그 “공적 성격”으로 인해 견제와 균형의 대상이 되며 더욱

401 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 46 항.

402 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 47 항.

403 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 47 항.

404 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 47 항.

405 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 22 항; 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014. 5. 28., C-56, 제 4 조 제 1 항. 2019 년 현재, 기획재정부장관은 339 개 법인을 공공기관으로 지정하고 있습니다.

406 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014. 5. 28., C-56, 제 5 조.

407 공공기관의 운영에 관한 법률, 2014. 5. 28., C-56, 제 5 조 제 3 항 제 2 호 나. 2019 년 준정부기관으로 지정된 기관은 93 개가 있습니다. 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 54 항, 제 56 항.

408 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 56 항.

운영상의 투명성이 요구되기 때문입니다.⁴⁰⁹ 청구인측 전문가가 적절하게 지적한 바와 같이, 이러한 견제와 균형에는 연례 감사, 공개의무 및 2016년부터 시행된 부정청탁 및 금품 등 수수의 금지에 관한 법률의 적용 대상이라는 점이 포함됩니다.⁴¹⁰

269. 다만, 청구인측 전문가는 이러한 견제와 균형이 민간단체가 아닌 국가기관인 공공기관에만 적용된다는 잘못된 결론에 이르고 있습니다.⁴¹¹ 김성수 교수가 지적하는 바와 같이 이러한 결론은 사실상 정확하지 않으며,⁴¹² 공공기관을 그 “공적 성격”으로 인해 국가기관과 동일시하는 것은 한국법을 잘못 해석하는 것입니다.⁴¹³
270. 같은 이유로, 청구인과 그 전문가가 국민연금법 제26조 제1항의 목적상 “국가기관에 상당하는 지위”가 있다는 점을 강조한 것도 잘못된 것입니다. 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 헌법 제26조 제1항에 따라 제정된 청원법은 행정권한을 위임받은 법인·단체 또는 그 기관이나 개인에게 청원을 제출할 수 있는 권리를 모든 국민에 부여하고 있습니다.⁴¹⁴ 국민연금은 한국법상 *간접적인* 행정청에 해당하기 때문에 청원법의 대상이 되는 것이지, 한국법상 국가기관에 해당하여 동법의 대상이 되는 것이 아닙니다.⁴¹⁵

⁴⁰⁹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 57 항.

⁴¹⁰ 이종기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 65 항; 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 184 항.

⁴¹¹ 이종기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 65 항; 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 184 항.

⁴¹² 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 24 항. Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.98 항 (“중재판정부는 EGPC 가 이집트법에 의해 “공공기관”으로 명명되며, 법적으로 천연가스 부문을 위한 전략을 개발하는 “석유부문”에 포함된다는 사실이 EGPC 가 국가 구조의 일부가 되며 이에 따라 국제법상 국가기관으로 보기에 충분한 것으로 간주하지 아니한다.”) 참조.

⁴¹³ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 24 항.

⁴¹⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 50 항.

⁴¹⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 51 항.

271. 마찬가지로, 이중기 교수가 국민연금의 사무가 “국정”에 해당한다는 점을 강조한 것 역시 잘못된 것입니다. 국정감사 및 조사에 관한 법률이 국민연금에 적용된다는 사실만을 토대로 내린 이러한 결론은 한국의 사립대학들조차 동법의 적용 대상이 된다는 점을 간과하고 있습니다.⁴¹⁶

c. 국민연금은 사실상 국가기관이 아닙니다

272. 청구인은 예비적으로, 다음과 같은 이유로 국제법의 목적상 국민연금이 사실상 국가기관에 해당한다고 주장하고 있습니다: (a) “국민연금의 권한은 법령에 의한 위임에 의해서만 주어지는 것이고”;⁴¹⁷ (b) 이러한 기능은 “본질적으로 공적인 것”으로, 국민연금은 “독립된 영리적 기능을 가지고 있지 않으며”;⁴¹⁸ (c) 국민연금은 “법정기구”로서 “한국 정부의 면밀한 관리 및 감독의 대상이 되고”;⁴¹⁹ (d) “주요 관계자들은 한국 정부의 승인에 의해서만 임면되며”;⁴²⁰ (e) 법원의 판결을 통해 국민연금의 기금 관리 운용 업무는 국가에 귀속된다는 점이 명확해졌다는 점.⁴²¹

273. 청구인의 주장은 기존에 정립된 국제법상 원칙, 즉 공공 부문에 속하며 일부 정부의 감독 대상이 된다는 이유만으로 “국가기관”으로 분류할 수 없다는 원칙을 간과하고 있습니다. 예컨대, *Almås v Poland* 사건에서 중재판정부는 폴란드 농림청이 법률상 국가기관에 해당하지 않는다고 판단한 후 해당 농림청이 사실상 국가기관에 해당하는지를 심리하였고, 다음과 같은 사실에도 불구하고 해당 단체가 국가기관에 해당하지 않는다고 판시하였습니다:

(a) 농림청은 농촌개발부장관의 감독 대상이었으며;

⁴¹⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 52 항-제 53 항.

⁴¹⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항 (a).

⁴¹⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항 (b).

⁴¹⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항 (c).

⁴²⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항 (d).

⁴²¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항 (e).

- (b) 폴란드는 회장 및 부회장 임면에 대한 통제권한이 있었으며;
- (c) 폴란드는 규정을 통해 농림청에 지시를 내릴 수 있었으며;
- (d) 농업분야에서 전략적으로 중요한 회사들에 대해 농림청이 보유한 지분의 매각시 각료회의(Council of Ministers)에서 승인해야 하는 요건이 있었으며;
- (e) 농림청은 농업 자산을 관리, 매매 및 임대할 권한이 있었음.⁴²²

274. *Almás* 사건 중재판정부는 법인이 사실상 국가기관인지를 결정함에 있어서 은행계좌의 존재와 자신의 명의로 자산을 소유할 수 있는 능력은 결정적인 요소가 되며, “어느 실체가 자신의 계산으로 상업적 거래를 하는 경우, 이러한 거래가 국가경제에 중요하다 할지라도, [해당 실체가 사실상 국가기관에 해당한다는] 추론은 할 수 없다”고 판단하였습니다.⁴²³

275. 청구인의 주장과 달리, 국민연금의 권한이 “본질적으로 공적”이라거나⁴²⁴ 국민연금이 “법정기구로서 한국 정부의 면밀한 관리 감독을 받는다”거나⁴²⁵ “주요 관계자들이 한국 정부의 승인에 의해서만

⁴²² Kristian Almás and Geir Almás v The Republic of Poland (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 212 항-제 213 항.

⁴²³ Kristian Almás and Geir Almás v The Republic of Poland (UNCITRAL), 판정, 2016. 6. 27., **RLA-80**, 제 210 항, 제 212 항-제 213 항.

⁴²⁴ Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/14/4), 중재판정부 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.98 항 (“국가가 어느 실체를 소유한다는 것과 국유 천연가스 개발에 참여한다는 점은 공공부문과 관련이 있다는 것을 보여준다. 다만, Ulysseas v Ecuador 사건 중재판정부가 판단한 바와 같이, 공공부문에 참여하는 것이 국가조직의 일체가 되는 것과 동일한 것은 아니다.) 참조.

⁴²⁵ Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/14/4), 중재판정부 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.99 항 (“그 공적 성격을 고려하면, 국가가 소유하는 비국가기관이 국가기관인 조직에 적용되는 것과 동일한 방식으로 국가가 실시하는 재무감사의 대상이 된다는 점은 놀랄만한 일이 아니다. 특히 어느 조직의 다른 결정이 행정공법에 따른 감독을 받지 않을 경우, 청구인이

임면된다”⁴²⁶는 점만으로는 국민연금이 사실상 국가기관에 해당한다는 추론을 할 수 없는 것입니다.

(a) 첫째, 권한의 공적 성격과 관련하여, 앞서 설명한 바와 같이, 국민연금이 일부 공적 기능을 수행한다는 사실로 인하여 국민연금이 한국의 조직 구조내의 국가기관이 되는 것은 아닙니다.⁴²⁷ 독립된 법인격을 지닌 법인인 국민연금은 다른 법인과 마찬가지로 독립된 의사결정기구로서 활동하는 이사회를 두고, 민간의 상업적 활동을 수행하고 있습니다.⁴²⁸ 국민연금은 자체 은행계좌를 갖고 있으며,⁴²⁹ 법인세 납부 대상이며,⁴³⁰

주장하는 바와 같이, 해당 조직의 특정한 결정이 행정공법에 따른 감독의 대상이 된다는 점 역시 결정적인 사항이 아니다.”) 참조.

⁴²⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 190 항. 이 주장을 뒷받침하면서 청구인은 다음의 사건을 인용하고 있습니다: Ampal-American Israel Corp v Egypt (ICSID Case No. ARB/12/11), Decision on Liability and Heads of Loss, 2017. 2. 21., **CLA-23**, 제 137 항-139 항. 다만, Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/14/4), 중재판정부 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.109 항(동 사건에서 중재판정부는 Ampal 의 결정을 구별하며 다음과 같이 판시하였습니다: “Ampal v. Egypt (2017) 사건의 ICSID 중재판정부는 ILC 규정 제 4 조의 의미 내에서 이집트 국가기관으로서의 EGPC 의 지위에 관하여 다른 결론을 내렸다. 중재판정부는 EGPC 가 ‘석유부장관(Minister of Petroleum)의 감독’을 받으며, ‘국가가 배분한 자금’으로 구성된 자본을 가지고, ‘[이사회] 결의를 변경 또는 취소할 수 있는 권한을 위임받은’ 석유부장관과 더불어 공무원들이 선임하고 공무원들이 일부를 구성하는 의장 및 이사회를 둔 ‘정부당국’으로 지정되었음을 그 이유로 들었다. 다만, 동 판결은 자율적인 존재를 부정하기 위하여, 이러한 요소들이 EGPC 가 국가 구조의 일부임을 보여주는 이유는 설명하지 않는다. 사실상, 앞서 언급한 바와 같이, 이러한 모든 요소들은 주주들에게 법인의 의무에 대한 책임을 지우지 않는 민간기업들과 유사하다.”) 비교.

⁴²⁷ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 7 항, 제 43 항.

⁴²⁸ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 63 항 (a).

⁴²⁹ 우리은행 국민연금 예금통장 사본, 2018. 2. 6., **R-156**.

⁴³⁰ 공공기관 경영정보 공개시스템, “28-1. 법인세 정보”(2019 년 1/4 분기), 국민연금공단”, 2019. 4. 11., **R-175**.

자신의 명의로 계약을 체결하고 자산을 소유하며 여러 소송에서 독립적 당사자로 행위합니다.⁴³¹

- (b) *둘째*, 정부의 감독과 관련하여, 김성수 교수는 법률상 감독권이 정부에 있을지라도 이러한 감독은 중앙행정기관의 명령을 중지 또는 취소할 수 있는 대통령의 권한과 같이 직접적인 방식(국가기관과 관련하여 행사되는 방식)이 아닌 간접적인 방식으로 행사된다고 설명합니다.⁴³² 국민연금법은 이러한 직접적인 감독을 허용하지 않습니다. 그 대신 국민연금에 대한 감독은 가이드라인 구성 및 국민연금기금 운용계획 제정 등의 행위를 통해 *간접적으로* 수행됩니다.⁴³³

276. 청구인은 국민연금은 여전히 국가기구의 일부이며, 공공기관으로 행위할 수 있는 권한을 부여받았기 때문에 별개의 법인격을 가진 법인으로서의 국민연금의 지위는 무관하다고 주장합니다.⁴³⁴ 또한, 청구인은 국민연금이 법령에 규정된 목표 외에 어떠한 독립적인 목적도 추구하지 않는다고 주장합니다.⁴³⁵ 별개의 법인격이 여전히 중요한 고려사항이므로, 이는 사실상 국가기관 이론에 따른 행위 귀속 문제에 적용되는 국제법을 간과한 것이며, 법령이 어떠한 조직을 설립하고 그 목적을 정의하더라도 반드시 해당 조직을 국가기관으로 볼 수는 없습니다.

⁴³¹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 63 항 (a).

⁴³² 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 69 항.

⁴³³ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 70 항. Union Fenosa Gas, S.A. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/14/4), 판정, 2018. 8. 31., **RLA-88**, 제 9.107 항("가능한 비준, 변경 또는 해제를 위해 EGPC 이사회의 결정을 석유부장관에 전달해야 한다는 사실이 석유부장관이 EGPC 의 통상적인 활동을 감독하는 데 이러한 권한(민간기업에서의 주주감독권과 다르지 않음)을 실제 이용하였음을 나타내는 것은 아니다.") 참조.

⁴³⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 191 항.

⁴³⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 191 항.

277. *Ulysseas v Ecuador* 사건에서 중재판정부는 여러 에콰도르 국가 조직의 행위에 대한 에콰도르 정부의 책임을 심리한 바 있습니다.⁴³⁶ 중재판정부는 각 단체가 별개의 법인격을 가지고 있으며 자신의 책임을 이행할 수 있는 고유한 자산과 자원을 가지고 있다고 판단하였습니다.⁴³⁷ 다만, 이러한 모든 단체들은 수익, 비용 및 투자를 비롯하여 공공 자산의 이용 및 보관을 규율하는 감사관 사무국이 실시하는 1998년 헌법에 따른 “통제 시스템”의 대상이었습니다. 2008년 헌법은 이러한 관련 법인들이 “공법의 적용을 받는 기업으로 운영되어야 하며, [...] 전략부문의 관리 및 공공 서비스 제공을 위해 국가가 항상 과반수의 주식을 보유해야 한다”고 규정함으로써 이들의 “공적인 성격을 강화”하였습니다.⁴³⁸
278. 국가와의 이러한 관련성에도 불구하고, *Ulysseas* 사건 중재판정부는 관련 단체들이 에콰도르 국가기관에 해당하지 않는다는 결론을 내렸습니다. 사실상, 에콰도르 전기위원회(**CONELEC**)와 관련하여 *Ulysseas* 사건 중재판정부는 다음과 같이 보았습니다:

따라서, 에콰도르 정부는 자신의 자산과 자원을 소유하고
 제소 및 피소가 가능하며 국가를 대신하여 전기부문을
 규율할 수 있는 기능과 권한을 위탁받은 별개의 법인격을
 가진 특별법인을 설립한 것이다. 해당 부문에서 제3자와
 계약을 체결할 권한을 지닌 특정한 국가의 활동을 규율할
 공적 단체를 설립하는 효과는, 해당 부문의 활동에 대한

⁴³⁶ (a) CONELEC (전기위원회); (b) CENACE (에너지관리센터); (c) CATEG (Guayaquil 전력임시관리법인); (d) PETROECUADOR (국유기업 Pétroleos del Ecuador); 및 (e) PETROCOMERCIAL (PETROECUADOR 와 관련된 국유기업).

⁴³⁷ *Ulysseas, Inc. v The Republic of Ecuador* (UNCITRAL), 최종 판정, 2012. 6. 12., **RLA-61**, 제 127 항 참조. 중재판정부는 다양한 법인에 관하여 다음과 같이 판단하였습니다: (a) CONELEC 는 자체 자원과 운영 자율성을 지닌 별도의 법인으로 설립되었으며; (b) CENACE 는 전력제도법(Power Sector Regime Law)에 따라 “민법상의 비영리법인”으로 설립되었으며; (c) CATEG 는 2003 년 8 월 18 일 행정명령 제 712 호에 의해 “민간 비영리기구”로 설립되었으며; (d) PETROECUADOR 및 PETROCOMERCIAL 는 국유기업이다.

⁴³⁸ *Ulysseas, Inc. v The Republic of Ecuador* (UNCITRAL), 최종 판정, 2012. 6. 12., **RLA-61**, 제 134 항.

국가의 직접적인 책임을 방지하는 것이다. 국가를 제3자와 그 공적 단체가 체결한 계약의 당사자로 하여 계약 수행에 대한 당사자들의 직접적인 책임을 부담하도록 하는 것은 위 목적에 반한다.⁴³⁹

279. 앞서 말씀드린 바와 같이, 국민연금은 독립된 법인격을 지닌 법인으로 설립되었습니다. 국민연금이 연금과 관련된 특정 “공적 기능”을 수행함에도 불구하고 그 기능은 청구인이 주장하는 바와 같이 “본질적으로 공적인 것”에 해당하지 않습니다. 국민연금은 주주로서 의결권을 행사하는 경우를 포함하여 국민연금기금의 운용 및 관리를 담당하는 경우 “사경제주체”로서 “상업적 활동”을 수행합니다.⁴⁴⁰ 국민연금은 법령상 권한이 주어졌기 때문이 아니라, 독립된 법인으로 설립되었으므로 이러한 활동을 수행할 수 있는 것입니다.⁴⁴¹ 나아가, 국민연금은 보건복지부로부터 독립된 기금운용본부를 통해 이러한 활동을 수행합니다.⁴⁴² 이러한 활동을 수행하면서, 국민연금은 자신의 명의로 계약을 체결하며 자산을 소유하고,⁴⁴³ 자신의 은행계좌를 사용합니다.⁴⁴⁴

280. 따라서, 국민연금은 사실상의 국가기관에 해당하지 않습니다.

3. 국민연금의 행위는 협정 제11.1조 제3항 (b)호에 따라 한국에 귀속되지 않습니다

281. 청구인은 국민연금이 협정 제11.1조 제3조 (a)호에 따른 “중앙정부” 또는 ILC 규정 제4조에 따른 국가기관에 해당하지 않는다 할지라도, “국민연금의 행위는 ‘중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터

⁴³⁹ Ulysseas, Inc. v The Republic of Ecuador (UNCITRAL), 중간 판정, 2010. 9. 28., **RLA-52**, 제 154 항 (강조추가).

⁴⁴⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 61 항.

⁴⁴¹ 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 26 조.

⁴⁴² 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 34 항.

⁴⁴³ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 63 항 (a).

⁴⁴⁴ 우리은행 국민연금 예금 통장 사본, 2018. 2. 6., **R-156**.

위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관'이 채택하거나 유지하는 조치로서 협정 제11.1조 제3항에 따라 한국에 귀속된다"고 주장합니다.⁴⁴⁵ 청구인에 따르면, "위 협정 문구는 국제관습법적 관점에서 ILC 규정 제5조에 나타나 있는 '정부권한의 일부를 행사하는 개인이나 단체'라는 개념을 기준으로 이해하여야 합니다."⁴⁴⁶

282. 청구인의 주장은 제11.1조 제3항 (b)호상의 적용기준을 적절하게 분석하지 못한 것이며, 이는 본건 합병에 대한 국민연금의 표결 - 다른 주주의 표결과 마찬가지로 행한 상업적 활동 - 이 정부 권한의 행사라는 잘못된 가정을 바탕으로 하는 것입니다.

a. 협정 제11.1조 제3항 (b)호에 따른 기준

283. 협정 제11.1조 제3항 (b)호에 따라, 한국은 "중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하는 비정부기관"이 채택하거나 유지하는 조치에 책임이 있습니다.

284. 제11.1조 제3항 (b)호의 "권한"이라 함은 특정한 의미를 가집니다. 교섭기록은 제11.1조 제3항 (b)호의 "권한"이라는 용어가 "규제, 행정 또는 기타 정부 권한"을 의미한다는 한국과 미국 간의 공통의 이해를 기술하고 있습니다.⁴⁴⁷

285. 따라서, 청구인은 협정 기준에 따라 국민연금에 대해 다음과 같은 사항을 입증해야만 합니다:

- (a) 비정부기관이며;
- (b) 한국이 위임한 "규제, 행정 또는 기타 정부" 권한을 보유하며;

⁴⁴⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 194 항.

⁴⁴⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 194 항.

⁴⁴⁷ 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정 제 8 차 초안(교섭기록), 2007. 3. 23., **R-50**, 현행 협정 제 11.1 조 제 3 항 (b)호에 대한 참조 2, 135 면 ("당사국들은 '권한'에 대한 당사국들의 공유된 이해를 반영하도록 아래 각주를 교섭기록에 포함하는 것에 합의한다. 본 각주는 최종 협정본에서는 삭제된다. 명확히 하자면, '권한'이라 함은 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 의미한다."). 교섭기록은 협정 해석의 적절한 수단으로 인정됩니다. 비엔나협약, 1969. 5. 23., **RLA-5**, 제 32 조.

(c) 이러한 권한을 “행사”함에 있어서 협정을 위반하는 조치를 채택하거나 유지하였음.

286. 협정상 기준은, 어떠한 실체가 국가기관에 해당하지 않을지라도 그 실체의 행위는 국가에 귀속될 수 있으나, 이러한 행위는 정부 권한의 요소를 행사하는 경우에 한한다고 규정하고 있는 ILC 규정 제5조의 기준과 유사합니다.⁴⁴⁸ ILC 규정 제5조 - 본 사건을 규율하지 않으나 유용한 기준을 제공합니다 - 는 “국가기관 대신 정부 권한적 요소를 행사하는 준국가기관 및 기존의 국유기업이 사유화되었으나 여전히 일정한 공적기능이나 규제기능을 갖는 경우”를 고려하기 위한 것입니다.⁴⁴⁹

287. 국제적 책임(및 본건 중재판정부의 관할권)을 관련짓기 위해서는, 문제가 된 행위가 해당 실체가 관여하는 사적 또는 상업적 활동이 아닌 정부 권한의 행사가 되어야 합니다.⁴⁵⁰ ILC 규정 제5조를 적용한 투자중재 판정부들은 주장되는 위법한 행위가 정부 권한의 행사였음 이 입증되어야 함을 강조하였습니다. 이와 관련하여, *Al Tamimi v Oman* 사건 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

미합중국-오만 간의 자유무역협정은 “규제, 행정 또는 정부 권한”의 의미를 정의하고 있지 않다. 다만, 이와 관련하여, 피청구국은 “자유무역협정의 귀속 요건은 ILC 규정 제5조의 요건과 밀접하게 평행을 이룬다”고 주장하였다. ILC 규정 제5조에 따르면, 국가기관이 아닌 개인이나 실체는 해당 국가 법률에 의해 “정부 권한의 요소를 행사”할 수 있는 권한을 위임받아야 하며, “그 특정한 경우에 이러한 자격으로” 행위하여야 한다. 이 사건에서 문제되는 행위는 “정부적인” 또는 국가적 성격(*acta jura imperii*)이 되어야 한다. 제5조에 따르면,

⁴⁴⁸ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제 5 조.

⁴⁴⁹ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 5, 제 1 항, 42 면.

⁴⁵⁰ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 5, 제 5 항, 43 면.

순수한 상행위(*acta jure gestionis*)는 국가에 귀속될 수 없다.⁴⁵¹

288. “문제가 된 행위”가 “정부적인” 행위가 되어야 한다는 점은 *Bayindir v Pakistan*, 사건에서도 보다 구체적으로 설명됩니다. 동 사건에서 중재판정부는 국유기업인 국도청의 행위가 파키스탄에 귀속되는지 여부를 판단하였습니다.

국도청이 정부 권한의 요소를 행사할 수 있는 권한을 일반적으로 위임받은 것에는 논란의 여지가 없다. 국도청법 제10조는 “동 법의 목적 수행을 위해 필요하거나 편리하다고 간주하는 조치를 취하고 이러한 권한을 행사할 수 있는 광범위한 권한”(국도, 전략 도로 및 국도청에 위탁된 기타 도로 및 도로상의 다리의 통행료를 부과 또는 징수하거나 부과 또는 징수되도록 하는 것 포함)을 국도청에 부여하고 있다. 국도청법 기타 관련 조항은 “무단점유자 퇴출 권한”에 관한 제12조와 검사 대상 토지 및 부지에 대한 국도청의 “출입 권한”에 관한 제29조이다.

다만, 이러한 일반적인 권한의 존재는 그 자체로 제5조를 적용하는 데 충분하지 않다. 동 조항에 따른 귀속은 추가로 해당 기관이 특정 상황에서 국가의 자격으로 행위할 것을 요구한다.⁴⁵²

⁴⁵¹ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제 323 항 (강조추가).

⁴⁵² Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/03/29), 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 121 항-제 122 항. InterTrade Holding GmbH v The Czech Republic (UNCITRAL), 최종 판정, 2012. 5. 29., **RLA-59**, 제 191 항 (“국제법은 국가기관의 특정 활동과 관련하여 국가가 책임을 질 수 있으나 반드시 모든 활동과 관련하여 그러한 것은 아님을 인정한다.”) 참조.

289. *Bayindir* 사건의 중재판정부는 “제시된 증거를 균형적으로 고려할 때, 협정 위반에 해당한다고 주장하는 행위를 수행하면서 국도청이 정부 권한적 요소를 행사하였다는 주장을 인정하지 않는다”고 보았습니다.⁴⁵³
290. *Jan de Nul v Egypt* 사건에서 중재판정부는 “특정한 작위 또는 부작위가 본질적으로 그 성격상 정부적인 것이라기 보다 상업적인 것인지, 아니면 반대로 그 성격이 본질적으로 상업적이라기보다 정부적인 것인지를 확인해야 한다. 상업적인 행위는 국가에 귀속될 수 없는 반면, 정부적인 행위는 국가에 귀속되어야 한다”고 판시하였습니다.⁴⁵⁴
291. *Jan de Nul* 사건 중재판정부는 이집트의 수에즈운하국(Suez Canal Authority)의 행위가 ILC 규정 제5조에 따라 이집트에 귀속될 수 있는지 여부를 심리하였습니다. 중재판정부는 수에즈운하국이 정부 권한의 요소를 행사할 권한(운하의 탐사 관련 법령의 발표를 포함)을 위임받았음을 확인한 후 해당 사건의 특정 행위와 관련하여, “수에즈운하국은 국가기관으로 행위하지 않았으며” “수에즈운하국이 필요로 한 서비스의 최선의 가격을 얻고자 노력한 계약자와 같이” 행위한 것에 불과하다고 판시하였습니다.⁴⁵⁵

b. 국민연금의 행위는 위임받은 “규제, 행정 또는 기타 정부 권한”에 따라 수행되거나 “정부 권한”을 행사하여 수행된 것이 아닙니다

292. 청구인은 국민연금의 기능이 한국 국민 전체를 위하여 국민연금기금을 관리·운용하는 것이므로, 국민연금은 투자 결정을 내릴 때 정부 기능을 수행하고 있는 것이라고 주장합니다.⁴⁵⁶ 다시금 청구인은 국민연금의

⁴⁵³ Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/03/29) 판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 123 항.

⁴⁵⁴ Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 168 항 (원문 강조 생략); Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 관할권 이의제기에 대한 결정, 2000. 1. 25., **CLA-32**, 제 52 항.

⁴⁵⁵ Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v Arab Republic of Egypt (ICSID Case No. ARB/04/13), 판정, 2008. 11. 6., **CLA-7**, 제 166 항 (원문 강조).

⁴⁵⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 196 항.

“기능은 국민에게 복지를 제공하라는 헌법적 명령에서 비롯된 것”⁴⁵⁷이며, “보건복지부장관의 사무는 국가사무이므로, 보건복지부장관이 위탁한 업무 역시 국가사무라 할 것”⁴⁵⁸ 이라고 진술한 이중기 교수 전문가 보고서를 인용합니다. 이어서 이중기 교수는 “주주의 의결권 행사 결정을 통한 투자관리 등 국민연금의 기금운용 관련 활동은 한국법에 따라 국민연금에 위임된 정부 행위”라는 결론을 내리고 있습니다.⁴⁵⁹

293. 이는 지나치게 확대된 해석이며, 김성수 교수가 설명하는 바와 같이, 이는 한국법에 어긋납니다.

(a) 국민연금이 본건 합병에 찬성하기로 의결권을 행사한 것은 정부 권한의 위임에 해당하지 않는 상업적인 행위였습니다.⁴⁶⁰ 국민연금기금에 관한 국민연금의 행정 서비스가 잠재적으로 정부 기능으로 분류될 수 있습니다만(본 중재와 무관하기는 하지만, 민간 연금의 존재에 비추어 볼 때 그러한 가능성은 거의 없습니다), 국민연금기금의 투자 및 관리에 관한 기금운용본부의 행위는 기타 상행위주체인 투자자(가장 명백하게는 청구인과 같은 펀드를 포함합니다)가 수행한 행위와 동일하며, 이에 따라 한국이 위임한 정부 권한을 행사한 것이 아닙니다.⁴⁶¹ 국민연금은 다른 주주와 동일한 권한 하에, 다른 주주와 동일한 방식으로 의결권을 행사하였습니다.

(b) 국민연금기금이 보건복지부에 의해 설립되었으며, 국민연금법이 보건복지부 장관이 국민연금기금을 관리 및 운용한다고 규정하고 있는 것⁴⁶²이 사실이라 할지라도, 국민연금기금의 관리 및 운용은 동법 시행령에 따라 특히 국민연금에 위탁된

⁴⁵⁷ 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 77 항.

⁴⁵⁸ 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 77 항.

⁴⁵⁹ 이중기 교수 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-1**, 제 81 항.

⁴⁶⁰ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 64 항.

⁴⁶¹ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 63 항-제 65 항.

⁴⁶² 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-2**, 제 28 항.

것입니다.⁴⁶³ 따라서, 국민연금기금을 관리하는 자는 보건복지부장관이 아니라 오히려 기금운용본부를 통해 국민연금기금을 관리하는 국민연금의 기금이사이기도 한 기금운용본부장입니다.⁴⁶⁴ 보다 자세한 사항은 제II장 제A절 2에서 논의한 바 있습니다.

- (c) 국민연금의 특정 행위가 행정소송법과 행정심판법의 대상이 된다 할지라도, 주주의 의결권 행사는 행정소송의 대상이 아닙니다. 행정소송은 행정법에 따른 공공 권한의 행사에 해당하는 “처분” 행위를 대상으로 합니다.⁴⁶⁵ 국민연금에 관한 모든 행정사건은 연금보험료의 납입 또는 급여의 결정 및 지급⁴⁶⁶ 등 행정권한의 행사와 관련되며, 국민연금의 주주로서의 의결권 행사는 관련되지 않습니다.
- (d) 따라서, 만약 국민연금이 주주로서의 의결권 행사와 관련된 여하한 사안으로 한국 법원에서 피소될 경우, 다른 사인인 주주와 마찬가지로 행정법원에 제기할 청구의 대상이 아니라 민사소송의 대상이 될 뿐입니다.⁴⁶⁷

4. 협정은 특별법이며 ILC 규정 제8조를 대체합니다

294. 마지막으로, 청구인은 “설령 중재판정부가 국민연금이 정부의 일부가 아니었다거나, 정부 또는 정부 당국이 위임한 권한을 행사하지 않았다고 보더라도, 국민연금의 행위는 국가의 지시와 통제 하에 이루어졌기 때문에 어느 경우에도 한국에 귀속된다”고 주장합니다.⁴⁶⁸

⁴⁶³ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 30 항; 국민연금법 시행령, 2015. 4. 16., C-164, 제 76 조.

⁴⁶⁴ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 63 항 (b); 국민연금 직제규정, 2015. 5. 19., C-175, 제 6 조.

⁴⁶⁵ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 67 항 (a).

⁴⁶⁶ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 29 항.

⁴⁶⁷ 김성수 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-2, 제 67 항.

⁴⁶⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 202 항.

청구인에 따르면, “이러한 국민연금의 행위는 ILC 규정 제8조로 성문화된 국제관습법에 따라 국가에 귀속됩니다”.⁴⁶⁹

295. 이러한 주장은 두 가지 잘못된 가정을 바탕으로 합니다. 첫번째 가정은 실제로는 협정 제11.1조 제3항이 특별법(*lex specialis*)으로서 적용되고, 이에 따라 협정이 ILC 규정을 배제하지 않는 한도에서만 ILC 규정의 관련성이 인정될 수 있음에도, ILC 규정 제8조가 본 중재에 적용된다는 것이며, 협정은 ILC 규정 제8조를 배제하고 있습니다.

296. 청구인의 두번째 잘못된 가정은 한국이 국민연금의 행위를 지시 및 통제하였다는 것을 청구인이 증명하였다는 것입니다만, 청구인은 이를 증명한 바가 없습니다.

a. ILC 규정 제8조는 협정에 의해 배제됩니다

297. ILC 규정 제55조-“특별법 우선의 원칙(*lex specialis*)”-는 ILC 규정이 “국제위법행위의 성립요건과 국가의 국제적 책임의 내용이나 이행이 국제법상의 특별한 규정의 지배를 받는 경우, 그 범위 내에서는 적용되지 아니한다”고 명시하고 있습니다.⁴⁷⁰

298. 투자중재 판정부들은 행위 귀속에 관한 국제법적 규칙을 배제할 수 있는 국가의 권한을 인정한 바 있습니다. 앞서 살펴본 바와 같이, *Al Tamimi* 사건 중재판정부는 “협약 당사국은 특별조항(*lex specialis*)에 의해, 어떠한 실체의 행위가 국가에 귀속되는 상황을 제한할 수 있으며”⁴⁷¹ “당사국이 그렇게 하기로 한 경우에 한하여, 국제관습법상 혹은 ILC 규정에 명시된 광범위한 국가 책임에 관한 원칙은 직접적으로 관련될 수 없다”고 판시하였습니다.⁴⁷²

⁴⁶⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 202 항.

⁴⁷⁰ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제 55 조.

⁴⁷¹ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제 320 항-제 322 항.

⁴⁷² Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제 320 항-제 322 항.

299. 청구인이 스스로 인정하고 있는 바와 같이,⁴⁷³ *Al Tamimi* 사건 중재판정부는 ILC 규정 제8조가 미합중국-오만 간의 자유무역협정 제10.1조 제2항에 적용되지 않는다고 보았습니다. *Al-Tamimi* 사건 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

미합중국-오만 간의 자유무역협정 제10.1조 제2항의 효력은 OMCO와 같은 국영기업의 행위에 대한 오만의 책임을 (a) 해당 국영기업이 “규제, 행정 또는 정부 권한”을 행사하여 행위해야 하며, (b) 해당 권한은 국가에 의해 위임된 경우로 제한하는 데 있다. 따라서, 석유 및 광물자원부(Ministry of Oil and Minerals)가 청구인의 주장대로 99%의 지분 또는 그 이사 및 관리자에 대한 영향력을 통하여 OMCO에 “유효하게 지배권”을 행사하였는지를 불문하고, 미합중국-오만 간의 자유무역협정 제10.1조 제2항에 따른 행위귀속의 심사와는 무관하다는 피청구국의 주장은 옳다할 것이다.⁴⁷⁴

300. 마찬가지로, *UPS v Canada* 사건에서도 중재판정부는 북미자유무역협정 제15장이 “독점행위 및 국영기업의 행위귀속에 관한 특별법”을 규정하며, “ILC 규정 제4조의 문언에 반영된 국제관습법상 규칙은 이 사건에 적용되지 않는다”고 판시하였습니다.⁴⁷⁵

301. 유사하게, *FW Oil Interests v Trinidad & Tobago* 사건에서 중재판정부는 다음과 같이 판단 하였습니다:

청구인이 주장하는 실질적인 기준이 일반적인 국제법이 아니라 특정 협정에 명시된 경우, 즉시 행위귀속에 관한 특별한 기준으로서 국가 책임에 관한 일반 규칙의 대안이나 보충하는 특별법으로 적용될 수 있다는 가능성,

⁴⁷³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 163 항.

⁴⁷⁴ Adel A Hamadi Al Tamimi v Sultanate of Oman (ICSID Case No. ARB/11/33), 판정, 2015. 11. 3., **CLA-21**, 제 322 항.

⁴⁷⁵ United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada (ICSID Case No. UNCT/02/1), 본안 판정, 2007. 5. 24., **CLA-15**, 제 62 항.

즉, ILC 초안 규정 및 해설서(특히 제55조 및 해설서)가 적용될 가능성이 있다.⁴⁷⁶

302. 협정 제11.1조 제3항은 행위귀속에 대한 유일한 기준인 다음 두 가지를 정하고 있습니다:

(a) *첫째*, 제11.1조 제3항 (a)호는 “중앙·지역 또는 지방 정부와 당국”이 채택하거나 유지하는 조치에 적용됩니다.

(b) *둘째*, 제11.1조 제3항 (b)호는 “중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부기관이 채택하거나 유지하는 조치”에 적용됩니다.⁴⁷⁷

303. 앞서 말씀드린 바와 같이, 제11.1조 제3항은 ILC 규정 제4조 및 제5조와 거의 동일하며, 이러한 범위에서 ILC 규정 제4조 및 제5조는 관련된 지침을 규정하고 있습니다.

304. 반면, 어떠한 협정 조항도 ILC 규정 제8조를 반영하지 않으며, 이에 따라 국가에 대한 행위귀속에 대한 “지시와 통제” 요건은 협정에서 명시적으로 배제되어 있는 것입니다.⁴⁷⁸ 따라서, ILC 규정 제8조는 국민연금의 행위를 한국에 귀속하는 데 있어 적용될 수 없습니다.

b. ILC 제8조가 협정에 의해 배제되지 않았다 하더라도, 국민연금의 본건 합병에 대한 표결은 한국의 지시나 통제 대상이 아니었습니다

305. ILC 규정 제8조가 협정에서 배제되지 않는다 하더라도 사실관계에 비추어 볼 때 이 사안에는 여전히 적용되지 않습니다. 제8조에서는, “개인이나 집단이 사실상 국가의 명령에 의거하여 또는 국가의 지시

⁴⁷⁶ F-W Oil Interests, Inc. v Republic of Trinidad & Tobago (ICSID Case No. ARB/01/14), 판정, 2006. 3. 3., **RLA-30**, 제 206 항 (강조추가).

⁴⁷⁷ 협정, **C-1**, 제 11.1 조 제 3 항.

⁴⁷⁸ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 55, 제 4 항, 140 면.

또는 통제에 따라 행위한 경우, 그러한 개인이나 집단의 행위는 국제법상 국가의 행위로 간주한다” 라고 규정하고 있습니다.⁴⁷⁹

306. 따라서, 제8조에 따른 행위귀속은 문제된 행위에 대한 구속력 있는 국가의 지시 및 실효적 통제가 요구됩니다.⁴⁸⁰ 청구인은 이를 증명할 바도 없습니다.
307. *Hamester* 중재판정부에 따르면, 실효적 통제인지를 판단하기 위해서는 상당한 기준(threshold)이 요구됩니다. 즉, 해당 실체에 대한 국가의 일반적인 통제와 문제된 특정 행위에 대한 국가의 구체적인 통제가 모두 요구됩니다.⁴⁸¹
308. 청구인은 국민연금에 두 가지 방식으로 지시와 통제를 받았다고 주장합니다. 첫 번째는 본건 합병 찬성을 위한 의결권 행사에 대하여 청와대와 ■ 전 대통령에 의해,⁴⁸² 두 번째는 보건복지부와 ■ 전 장관에 의해 지시와 통제를 받았다는 것입니다.⁴⁸³
309. 청와대와 ■ 전 대통령의 지시와 통제를 설명하면서, 청구인은 “■ 전 대통령의 수하들과 보건복지부 장관은 ■ 전 대통령이 본건 합병을 챙겨보라고 요구한 것은 본건 합병이 확실히 성사되도록 하라는 지시로 이해하고 이를 이행하였다”라고 주장하고 있으며;⁴⁸⁴ “청와대와 보건복지부 관계자들 사이에 반복적으로 이루어진 연락은 청와대가 단순히 ‘챙기’거나 현황보고를 요청하는 수준을 훨씬 넘어 합병 성사라는 결과를 확보하는 데 적극적인 역할을 하였다”는 것을

⁴⁷⁹ ILC 규정(2001), **CLA-17**, 제 55 조.

⁴⁸⁰ C Kovács, Attribution in International Investment Law (2018), **RLA-84**, 226 면.

⁴⁸¹ Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana, (ICSID Case No. ARB/07/24) 판정, 18 June 2010, **CLA-6**, 제 178. Case Concerning Paramilitary and Military Activities in and against Nicaragua (Nicaragua v United States of America), Merits Judgment [1986] ICJ 보고서 1984, **CLA-52**, 제 113 항, 115 항 참조.

⁴⁸² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 205 항.

⁴⁸³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 209 항.

⁴⁸⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 206 항(수정 청구서면 제 99 항-제 102 항 인용).

보여주며,⁴⁸⁵ “국민연금이 본건 합병에 찬성하도록 한 결정은 오로지 ‘정부 최고위층 덕분에’ 이루어진 것”이라고 주장하고 있습니다.⁴⁸⁶

310. 이러한 주장을 뒷받침하기 위해 청구인은 자신의 수정 청구서면 제97-103 항의 내용(즉, 청구인의 “1단계: ■ 전 대통령이 자신의 참모진에 본건 합병을 “챙겨볼” 것을 지시하다”)에 거의 전적으로 의존하고 있으며, 이에 대하여 한국은 아래 제IV장 제A절 2에서 논의 하겠습니다. 또한 청구인은 ■ 전 장관이 보건복지부 연금정책국장에게 본건 합병이 “승인되어야 한다”;⁴⁸⁷ 투자위원회가 국민연금의 의결권 행사 방향을 결정해야 한다;⁴⁸⁸ 본건 합병이 “100% 슈어”하게 승인되어야 한다고 지시하였다고⁴⁸⁹ 주장합니다. 청구인에 따르면, 이러한 “지시들”이 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하는 결과를 달성하는 데 “결정적”으로 작용하였다고 주장하고 있습니다.⁴⁹⁰
311. 설령 본건 합병 승인에 대한 지시가 있었다는 청구인의 주장이 증거에 의해 뒷받침된다 가정하더라도, 청구인이 입증할 수 있는 것은 이러한 지시가 제한된 특정 개인들(■ 전 본부장 및 ■)에 대한 것이었다는 점이며, 국민연금 투자위원회 12명의 위원들 중 11명(■ 전 본부장 제외)이 지시를 받은 것은 아니라는 점입니다. 청구인이 제시한 어떠한 증거도 본건 합병에 찬성 표결을 할 수 있는 권한을 가진 11명의 국민연금 투자위원회 위원들에게 지시가 있었음을 입증하지 않습니다. 국민연금 투자위원회 위원들에게 어떠한 지시가 있었다는 증거는 그러한 지시가 법적으로 구속력이 있었는지를 결정하기 위한 전제조건으로서 요구된다고 할 것입니다. 청구인의 주장은 이를 뒷받침하는 증거 대신 암시와 가정을 토대로 하여 지시를 받은 자들(11명의 국민연금 투자위원회 위원들이 아닙니다)이 누구였는지를

485 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 206 항.

486 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 207 항.

487 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 210 항.

488 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 210 항.

489 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 211 항.

490 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 212 항.

왜곡하고 있습니다.⁴⁹¹ ■ 전 장관과 ■ 전 본부장에 대한 지금까지의 형사재판에서는 국민연금 투자위원회에서 본건 합병안에 대한 표결을 하도록 한 근본적인 의도가 합병 승인에 있었다고 판단하였는데, 이에 대하여 서울고등법원은 보건복지부가 11명의 개별 국민연금 투자위원회 위원들 중 어느 누구에게 각각 본건 합병에 대한 찬성 표결을 하도록 지시하였다고 판시한 내용은 없습니다.⁴⁹² 해당 사건들은 상고심 진행 중입니다.

312. 청구인은 문제가 된 특정 행위, 즉 “본건 합병에 대한 찬성 표결”에 대한 국가의 구체적인 통제를 입증하지 못하고 있습니다. 본건 합병에 대해 어떤 방향으로 의결권을 행사할 것인지에 대한 최종 결정은 국민연금 투자위원회 12명의 위원들 개인에 달려 있었으며, 청구인은 한국이 스스로 결정을 내린 이들 각각의 위원들에게 본건 합병에 대한 의결권 행사 결정에 지시 또는 통제를 가하여 그들 전체의 결정이 협정상의 청구를 야기하였다는 점과 관련된 증거를 제시하지 못하고 있습니다.⁴⁹³

⁴⁹¹ 제 428 항에서 언급한 바와 같이, 국내법원은 합병 승인에 대한 지시가 있었는지 여부에 대해 다른 법률 기준을 적용하여 법률적 평가를 내릴 수 있으며, 이러한 국내법상 기준에 관하여 한국은 어떠한 입장도 표명하지 않습니다. 다만, 국제법상, 중재판정부가 청구인이 주장하는 결론을 도출하기에는 그 증거가 불충분합니다. EDF (Services) Limited v Romania (ICSID Case No. ARB/05/13) 판정, 2009. 10. 8., **CLA-30**, 제 203 항-제 209 항 비교, 동 사건에서 중재판정부는 교통부의 지시에 합법적인 구속력이 없으며 그 어떠한 지시도 교통부의 법률상 또는 사실상 명령으로 간주될 수 없다는 피청구국의 주장을 기각하였습니다. 중재판정부는 두 회사가 주주 의결권을 행사함에 있어 채택해야 하는 행위에 관하여 교통부가 두 회사에 지시와 지침을 내렸다는 사실을 보여주는 증거가 있다고 판단하였습니다. 또한, 중재판정부는 특정 결과를 달성하기 위하여 루마니아 국가가 두 회사에 대한 소유권을 이용하고 있다고 판시하였습니다. 이러한 결론에 이르면서 중재판정부는 강제성을 나타내는 지시의 문언을 검토하였습니다. 그러나 본 건 청구인은 이러한 증거를 제시하지 않았습니다.

⁴⁹² 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 31-32 면.

⁴⁹³ 어떠한 경우에도 제 III 장 제 B 절 3 에서 설명한 바와 같이, 청구인이 문제로 삼고 있는 기본적인 국민연금의 행위(본건 합병에 대한 찬성 표결)는 상업적 결정으로, 제 8 조의 적용 대상이 아닙니다. 설령 청구인이 국민연금이 한국의 지시 또는

313. 상기 제II장 제B절 7항에서 말씀드린 바와 같이, 12명의 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병안에 대해 3시간에 걸쳐 심의하였으며, 심의 중 본건 합병이 삼성물산, 제일모직 및 총 17개의 삼성 그룹사에 대한 국민연금의 투자에 미칠 수 있는 영향에 대해 다양한 질문을 제기하였습니다. 합병 무효 소송에 대한 서울중앙지방법원 판결문에 따르면, 국민연금 투자위원회 위원들은 제공받은 본건 합병에 대한 분석자료를 토대로 3시간의 심의 중 “지배구조변화, 종목별 주가 영향, 삼성그룹사 주가 영향, 주식시장 영향, 경제 영향, 합병 무산시 기금운용에 미칠 영향” 등 여러 요소들을 고려하였습니다.⁴⁹⁴ 회의록을 살펴보면, 결과가 미리 정해져 있었다거나 한국의 통제가 있었다는 주장을 모두 사실로 받아들이기는 어렵습니다.⁴⁹⁵
314. 따라서, ILC 규정 제8조가 본 사건에 적용된다 할지라도(적용되지 않습니다) 청구인은 제8조를 적용하기에 충분한 국민연금 투자위원회 위원들에 대한 지시 또는 통제의 존재에 관한 입증책임을 다하지 못한 것입니다.

C. 청구인의 삼성물산 주식은 협정상외의 투자에 해당하지 않습니다

315. 한국이 다음으로 제기할 선결문제에 대한 항변(threshold objection)은 청구인이 적용대상투자에 대한 증명을 다하지 못하였다는 점입니다.
316. 청구인은 투자의 정확한 시기와 성격에 관하여 서증으로 자신의 청구를 입증하지 못하였으며, 해당 정보에 대한 한국측의 제공 요청을 거절한

통제를 받았음을 증명할 수 있다고 가정하더라도, 국민연금이 ILC 규정 제 5 조의 의미내에서 정부 권한의 요소를 행사하지 않은 한, 국민연금의 행위는 제 8 조에 따라 한국에 귀속될 수 없습니다. ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 8, 48 면.

⁴⁹⁴ 서울중앙지방법원서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 45 면 (“이 사건 합병 관련 분석’ 등 참고자료(갑 제 55 호증)에 의하면, 합병시너지는 이 사건 합병의 효과를 판단하는 하나의 기준에 불과하고, 그 밖의 지배구조변화, 종목별 주가 영향, 삼성그룹사 주가 영향, 주식시장 영향, 경제 영향, 합병 무산시 기금운용에 미칠 영향 등이 전반적으로 고려되었다.”).

⁴⁹⁵ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 4-21 면.

바 있습니다. 중재판정부는 절차명령 제3호에서 이러한 서류에 대한 한국측 요청이 시기상조라는 결정을 하였으나, 아래와 같이 명시하였습니다:

적용대상투자의 존재를 포함하여 협정에 따른 관할권 요건 충족에 대한 입증책임은 청구인에게 있다. 청구인이 관할권을 뒷받침하는 충분한 증거를 제시하지 못하는 경우, 피청구국은 이를 지적하고 관할권 부재를 사유로 청구 기각을 요청할 수 있다.⁴⁹⁶

317. 청구인은 이러한 입증책임을 다하지 못하였습니다. 중재판정부는 증거 부재로 인하여 합리적으로 초래되는 부정적 추론을 감안하여 청구인의 주장을 기각해야 합니다. 청구인이 이러한 결과를 방어하기 위한 노력으로 추가적인 증거를 뒤늦게 제출하는 경우, 한국은 재반박서면에서 해당 사안에 관한 추가적인 변론을 제기할 수 있는 권리와 그 비용에 대한 권리를 유보합니다.

318. 이하에서, 한국은 우선 협정에서 사용된 “투자”라는 용어의 의미를 설명합니다(1). 그 다음 한국은, 엘리엇 그룹의 “총수익스왑” (이하 “스왑계약”)은 협정에 따른 투자에 해당하지 않으므로, 협정에 따른 청구인의 유일한 잠재적인 적용대상투자는 기록상 2015년 6월 2일 기준으로 보유하고 있던 삼성물산 주식임을 입증합니다(2). 다만, 해당 주식은 협정에 따른 적용대상투자의 자격요건을 충족하는 데 필요한 출자 및 기간요건을 충족하지 않습니다(3).

1. 협정은 “투자”가 협정에 따라 보호되기 위해 충족되어야 하는 구체적인 요건을 규정하고 있습니다

319. 협정은 “적용대상투자”, 즉 협정의 보호를 받는 투자를 제1.4조에서 다음과 같이 정의하고 있습니다:

어느 한 쪽 당사국에 대하여, 이 협정의 발효일에 존재하거나 그 이후 설립·인수 또는 확장된 그 당사국

⁴⁹⁶ 절차명령 제 3 호, 2019. 5. 27., 제 26 항.

영역 내에서의 다른 쪽 당사국 투자자의 투자로서 제11.28조(정의)에서 정의된 것을 말한다.⁴⁹⁷

320. “투자”라는 용어는 협정 제11.28조에 다음과 같이 정의되어 있습니다:

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) 기업;
- (b) 주식, 증권과 그 밖의 형태의 기업에 대한 지분 참여;
- (c) 채권, 회사채, 그 밖의 채무증서와 대부;⁴⁹⁸
- (d) 선물, 옵션과 그 밖의 파생상품;
- (e) 완성품인도, 건설, 경영, 생산, 양허, 수익배분과 그 밖의 유사한 계약;
- (f) 지적재산권;
- (g) 면허, 인가, 허가와 국내법에 따라 부여되는 유사한 권리;⁴⁹⁹ 그리고

⁴⁹⁷ 협정, C-1, 제 1.4 조.

⁴⁹⁸ 협정, C-1, 제 11.28 조, 각주 10 (“채권, 회사채, 장기어음과 같은 일부 형태의 부채는 투자의 특징을 가질 가능성이 보다 높은 반면, 그 밖의 형태의 부채는 그러한 특징을 가질 가능성이 보다 낮다.”).

⁴⁹⁹ 협정, C-1, 제 11.28 조, 각주 11-12(“11. 특정한 유형의 면허, 인가, 허가 또는 이와 유사한 수단(그러한 수단의 성격을 가지는 한도에서, 양여를 포함한다)이 투자의 특징을 가지고 있는지 여부는 당사국 법에 따라 보유자가 가지고 있는 권리의 성격과 범위 같은 그러한 요소에 달려 있다. 투자의 특징을 가지고 있지 아니하는 면허, 인가, 허가 그리고 이와 유사한 수단 중에는 국내법에 따라 보호되는 권리를 창설하지 아니하는 것들이 있다. 보다 명확히 하기 위하여, 앞 내용은 면허, 인가, 허가 또는 이와 유사한 수단과 연계된 자산이 투자의 특징을 가지는지 여부를

(h) 그 밖의 유형 또는 무형의 자산, 동산 또는 부동산,
그리고 리스·저당권·유치권 및 질권 같은 관련 재산권.⁵⁰⁰

이 협정의 목적상, 상품 및 서비스의 상업적 판매로부터만
발생하는 지급청구권은 그것이 투자의 특징을 가진 대부가
아닌 한 투자가 아니다.⁵⁰¹

321. 이러한 요건을 충족하지 않는 투자는 협정에 따른 보호를 받을 자격이
없습니다.

2. 엘리트 그룹의 스왑계약은 협정에 따라 보호되는 투자에 해당하지 않습니다

322. 청구인이 수정 청구서면을 통해 주장하는 이해관계의 본질을 모호하게
하고 있는지를 고려하여, 한국은 청구인이 주장하는 “투자” - 대부분
협정에 따른 적용대상투자에 해당하지 않습니다 - 에 관하여
의도적으로 혼란스럽고 모호하게 제시된 정보를 명확히 하고자,
청구인이 삼성물산에 대해 어떠한 이해관계를 보유하고 있었는지에
대해 정확한 분석을 하고자 합니다.

323. 한국이 제시하는 바와 같이, 삼성물산에 대한 EALP의 지분을 보여주는
직접적인 서증은 2015년 6월 2일 기준으로 EALP가 지분을 보유한다는
점만을 뒷받침합니다. 정황증거는 EALP가 2015년 6월 2일보다 앞서
삼성물산 주식을 보유하고 있었음을 암시하고 있으나, 이를 입증하는
어떠한 증거도 청구인에 의해 제시된 바가 없습니다. 청구인은
스왑계약을 통한 단순한 “노출”과는 반대로 삼성물산 주식을 취득한
시/점을 의도적으로 정확하게 명시하지 않았습니다.⁵⁰² 이러한
스왑계약은 협정에 따른 적용대상투자에 해당하지 않으며, 청구인이

저해하지 아니한다. 12. “투자”라는 용어는 사법적 또는 행정적 행위에 들어있는
명령 또는 판결을 포함하지 아니한다.”).

⁵⁰⁰ 협정, C-1, 제 11.28 조, 각주 13(“보다 명확히 하기 위하여, 시장점유, 시장접근,
기대이익, 그리고 이익획득의 기회는 그 자체만으로는 투자가 아니다.”).

⁵⁰¹ 협정, C-1, 제 11.28 조(강조추가).

⁵⁰² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 22 항 (“투자자에게 스왑 대상 기초주식의 성과에
대한 완전한 경제적 효과가 귀속되도록 하는 파생 주식투자”).

이를 “투자”로 일컫는 방식에는 어폐가 있으며 이는 고려의 여지가 없습니다.

a. 삼성물산에 대한 엘리엇 그룹의 “지분” 주장에 관한 설명

324. 청구인의 스왑계약이 협정에 따른 적용대상투자가 아니라는 사실을 언급하기 전에, 한국은 스왑계약, 주식 또는 기타 형태를 불문하고 청구인 또는 여타 엘리엇 그룹사가 삼성물산에 대해 보유하고 있었을 이해관계에 대해 정확하게 분석하겠습니다.
325. 이는 간단한 문제가 아닙니다: 청구인은 자신이 주장하는 투자를 이해하는 데 필요한 기본 서류를 처음에는 제출하지 않았다가 이후에는 그 제출을 최종적으로 거절하며, 삼성물산에 대한 이해관계를 숨기고 있습니다. 따라서, 한국은 청구인이 주장하는 협정에 따른 투자를 분석하는데 있어 제약을 받고 있습니다. 이에 따라, 추가적인 정보가 제공되는 경우 아래의 내용은 변경될 수 있습니다.
326. 청구인은 “엘리엇”(아마도 EALP인 것 같습니다만 청구인은 이를 명확히 하지 않았습니다)이 2014년 11월말부터 2015년 3월까지 기간 중 어느 시점에 삼성물산에 “투자”하기 시작하였다고 주장합니다.⁵⁰³ 다만, 청구인은 본건 합병이 2015년 5월 26일 공식 발표되기 전에 EALP가 삼성물산 주식을 보유하고 있었다는 어떠한 서증도 제공하지 않았습니다. 정황 증거는 EALP가 위 날짜 전에 삼성물산 주식을 보유하고 있었던 것을 암시합니다만, 이하에서 상세히 말씀드리는 바와 같이, 해당 증거는 EALP가 본건 합병이 일어날 가능성이 있다는 결론이 시장에서 내려진 이후에야 비로소 삼성물산 주식을 취득하였음을 보여주고 있습니다.⁵⁰⁴

⁵⁰³ 수정 청구서면, 4 April 2015, 제 21-22 항(“엘리엇은 2014. 11. 27.부터 삼성물산에 투자하게 되었습니다. 당시 엘리엇은 ‘총수익스왑’의 형태로 삼성물산에 투자하고 있었습니다.”).

⁵⁰⁴ 제 72 항에서 말씀드린 바와 같이, 언론은 늦어도 2014년 9월부터 삼성물산과 제일모직의 합병을 예측하기 시작하였으며, 2014년 10월 및 11월 이러한 예측을 재차 보도하였습니다. “[삼성물산, 어디로]? [redacted]의 ‘건설’”, 비즈니스위치, 2014. 9. 5., C-7. “삼성중공업 삼성 ENG 25 억달러에 흡수합병”, Reuters, 2014. 9. 1., C-6 참조; “내달 제일모직 상장...삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, 매일경제,

iv. 청구인이 주장하는 투자에 대한 증거는 매우 불충분합니다

327. 청구인이 자신이 보유한 삼성물산 주식에 대한 증거자료로 제공한 것은 “Elliott Associates LP” 명의의 계정으로 Bank of America Merrill Lynch로부터 발급받은 “주식 및 현금 포지션” 확인서인 C-243이 유일합니다. 해당 증거의 발체는 아래와 같습니다.

		주식 및 현금 포지션		C-243 Bank of America Merrill Lynch Global Prime Brokerage Services	
보고서 참조번호: CBR_223 보고서 생성: 23-Oct-2018 04:08					
고객	ELLIOTT ASSOCIATES LP	포지션일자 2015년 7월 17일 기간종류 DCLO			
포트폴리오 그룹		포지션 베이스: 거래일			
포트폴리오 코드	ELL ELLIOTT ASSOCIATES	주식계좌 개고&주식차입			
		현금계좌 당좌계좌			
문서 참조	문서 상세	포지션	가격	시장가치 (현지통화)	시장가치 (미국달러화)
발행국가	대한민국				
원화					
지분	LONG				
SEDL 6771601	SAMSUNG CANDT CORP OLD	11,125,927.00	62,100.00	690,920,066,700.00	602,108,990.59
				690,920,066,700.00	602,108,990.59
				총 포지션 합계 0,920,066,700.00	602,108,990.59
				순포지션합계 0.00	0.00
				순합계 690,920,066,700.00	602,108,990.59

그림 5: BAML, 2015년 7월 17일자 “Elliott Associates LP 주식 및 현금 포지션”⁵⁰⁵

2014. 11. 25., **R-73**; “삼성車-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 개편될까”, 조선비즈, 2014. 10. 22., **R-69**.

⁵⁰⁵ BAML, “Elliott Associates LP 주식 및 현금 포지션”, 2015. 7. 17., **C-243** (하이라이트 추가). 청구인은 2015년 9월 자신이 삼성물산 주식을 매도하였음을 보여주는 Bank of America Merrill Lynch 서류들을 제출하였는데, 이들 중 하나는 2018년 10월에 작성되었고(BAML, “Elliott Associates LP 고객 활동(Client Activity), 2015. 1. 1. – 2015. 12. 31., **C-255**), 또 다른 하나는 2019년 3월에 작성되었습니다 (BOAML 보고서, “2015년 엘리엇 거래”, 2014. 2. 28., **C-308**).

328. 좌측 상단에 기재된 바와 같이, 본 확인서는 본 중재가 개시된 후 수 개월, 또한 확인서에 명시된 투자가 이행된 후 수 년이 경과한 시점인 2018년 10월 23일에서야 발급되었습니다. 동 확인서는 2015년 7월 17일자 기준 삼성물산에 대한 지분이 11,125,927주라고 기재하고 있습니다. 주당 가격은 62,100원으로, 이에 상응하는 시장가치는 690,920,066,700원입니다. 본 서류는 이러한 가격이 시사하는 바가 무엇인지를 명시하고 있지 않는데, 이하에서 논의하는 바와 같이 청구인은 해당 주식들을 2015년 6월 4일 이전에 여러 차례에 걸쳐 매수하였다고 주장하고 있다는 점에서, 이는 해당 주식들의 최초 매수가격이 될 수 없습니다.
329. 또한, 본 서류는 “주식계정”의 종류를 “재고&주식 차입”으로 기재하고 있는데, 이는 청구인의 계정이 Bank of America Merrill Lynch가 소유한 주식을 차입하기 위해 사용된 것임을 의미하는 것일 수 있으나, 이 또한 확실치는 않습니다. 또한, “기간종류”가 “DCLO”로 명시되어 있는데 이에 대한 설명은 기재되어 있지 않습니다.
330. 본 서류는 EALP가 해당 주식들을 언제 취득하였는지, 어떻게 누구로부터 취득하였는지, 또는 (다른 엘리트 그룹사가 아닌, EALP가 납입한 금액이 있다면) 얼마의 주금을 납입하였는지에 관한 정보를 제공하고 있지 않습니다.
331. 또한, 청구인은 청구인이 주장하는 투자에 대한 증거로 R-3을 제시하고 있습니다.⁵⁰⁶ 아래에 해당 서류의 일부를 발췌하였습니다. 이는 EALP가 작성한 것이 명백한 2015년 6월 4일자 “주식 등의 대량취득 보고서”라는 제목의 DART(전자공시시스템) 공시자료입니다. 해당 문서는 EALP를 “보고자”로 특정하고 있고 EALP가 2015년 6월 3일자로 삼성물산 주식 3,393,148주를 취득하였다고 명시하고 있으며, 따라서 EALP가 삼성물산 발행주식의 7.12%를 표창하는 11,125,927주에 대한 지분을 보유하였음을 보여주고 있습니다.

⁵⁰⁶ DART 공시자료 “주식 등의 대량취득 보고서”, 2015. 6. 4. R-3, 4면.

수정 후 2)
2. 세부변동내역

성명 (명칭)	생년월일 또는 사업자등록번호 등	변동일*	취득/처분 방법	주식등의 종류	변동내역			취득/처분 단가**	비고
					변동전	증감	변동후		
Elliott Associates, L.P.	5654	2015.06.02	신규보고(+)	의결권있는 주식	0	7,732,779	7,732,779	-	보고자가 2015. 6. 2.자 기준으로 보유하고 있던 총 주식수 7,732,779주 는 보고자가 2015. 6. 2. 이전에 취득한 누적분임
Elliott Associates, L.P.	5654	2015.06.03	장내매수(+)	의결권있는 주식	7,732,779	3,393,148	11,125,927	63,560	취득단가 63,560원 2015. 6. 3. 취득한 분의 평균단가임

그림 6: 2015년 6월 4일자 DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서"⁵⁰⁷

332. 해당 서류는 삼성물산 지분에 대한 상세사항을 포함하고 있는데, 그 중 일부는 동일한 문서에 명시되어 있거나 수정 청구서면에 포함된 정보와 상충되는 것으로 보입니다.

- (a) EALP의 신고서는 3페이지 "세부변동내역" 표에서 2015년 6월 2일 이전에 청구인 EALP의 보유주식 수를 "0"으로 보고하고 있습니다. 그러나, 같은 표에는 "보고자가 201[5]년 6월 2일자 기준으로 보유하고 있던 총 주식수 7,732,779주는 보고자가 201[5]년 6월 2일 이전에 취득한 주식의 누적수임"이라고 기재되어 있습니다. 청구인은 (설령 "0"이 이전에 지분율을 명시한 DART 공시자료가 제출된 바가 없음을 의미한다 할지라도) 이러한 점을 설명하지 못하고 있습니다. 해당 자료는 EALP가 언제 또는 어떻게 7,732,779주의 주식을 취득하였는지에 관한 증거를 제시하고 있지 않습니다.
- (b) 또한, 동 자료는 EALP가 해당 주식을 인수하기 위해 지급한 내역에 대한 정보를 제공하고 있지 않습니다: 7,732,779주에 해당하는 "단가" 부분은 공란으로 남겨져 있습니다.
- (c) 해당 문서는 나아가 EALP가 2015년 6월 3일 63,500원의 "평균단가"로 삼성물산 주식 3,393,148주를 취득하였다고

⁵⁰⁷ DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서", 2015. 6. 4. R-3, 2면.

보고하고 있습니다. 다양한 주식에 대해 납입된 실제가격은 보고하고 있지 않습니다.

(d) 해당 주식들은 “제1호(Type 1)”로 명시되어 있으며, 신고서 8면에는 “누구의 명의로든지 자기의 계산으로 주식 등을 소유하는 경우”라고 기재되어 있습니다.⁵⁰⁸ 해당 문서는 해당 주식들이 누구의 명의로 보유되는지에 대하여 기재하고 있지 않습니다.

(e) 마지막으로, 보고자의 주소지는 Elliott Capital Advisors LP⁵⁰⁹ 및 Elliott Management Corporation의 주소지로 기재되어 있습니다.⁵¹⁰ 이는 청구인의 주소지와 일치하지 않습니다.⁵¹¹

333. EALP의 중개인이 2018년 10월에 작성한 문서 및 EALP가 2015년 6월에 작성한 문서, 이 두 문건이 청구인이 주장하는 삼성물산에 대한 투자를 뒷받침하는 유일한 서증에 해당합니다.

334. 따라서, 청구인의 투자에 관한 추가적인 정보가 제공될 경우 한국의 권리유보를 전제로, EALP가 보유하는 삼성물산 주식에 대한 직접적인 서증은 2015년 6월 2일을 기준으로 주식을 보유하고 있었다는 사실만을 보여줄 뿐입니다.

v. EALP가 주장하는 2015년 6월 2일 이전의 이해관계는 증거에 의해 입증되지 않습니다

335. 정황증거는 EALP가 2015년 6월 2일 이전에 삼성물산 주식을 보유하고 있었음을 시사하고는 있으나, 청구인은 이를 입증할 수 있는 어떠한 증거도 제출하지 않고 있습니다. 수정 청구서면과 Mr [REDACTED]

⁵⁰⁸ DART 공시자료 “주식 등의 대량취득 보고서”, 2015. 6. 4. R-3, 8면.

⁵⁰⁹ Bloomberg Markets, “Elliott Capital Advisors LP – 회사 프로파일 및 뉴스”, 2019. 9. 19. 조회, R-194.

⁵¹⁰ 미국 증권거래위원회(SEC) 센트럴 인덱스 키(central index key) 검색, “Elliott Management Corporation에 관한 SEC 보고서”, 2019. 9. 19. 조회, R-195 참조.

⁵¹¹ 중재신청통지 및 청구서면, 2018. 7. 12.(중재신청통지 및 청구서면), 제11항.

증인진술서⁵¹²에 제공된 제한적인 정보에 비추어 볼 때, 청구인은 자신이 주장하는 투자에 관하여 고의적으로 일부 정보를 누락하고 모호한 기술을 의도하였다고 볼 수 있습니다.

336. 이후 수정 청구서면에 기재된 주장을 판단함에 있어 한국은 중재판정부에게, 청구인이 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피. 또는 EALP⁵¹³인 반면 청구인이 “엘리엇”으로 특정하는 것은 해당 투자펀드 그룹에 속하는 모든 법인들을 포함하는 “엘리엇 그룹”⁵¹⁴을 의미한다는 점을 주지해 주실 것을 요청드립니다. 청구인은 수정 청구서면 전반에 걸쳐 “엘리엇”과 “EALP”를 부정확하게 사용하였으며, Mr. [REDACTED] 증인진술서에서 “당사(we, our 및 us)”라는 불명확한 대명사를 사용한 것과 마찬가지로, 이러한 용어 사용은 청구인이 주장하는 투자에 관한 불명확성을 가중시키고 있습니다.

337. 본 사건에서, EALP 이외의 엘리엇 그룹사들이 협정에 의해 보호되는 투자를 하였다는 주장은 제기된 바가 없습니다. 그럼에도 불구하고, 수정 청구서면은 청구인의 협정상 청구와 무관하며 중재판정부의 관할권에 해당하지 않는 여러 가지 “투자들”에 대해 언급하고 있습니다. 2002년부터 2014년까지, 청구인은 (증거는 고사하고) 어떠한 설명도 제공하지 않은 채 한국과 삼성물산에 대한 투자를 하였다고 주장하고 있습니다. 2014년 11월에야 비로소 엘리엇 그룹이 청구인의 청구와 관련 가능성이 있는 투자를 하였다고 주장할 수 있을 것임이나, 역시 이에 대해서도 청구인은 자세한 설명을 하지 않고 있습니다.

(a) **2014년 11월:** Mr [REDACTED]는 “EALP’가 2014년 11월부터 삼성물산에 대한 투자를 꾸준히 늘[렸다]”고 진술하고 있습니다.⁵¹⁵ 주장되는 투자에 관해 논의함에 있어 Mr [REDACTED]가

⁵¹² Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**. 한국은, 언론보도에 따르면 Mr [REDACTED]가 수정 청구서면 제출 후 2주도 지나지 않아 EALP 내 직책에서 사임하였을 가능성이 있음을 알려 드립니다. “현대/삼성을 상대로 캠페인을 이끌었던 엘리엇 이사 사임 예정”, Pulse, 2019. 4. 16., **R-176**.

⁵¹³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제1항.

⁵¹⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제4항.

⁵¹⁵ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**. 제12항

증인진술서에서 최초로 언급한 것은 “엘리엇”이 아닌 EALP입니다. 이에 관한 구체적인 내용은 언급되어 있지 않습니다. 검토 가능한 증거자료에 따르면 이러한 진술은 오해의 소지가 있습니다.

(i) Mr [REDACTED]가 “EALP”라고 언급한 것과 달리, 수정 청구서면에는 “엘리엇[즉, 일반적으로 엘리엇 그룹]이 2014년 11월 27일부터 삼성물산에 투자하게 되었다”라고 기재되어 있습니다.⁵¹⁶

(ii) 청구인은 자신이 주장하는 2014년 11월 투자에 대한 증거를 제공하는 대신, “당시에 엘리엇은 ‘총수익스왑(total return swap)’ 구조로 삼성물산에 투자하고 있었다”고 주장하고 있습니다(이하 “스왑계약들”).⁵¹⁷ 이처럼, 청구인이 주장하는 “삼성물산 투자”는 주식의 매수를 내용으로 하지 않으며, 따라서 협정에 따른 투자에 해당하지 않습니다(이하 제III장 제C절 2.b 참조).

(iii) 이와 유사하게, Mr [REDACTED]는 2014년 11월에 대해 “이 기간 동안, 당사는 “총수익스왑”의 형태로 삼성물산에 투자하였다”고 진술하며, “이러한 방식으로 EALP는 삼성물산 주식에 관한 경제적 수익과 위험을 부담하였다”고 부언하고 있습니다.⁵¹⁸ 이 역시, 청구인인 EALP가 아닌 “엘리엇”이 스왑계약을 보유하고 있었다고 기술하고 있는 수정 청구서면과 상충됩니다.⁵¹⁹

(b) **2015년 초:** 청구인은 수정 청구서면에서 엘리엇 그룹이 2015년 초에 “삼성물산에 대한 엘리엇 그룹의 투자를 보호하기 위한 예방조치를 취하기 시작했다”고 주장하고 있습니다.⁵²⁰ 당시

⁵¹⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제21항(강조추가).

⁵¹⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제22항.

⁵¹⁸ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제18항.

⁵¹⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제22항.

⁵²⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제30항(강조추가).

엘리엇 그룹이 삼성물산에 투자하였다는 증거는 존재하지 않습니다. 기껏해야, 스왑계약들의 당사자일뿐이었으며, 다시 말씀드리지만 이와 같은 삼성물산에 대한 투자는 보호받는 투자에 해당하지 않습니다(이하에서 보다 자세히 말씀드리겠습니다). 청구인은 소위 예방조치의 일환으로 “엘리엇이 스왑 포지션을 청산하고 주식을 추가로 매수함으로써 삼성물산에 대한 투자를 계속 늘려나갔다”고 주장하고 있습니다.⁵²¹ 이러한 주장에 있어서도, 수정 청구서면은 오해의 소지가 있습니다:

(i) **첫째**, “추가 주식”이라 함은 엘리엇 그룹이 기존에 이미 삼성물산 주식을 보유하고 있었음을 의미하는데, 청구인의 진술에 따르면 엘리엇 그룹은 이전에 삼성물산 주식을 보유하고 있지 않았습니다(엘리엇 그룹의 주식 보유에 관한 이전 자료는 2003년에 매수하여 2004년에 매도한 주식에 관한 것이 유일합니다);⁵²² 또한

(ii) **둘째**, 청구인은 Mr [REDACTED] 증인진술서를 인용하고 있으나, 동 증인 진술서는 단지 “2015년 1월 말부터 2015년 2월 말 사이 [...] 당사는 삼성물산 주식을 매수하였다”⁵²³ 고 주장하는 데 그치고 있습니다. 또한, Mr [REDACTED]는 “2015년 3월부터 4월까지 당사는 삼성물산에 대한 투자액을 늘려나갔다”고 진술합니다.⁵²⁴ Mr [REDACTED]는 추가 주식을 매입한 주체가 어느 엘리엇 그룹사인지 언급하고 있지 않으며, “당사”라는 용어가 지칭하는 주체는 여전히 불분명합니다.

(c) **2015년 2월 4일 및 2015년 2월 27일**: 해당 기간 동안 (EALP가 아닌) 엘리엇 홍콩 측은 삼성물산 이사진에 수 차례 서신을 송부하였습니다. 해당 서신들 중 두 건의 일자 2015년 2월

⁵²¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제31항.

⁵²² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제18항.

⁵²³ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제23(i)항.

⁵²⁴ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제24항.

4일 및 2015년 2월 27일입니다. 첫 번째 서신에서, 엘리엇 홍콩은 삼성물산의 “발행주식자본에 대한 지분을 보유하고 있는 엘리엇 및 그 계열회사들”을 대신하여 서신을 작성하였습니다.⁵²⁵ 두 번째 서신에서도 마찬가지로, 위 엘리엇 홍콩은 “엘리엇은 (그 계열사들과 공동으로) 대상회사 발행주식의 약 3%에 해당하는 *지분(interest)*을 보유하고 있다”고 명시하고 있습니다.⁵²⁶ 해당 서신의 발췌내용은 아래와 같습니다.

ELLIOTT®

ELLIOTT ADVISORS (HK) LIMITED
SUITES 1102-1105, 11TH FLOOR, CHATER HOUSE, 8 CONNAUGHT ROAD CENTRAL, HONG KONG
TEL: +852 3558 1000

2015년 2월 4일

특급 우편

삼성물산 이사진(“이사진”) 귀하
서울시 서초구 서초대로 74번길 14
삼성물산 137-956

수령인: 대표이사 [REDACTED], 삼성물산 대표이사 [REDACTED]

삼성물산 주식회사 (이하 “회사”, 관련 계열사들을 포함하여 “그룹”) 귀하

당사는 회사의 발행 자본금에 대한 지분을 보유하고 있는 엘리엇 및 그 계열사들의 대리인 자격으로 본 서신을 보냅니다.

⁵²⁵ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 2. 4., C-11, 1 면(강조추가).

⁵²⁶ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 6. 3., C-187, 1면(강조추가).

그림7: 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 2월 4일자 서신.⁵²⁷

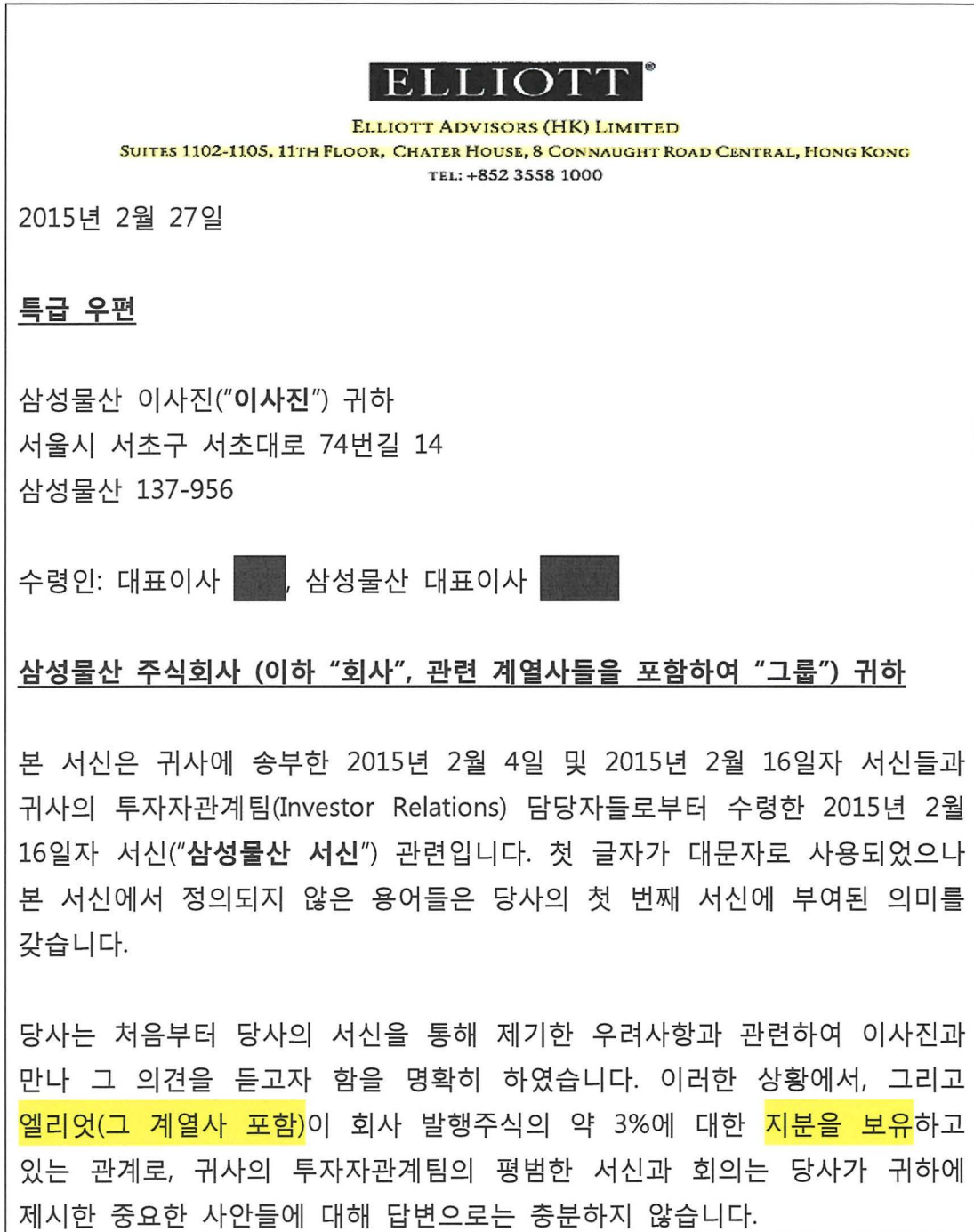


그림 8: 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 2월 27일자 서신⁵²⁸

⁵²⁷ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 2. 4., C-11, 1 면(하이라이트 추가).

- (i) 따라서, 제공된 서증은 당시에 엘리엇 홍콩 “및 그 계열사들”이 삼성물산 주식에 대한 불특정 “지분(interest)”을 보유하고 있었다고 주장하는 것에 불과합니다(스왑계약을 의미하는 것으로 보여짐).
- (ii) 그 후 본건 합병이 발표된 후에 본건 합병이 발표된 후인 2015년 5월 27일자 서신에서, 엘리엇 홍콩은 다음과 같이 기재하였습니다; “엘리엇과 엘리엇 계열사는 귀사 발행 주식의 약 4.9%를 소유하고 있습니다”.⁵²⁹ 관련 기재내용을 “주식에 대한 지분(interest)”에서 “발행주식”으로 변경한 것은 분명 고의적인 것으로, 이는 2015년 2월에는 어떠한 발행주식도 없었던 사실을 뒷받침합니다. “엘리엇과 엘리엇 계열사”라고 언급한 사실 또한, 당시에 (실제로 삼성물산 주식을 보유하고 있었다면) EALP가 삼성물산 주식의 전부를 보유하고 있는 주체였는지의 여부를 불명확하게 합니다.. 해당 서신의 발췌문은 아래와 같습니다.

⁵²⁸ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 6. 3., **C-187**, 1면(하이라이트 추가).

⁵²⁹ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 5. 27., **C-179**, 1면 (강조추가).

ELLIOTT®

ELLIOTT ADVISORS (HK) LIMITED
SUITES 1102-1105, 11TH FLOOR, CHATER HOUSE, 8 CONNAUGHT ROAD CENTRAL, HONG KONG
TEL: +852 3558 1000

2015년 5월 27일

특급 우편

삼성물산 주식회사 이사들 (“귀 이사들”)

서울시 서초구, 서초대로 74번14, 삼성물산 주식회사 (137-956)

대표이사 [REDACTED] 귀하

[REDACTED]

대표이사 [REDACTED] 귀하

[REDACTED]

관계자들 귀하

삼성물산 주식회사 (“귀사” 및 그 계열사와 함께 총칭하여 “삼성그룹”)

당사와 귀 이사들간의 최근 서신 내용을 참고하여 주시기 바랍니다. 본 서신에서 사용하였으나 정의되지 아니한 용어들은 당사가 귀 이사들에게 2015년 2월 4일자 최초 송부한 서신에서 부여한 의미를 지닙니다. 엘리엇과 엘리엇 계열사는 귀사 발행주식의 약 4.9%를 소유하고 있습니다.

그림 9: 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 2015년 5월 27일자 서신⁵³⁰

- (d) 2015년 3월 및 4월: Mr [REDACTED] 는 다음과 같이 진술하고 있습니다:
“2015년 3월에서 4월까지 엘리엇은 삼성물산에 대한 투자액을

⁵³⁰ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 5. 27., C-179, 6 면(하이라이트 추가).

늘려갔습니다.”⁵³¹ 다만, 이에 대한 세부사항은 제공하지 않고 있습니다.

- (e) **2015년 4월:** 청구인이 주장하는 바와 같이 “예방조치”로서⁵³² 자신의 “투자”를 늘린 후에, 삼성물산 주식을 보유하고 있던 모든 엘리엇 그룹사들은 자신의 전략을 변경하였습니다. Mr [REDACTED]는 다음과 같이 진술하고 있습니다: “엘리엇은 이전에 취했던 몇 가지 보호 조치를 철회하기로 결정하였습니다. [...] 엘리엇은 실물 주식의 보유 비중을 줄였습니다. [...] 엘리엇은 대신 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 스왑 포지션을 취하였습니다[...]”⁵³³ 진술의 모호성에 비추어 볼 때, 위 주장이 시사하는 바는 2015년 4월에 엘리엇 그룹이 잘 알려진 방식대로, 즉 단기적인 경제적 이익을 얻기 위한 목적으로 취득한지 얼마되지 않은 포지션을 매도하였다는 사실입니다.

- (f) **2015년 6월 4일:** 청구인은 엘리엇 그룹이 2015년 6월 4일에 본건 합병에 대한 반대 입장을 공식화하였고, “엘리엇이 자신의 잔여 스왑 포지션을 청산하고 삼성물산 주식을 추가 매입하였다”고 주장하고 있습니다.⁵³⁴ Mr [REDACTED]는 다음과 같이 진술하고 있습니다:

그리고 나서 엘리엇은 잔여 스왑 포지션을 모두 청산하였습니다. 엘리엇은 대신 삼성물산 주식을 추가로 매입하였습니다. 이렇게 한 이유는, 본건 합병안에 대한 임시주주총회에 앞서 의결권을 최대한 확보하기 위한 것이었습니다. 2015년 6월 5일까지 위 거래들을 모두 완료하였습니다. 엘리엇은 2015. 6. 11.에

⁵³¹ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제24항.

⁵³² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제30항.

⁵³³ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제33항.

⁵³⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제46항 (a).

이르러서는 삼성물산 의결권 있는 주식의 7.12%를
보유하게 되었습니다.⁵³⁵

- (g) **2015년 6월 11일:** 청구인은 "엘리엇이 2015년 6월 11일에 이르러서는 삼성물산 의결권있는 주식의 7.12%을 보유하게 되었다"고 주장하고 있습니다.⁵³⁶ 처음으로 청구인은 당시 EALP의 공시자료(R-3)를 인용하며 자신의 투자에 대한 서면 증거자료를 제공하고 있는데, 해당 자료는 2015년 6월 3일 기준 EALP는 삼성물산 주식 11,125,927주를 보유하고 있었다고 보고하고 있습니다.⁵³⁷
- (h) **2015년 7월 17일:** 본건 합병은 2015년 7월 17일에 승인되었습니다. 청구인은 해당 일자에 "EALP는 발행주식총수의 약 7.12%에 해당하는 의결권있는 보통주식 11,125,927주를 소유하고 있었다"고 주장하고 있습니다.⁵³⁸ 청구인은 이를 뒷받침하기 위해, 해당 주식을 취득하기 위한 대금이 어떻게, 언제 또는 얼마나 납입되었는지에 대한 설명없이, 청구인이 2015년 7월 17일 현재 11,125,927주의 주식을 보유하고 있었음을 명시하고 있는 Bank of America Merrill Lynch가 2018년 10월에 발행한 주식 및 현금 포지션(그 발췌문은 위 그림 5와 같습니다)을 인용하고 있습니다.⁵³⁹

338. 청구인이 주장하는 삼성물산에 대한 투자와 관련하여 제출된 자료에는, 청구인이 자신의 삼성물산 투자에 관한 상세사항을 애매모호하게 하기 위해 의도적으로 노력하였음이 여실히 드러나 있습니다(청구인과 청구인측 대리인의 전문성을 감안해 보면 이는 명백한 사실입니다). 통상적으로 주식매수청구권을 행사하기 위해서는 본건 합병 공식 발표

⁵³⁵ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제39항 (iii).

⁵³⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제46항 (a).

⁵³⁷ DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서", 2015. 6. 4. , **R-3**, 3면.

⁵³⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제153항.

⁵³⁹ BAML, "Elliott Associates LP 주식 및 현금 포지션(Stocks and Cash Position)", 2015. 7. 17., **C-243**.

이전에 주식을 매수하였어야 한다는 점에서⁵⁴⁰, EALP가 본건 합병 승인 이후 7,732,779주에 대한 주식매수청구권을 행사할 수 있었던 점을 감안하면,⁵⁴¹ 해당 주식은 2015년 5월 26일 이전에 매수한 것으로 추정할 수 있습니다. 다시 말해, 청구인은 청구인이 2015년 6월 2일 이전에 해당 주식을 보유하고 있었던 사실, 또는 자신이 해당 주식에 대한 대가로 무엇을 지급하였는지(지급한 것이 있다면)를 입증하는 어떠한 증거도 제공하지 않았음을 의미합니다.

b. 스왑계약들은 협정상 투자에 해당하지 않습니다

339. 본 절에서, 한국은 삼성물산 주식을 언급하는 스왑계약들이 한국 내 투자에 해당하지 않으며 협정상 보호의 대상이 되지 않는다는 점을 설명하고자 합니다. 이는 EALP가 궁극적으로 삼성물산 주식을 소유하기 이전에 엘리엇 그룹이 보유하였을 수도 있는 "이해관계(interest)"는 보호대상투자에 해당하지 않으며 본 청구와 무관하다는 사실을 제시한다는 점에서 중요합니다.

vi. 스왑계약들의 성격

340. 우선, 한국은 스왑계약들의 성격에 대해 논의하고자 합니다. 이 시점에서, 청구인은 엘리엇 그룹이 체결한 특정 스왑계약들의 실제 조건에 관한 증거를 제공하는 것을 거부하고 있기 때문에, 한국은 관련 거래들의 통상적인 특징을 인용합니다.

341. 스왑계약은 양 당사자들 간에 체결되는 것으로, 이를 통해 첫 번째 당사자는 *해당 자산에 대한 투자없이* 준거자산에 대한 익스포저를 얻으며, 두 번째 당사자는 고정비용으로 이러한 익스포저를 제공합니다.⁵⁴² 예컨대, 당사자 A(본 건의 경우, 엘리엇 그룹사)와 당사자 B가 총수익스왑을 체결하는 경우:

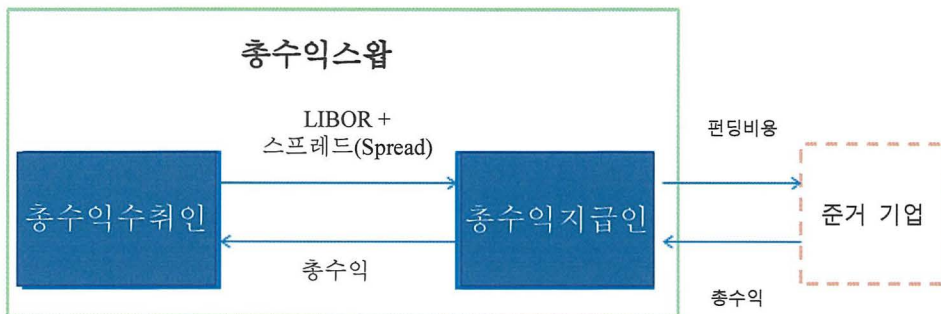
⁵⁴⁰ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2018. 5. 1., **R-24**, 제165조의5. 다만, 특정 상황의 경우 합병 공고 익일 영업일에 매수되는 주식에도 주식매수청구권이 적용되었을 수 있습니다. 상동.

⁵⁴¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제263항.

⁵⁴² LS Goodman & FJ Fabozzi, "CMBS Total Return Swaps" (2005) Journal of Portfolio Management, Special Real Estate Issue, 162면, **R-42**, PDF 1면.

- (a) 당사자 A("수취인")가 고정요율에 따라 당사자 B("지급인")에게 정기적으로 지급을 하고;
- (b) 이에 대한 대가로, 당사자 B는 시장에서 준거자산의 가치상승을 기준으로 당사자 A에게 금원을 지급하거나, 준거자산의 시장 가치하락을 기준으로 당사자 A로부터 추가 금액을 추심하고;
- (c) 반드시 그럴 필요가 있는 것은 아니나, 당사자 B는 자신의 익스포저를 헤지(hedge)하기 위해 준거자산을 종종매수하는데, 그에 따라 자산의 가치 증가시에는 당사자 B가 당사자 A에 대한 지급을 이행하기 위해 그러한 가치를 사용하고, 가치 감소시에는 당사자 B는 당사자 A가 자신에게 지급해야 하는 금액으로 보호받게 되며;
- (d) 당사자 A는 어떠한 기저의 자산 매입에 참여하는 것이 아니며, 자산에 대한 익스포저를 취득하기 위해 상당한 수준의자본을 투자하는 것도 아닙니다.⁵⁴³

342. 전형적인 거래 구조는 아래 도표와 같습니다:



총수익(TR) = 이자 + 수수료 ± (가치상승/가치하락) - 채무불이행손실

그림 10: Finance Train, "총수익스왑"⁵⁴⁴

⁵⁴³ LS Goodman & FJ Fabozzi, "CMBS Total Return Swaps" (2005) Journal of Portfolio Management, Special Real Estate Issue, 162면, R-42, PDF 3면 참조. 또한, JD Finnerty, "The PricewaterhouseCoopers credit derivatives primer: Total return swaps", (2000) Vol 7 (1-4) Financier 66면, R-38, PDF 3-4면 참조.

⁵⁴⁴ Finance Train, "Total Return Swaps", 2019. 9. 18. 조회, R-191 참조.

343. 위 그림 10의 도표에서, 공개되지 않은 엘리엇 그룹사는 “총수익수취인”에 해당하고, 공개되지 않는 계약상대방은 “총수익지급인”에 해당하며; 엘리엇 그룹사의 계약 거래상대방이 소유하거나 혹은 소유하지 않을 수 있는 “준거 기업”의 주식은 삼성물산의 주식에 해당하는 것으로 주장되고 있습니다. 어떠한 관에서 보든지 간에, 총수익수취인인 엘리엇 그룹은 어떠한 주식도 취득한 바가 없는 것입니다.

vii. 스왑계약들은 대한민국의 영역 내에서 이루어지지 않았습니다

344. 청구인은 스왑계약들이 한국 영역 내에서 이루어진 것이라는 요건을 충족하는 어떠한 증거도 제시한 바 없습니다.⁵⁴⁵ 삼성물산 주식이 스왑계약의 준거자산으로 보인다는 사실로써 해당 거래들이 한국내에서의 투자에 해당되는 것은 아니며, 이는 영화 카사블랑카를 시청한 것이 모로코에 있는 Rick’s Café에 다녀온 것과 마찬가지로 주장하는 것과 별반 다를 바 없습니다.

345. *Swissbourgh v Lesotho* 사건에서, 싱가포르 항소법원(Singapore Court of Appeal)은 주장되는 투자가 “영역(territoriality)” 요건을 충족하지 않는다는 이유로 투자협정에 대한 판정을 무효화하였습니다. 동 항소법원은 이러한 요건을 “주장되는 투자가 [...] 투자유치국 영역 내에서 진행되거나 영역 내에 소재해야 하고, 일련의 권리들로 구성되어 있다고 판단되는 경우, 해당 권리들은 반드시 투자유치국의 국내법에 따라 실존하고 집행 가능한 것이어야 한다”고 요구하는

⁵⁴⁵ 청구인은 엘리엇의 스왑계약 거래상대방을 특정하기 않기로 결정하였으나, 해당 거래상대방이 한국법인이라 할지라도, 본 반박서면에 언급된 투자의 고유한 정의를 충족하지 못하였다는 점에 비추어 볼 때 해당 스왑계약들이 한국내 엘리엇의 투자에 해당한다고 판단하는 것은 적절하지 않습니다. 또한, 청구인이 스왑계약 관련 자료들을 제출하지 않고 있다는 점에서, 한국은 추후에 스왑계약들이 협정의 목적상 “자산”에 해당하지 않는다고 주장할 수 있는 권리를 유보하며; 협정상 “파생상품”을 “자산”의 예시로 들고 있다고 하여 해당 계약들을 통상적으로 “파생상품”이라고 지칭한다는 사실만으로 협정에 따른 “자산”의 요건이 자동적으로 충족되는 것은 아닙니다.

“투자협정체계의 근본적인 특징”이라고 판단하였습니다.⁵⁴⁶ 항소법원은 계약지역 요건이 존재하는 이유에 대해 “일반적으로 국가는 역외에 관할권을 가지지 않고 국경을 벗어난 지역에 소재한 권리나 재산에 대한 보호를 주장할 수 없으며,”⁵⁴⁷ “투자에 해당한다고 주장되는 권리나 자산의 존재와 범위는 국제법이 아닌 국내법에 따라 규율되는 문제이기 때문”⁵⁴⁸ 이라고 설명하였습니다.

346. 그리스 국채(Greek Government Bonds, 이하 “GGB”)가 슬로바키아-그리스 투자협정(Slovakia-Greece BIT)에 따른 투자에 해당하는지의 여부를 판단한 *Poštová Banka v The Hellenic Republic* 사건 중재판정부는 투자가 당사국과 관련성을 가져야 하는 필요성을 강조하였습니다. 특히, 해당 사건의 청구인은 BIT에 따라 투자의 예시로 명시된 것들(즉, “대출, 재정적 가치를 가진 계약에 따른 금전 청구나 이행 청구”) 중 한 가지가 GGB에 적용된다는 점에서 GGB가 투자에 해당한다고 주장하였습니다.⁵⁴⁹ 중재판정부는 GGB가 투자에 해당하지 않는다고 판시함에 있어, 다음과 같이 판단하였습니다:

피청구국과 Poštová banka 간에 계약관계가 존재하였다는 점을 보여주는 어떠한 기록도 존재하지 아니한다. 아래에서 논의하는 바와 같이, Poštová banka는 GGB의 조건에 따라 그리스 정부를 상대로 일정한 권리를 보유하고 있었으나, 이러한 권리들은 하나의 특정한 경우(즉, 그리스 정부가 증권에 대한 만기가 도래한 원리금을 Bank of Greece에 지급하지 않는 경우)에만 피청구국을 상대로 행사할 수 있다.

⁵⁴⁶ *Swissbourgh Diamond Mines (Pty) Limited and others v Kingdom of Lesotho* [2019] 1 SLR 263, **RLA-89**, 제99항.

⁵⁴⁷ *Swissbourgh Diamond Mines (Pty) Limited and others v Kingdom of Lesotho* [2019] 1 SLR 263, **RLA-89**, 제102항.

⁵⁴⁸ *Swissbourgh Diamond Mines (Pty) Limited and others v Kingdom of Lesotho* [2019] 1 SLR 263, **RLA-89**, 제103항.

⁵⁴⁹ *Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v The Hellenic Republic* (ICSID Case No. ARB/13/8), 판정, 2015. 4. 9., **RLA-76**, 제316항.

청구인들이 주장하는 바와 같이, GGB의 발행과 유통시장에서의 매도가 하나의 단일한 경제적 운영을 구성한다 할지라도, 중재판정부는 이러한 통합된 방식의 운영을 이유로 Poštová banka가 청구인을 상대로 계약상의 금전 청구권을 가지게 된다고 확정할 수 없다.

기록에 따르면, Poštová banka는 피청구국과 계약을 체결한 바 없으며, GGB에 따른 계약관계는 오로지 Clearstream을 통한 참여자들(Participants)과 형성되었을 뿐이다. 즉, “금전 청구권”은 Poštová banka와 피청구국 간의 계약으로부터 기인하지 아니한다.⁵⁵⁰

347. 이와 관련하여, 통상적인 과정에서 스왑계약들은 엘리엇 그룹에게 삼성물산에 대한 어떠한 계약상의 관계를 부여하거나, 한국의 “영역” 내 투자로 간주하는 데 필요한 한국과의 관련성을 형성한 바가 없습니다.
348. *Bayview Irrigation v Mexico* 사건에서, 중재판정부는 멕시코로부터 물품을 공급함에 있어 “경제적 독립성”을 갖는다는 이유로 청구인들이 멕시코에서 외국인 투자자에 해당하는지의 여부를 판단하였습니다.⁵⁵¹ 우선, 중재판정부는 북미자유무역협정 제1101조 제1항 (b)호에서 “당사국의 영역”이라 함은 “의의가 제기된 조치를 채택 또는 유지하고 있는 당사국” 영역내 투자를 요건으로 한다고 설명하였습니다.⁵⁵² 다음으로, 중재판정부는 청구인이 텍사스주에서 사용한 멕시코 내 위치한 물(water)에 대한 권리를 가지고 있음을 이유로 자신이 멕시코에서 투자를 한 것이라는 청구인측의 주장을 심리하였습니다. 중재판정부는 이러한 주장을 기각하며 다음과 같이 판시하였습니다:

⁵⁵⁰ Poštová banka, a.s. and Istrokapital SE v The Hellenic Republic (ICSID Case No. ARB/13/8), 판정, 2015. 4. 9., **RLA-76**, 제345항-제347항(강조추가).

⁵⁵¹ Bayview Irrigation District and others v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/1), 판정, 2007. 6. 19., **RLA-37**, 제105항.

⁵⁵² Bayview Irrigation District and others v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/1), 판정, 2007. 6. 19., **RLA-37**, 제105항.

누군가가 한 통의 페인트를 소유하는 것처럼, 누군가는 생수 한 병의 물을 소유할 수 있다. [...] 다만, Rio Bravo/Rio Grande 사건에서 일정량의 물을 반출할 수 있도록 텍사스주로부터 권리를 부여받은 자는, 그 물이 멕시코 하천을 통해 Rio Bravo/Rio Grande로 내려와 유입되는 과정에서 특정된 수량의 물을 “소유”하게 되거나, “재산권을 취득”하게 되는 것은 아니다.⁵⁵³

349. 삼성물산 주식이 스왑계약들의 준거자산이었다고 가정할 때, 위 판시내용은 본건에도 유사하게 유추적용될 수 있습니다. 즉, 스왑계약들에 따른 경제적 이익은 삼성물산 주식의 실적으로부터 발생하는 것이므로 한국으로부터 “유입”된 것이라고 볼 수 있다고 할지라도, 위 스왑계약들에 따라 발생하는 권리나 스왑계약들에 따른 이행은 한국 영역과 유의미한 관련성을 갖지 않으며, 한국에 대한 출자를 포함하지 않습니다. 삼성물산으로부터 이러한 재무적 영향을 받을 수 있다는 이유로, 위 스왑계약들을 한국 영역 내 투자에 해당하는 것으로 간주될 수는 없습니다.

viii. 스왑계약들은 투자의 고유한 특징이 없습니다

350. 나아가, 협정은 모든 적용대상투자가 투자의 특징(협정의 조건에 따라 “자본이나 기타 재원의 출자, 이익이나 수익의 예상 또는 위험의 인수 등”)을 가질 것을 요건으로 하고 있습니다.⁵⁵⁴
351. *Caratube v Kazakhstan* 사건에서, 중재판정부는 자본 출자란 “기업이 자체적인 재정 수단을 사용하여 재정적 리스크를 자체 부담하는 방식으로 개시 및 이행하는” 활동을 의미한다고 판시하였습니다.⁵⁵⁵

⁵⁵³ Bayview Irrigation District and others v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/1), 판정, 2007. 6. 19., **RLA-37**, 제116항.

⁵⁵⁴ 협정, **C-1**, 제11.28조. 또한, *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제166항-제173항 (투자를 인정하기 위해서는 금전이나 자산 형태의 재원에 대한 약정을 필요로 한다고 판시하였습니다) 참조.

⁵⁵⁵ *Caratube International Oil Company LLP v The Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/08/12), 판정, 2012. 6. 5., **RLA-60**, 제434항.

나아가, 상당한 자본의 출자가 있어야 합니다.⁵⁵⁶ 따라서, 예컨대 (스위스 연방대법원이 인정한) *RECOFI v Vietnam* 사건에서, 중재판정부는 외국인 투자자로 추정되는 자가 투자유치국에 오직 하나의 판매사무소를 두고 있는 판매계약의 경우 투자로서의 필수 요건이 부족하다고 판단하였습니다.⁵⁵⁷

352. 협정상 적용대상투자에 해당하기 위한 요건으로 “기간”을 명시적으로 특정하고 있지는 않지만, 자산이 반드시 “투자의 성격”을 가져야 한다고 명시하는 협정 제11.28조의 요건은 투자의 주요 요소들 중 하나로 널리 인정되고 있으며 사실상 투자의 의미에 내재되어 있는 기간 요건을 필연적으로 포함하고 있는 것입니다.⁵⁵⁸ 이에 따르면, 투자는 장기적인 주재(presence)를 구축하고자 의도하거나, 적어도 장기적 관계 형성을 예상하여 충분한 기간동안 이루어져야 하는 것입니다.⁵⁵⁹
353. 위험과 관련하여, *Malaysian Historical Salvors v Malaysia* 사건 중재판정부는 청구인이 위험 요소를 “피상적으로 충족하는 것”으로는

⁵⁵⁶ Fedax N.V. v The Republic of Venezuela (ICSID Case No. ARB/96/3), 관할권 이의제기에 대한 중재판정부의 결정, 1997. 7. 11., **RLA-13**, 제43항(약정된 자본의 금액이 비교적 크다고 판시하였습니다) 참조.

⁵⁵⁷ RECOFI SA v Vietnam (UNCITRAL), 스위스 연방대법원 판결, 2016. 9. 20., **RLA-81**, 7면, 8면.

⁵⁵⁸ KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제207항. 또한, 협정은 제11.28조에서 “자본의 약속”을 명시적으로 언급하고 있으며, 단기투자를 “확약”으로 볼 수 없다는 점에서, 주장하건대 이는 기간 요건을 포함합니다.

⁵⁵⁹ Professor Christian Doutremepuich v The Republic of Mauritius (UNCITRAL), 관할권에 대한 판정, 2019. 8. 23., **RLA-92**, 제141항(“이러한 기준은 ‘투자에 특정한 위험이 발생하지 않는 1회성 판매거래 등 단기 경제활동이나 이러한 맥락에서 사용된 자산’은 예외로 한다.”), KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제207항, 제215항 참조.

불충분하며, 청구인은 감수하는 위험이 “통상적인 상업적 위험” 이상의 것에 해당함을 반드시 입증해야 한다”고 판시하였습니다.⁵⁶⁰

354. 본 사건의 스왑계약들은 이러한 요건들을 충족하지 못합니다.

(a) 첫째, 위에서 설명한 바와 같이, 스왑계약들은 한국으로의 자본출자를 의미하지 않는다는 점에서 출자요건을 충족하지 않습니다. 스왑계약들은 한국 경제의 증진에 기여한 바 없습니다.

(b) 둘째, 스왑계약들은 기간 요건을 충족하지 않습니다. 수정 청구서면은 계약을 체결 한 후 단기간 내에 투자를 회수하는 엘리엇 그룹의 일관된 특징인 단기수익주의(short-termism)에 대해 설명하고 있는데, 그 예로 엘리엇 그룹은 2015년 4월과 5월에 주식을 매도하고, 복수의 새로운 스왑계약들을 체결한 후 해당 스왑계약들을 해지하고 추가적으로 주식을 매수하였습니다.⁵⁶¹ EALP는 엘리엇 그룹이 2014년 11월에 스왑계약들을 유지하고 있었으나⁵⁶² 몇 개월 후인 2015년 초에 이를 해지하였다고 주장하고 있습니다.⁵⁶³ 이렇듯 스왑계약을 체결하고, 해당 계약들을 해지한 후, 새로운 스왑계약들을

⁵⁶⁰ Malaysian Historical Salvors Sdn Bhd v The Government of Malaysia (ICSID Case No. ARB/05/10), 관할권에 대한 판정, 2007. 5. 17., **RLA-36**, 제112항. (ICSID 특별위원회는 이러한 결정을 무효화하였는데, 이는 중재판정부가 말레이시아-영국 BIT에 따른 투자의 정의를 고려하지 않고 ICSID 협정에 따른 기준에 집중하였다는 이유를 근거로 하였으며, 중재판정부의 “위험”에 대한 설명에 대해서는 반대하지 않았습니다.) Malaysian Historical Salvors SDN BHD v The Government of Malaysia (ICSID Case No. ARB/05/10), 무효화 신청에 대한 결정, 2009. 4. 16., **RLA-46**, 제80항. Professor Christian Doutremepuich v The Republic of Mauritius (UNCITRAL), 관할권에 대한 판정, 2019. 8. 23., **RLA-92**, 제145항(“요구되는 위험 요건은 ‘계약상의 관계를 체결하는 모든 자들이 부담하는 통상적인 상업 또는 사업 위험’과 구별된다.”) 참조.

⁵⁶¹ 위 제III장 제C절 2.a 참조.

⁵⁶² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제22항; Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제18항.

⁵⁶³ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제33항.

체결하는 형태가 모두 불과 수 개월만에 이루어졌는데, 이는 적용대상투자의 기간 요건을 충족하지 않습니다.

- (c) 셋째, "총수익스왑"은 위험요건을 충족하지 않습니다. 스왑계약들은 오로지 통상적인 상업적 위험(즉, 거래상대방 위험)만을 반영합니다. 통상적인 과정에서, 그리고 실제 스왑계약들에 관한 공개된 정보에 따르면, 엘리엇 그룹은 준거자산의 실적을 기준으로 상승이나 하락에 대한 대가로 사전에 결정된 정기 지급금을 약정하였을 것입니다. 알려진 엘리엇 그룹의 행동에서 볼 수 있듯이, 준거자산의 실적이 저조할 경우 엘리엇 그룹은 쉽게 스왑계약을 해지하여 실제적인 하락을 회피할 수 있으며, 엘리엇 그룹의 익스포저는 자신이 체결한 스왑계약의 조건에 따라 (해당 조건이 무엇이든지 상관없이) 제한됩니다. 이와 같이 보호되는 계약상의 거래는 적용대상투자에 내재된 위험을 의미하지 않습니다. 이러한 위험은 적용대상투자를 잠재적 손실에 노출시키는 확정적인 출자 및 상당한 기간으로부터 발생하며, 스왑계약에서는 이러한 요소를 발견할 수 없습니다.⁵⁶⁴

355. 이에, 엘리엇 그룹이 여러 차례에 걸쳐 체결하였다고 주장하는 스왑계약들은 협정에 따른 적용대상투자에 해당하지 않으며, 적용대상투자에 해당한다 할지라도 이러한 스왑계약들이 청구인이 이행한 투자였다는 증거가 존재하지 않습니다.
356. 위 제III장 제C절 2.a에 설명된 바와 같이, 청구인이 증거자료를 제출한 최초의 적용대상투자는 청구인이 삼성물산 주식을 최초로 인수하였던 2015년 6월 2일(또는 정황증거가 인정될 경우 2015년 5월 26일) 기준

⁵⁶⁴ Malaysian Historical Salvors Sdn Bhd v The Government of Malaysia (ICSID Case No. ARB/05/10), 관할권에 대한 판정, 2007. 5. 17., **RLA-36**, 제112항("청구인은 계약에 따라 부담하는 위험이 정상적인 상업적 위험 이상의 것인지에 관하여 신빙성 있는 근거를 제시하지 못하고 있다."). 또한, Professor Christian Doutremepuich v The Republic of Mauritius (UNICITRAL), 관할권에 관한 판정, 2019. 8. 23., **RLA-92**, 제145항("요구되는 위험 요소는 '계약상의 관계를 체결하는 모든 자들이 부담하는 '통상적인 상업 또는 사업상의 위험'과 구별되는 것이어야 한다.") 참조.

청구인이 보유하고 있었던 주식입니다. 그럼에도 불구하고, 이하에서 논의하는 바와 같이, 이러한 주식 또한 협정상 보호의 대상으로서의 요건을 갖추지 못합니다.

3. 청구인이 보유하고 있던 삼성물산 주식은 협정에 따른 적용대상투자가 아닙니다

357. 청구인이 협정상의 보호를 받기 위한 투자를 수행하기 위해 충분한 기간 동안 자본을 출자하였다는 사실을 입증하지 못하고 있으므로, EALP가 2015년 6월 3일까지 보유하고 있었던 “삼성물산의 의결권있는 보통주식 11,125,927주”⁵⁶⁵ 또한 협정상의 적용대상투자에 해당하지 않습니다.

a. EALP는 삼성물산 주식을 취득하기 위해 자본을 출자하였다는 점을 입증한 바가 없습니다

358. EALP가 보유한 삼성물산 주식의 대부분(아마도 해당 주식들 전부)은 협정에 따른 “출자” 요건을 충족하지 못합니다.⁵⁶⁶

359. 청구인은 자신이 주장하는 투자의 약 70%에 해당하는 최초의 삼성물산 주식 7,732,779주를 취득하기 위해 청구인이 출자를 하였다는 사실을 증명하는 어떠한 증거도 제시한 바가 없습니다. 청구인이 자신의 최초 지분율을 입증하기 위해 제공한 유일한 자료인 2015년 6월 4일자 공시자료 3면 표에 기재된 “세부변동내역”은 해당 주식을 취득하기 위해 납입한 출자금을 기재하고 있지 않고, 매매가격은 공란으로 되어 있습니다. 아래 발췌 표에서 “취득/처분을 위한 단가” 부분을 참조해 주시기 바랍니다.

⁵⁶⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제153항; BAML, “Elliott Associates LP 주식 및 현금 포지션(Stocks and Cash Position), 2015. 7. 17., C-243; DART 공시자료 “주식 등의 대량취득 보고서”, 2015. 6. 4., R-3, 3면.

⁵⁶⁶ 협정, C-1, 제11.28조.

2. 세부변동내역

성명 (영칭)	생년월일 또는 사업자등록번호 등	변동일*	취득/처분 방법	주식등의 종류	변동 내역			취득/처분 단가**	비고
					변동전	증감	변동후		
Elliott Associates, L.P.	5654	2015.06.02	신규보고(+)	의결권있 는 주식	0	7,732,779	7,732,779	-	보고자가 2015. 6. 2.자 기준으로 보유하고 있던 총 주식수 7,732,779주 는 보고자가 2015. 6. 2. 이전에 취득한 누적분임
Elliott Associates, L.P.	5654	2015.06.03	장내매수(+)	의결권있 는 주식	7,732,779	3,393,148	11,125,927	63,560	취득단가 63,560원은 2015. 6. 3. 취득한 본의 평균단가임

그림 11: 2015년 6월 4일자 DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서"⁵⁶⁷

360. 위 표에 따르면, 청구인은 2015년 6월 3일 기준 청구인의 계산으로 63,500원(미화 약 55달러)의 "평균단가"로 3,393,148주를 추가로 매수하여, 한달 반 후인 본건 합병 투표일에 총 11,125,927주를 보유하게 되었습니다. 그러나, 다른 엘리엇 그룹사가 아닌 청구인 EALP가 위 추가 주식에 대한 주금을 납입하였음을 입증하는 어떠한 증거도 존재하지 않습니다(실제로, 수정 청구서면은 매수자금을 조달하기 위해 다른 엘리엇 그룹사가 자신의 스왑계약들을 해지하였을 수도 있음을 시사하고 있습니다).⁵⁶⁸ 따라서, 나머지 약 30%의 EALP 투자액과 관련하여서도, 청구인이 필요한 출자를 하였다라는 증거는 존재하지 않는 것입니다.
361. 단순히 법적 소유권이나 지배권을 가지는 것만으로는 투자자의 자본 출자 요건을 충족하지 못합니다. 이러한 요건은 오로지 "자기 자신의 재정수단을 사용하고 자체적으로 재정 위험을 부담하는 사업자가 개시하여 수행하는" 활동에 의해서만 충족될 수 있습니다.⁵⁶⁹

⁵⁶⁷ DART 공시자료 "주식 등의 대량취득 보고서", 2015. 6. 4., R-3, 2면.

⁵⁶⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제46(a)항("엘리엇은 잔여 스왑 포지션을 청산하였다"). 앞서 제336항에서 언급한 바와 같이, 엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.가 청구인인 반면, 청구인은 "엘리엇"을 "엘리엇 그룹"으로 정의하고 있습니다.

⁵⁶⁹ Caratube International Oil Company LLP v The Republic of Kazakhstan (ICSID Case No. ARB/08/12), 판정, 2012. 6. 5., RLA-60, 제434항.

여기에서, 문제는 투자자가 자체적으로 하나의 당사국에서 다른 당사국으로 “적극적이고”⁵⁷⁰ “상당한 규모이며”⁵⁷¹ “의미있는”⁵⁷² 출자를 하는지의 여부입니다. *Alapli Elektrik v Turkey* 사건 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

협정의 규정은 주식 등 자산 중 일부의 추상적 존재뿐만 아니라 투자 활동을 요구한다. 중재판정부는 하나의 협정 당사국으로부터 다른 당사국으로 *여하한 가치가 있는 무언가(금전, 노하우, 계약 또는 전문성)를 이전하는 행위를 확인해야 한다.*⁵⁷³

362. EALP가 출자없이 어떻게 최초 7,732,779주의 주식을 취득하였는지를 설명하는 것은 물론 한국의 몫이 아닙니다. 청구인은 이와 반대되는 증거를 제출하지 않고 있으므로, 청구인은 해당 주식과 관련하여 어떠한 출자를 하였지를 입증하지 못하고 있습니다.
363. 나머지 3,393,148주와 관련하여, 앞서 설명드린 바와 같이, EALP가 출자하였다는 것을 입증하는 증거는 존재하지 않으며 이러한 증거

⁵⁷⁰ *Alapli Elektrik B.V. v Republic of Turkey* (ICSID Case No. ARB/08/13), 중재판정 발취, 2012. 7. 16., **RLA-62**, 제350항.

⁵⁷¹ 예컨대, *Joy Mining Machinery Limited v Arab Republic of Egypt* (ICSID Case No. ARB/03/11), 관할권에 관한 판정, 2004. 8. 6., **RLA-26**, 제53항(강조추가) 참조.

⁵⁷² *Alapli Elektrik B.V. v Republic of Turkey* (ICSID Case No. ARB/08/13), 판정 발취, 2012. 7. 16., *Elektrik B.V. v Republic of Turkey* (ICSID Case No. ARB/08/13), 판정 발취, 2012. 7. 16., **RLA-62**, 제350항(“투자자가 되고자 하는 자는 적극적 출자의 측면에서 실질적으로 투자를 이행해야 한다 [...] 네덜란드 법인은 [...] 터키에 대한 의미있는 출자의 측면에서 자신이 실제로 터키에 대한 투자를 이행하였음을 입증하지 못하고 있다.”); 제389항(“ECT 또는 네덜란드-터키 BIT는 금전, 양허권 또는 기술 등 방식에 관계없이 관련 투자유치국 프로젝트에 의미있는 투자를 하지 않은 실체가 제기한 청구에 대해 관할권을 적용하지 아니한다.”(강조추가)).

⁵⁷³ *Alapli Elektrik B.V. v Republic of Turkey* (ICSID Case No. ARB/08/13 중재판정 발취, 2012. 7. 16., **RLA-62**, 제360항(강조추가). 또한, *Romak S.A. v The Republic of Uzbekistan* (UNCITRAL), 판정, 2009. 11. 26., **RLA-49**, 제202항(*LESI-Dipenta v Algeria and Pey Casado v Chile* (“계약을 투자로 간주하기 위해서는 [...] 계약당사자가 해당 국가에 출자하였을 것을 조건으로 한다.”) 인용) 참조.

불충분은 청구인의 주장에 치명적인 것입니다. EALP가 뒤늦게 출자에 대한 증거를 제출하는 것은 허용될 수 없으며, 그럼에도 불구하고 중재판정부가 이를 허용하는 경우, 한국은 청구인이 적용대상투자를 보유하고 있지 않음을 입증하기 위해(이하에서 설명하는 바와 같이, 어떠한 경우이든, 청구인은 적용대상투자를 보유하고 있지 않습니다) 재반박서면에서 출자의 결여와 관련하여 발생하는 추가적인 주장을 개진할 수 있는 권리를 유보합니다.

b. 또한, 청구인은 청구인의 투자가 적용대상투자에 해당하기 위해 필수적인 기간 요건을 충족함을 입증하지 못하고 있습니다

364. 청구인이 요구되는 출자를 하였다 할지라도, 청구인의 삼성물산 주식보유는 장기적인 주재(presence)를 구축하려고 의도하거나 적어도 장기적인 주재 구축의 예상하에 충분한 기간 동안 투자를 보유할 것을 요구하는 기간 요건을 충족하지 않습니다.⁵⁷⁴
365. *KT Asia v Kazakhstan* 사건에서, 중재판정부는 중재신청일로부터 16 개월 전에 이행된 투자가 기간 요건을 충족하지 못한다고 판시하였습니다. *KT Asia* 사건 중재판정부는 *KT Asia* 가 매수한 *BTA Bank* 주식의 *Netherlands-Kazakhstan BIT* 의 목적상 투자에 해당하는지의 여부에 대해 판단하였습니다. 피청구국은 투자가 중재신청 발행일로부터 16 개월 이전에 이행되었을 뿐만 아니라 청구인이 오로지 해당 주식을 제 3 자들에게 매도할 때까지 이를 보유하고자 의도했기 때문에 기간 요건이 충족되지 않았으며, *BIT* 에 따라 “실제 투자기간과 상관 없이 장기적인 관계에 대한 기대를 바탕으로 이루어졌어야 한다”라고 주장하였습니다.⁵⁷⁵ 동 사건

⁵⁷⁴ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제207항, 제215항

⁵⁷⁵ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제151항.

중재판정부는 피청구인측의 의견에 동의하여 해당 거래는 장기적인 자원의 분배를 의도한 것이 아니라고 판시하였습니다.⁵⁷⁶

366. *KT Asia* 사건 중재판정부는 의도의 중요성을 강조하며 다음과 같이 판시하였습니다:

정황을 고려하여 기간을 평가함에 있어, 기간의 측면에서 투자자의 의도 또는 예상에 부여되는 중요성에 관한 질문이 제기된다. *Deutsche Bank* 사건 중재판정부 및 *L.E.S.I* 사건 중재판정부와 같이, 본 중재판정부도 “기준의 충족 여부를 결정하기 위해 반드시 고려해야 하는 것은 의도된 기간이다”라는 의견이다. Schreuer 교수가 기술하였듯이, “초기 단계에서 와해되는 경우에도 불구하고, 장기적 관계에 대한 예상은 분명히 존재”한다. 반대의 경우 비상식적인 결과가 발생한다. 실제로 장기 프로젝트가 설정 후 2개월 만에 몰수되었다는 이유만으로 투자의 정의를 더 이상 충족하지 못하는 것은 아니다.⁵⁷⁷

367. 수정 청구서면과 첨부 제출서류들은 전반적으로 엘리엇 그룹 계획의 단기적 성격을 드러내고 있습니다. 그 예로, 청구인측 증인인 Mr [REDACTED]는 2015년 6월 2일 전에 엘리엇 그룹의 투자지분(interest)에 대해 설명하며 다음과 같이 진술하고 있습니다: “2015년 3월에서 4월까지 엘리엇은 삼성물산에 대한 투자액을 늘려갔습니다.”⁵⁷⁸ 그럼에도 불구하고, Mr [REDACTED]는 그 후 머지 않아 엘리엇 그룹이 2015년 4월에 취한 조치에 대해 언급하며, “엘리엇은 실물 주식의 보유 비중을 줄였습니다. [...] 엘리엇은 삼성물산 주식을 기초자산으로 하는 스왑 포지션을 취하였습니다. 그리고 엘리엇은 삼성물산 주식에 대한 스왑을

⁵⁷⁶ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제212항.

⁵⁷⁷ *KT Asia Investment Group B.V. v Republic of Kazakhstan* (ICSID Case No. ARB/09/8), 판정, 2013. 10. 17., **RLA-72**, 제209항(*Deutsche Bank v Democratic Republic of Sri Lanka* (ICSID Case No. ARB/09/2), 판정, 2012. 10. 31., 제304항; 및 *LESI v People’s Democratic Republic of Algeria* (ICSID case No. ARB/05/3), 관할권에 관한 판결, 2006.7.12., 제73(ii)항 인용).

⁵⁷⁸ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제24항.

추가로 매입하여 경제적 익스포저를 늘렸습니다”라고 진술하고 있습니다.⁵⁷⁹ 다시 말해, 엘리엇 그룹은 주식을 매입한 후 한 달도 채 지나지 않아 해당 주식을 다시 매도한 것입니다. 이로써, 단기적 경제이익을 추구하기 위해 포지션을 매도하는 것으로 잘 알려진 엘리엇 그룹의 행태를 알 수 있으며, 어떠한 투자를 하든지 간에 단기 투자가 될 것이라는 예상을 할 수 있습니다.

368. 실제로, 청구인이 한국에 장기적인 투자를 하고 있었다는 주장을 입증할 수 있는 증거는 존재하지 않습니다.

- (a) 청구인의 주장에 따르면, 청구인은 명백히 본건 합병을 예상하여 지분을 취득하였으며,⁵⁸⁰ 본건 합병이 승인될 경우 제일모직 주식과 삼성물산 주식을 청구인이 불합리하다고 간주하는 1(제일모직 주식):0.35(삼성물산 주식)의 비율로 합병이 진행될 것임을 온전히 인지한 상태에서 투자를 확대하였습니다.⁵⁸¹
- (b) 청구인은 본건 합병을 저지하거나 본건 합병이 승인될 경우 청구인이 빈번히 사용하는 소송 전략을 통해 수익을 추구하기 위한 포지션을 구축⁵⁸²하기 위해 그 지분을 취득하였습니다.⁵⁸³
- (c) 청구인은 본건 합병 직후에 자신의 지분을 처분하였습니다. 청구인이 주식매수청구권을 보유한 770만 주와 관련하여, 본건 합병이 승인된 후 1개월이 경과한 시점인 2015년 8월 20일자로 청구인은 주식매수청구권을 행사하여 한국 법원에 가격

579 Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제33항.

580 청구인은 “엘리엇이 본건 합병의 가능성을 인지하였을 때 “예방조치를 취하기 시작하였다”고 명시하고 있습니다. 청구인의 주장에 따르면 그러한 조치들 중 하나는 엘리엇 그룹의 스왑포지션을 청산하고 주식을 추가로 매수하는 것이었습니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 30항-제31항.

581 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제37항.

582 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제46항 (a).

583 “10,000%의 수익 추구”, Bloomberg, 2016. 11. 22., **R-148**; “헤지펀드, 아르헨티나 해군 소속 선박을 물리적으로 통제하다”, Business Insider, 2012. 10. 4., **R-53**.

재산정을 신청하였습니다.⁵⁸⁴ 본건 합병은 2015년 9월 1일자로 그 효력이 발생하였는데,⁵⁸⁵ 청구인은 본건 합병의 효력발생일로부터 1달이 채 지나지 않은 2015년 9월 25일까지, 신설 삼성물산의 잔여 주식을 매도한 것으로 전해집니다.⁵⁸⁶

* * *

369. 따라서, 청구인이 주장하는 투자는 협정상 적용대상투자에 해당하기 위해 요구되는 출자 요건이나 기간 요건을 충족하지 못합니다.

D. 청구인의 투자는 분쟁 발생 이후에 이루어진 것이며, 따라서 청구인이 제기한 청구는 절차남용에 해당합니다

370. 다음으로, 한국은 일련의 과정들이 절차의 남용에 해당한다는 첫 번째 근거에 대해 설명드리고자 합니다.

371. 반대취지의 증거와 법에도 불구하고 중재판정부가 청구인이 보유한 삼성물산 주식 11,125,927주가 적용대상투자에 해당하는 것으로 판단한다고 가정할지라도, 청구인이 인용한 증거는 청구인이 본건 합병 발표일로부터 일주일, 본건 합병을 예상한 날로부터 수개월이 경과한 2015년 6월 2일에 이러한 투자를 취득하였다는 사실만을 입증할 뿐입니다. 즉, 2015년 5월 26일 전에 주식을 보유했던 삼성물산 주주들은 주식매수청구권을 행사할 수 있었으며, EALP가 주식매수청구권을 행사하였다는 사실은 EALP가 2015년 5월 26일 이전에 삼성물산 주식을 보유하고 있었다는 사실에 대한 정황증거를 제시합니다.

372. 어떠한 경우든, 검토 가능한 증거는 절차남용을 입증하고 있습니다.

⁵⁸⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제257항. 2016. 1. 27., 서울중앙지방법원은 신청을 기각하고 가격 재산정을 거부하였습니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제258항. 해당 결정은 재항고심이 진행중입니다.

⁵⁸⁵ 제일모직이 금융감독원장에게 제출한 증권의 발행(합병)에 관한 실적 보고서, 2015. 9. 2., R-15.

⁵⁸⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제260항; Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., CER-3, 제2.1.9항.

373. 투자자가 오로지 경제활동에 참여하기 위한 목적만이 아니라, 소송을 제기하기 위한 기회를 만들기 위해 투자를 하는 경우, 절차남용에 해당하므로 청구를 제기할 수 없습니다.⁵⁸⁷ “구체적인 분쟁이 예측 가능한 때에 투자협정의 보호조치를 받기 위한” 조치를 취한 투자자는 중재 절차를 남용하는 것이며, “[...] 협정상 청구를 야기할 수 있는 조치가 실현되는 시점에 분쟁을 합리적으로 예상할 수 있게 됩니다.”⁵⁸⁸ EALP가 불완전하고 신뢰할 수 없는 논리를 근거로 주장한 “단계들”과는 달리,⁵⁸⁹ 청구인이 본건 합병에 반대하고 소송과 본 중재를 통해 추가적인 이익을 추구하기 위해 다른 단계들은 명확하며, EALP 자신도 이를 인정하고 있습니다.

(a) 청구인이 주장하는 투자를 수행하기 전 수 개월간 언론은 삼성그룹의 지배권 승계에 대해 대대적으로 보도하고

⁵⁸⁷ Phoenix Action, Ltd. v The Czech Republic (ICSID Case No. ARB/06/5), 판정, 2009. 4. 15., **RLA-45**, 제142항. Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia (UNCITRAL), 관할권 및 심리적격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제539항(“투자협정에 따라 보호되지 않는 투자자는 예측 가능한 특정 분쟁의 관점에서 협정상 보호의 범위에 해당할 수 있는 방식으로 자신의 투자를 재조정한다.”) 참조.

⁵⁸⁸ Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia (UNCITRAL), 관할권 및 심리적격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제554항. 일부 중재판정부들은 절차남용을 관할권 문제로 분류한 반면 다른 중재판정부들은 이를 심리적격에 관한 것으로 분류하였습니다. Philip Morris 사건에서, 중재판정부는 남용사실을 발견한 후 “본 중재에서 제기된 청구들은 심리적격이 인정되지 않아, 중재판정부가 본 분쟁에 대해 관할권을 행사할 수 없다”라고 판시한 바 있습니다. Philip Morris Asia Limited v The Commonwealth of Australia (UNCITRAL), 관할권 및 심리적격에 대한 판정, 2015. 12. 17., **RLA-77**, 제588항. 이와 유사하게, Phoenix 사건의 경우 중재판정부는 남용사실을 인정한 후에 중재판정부에 관할권이 없다고 결정하였습니다. Phoenix Action, Ltd. v The Czech Republic (ICSID Case No. ARB/06/5), 판정, 2009. 4. 15., **RLA-45**, 제146항. 반면, 영국고등법원(English High Court of Justice)은 남용의 문제는 관할권에 따른 문제가 아니라 심리적격에 관한 문제로, 중재판정부가 결정해야 할 사안이라고 판단하였습니다. OAO Tatneft v Ukraine [2018] EWHC 1797 (Comm), **RLA-85**, 제99항.

⁵⁸⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제97항-제138항. 또한, 이하 제IV장 제A절 2.b 참조.

있었습니다.⁵⁹⁰ 2014년 5월에 이미 언론들은 [redacted] 이 아버지 [redacted] 를 승계하여 삼성그룹을 지배하기 위해서는 [redacted] 이 삼성전자와 삼성물산 등의 회사들에 보유하고 있는 지분을 확대해야 할 것이라고 추측하고 있었습니다.⁵⁹¹ 또한, 2014년 5월부터, 언론은 [redacted] 이 막대한 상속세 청구를 피하는 동시에 삼성전자와 삼성물산에 대한 자신의 지분을 늘리기 위한 방법들 중 하나가 제일모직(당시, [redacted] 이 막대한 지분을 보유하고 있었던 삼성 에버랜드)과 다른 삼성그룹사를 합병하는 것이라고 추측하고 있었습니다.⁵⁹² 2014년 9월 7일경 언론은 이미 본 합병이 삼성물산과 제일모직 간의 합병이 될 것이라는 가능성에 대해 보도하기 시작하였습니다.⁵⁹³

- (b) 청구인이 주장하는 바와 같이, 본건 합병에 대한 소문이 퍼지고 있을 당시, “엘리엇은 자신의 삼성물산 투자를 보호하기 위한 예방조치[주식 매입]를 취하기 시작했습니다.”⁵⁹⁴ 다시 말해,

⁵⁹⁰ 예컨대, “삼성전자 회장 [redacted], 심근경색 투병”, The Wall Street Journal, 2014. 5. 11., C-3; “삼성 [redacted] 회장 심근경색 발병 후 안정 되찾아”, The New York Times, 2014. 5. 11., C-125; “삼성 [redacted] 회장의 심근경색에 따른 [redacted] 의 승계 문제”, The Verge, 2014. 5. 12., C-126; “삼성의 경영권 승계 어디까지인가?”, 연합뉴스, 2014. 5. 15., C-4; “포스트 [redacted] 체제 그리는 삼성그룹... ‘삼성전자홀딩스(가칭)’ 아래 헤쳐모여”, 매일경제, 2014. 5. 19., C-5 참조.

⁵⁹¹ 예컨대, “포스트 [redacted] 체제 그리는 삼성그룹... ‘삼성전자홀딩스(가칭)’ 아래 헤쳐모여”, 매일경제, 2014. 5. 19., C-5 참조.

⁵⁹² 예컨대, “포스트 [redacted] 체제 그리는 삼성그룹... ‘삼성전자홀딩스(가칭)’ 아래 헤쳐모여”, 매일경제, 2014. 5. 19., C-5 참조.

⁵⁹³ 예컨대, “삼성물산: [redacted] 의 ‘건설부문’은?”, BizWatch, 2014. 9. 5., C-7 참조.

⁵⁹⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제30항-제32항. 물론, 그 당시 엘리엇 그룹은 한국에서 적용대상투자를 보유하고 있지 않았으며, 본 건에서 엘리엇 그룹은 스왑계약들에 대해서 언급하고 있습니다. 엘리엇 그룹이 취했다고 주장하는 예방조치는 다음과 같습니다: (a) 스왑계약들의 해지 및 삼성물산 주식 추가 매수; (b) 독립된 자문기관 (Investor Relations Counsellors)에 국민연금에 관한 보고서 작성 의뢰; (c) 본건 합병에 관한 우려를 표명하기 위한 삼성물산 이사회와의 접촉; (d) 현재의 각 주가를 토대로 볼 때, 삼성물산과 제일모직 간의 본건 합병이 회사 주주들에게 이익이 되지 않는다는 점을 설명하기 위하여 국민연금 액티브기금운용팀장과의 회의; 및 (e) 우려를 표명하기 위하여 삼성물산 경영진과의 서울에서의 회의.

청구인은 청구인이 명시적으로 본건 합병에 대한 반대입장과 연계하여 투자하였다는 사실을 인정하고 있습니다.

- (c) 2015년 5월 26일경 엘리엇 그룹은 이미 제일모직과의 합병에 반대하며 삼성물산을 압박하고 소송위협을 가하기 시작하였습니다.⁵⁹⁵ 이미 2015년 2월 4일경 엘리엇 홍콩은 제일모직과 삼성물산 간의 잠재적 합병을 내용으로 하는 소문에 관한 “우려”를 표출하며 삼성물산 이사진에 서신을 송부하였습니다.⁵⁹⁶ 본건 합병에 관한 공식 발표 직후 투자를 확대하기도 전에, 엘리엇 홍콩은 자신이 “한국 및 모든 기타 관할권에서 일체의 가능한 청구원인과 법적 구제수단을 취할 수 있는 권리를 보유한다”라고 명시하며 삼성물산에 대한 소송 위협을 가하였습니다.⁵⁹⁷
- (d) 2015년 초에, 엘리엇 그룹은 제3자인 자문사 Investor Relations Counsellors에 국민연금에 관한 보고서를 요청하였습니다. 해당 보고서의 초안은 이미 2015년 3월 1일에 EALP에 제공되었습니다.⁵⁹⁸ 동 보고서는 보건복지부와 국민연금에서의 의사결정에 관한 상세 분석을 포함하고 있었으며⁵⁹⁹, Mr ██████에 따르면 동 보고서는 “한국 정부가 국민연금 내의 모든 중요한 직책에 대한 임명권을 갖고 있다는 사실을 확인”하였습니다.⁶⁰⁰

⁵⁹⁵ 위 제II장 제B절 6 참조. 여기에서 한국은 엘리엇 그룹의 본건 합병에 대한 반대와 소송제기위협에 대해 설명합니다.

⁵⁹⁶ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 2. 4., **C-11** 참조.

⁵⁹⁷ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 삼성물산 이사진에 송부한 서신, 2015. 5. 27., **C-179**.

⁵⁹⁸ IRC, “한국 국민연금&삼성”(초안) 2015. 3. 1., **C-151**. 최종본은 2015. 4. 8.자로 제출되었으며, 2015. 4. 15.에 수정본이 제공되었습니다. IRC, “한국 국민연금기금 중간보고서 업데이트본”, 2015. 4. 8., **C-160**; IRC, “한국 국민연금기금 최종보고서”, 2015. 4. 20., **C-166**.

⁵⁹⁹ IRC, “한국 국민연금기금에 관한 중간보고서 업데이트본”, 2015. 4. 8., **C-160**.

⁶⁰⁰ Mr ██████ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제25항.

- (e) 실제로, 2015년 초에 청구인은 이미 청구인이 (부당하게) 주장하는 바와 같이 “국민연금이 한국 정부의 일부라는 기본적인 사실”을 인지하였고,⁶⁰¹ 더불어 국민연금이 삼성물산의 “주요주주”임을 파악하였습니다.⁶⁰² 엘리엇 그룹은 2015년 3월 18일에 이미 국민연금측 담당자와 만나 본건 합병에 대해 논의하였습니다.⁶⁰³
- (f) 뿐만 아니라, 엘리엇 그룹이 국민연금이 본건 합병에 반대하지 않았을 경우의 결과에 대해 경고하며 국민연금에 송부한 서신은 국민연금이 달리 판단하지 않는 한 본건 합병에 찬성할 것임을 엘리엇 그룹 측이 예상하고 있었음을 강력히 시사하고 있습니다.⁶⁰⁴

374. 이처럼, 엘리엇 그룹은 삼성물산 주식을 매수하기도 전에 (그릇된 판단에 따라) 국민연금이 한국의 일부라고 판단하여 본건 합병이 승인될 경우 “한국과 기타 모든 관할권”에서 엘리엇 그룹이 할 수 있는 소송을 제기할 것이라고 위협하였습니다. EALP가 투자를 취득하기 전부터 이미 협정상 청구를 예정하고 있었음은 자명한 사실입니다. 실제로, 청구인은 한국 공무원들이 엘리엇 그룹이 협정상 중재를 개시할 것을 우려하고 있다고 언급한 점에서도 이를 묵시적으로 인정하고 있습니다.⁶⁰⁵ 한국이 이렇게 판단하고 있었다면, EALP가

⁶⁰¹ Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제23항(iii).

⁶⁰² 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 6. 3., **C-187**.

⁶⁰³ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 6. 3., **C-187**. 그러나 위에서 언급한 바와 같이, 한국은 해당 회의에서 무엇을 논의하였는지를 설명할 수 있는 서류를 제공받거나 국민연금측 참고인들에 접촉한 바 없으므로, 이와 관련하여 한국측의 입장을 유보합니다.

⁶⁰⁴ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 6. 3., **C-187**, 4면 참조.

⁶⁰⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제102항.

협정상 청구를 생각하고 있지 않았다는 것은 믿기 어려우며, 이러한 점은 당시 EALP가 송부한 위협적인 서신에도 드러나 있습니다.⁶⁰⁶

375. 절차남용은 사건의 제반 정황을 고려하여 개별 사건 별로 결정되는데,⁶⁰⁷ 국제 중재 당사자들은 합법적인 권리의 추구에서 절차남용으로의 선을 넘어서기 위한 다양한 소송 전략을 고안해 왔습니다.⁶⁰⁸
376. 앞서 논의한 바와 같이, 청구인은 분쟁을 야기할 것임을 알고서도 본건 합병을 방해하기 위한 목적으로 투자를 하였으며, 본건 합병이 공식 발표되고 본건 합병비율이 청구인의 주장에 따르면, 삼성물산 주식에 불리한 영향을 미쳤음을 알고 난 후에 투자를 확대하였음을 인정하고 있습니다. EALP의 투자 목표는 EALP의 본건 합병을 저지하기 위한 노력이 실패하는 경우 자신의 악명 높은 소송 전략에 의존할 수 있는 포지션을 취하기 위한 것이었습니다. 이는 EALP의 행보와도 정확히 일치하는데, EALP는 340만 주의 추가 주식을 매입하고 불과 며칠 후에 처음으로 삼성물산 임시주총을 저지하기 위한 신청을 제기한 다음, 삼성물산 주식 가치가 시장 가격보다 높다는 이유로 삼성물산을 상대로 제소하였으며, 현재는 삼성물산 주식 가치가 시장 가격보다 높다는 이유로 한국을 상대로 손해배상청구를 하고 있습니다.
377. 경제활동에 합법적으로 참여하지 않고 소송을 제기할 수 있는 포지션 구축을 목적으로 투자를 하는 이러한 전략은 절차남용에 해당합니다.

E. 미공개 합의 역시 청구인이 제기한 청구가 절차남용임을 보여주고 있습니다

378. 앞서 설명한 남용적 행위뿐만 아니라, 협정의 목적을 침해하는 또 다른 남용행위가 존재합니다.⁶⁰⁹

⁶⁰⁶ 예컨대, 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 9., **C-228**, 2면; 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드가 국민연금에 송부한 서신, 2015. 7. 24., **C-246** 참조.

⁶⁰⁷ Tidewater Investment SRL and others v The Bolivarian Republic of Venezuela (ICSID Case No. ARB/10/5), 관할권에 관한 판정, 2013. 2. 8., **RLA-71**, 제147항.

⁶⁰⁸ E Gaillard, "국제중재에서의 절차 남용(Abuse of Process in International Arbitration)" (2017) Vol 32(1) ICSID Review 1면, **RLA-82**, 3-4면.

379. 청구인은 2016년 3월 “삼성물산과 미공개 합의”를 체결하였다고 진술하고 있습니다.⁶¹⁰ 청구인이 이러한 합의에 대해 제공한 정보는 거의 전무하나, 청구인은 합의에 따라 해결된 분쟁이 청구인이 삼성물산 주식의 실제 가치라고 믿었던 것에 대한 점은 인정하지 않고 있습니다.⁶¹¹ 이에 따라, 한국은 본 절에서 중재판정부가 주지하신 바와 같이 “청구인은 손해액의 전부 또는 일부를 보상받은 바가 없고, 그러한 손해액을 보상받는 데 실패했음을 입증할 책임은 청구인에게 있다”는 주장을 제기하고자 합니다.⁶¹²
380. Mr ████████는 단지 “EALP가 삼성물산과 미공개 합의를 체결하였다”라고만 언급하고 있을 뿐입니다.⁶¹³ Mr Boulton QC 전문가 보고서에 따르면 동 합의는 주식매수청구권이 부여된 주식 7,732,779주에 관하여 체결된 것이며, 합의금은 4,566.191억원(미화 약 3.85억 달러)입니다.⁶¹⁴ 합의의 조건과 관련하여 그 밖에 제공된 유일한 정보(추후에 공개된 것이지만 매우 중요한 정보입니다)는 청구인이 특정 조건의 충족을 전제로 보다 거액의 보상금을 지급받을 수 있다는 사실입니다.⁶¹⁵
381. 미공개 합의에 따라 본건 합병 비율로 인해 EALP의 삼성물산 주식 투자에 손해가 발생하였다는 EALP측의 청구는 해결되었습니다. 이처럼, 청구인은 본건 청구원인에 해당하는 것과 동일한 분쟁과 관련하여 합의한 바 있습니다.⁶¹⁶

⁶⁰⁹ 협정, **C-1**, 전문(대한민국과 미합중국이 협정을 체결한 주요 목적들 중 한 가지는 “양국의 무역 및 투자를 규율하는 명확하고 상호 유익한 규칙의 제정과 양국 영역간 무역 및 투자에 대한 장벽의 축소 또는 철폐를 추구”하는 것입니다).

⁶¹⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제259항.

⁶¹¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제257항.

⁶¹² 절차명령 3호, 2019. 5. 27., 제27항 참조.

⁶¹³ Mr ████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제64항.

⁶¹⁴ Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제6.2.13항.

⁶¹⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제259항.

⁶¹⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제266항.

382. 청구인이 제공한 이상훈 교수 의견서는 다음과 같이 명시하고 있습니다:
“한국 법원에 제기한 어떠한 신청 등을 통해서도 청구인은 불공정한 합병비율에서 비롯된 부의 이전으로 인해 청구인이 입은 손해들을 실제로 배상받거나 배상받을 수는 없었습니다.”⁶¹⁷ 그러나 이러한 의견은 청구인을 절차남용으로부터 방어해 줄 수 없습니다.

(a) **첫째**, 이상훈 교수는 이러한 의견을 제시함에 있어 EALP가 주식매수청구권 행사의 근거로 삼은 삼성물산의 예상 가능한 주가가 해당 주식의 “실제 가치를 반영하지 못했다”라는 근거 없는 주장에 의존하고 있는 것으로 보입니다.⁶¹⁸ 아래 제V장 제A절 및 James Dow 교수 전문가 보고서에 설명된 바와 같이, 이러한 독단적인 주장은 받아 들여질 수 없습니다: 삼성물산의 주가는 그 가치에 대한 신뢰할만한 척도가 됩니다.

(b) **둘째**, 그렇지 않은 경우라 할지라도, 이상훈 교수의 의견은 관련이 없습니다. 왜냐하면, EALP가 법정 감정가 산정방식을 적용하지 않고 오히려 이러한 산정방식에 이의를 제기하였으며(법원에 적절한 주가를 결정해 줄 것을 요청하였습니다) 결국 자신이 명백히 인정할만한 주가에 대해 삼성물산과 합의를 하였기 때문입니다(결국 청구인은 미공개 합의서에 서명하였습니다). 따라서, 감정가 산정방식이 그 자체로서 EALP가 주장하는 손해를 보전할 수 있는지의 여부에 관계없이, EALP는 합의에 따라 그러한 손해를 보상받았습니다.

383. 실제로, EALP는 자신이 보유한 삼성물산 주식의 “내재가치”가 더 높았다고 판단하였음을 근거로 자신이 보유한 삼성물산 주식의 시장가치에 대한 이의를 제기하며 한국 법원에 신청을 제기하였고, 그 이후 삼성물산과 해당 가격분쟁에 대한 합의에 이르렀습니다. 이는 본 중재에서 제기된 청구와 동일한 것이므로, 본 중재는 절차남용에 해당합니다.

⁶¹⁷ 이상훈 교수 전문가 보고서, CER-2, 2019. 4. 4., 제19항.

⁶¹⁸ 이상훈 교수 전문가 보고서, CER-2, 2019. 4. 4., 제19항.

384. *Grynberg v Grenada* 사건 중재판정부는 절차남용에 관한 주장을 심의함에 있어 이전의 중재판정에 의해 해결된 사안에 대해 다시 중재를 진행하는 것은 부적절하다고 판단하였습니다.⁶¹⁹ 본 사건의 경우 판정이 아닌 합의에 의해 분쟁이 해결되었다는 점에서 이러한 분석은 동일하게 적용됩니다. 이러한 원칙은 본 건에서도 마찬가지로 중요하게 적용되는 바, 삼성물산(실제 피고)을 상대로 청구를 제기하여 이득을 취하고, 이제는 다른 피청구국(한국)을 상대로 추가로 청구를 제기하는 것은 남용에 해당합니다.
385. 청구인이 합의서 제출을 거부할 경우 동 합의를 방어수단으로 사용하도록 허용해서는 안 됩니다. 피청구국이 말씀드릴 수 있는 것은 청구인이 자신이 보유한 주식의 가치에 손해가 되는 조건으로 본건 합병이 승인되었다고 판단하고 있으며, 해당 주식의 가치를 결정하기 위한 추후의 소송 과정에서 청구인이 삼성물산과 자발적으로 합의를 체결하여 해당 주식에 대해 거액을 지급받았다는 사실입니다.⁶²⁰

⁶¹⁹ *Grynberg and others v Grenada* (ICSID Case No. ARB/10/6), 판정, 2010. 12. 10., **RLA-53**, 제7.3.6항-제7.3.7항. 이와 유사하게, 런던에서 진행되는 절차에 대한 감독 관할권을 갖는 영국법원들은, 피고인이 첫 번째 소송을 합의하기로 선택한 경우 두 번째 소송은 괴롭히기 위한 목적에 해당한다고 판시하였습니다; 사실상, 이러한 결론으로 인해 두 번째 소송은 더욱 남용에 해당합니다. *Johnson v Gore Wood & Co* [2002] 2 AC 1, **RLA-21**, 32-33면. 또한, S Hanif, "Judgments" in: H Malek, QC et al. (eds), *Phipson on Evidence* (2013년 18판, 2015년 제18판에 대한 1차 보충 포함), **RLA-70**, 제43-03항 ("전통적인 기판력이 인정되지 않는 경우에도, 확립된 절차남용의 법리는 다양한 상황에서 재소송을 방지하게 된다. [...] 본 장에서는 [...] 어떠한 판결이 이러한 효과를 가질 수 있는지에 대해 논의하고자 한다. 판결에는 동의 명령 [...]과 법원 명령(Tomlin orders)에 포함된 합의가 포함된다.(내부인용 생략); *Gladman Commercial Properties v Fisher Hargreaves Proctor* [2014] P.N.L.R. 11, **RLA-73**, 제46항, 제68항(본 판결은 여하한 청구가 합의에 따라 이미 면책된 청구원인을 주장하는 것인 경우 이를 남용행위로 보아 해당 청구를 배척한 1심 판결을 인정하고 있습니다. 이 사건에서 청구인들은 특정 공동 불법행위자들과 합의하였고, 이 때 다른 공동 불법행위자들이 최초의 절차나 합의의 당사자가 아님에도, 청구인은 그러한 다른 공동 불법행위자들을 상대로 장래에 동일한 청구원인을 주장할 수 없게 되었습니다).

⁶²⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제258항-제259항.

386. 청구인이 자신이 판단하기에 너무 낮은 가격으로 삼성물산과 합의를 했다는 이유로 이제와서 협정상 청구를 제기하는 것은 허용될 수 없습니다. 본 청구를 제기함으로 인하여 청구인은 “국제 중재법의 정신을 명백히 위반하여 진정한 분쟁 해결 이외의 목적을 위하여 하나 이상의 중재를 개시함으로써 중재절차를 이용”하고 있습니다.⁶²¹ 이는 중재판정부가 인정해서는 안되는 절차남용에 해당합니다.

IV. 청구인의 청구는 본안에 있어서도 받아들여질 수 없습니다

387. 앞에서 말씀드린 모든 선결 문제들에 대한 항변(threshold objections)에 대해 중재판정부가 청구인에게 유리하게 판정한다 하더라도, 본 청구는 본안에 있어서도 기각되어야 합니다.

388. 청구인은 한국이 협정에 따른 다음 두 가지 의무 위반에 대한 책임을 져야 한다고 주장하고 있습니다:

(a) 협정 제11.5조에 따라 적용대상투자자에 대해 국제관습법상 대우의 최소기준을 부여해야 한다.

(b) 협정 제11.3조에 따라 미국 투자자들 및 그 투자에 대해 내국민대우를 부여해야 한다.

389. 위 두 가지 청구는 공통적인 이유로 처음부터 성립할 수 없습니다: 청구의 핵심적 원인에 해당하는 본건 합병비율 및 그 합병비율은 한국 정부가 야기한 것이 아니라는 점입니다.⁶²² 다시 말씀드리자면, 핵심적으로 이는 다른 소수주주가 의결권을 행사한 방식에 불만을 가진 1인 소수주주의 불평에 불과한 것입니다. 다만 국민연금의 의결권 행사에 잘못이 있다 할지라도, 국민연금이 본건 합병을 야기했다고 할 수 없으며, 한국이 본건 합병을 야기했다고는 더더욱 말할 수 없습니다. 본건 합병은 한국투자신탁운용(주)

⁶²¹ E Gaillard, “국제 중재에서의 절차남용”(2017) Vol 32(1) ICSID Review 1면, **RLA-82**, 10면.

⁶²² 이는 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 “조치”에 해당하며 한국에 귀속될 수 있다고 가정하더라도 마찬가지입니다. 그러나 위 제 III 장에서 살펴본 바와 같이 이는 조치에 해당하지 않으며 해당할 수도 없습니다.

(“한국투신운용”), 싱가포르투자청, 사우디 아라비아의 SAMA 및 아부다비의 ADIA 등과 같은 전세계의 전문투자자들을 포함하는 주주들이 함께 찬성하여 승인되었습니다. 만약 한국투신운용 하나라도 다르게 투표했다면, 본건 합병은 승인되지 않았을 것입니다. 마찬가지로, GIC 와 다른 두 국부펀드(SAMA 또는 ADIA)중 어느 하나라도 함께 다른 방향으로 의결권을 행사했다면, 본건 합병은 부결되었을 것입니다.

390. 이는 아주 간단한 산식입니다. 본건 합병이 통과되기 위해서는 의결권 있는 주주들의 2/3가 찬성해야 합니다. 국민연금은 삼성물산 주식의 11.21%(또는 당일 의결권부 주식의 약 13%) 정도만 보유하고 있었을 뿐입니다. 따라서 매우 단순하게, 국민연금 혼자 본건 합병이 승인되도록 할 수 없었다는 결론에 이르게 됩니다.

391. 청구인은 각 청구의 구성요건에 대해서도 입증하지 못하였습니다.

392. 본 장에서 한국은 우선적으로, 청구인의 주장처럼 한국이 청구인에게 손해를 끼치는 조건으로 본건 합병이 승인되도록 한 것이 아니라는 점을 설명하고자 합니다 (A). 협정 제11.5조와 제11.3조에 근거한 청구는 이렇듯 인과관계의 부존재로 성립되지 않습니다. 다음으로 한국은, 어떤 경우에도 협정에서 요구하는 대우의 최소기준을 위반하지 않았으며(B), 청구인에 대하여도 내국민대우를 위반하지 않았다는 점(C)을 설명하겠습니다.

A. 한국은 삼성물산과 제일모직의 합병이 문제되는 조건으로 승인되도록 한 바 없습니다

393. 인과관계는 협정에서 정한 투자보호 위반을 주장하기 위해서 필수적으로 요구되는 요소입니다.⁶²³ 청구인은 중재통보 및

⁶²³ 예컨대, S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 2 차 일부 판정, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 140 항; Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 138-139 항; Ronald S. Lauder v The Czech Republic (UNCITRAL), 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-20**, 제 234 항; Joseph Charles Lemire v Ukraine (ICSID Case No. ARB/06/18), 판정, 2011. 3. 28., **RLA-56**, 제 157 항 참조. I Plakoefalos, “국가책임법의 인과관계 및 과잉결정의 문제:

청구서면에서 인과관계를 설명하지 않았으며, 따라서 청구인의 주장대로 한국이 채택하거나 유지한 조치로 인해 본건 합병이 초래되었다는 주장을 입증하지 못하였음을 한국이 지적한 후에야,⁶²⁴ 청구인은 수정 청구서면에서 인과관계에 관한 항목을 추가하였습니다.⁶²⁵ 새로 추가된 항목에서, 청구인은 한국의 협정 위반이 본건 합병과 EALP가 주장하는 손실 모두를 초래하였다고 주장합니다.⁶²⁶

394. 청구인의 접근 방식이 인정하는 것처럼, 협정에 따른 보호 위반을 주장하기 전에 청구인은 자신의 주장이 2단계의 인과관계를 충족하는지 여부를 입증해야 합니다.

(a) *첫째*, 청구인은 *책임에 대한 인과관계*를 입증해야 합니다: 국가에 의해 발생하였다고 주장하는 위법행위가 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하게 했고, 이러한 투표로 인해 청구인의 투자에 손해를 초래했다고 주장하는 본건 합병이 성사되었다는 점(책임에 관한 사안).

(b) *둘째*, 청구인은 *손실에 대한 인과관계*를 입증해야 합니다: 청구인이 주장하는 손실을 초래한 것이 바로 본건 합병에 대한 투표행위라는 점 (손해에 관한 사안).

395. 저희는 본안에 대한 사안으로서 책임에 대한 인과관계를 설명하고자 하고, 손해에 관한 사안으로서 아래 제V장 제C절에서 손실에 대한 인과관계에 대해 논하고자 합니다. 그러나, 두 가지 사안에 적용되는

명료성 확인" (2015) 제 26 권 제 2 호 European Journal of International Law 471 면, **RLA-69**, 474 면 ("법원 또는 중재판정부에 제기된 사건이 단일의 행위자 또는 복수의 행위자들에 의해 야기되었다고 주장되는 유해한 결과와 관련된 경우, 인과관계는 사법적 의사결정 과정의 고유한 기능이 된다.").

⁶²⁴ 중재통보에 대한 답변서, 2018. 8. 13., 제 5 항, 제 46 항, 제 47 항; 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 82 항 및 각주 185, 186.

⁶²⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 IV 장 제 A 절.

⁶²⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 86 항.

원칙은 모두 동일하며, 아래에서 이에 대해 자세하게 말씀드리도록 하겠습니다.⁶²⁷

396. 청구인은 삼성물산의 임시주총에서 국민연금의 합병에 대한 찬성투표는 합병을 야기 시킨 “조건적(but for)” 원인에 해당하므로, “따라서, [...] 한국의 협정위반으로 인하여 국민연금이 본건 합병에 찬성하게 되었고, 그 결과 본건 합병이 임시주총에서 승인됨에 따라 삼성물산에 대한 엘리엇의 투자 가치가 훼손되었다”고 주장하고 있습니다.⁶²⁸
397. 청구인의 답변은 중요한 사안들을 호도하고 있습니다. 첫 번째, 추가적인, 그리고 정당한 근거 없이 “조건적 인과관계(but for)” 기준을 적용하고 있습니다. 두 번째, 문제의 본질이 국민연금의 투표가 본건 합병을 성사시켰는지 여부인 것처럼 이를 호도하고 있습니다.
398. 국민연금이 삼성물산의 임시주총에서 본건 합병에 찬성한 것은 주주로서의 의결권을 행사한 것일 뿐입니다. 국민연금은 국민연금이 바라는 바대로 자유로이 의결권을 행사하였으며, 이에 대해 삼성물산의 다른 주주들에게 어떠한 의무도 부담하지 않았습니다.⁶²⁹ 어느 한 주주의 의결권 행사가 협정의 위반이 될 수는 없습니다. 청구인은

⁶²⁷ 권위있는 자료들은 책임 인과관계와 손실 인과관계 결정에 상이한 심사기준을 적용 하도록 규정하고 있지 않습니다. 따라서, 본안에서 논의된 중재판정이나 학술적 자료가 손실 인과관계에 적용되는 심사기준에 대해 언급하고 있는 경우라 할지라도, 이는 책임 인과관계에도 동일하게 적용됩니다.

⁶²⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 84 항, 제 86 항. 제 261 항 참조.

⁶²⁹ *Gottesman v General Motors Corp.*, 279 F. Supp. 361 (S.D.N.Y. 1967), **RLA-4**, 383-384 면 (회사에 지배권을 지닌 23%의 지분을 가진 주주라 할지라도 자신의 의결권만으로 다른 주주들의 수탁자가 되지 않는다고 판시하였습니다.); *Ivanhoe Partners v Newmont Mining Corp.*, Del. Supr., 535 A.2d 1334 (1987), **RLA-9**, 1344 면, 제 16 항, 제 17 항 (어떠한 것도 소수주주들이 자신의 이익에 따라 행위하는 것을 막지 않는다고 판시하였습니다.); *Osofsky v J. Ray McDermott & Co., Inc.*, 725 F. 2d 1057 (2d Cir. 1984), **RLA-8**, 1060 면 (“McDermott 가 49%의 지분을 가진 주주였다는 점은 지분을 더 소유하게 되지 않는 한 충실의무를 초래하지 않는다.”); 김재범, “주주 충실의무론의 수용: 이사 충실의무와 관련하여” (2015) 제 22 권 제 1 호 한국비교사법학회 175 면, **RLA-75**, 175 면.

자신이 주장하는 바대로 한국의 위법행위로 본건 합병이 성사되었음을 입증해야만 하나, 그렇게 하지 못하였습니다.

399. 이하에서, 한국은 책임에 대한 인과관계에 적용하는 테스트가 두 가지 단계라는 점, 즉 “조건적 인과관계” 기준에 더하여, 청구인은 청구인이 현재 간과하고 있는 상당인과관계를 입증해야만 한다는 점을 설명하겠습니다 (1). 그리고 나서 한국은, “조건적 인과관계”에 근거하여서든 상당인과관계에 근거하여서든, 청구인이 자신이 주장하는 한국의 위법행위로 인해 본건 합병이 성사되었다는 주장에 대한 입증 책임을 다하지 못하였음을 보여드리고자 합니다(2).

1. 청구인은 인과관계의 증명을 “조건적 인과관계” 기준에만 의존하고 있으나, 이는 잘못된 것입니다. 청구인은 상당인과관계를 입증해야만 합니다

400. 협정에 따르면, 투자보호는 어느 협정 당사자가 상대방 협정 당사자의 투자자 또는 투자와 “관련하여” 채택하거나 유지하는 조치에만 적용됩니다.⁶³⁰ 또한, 협정은 청구인이 상기 위반행위를 “사유로 또는 그로부터 초래된” 손실 또는 손해를 입었을 경우에 한해 투자보호의무 위반에 대한 청구를 중재에 회부하도록 허용하고 있습니다.⁶³¹
401. 중재판정부들은 북미자유무역협정(NAFTA)⁶³²에 규정된 이에 상응하는 문언이 책임에 대한 법적 제한으로 상당인과관계 요건을 부과하는 것으로 해석하고 있습니다. 그렇지 않다면, 끝없이 벌어지는 무한한 결과에 대해 “불합리한” 책임이 지워지는 결과가 발생할 수 있기 때문입니다.⁶³³ 그와 같이 함에 있어서, 중재판정부들은 해석에 대한

⁶³⁰ 협정, **C-1**, 제 11.1 조 제 1 항.

⁶³¹ 협정, **C-1**, 제 11.16 조 제 1 항 (a)호 (ii).

⁶³² 북미자유무역협정, 1994. 1. 1., **RLA-12**, 제 1101 조 제 1 항, 제 1116 조 제 1 항 (b)호.

⁶³³ Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 137 항-제 139 항, 제 147 항 (“북미자유무역협정과 같은 법률문서에 관한 Methanex 의 해석은 불합리한 결과가 아니라 놀랄만한 결과를 초래한다. 특히 정부기관의 행위인 경우, 인간 행동의 발생가능한 결과는 그야말로 무한하다. 그러나, 상식적으로 그 선은 끝없는 지평을 향해 끊임없이 이어지지 않으며, 그 선이 단절되는 어느 시점에서, 통상적인 법적 맥락에서의 논리, 사회정책 또는

미국측의 의견⁶³⁴을 인정하고, 협정 당사자들의 국내법에 따른 의무, 인과관계 및 손해의 근접성에 대한 법리를 고려하였습니다. 왜냐하면, 협정 당사자들이 상당인과관계 원칙을 협정에 편입시키려는 의도를 그러한 요소들이 시사할 수 있기 때문입니다.⁶³⁵

402. 한국과 미국은 상당인과관계 원칙을 협정에 편입시키려고 의도하였습니다. 상당인과관계는 한국법과 미국법 모두에 포함되어 있는 요소입니다.⁶³⁶ 따라서, 협정 제11.1.1조는 문제되는 행위와

기타 가치판단의 문제를 불문하고, 해당 행동에 대한 책임의 제한은 반드시 부과된다. [...] 판정부는 북미자유무역협정 제 1101 조 제 1 항의 “관련”이라는 문구가 투자자 또는 투자에 미치는 조치의 단순한 영향 이상의 것을 의미하며, 미국이 주장하는 바와 같이 이들 간에는 법적으로 상당한 관련성이 요구된다고 판단한다.”); S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 일부 판정, 2000. 11. 13., **RLA-19**, 제 316 항 (“위반된 특정 북미자유무역협정 조항과 충분히 인과관계가 있다고 증명된 손해에 대해서만 보상을 지급한다.”); S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 2 차 일부 판정, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 140 항 (“1 차 일부 판정에서 중재판정부는 특정 북미자유무역협정 조항의 위반과 투자자에 발생한 손해 간에 충분한 인과관계가 있는 경우에 한하여 손해배상을 받을 수 있다고 판단하였다. 동일한 개념을 달리 표현하자면, 손해는 그 관련성이 너무 적어도 안되며, 특정 북미자유무역협정 조항의 위반이 손해의 근접한 원인이 되어야 한다는 것이다.” (원문 강조)).

⁶³⁴ 예컨대, Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 130 항 참조.

⁶³⁵ 예컨대, Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 138 항; SA Alexandrov & JM Robbins, “Proximate Causation in International Investment Disputes” (2009) Yearbook on International Investment Law 317 면, **RLA-42**, 322 면 참조. 이와 관련하여 특히 국제법상 지침이 거의 없다는 점에서, 국제 중재판정부들과 해설서들은 사법적 분석이 관련 인과관계 테스트의 결정과 관련이 있음을 인정하고 있습니다. Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v United Republic of Tanzania (ICSID Case No. ARB/05/22), 판정, 2008. 7. 24., **RLA-40**, 제 784 항.

⁶³⁶ 예컨대, 한국 민법, 2015. 7. 1., **C-147**, 제 393 조, 제 760 조, 및 제 390 조, 제 750 조, 제 763 조; Bank of America Corp v City of Miami, 137 S. Ct. 1296 (2017), **RLA-83**, 1305 면; Barnes v Andrews, 298 F 614, 616 (SDNY 1924), **RLA-3**, 616-618 면; Federal Deposit Insurance Corporation v Gilbert Bierman et al, 2 F.3d 1424 (7th Cir. 1993), **RLA-11**, 1434 면; John J Francis et al v United Jersey Bank, N.J., 432 A.2d

주장되는 손해를 야기한 사건과의 직접적인 연결고리를 요구하는 상당인과관계 원칙이 포함된 것으로 보아야 합니다.⁶³⁷

403. 따라서 인과관계의 입증을 위해 청구인이 유일하게 적용하고 있는 “조건적 인과관계” 기준⁶³⁸ 만으로는 충분하지 않습니다. 국제법 및 관련된 국내법의 권위자들은 다수의 병존하는 발생원인이 있는 경우, (여전히 손해 산정에 있어서는 적용되고 있습니다만) 인과관계를 결정하는 데 있어 “조건적 인과관계” 기준이 적절하지 않다고 비판하고 있습니다.⁶³⁹ 또한, 국제법 및 관련된 국내법의 권위자들은 인과관계의 입증에 있어 두 가지 종류, 즉 사실적 인과관계와 법률적 인과관계의 입증을 요구하고 있으며, “조건적 인과관계” 기준은 사실적 인과관계만을 입증하기 위한 것임을 인정해 왔습니다. 따라서 “조건적 인과관계” 기준을 통해 사실적 인과관계가 입증된다 하더라도 문제의

814 (N.J. 1981), **RLA-7**, 826 면; In re Perry H Koplik & Sons, Inc., 476 B.R. 746 (Bkrtcy.S.D.N.Y. 2012), **RLA-58**, 802 면 참조.

⁶³⁷ 청구인이 제안하는 것과 같이, ILC 규정 제 31 조는 청구인이 주장하는 위법한 행위가 여러 인과관계 요소들 중 하나인지 여부가 책임 결정의 문제와 무관한 것으로 보고 있지는 않습니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 85 항 참조. ILC 규정 제 31 조는 국제적으로 위법한 행위가 다수의 병렬적으로 발생한 원인 중 하나에 해당하는 경우 해당 행위에 대해 부과된 손해배상액이 반드시 감소되거나 약화되어야 하는 것은 아니라고만 규정할 뿐입니다. 청구인이 주장하는 위법적 행위가 청구인에게 손해를 발생시킨 사건을 야기해야만 한다는 요건을 명시하고 있지는 않습니다. ILC 규정 (2001), **CLA-17**, 제 31 조.

⁶³⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 83 항, 제 84 항, 제 261 항.

⁶³⁹ 예컨대, I Plakokefalos, “국가책임법의 인과관계 및 과잉결정의 문제: 명료성 확인”, (2015) 제 26 권 제 2 호 European Journal of International Law 471 면, **RLA-69**, 476-477 면 (“조건관계 테스트는 과도한 판단으로 인해 야기된 사안을 다룰 수 없으며, 이는 불합리한 결과를 초래할 수 있다 [...] 동 테스트를 개선하고자 한 수차례의 시도에도 불구하고, 문제점은 여전히 남아 있다.”); Doyle Randall Paroline v United States, et al., 134 S.Ct. 1710, 1719, 188 L.Ed.2d 714 (2014), **RLA-74**, 1723 면 (“상황이 명백한 경우, 특히 복수의 위법행위자들의 결합된 행위가 부정적인 결과를 초래한 경우, 법원은 조건관계 기준을 적용하지 않는다.”) 대법원 2016. 5. 12. 선고 2015 다 234985 판결, **RLA-78**; 대법원 2010. 6. 10. 선고 2010 다 15363 판결, **RLA-50** 참조.

행위가 법률적인 면에서 손해의 발생 사건을 야기하였다고 확인하기 위해서는 상당인과관계 테스트가 적용되어야 합니다.⁶⁴⁰

⁶⁴⁰ 예컨대, I Plakocefalos, “국가책임법의 인과관계 및 과잉결정의 문제: 명료성 확인”, (2015) 제 26 권 제 2 호 *European Journal of International Law* 471 면, **RLA-69**, 475 면 (“인과관계 분석은 두가지 하위부분으로 나뉠 수 있다. 첫 번째, 사실상의 원인, 역사적 관련성 또는 사실적 인과관계로 알려진 피고의 작위 또는 부작위(작위 또는 부작위는 이 단계에서 위법이라 판단할 수 없음)와 유해한 결과간의 인과관계를 성립시키는 것이다. [...] 근접성 또는, 정확하게는 책임의 범위라고도 알려진 두 번째 부분은 피고에게 책임이 있는 위법행위의 결과를 결정하는 것이다.”); *Doyle Randall Paroline v United States, et al*, 134 S.Ct. 1710, 1719, 188 L.Ed.2d 714 (2014), **RLA-74**, 1720 면 상당인과관계요건은 사실적 인과관계의 요건보다 제한적이다. [...] 인과관계 분석에서 상당인과관계의 전통적인 역할에 비추어 볼 때, 본 재판부는 상당인과관계 요건이 법령상 명시적으로 부과되지 않더라도, 동 요건이 법령상 포함되어 있음을 인정하였다.”); *Robert G Holmes v Securities Investor Protection Corporation et al.*, 503 U.S. 258, 112 S.Ct. 1311 (1992), **RLA-10**, 1316-1317 면(원고가 단지 피고의 위반행위가 원고의 손해의 “조건관계”에 해당하였음을 입증함으로써 구제받을 수 있다고 법령을 해석할 수 있는 경우라 할지라도, 의회가 사실상 손해를 입은 모든 원고들의 구제를 허용하려고 하였다는 것은 있을 법하지 않으므로, 원고는 소송에서 피고의 위반행위가 상당히 근접한 원인에 해당함을 입증할 것을 요구한다고 해석해야 한다.); *Lexmark International, Inc. v Static Control Components, Inc.*, 572 U.S. 118, 132 (2014), **RLA-67** (“수세기 동안, ‘손해의 모든 원인을 원인(遠因)이 아닌 근인(近因)에 귀속시키는 [보통]법의 원칙이 정립되어 있었다.”); *Pacific Operators Offshore, LLP v Valladolid*, 565 U.S. 207, 223 (2012), **RLA-57** (“모든 사건에 광범위한 ‘조건관계’ 를 적용하기에 시간은 유한하며, 상당인과관계 원칙은 끊임없는 원인과 결과의 고리를 끊을 수 있는 대략의 지침을 제공한다.”) (SCALIA, 대법관., 일부 보충의견 및 보충 판결); *RSL Communications PLC v Bildirici*, 649 F.Supp. 2d 184, 220 (S.D.N.Y. 2009), **RLA-43**, 제 13-15 항 (*RSL Communications PLC v Fisher*, 412 Fed.Appx. 337 (2011), **RLA-54** 에서 확인); 한국 민법, 2015. 7. 1., **C-147**, 제 393 조, 제 760 조. 대법원 2010. 6. 10. 선고 2010 다 15363, 15370 판결, **RLA-50**, 1 면 (“불법행위로 인한 손해배상의 범위를 정함에 있어서는 불법행위와 손해와의 사이에 자연적 또는 사실적 인과관계가 존재하는 것만으로 부족하고, ... (법률적) 상당인과관계가 있어야 할 것이다.”); 대법원 2016. 5. 12. 선고 2015 다 234985 판결, **RLA-78**, 1 면 (“(민법 제 760 조 제 3 항에 따라) 타인의 불법행위 대하여 과실에 의한 방조로서 공동불법행위의 책임을 지우기 위해서는 방조행위와 불법행위에 의한 피해자의 손해 발생 사이에 상당인과관계가 인정되어야 하며, 상당인과관계를 판단할 때에는 과실에 의한 행위로 인하여

404. 따라서, 협정상의 투자보호위반 청구에 대해 적용되는 인과관계 테스트로서 “조건적 인과관계” 기준만을 적용하여서는 안되며 두 가지 단계가 적용되어야 합니다.
- (a) *첫째*, 청구인이 주장하는 위법행위가 “조건적 인과관계” 기준을 충족해야 합니다. 즉, 청구인이 주장하는 위법행위가 없었더라면 가해적 사건이 발생하지 않았을 것임을 입증해야 합니다.
- (b) *둘째*, 청구인은 또한 자신이 주장하는 위법행위와 가해적 사건과의 상당인과관계를 입증해야 합니다.
405. 법원과 국제 중재판정부는 차이는 있으나 대체로 일관된 방식으로 상당인과관계에 대해 설명하고 있습니다. 이러한 상당인과관계는 인과관계의 사슬에 얼마나 많은 고리가 있는지에 관계없이 주장되는 행위와 손실 간에 “명확하고, 단절되지 않은 관련성”⁶⁴¹ 이 있을 것을 요구하고 있습니다. 다만, 인과관계의 사슬에 단절이 없고, 손실이 “고리 별로 명백하고 오해의 여지가 없이 확실하게” 관련 행위에 결부지어질 수 있어야 합니다.⁶⁴² 또한 국제 중재판정부들은 “조치와 투자자 또는 투자 간에 법적으로 상당한 관련성이 있어야 한다”고 판단하고 있습니다.⁶⁴³
406. 나아가, 요구되는 인과관계는 근접성의 문제로도 다루어지고 있습니다: 즉, 관련성이 입증될 수 있다 할지라도 당사국은 문제가 되는 행위와 지나치게 동떨어진 것으로 간주되는 손실에 대해서는 책임을 지지 않습니다.⁶⁴⁴ 그 예로, 캐나다 소유의 제련소에서 방출된 유해한

불법행위를 용이하게 한다는 사정에 관한 예견가능성 ... 등을 종합적으로 고려해야 한다.”) 참조.

⁶⁴¹ Administrative Decision No. II, 7 RIAA, 1923. 11. 1., **RLA-2**, 29 면.

⁶⁴² SA Alexandrov & JM Robbins, “Proximate Causation in International Investment Disputes” (2009) Yearbook on International Investment Law 317 면, **RLA-42**, 326 면.

⁶⁴³ Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 139 항.

⁶⁴⁴ S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 2 차 일부 판정, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 140 항; Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22**, 제 138 항.

매연으로부터 워싱턴주가 입은 피해에 대한 청구를 내용으로 하는 미국과 캐나다 간의 *Trail Smelter* 중재사건에서, 중재판정부는 현지 거주자들의 경제적 지위 저하로 인해 발생하였다고 주장되는 기업체들에 대한 손해는 배상판정의 근거로 작용하기에는 “너무 간접적이고 동떨어졌으며 불확실하다(too indirect, remote, and uncertain)”라고 판단하였습니다.⁶⁴⁵

407. 협정에 따라 한국의 책임을 입증하기 위해, 청구인은 “조건관계”와 상당인과관계를 모두 입증해야 하며, 상당인과관계에 따라 청구인은 청구인이 주장하는 한국의 위법행위, 협정 위반에 해당한다고 주장하는 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사 및 청구인이 입었다고 주장하는 손실 간에 단절되지 않은 인과관계가 존재함을 입증해야 합니다. 한국은 이하 제V장 제C절에서 청구인이 본건 합병으로 인해 청구인에게 발생했다고 주장되는 손실을 발생시킨 것이라는 점을 입증하지 못하였음을 설명하고자 합니다. 여기서, 한국은 애초에 청구인이 한국의 행위로 인해 본건 합병이 승인되었다는 점을 입증하지 못하였다는 점에 중점을 두고자 합니다.

2. 청구인은 한국의 위법행위로 인해 본건 합병이 성사되었다는 주장을 입증하지 못하고 있습니다

408. 앞서 설명드린 바와 같이, 청구인은 “국민연금의 표결이 본건 합병 승인의 ‘조건적’ 인과관계에 해당하기 때문에,”⁶⁴⁶ “한국의 협정 위반으로 인해 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하였고, 그에 따라 임시주총에서 본건 합병이 승인되고 결과적으로 삼성물산에 대한 엘리엇의 투자 가치에 손해를 미치는 결과를 초래했다”라고 주장하고 있습니다.⁶⁴⁷ 또한, 청구인은 “한국이 개입하여 본건 합병을 초래하고 결과적으로 협정을 위반함”에 있어 적용하였다고 주장하는 “10가지 단계”에 대해 설명하고 있습니다(실제로, 청구인이 주장하는 마지막 단계는 인과관계 측면에서 관련이 없는 비리 행위에 관해

⁶⁴⁵ Trail Smelter Case (United States v Canada), 3 UN Rep 국제중재판정 1905, **RLA-1**, 1931 면.

⁶⁴⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 84 항.

⁶⁴⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 86 항.

일반적으로 측면에서 언급하고 있는 것으로, 분위기 조성만을 위해 추가한 것으로 보입니다).⁶⁴⁸

409. 기초적이지만 근본적인 관점에서, 청구인이 한국과 국민연금에 대해 혐의를 제기하는 행위들은 개별적 또는 전체적으로 볼 때, 협정 위반에 해당하지 않습니다. 협정은 국제법상의 약정으로 국제법상의 의무사항을 포함하고 있습니다. 청구인이 설정한 10가지 단계는 확정되지도 않았고, 본 중재를 기속하지도 않는 한국 형사법원의 판결에 입각한 것입니다. 이러한 판결은 완전히 별개의 법률 문제에 관하여 전적으로 상이한 법률 체계의 맥락에서 국내법을 적용하고 특정 국내법 위반 여부를 결정하기 위해 사실관계를 판단하는 국내 법원에 의해 내려진 것입니다. 더욱이, 앞서 설명드린 바와 같이,⁶⁴⁹ 한국 대법원은 동 형사 재판들 중 여러 건에 대한 재심리를 명령한 상태입니다.⁶⁵⁰ 나머지 재판들도 대법원에 상고심 진행 중이며, 해당 사안들에 대한 법원의 판결은 아직 내려지지 않았습니다.⁶⁵¹ 따라서, 한국이 본 반박서면에서 견해를 밝히지 않는 한국 민법 및 형법에 대한 위반 혐의를 다루는 한국 법원의 판단은, 한국이 국제법 관점에서 협정에 따른 한국의 의무를 위반하였는지의 여부에 대해 논하거나 이를 결정하지 않습니다.
410. 한국이 “10가지 단계”를 통해 본건 합병을 야기시켰다는 청구인측의 주장과 관련하여:

⁶⁴⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 87 항.

⁶⁴⁹ 위 제II장 제D절 참조.

⁶⁵⁰ 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도2738 판결(), **R-178**; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도13792 판결(), **R-179**; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도14303 판결(), **R-180**. 또한, 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도2738 판결() 사건) 대법원 웹사이트 발췌문, 2019. 9. 27. 조회, **R-203**; 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018도14303 판결() 사건) 대법원 웹사이트 발췌문, 2019. 9. 27. 조회, **R-204** 참조.

⁶⁵¹ 대법원 2017도19635 판결() 사건) 대법원 사이트 발췌문, 2019. 9. 27. 조회, **R-205**; 대법원 2016마5394 판결(매수가격결정신청), 2019. 9. 27. 조회, **R-206** 참조. 또한, 고등법원 2017나2066757 판결(무효신청) 대법원 웹사이트 발췌문, 2019. 9. 27. 조회, **R-207** 참조.

- (a) 무엇보다, 청구인 자신이 주장하는 “10가지 단계” 설정에 대해 인과관계 기준조차 적용하지 않았다는 점에서 청구인은 인과관계를 입증하지 못하고 있습니다; 또한
- (b) 경우를 불문하고, 소위 “10가지 단계”는 “조건적 인과관계”나 상당인과관계를 입증하지 못하고 있습니다.

a. 국민연금의 의결권 행사와 본건 합병간에 “조건적 인과관계가 없습니다

411. 한국은 우선 국민연금의 표결이 본건 합병의 승인과 “조건적 인과관계”에 있다는 주장에 대해 설명 드리고자 합니다. 청구인은 “단순 산수를 근거로,⁶⁵² 국민연금이 본건 합병을 승인한 “캐스팅 보트”를 행사했다고 주장하고 있습니다.⁶⁵³ 사실상, 단순 계산에 따르면, 이는 사실이 아닙니다: 국민연금은 단지 삼성물산 주식의 11.21%(의결권부 주식의 13.23%)만을 보유하고 있었으며, 이는 본건 합병을 승인하기 위해 요구되는 의결권부 주식의 66.67% 중 일부에 해당할 뿐입니다. 이에 따라, 국민연금은 본건 합병이 승인되도록 할 수 없었으며, 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사했더라도 본건 합병이 승인되지 않을 수 있었던 다양한 시나리오가 존재합니다.

412. 위 제II장 제B절 8에 설명된 바와 같이:

- (a) 본건 합병이 승인되기 위해서는 다음과 같은 찬성투표를 얻어야 합니다:
 - (i) 삼성물산 발행주식 총 수인 156,217,764주의 1/3 또는 52,072,588주; 및
 - (ii) 표결에 실제 참여한 주식 총 수의 2/3;⁶⁵⁴

⁶⁵² 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 83 항.

⁶⁵³ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 83 항, 제 86 항.

⁶⁵⁴ 한국 상법, 2016. 3. 2., R-16, 제 522 조, 제 434 조(“[합병 승인에 대한 결의는] 출석한 주주의 의결권의 3 분의 2 이상의 수와 발행주식총수의 3 분의 1 이상의 수로써 하여야 한다”).

- (b) 2015년 7월 17일자 임시주총에서, 삼성물산 발행주식 총 수 중 (84.73%를 표창하는) 132,355,800주가 출석하였습니다.
 - (c) 따라서, 본건 합병이 승인되기 위해 (임시주총에 출석한 주식 수의 2/3에 해당하는) 88,237,200주 이상이 찬성 투표를 행사해야 합니다.
413. 거듭 말씀드리지만, 국민연금이 보유하고 있었던 삼성물산 주식은 발행주식의 11.21%에 해당하는 17,512,011주에 불과하였습니다.⁶⁵⁵ 이는 본건 합병을 승인하기 위해 필요한 2/3에 한참 못 미치는 것으로, 국민연금은 자체적으로 합병 승인을 확보할 수 없었습니다.
414. 오히려, 본건 합병은 삼성물산 발행주식 총 수의 58.91%에 해당하는 삼성물산 임시주총에 출석한 삼성물산 주주들 의결권의 69.53%에 따라 승인되었습니다.⁶⁵⁶ 이로써 본건 합병을 승인하기 위해 필요한 의결권과 찬성 의결권 간에 약 2.42%의 차이가 존재함을 알 수 있습니다.
415. 이를 근거로, 청구인은 오로지 국민연금이 2.42%보다 많은 의결권을 보유하고 있음을 이유로 국민연금이 보유한 11.21%가 “캐스팅 보트” (이 단어가 의미하고자 하는 바를 정확히 설명하지 않은 채로)에 해당한다고 주장하고 있습니다.⁶⁵⁷
416. 청구인은 청와대나 보건복지부가 또는 실제로 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표한 출석 의결권의 나머지 58.32%에 대해 압력을 행사하였다고 주장하고 있지 않을뿐더러, 그러한 증거도 존재하지 않습니다. 이러한 의결권은 미화 400억 달러 이상의 자산을 관리하고 있는 국내 최대 자산운용사들 중 하나인 한국투신운용과 외국 국부펀드인 GIC, SAMA 및 ADIA가 행사한 의결권을 포함합니다.
- (a) 한국투신운용은 한국에 설립된 최초의 투자운용회사이며 2019년 6월 30일 기준으로 미화 490억 달러에 이르는 자산을 운용하고

⁶⁵⁵ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 4 면.

⁶⁵⁶ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 4 면.

⁶⁵⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 83 항-제 84 항.

있는 현재 한국 최대 자산운용사 중 하나입니다.⁶⁵⁸ 한국투신운용은 한국 거래소에 상장된 금융기관으로 약 40억 달러에 상당하는 시가총액을 보유하고 있는 한국투자금융지주의 자회사입니다.⁶⁵⁹

- (b) GIC는 싱가포르의 재정기금을 관리하기 위해 설립된 싱가포르의 국부펀드입니다. GIC는 수십 개의 국가에서 미화 수천억 달러에 상당하는 자산을 운용하고, 공모시장 및 사모시장 모두에서 전 영역의 금융자산에 투자하고 있습니다.⁶⁶⁰
- (c) SAMA는 수천억 달러의 자산을 운용하고 있는 사우디 아라비아 중앙은행의 국부펀드입니다.⁶⁶¹
- (d) ADIA는 아부다비의 국부펀드로서 약 미화 8천억 달러의 자산을 운용하고 있는 것으로 알려져 있습니다.⁶⁶² ADIA는 “기관 차원의 종합적인 계획 프로세스를 기반으로 하는 [...] 규율을 준수하는 투자전략”에 따라 투자하고 있습니다.⁶⁶³

417. 생각건대, ADIA 뿐만 아니라 한국투신운용, GIC 및 SAMA는 각자 종합적인 절차에 따라 각자의 규정에 근거하여, 청구인이 비난하는 합병비율에 따른 본건 합병 안건에 각 찬성 투표를

⁶⁵⁸ 한국투자신탁운용(주) 웹사이트, “CEO 메시지”, 2019. 9. 26. 조회, **R-199**; 한국투자신탁운용(주) 웹사이트, “한국운용 소개”, 2019. 9. 26. 조회, **R-200**.

⁶⁵⁹ 한국투자신탁운용(주) 웹사이트, “CEO 메시지”, 2019. 9. 26. 조회, **R-199**; Forbes, “#1441 한국의 투자지주회사”, 2019. 9. 26. 조회, **R-201**.

⁶⁶⁰ GIC Private Limited 웹사이트, “GIC 소개”, 2019. 9. 18. 조회, **R-192**; GIC Private Limited, “2018/19 정부 포트폴리오 운영 보고” (2019), **R-173**, 14 면; Sovereign Wealth Fund Institute, “총자산별 상위 82 개 최대국부펀드”, 2019. 9. 20. 조회, **R-196** (GIC, 총자산별 최대국부펀드 6 위).

⁶⁶¹ “SAMA, PIF 세계 최대국부펀드 랭킹”, Argaam, 2018. 1. 7., **R-155**; Investopedia, “SAMA Foreign Holdings(사우디아라비아)”, 2019. 9. 25. 조회, **R-198**.

⁶⁶² Sovereign Wealth Fund Institute, “총자산별 상위 82 개 최대국부펀드”, 2019. 9. 20. 조회, **R-196** (ADIA, 총자산별 최대국부펀드 3 위).

⁶⁶³ 아부다비 투자청, “투자전략”, 2019. 9. 18. 조회, **R-193**.

행사하였습니다(청구인 또한 이에 대해 달리 주장하고 있지 않습니다). 이러한 투표 없이는, 본건 합병은 승인될 수 없었을 것입니다.

418. 실제로, 국민연금이 유일한 “캐스팅 보트”였음을 “입증”하기 위해 청구인이 내세우고 있는 주장은 이러한 다른 주주들에게도 동일하게 적용됩니다. 한국투신운용은 삼성물산에 대한 4.12%의 의결권을 보유하고 있었는데 이는 “캐스팅 보트”에 해당하기 위해 요구되는 2.42%를 상회합니다. 한국투신운용이 본건 합병에 찬성하는 투표권을 행사하지 않았더라면, 국민연금의 찬성에도 불구하고 본건 합병은 승인되지 않았을 것입니다.
419. 비슷한 맥락에서, GIC가 보유한 1.47%의 지분을 SAMA 또는 ADAI가 보유한 1.11% 또는 1.02%와 합산할 경우, 국민연금과 한국투신운용이 본건 합병에 찬성한다 할지라도 본건 합병을 중단시키기에 충분하다는 점에서 외국 국부펀드들이 “캐스팅 보트”를 가지고 있었다고 주장할 수도 있습니다. 청구인의 말을 빌리자면, “단순 산수에 따라, [한국투신운용이나 외국 국부펀드]의 찬성표가 없었더라면 본건 합병은 승인되지 않았을 것”이라고 주장할 수도 있습니다.⁶⁶⁴
420. 실제로, 2015년 7월 10일에 국민연금이 본건 합병에 찬성하기로 결정하였을 당시, 기발행주식 의결권의 약 58%가 입장을 발표하지 않은 상태였으며, 이에 언론은 당시에 이러한 다른 주주들이 “캐스팅 보트”를 가지고 있다고 보도하였습니다.⁶⁶⁵ 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 대신 반대한다는 입장을 표명하였을 경우 입장을 정하지 못한 주주들이 이에 어떠한 반응을 보였을 지에 대해서는 알 수 없으나, 결과가 달라졌을 가능성은 있습니다.
421. 위의 관련 사안들을 도표화한 것은 아래 그림 12와 같습니다. 표의 상단 축에서 하단 축으로 내려오는 좌측 두 번째 회색 점선 표시는 삼성물산 임시주총에서 본건 합병을 승인하기 위해 필요로 하는 2/3 기준을 나타냅니다. 보라색으로 표시된 부분이 국민연금의 지분에 해당합니다. 가장 연한 파란색 부분은 임시주총에 출석하여 본건

⁶⁶⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 83 항 참조.

⁶⁶⁵ 위 제 134 제-제 135 항 참조.

합병에 찬성 의결권을 행사한 수십 명의 소수주주들이 보유한 지분의 합계를 나타냅니다. 가장 상단에 있는 사선으로 음영 표시된 얇은 부분이 2/3 기준을 초과하는 2.42%에 해당합니다.

422. 명백하게 알 수 있듯이:

- (a) 국민연금이 보유한 11.21% 지분은 본건 합병을 승인하기 위해 요구되는 최소기준에 훨씬 미달합니다.
- (b) “캐스팅 보트”가 무엇을 의미하는지와 관계없이(이 단어는 별도의 정의없이 다양한 방식으로 사건 기록 전반에 사용되고 있습니다), 국민연금의 투표만으로는 2/3 기준을 충족하기에 불충분하며, 다수의 주주들이 기준을 상회하는 2.42%를 초과하는 지분을 보유하고 있었습니다.
- (c) 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하였더라도, 본건 합병이 승인되지 않을 수 있었다는 다양한 시나리오가 존재합니다.

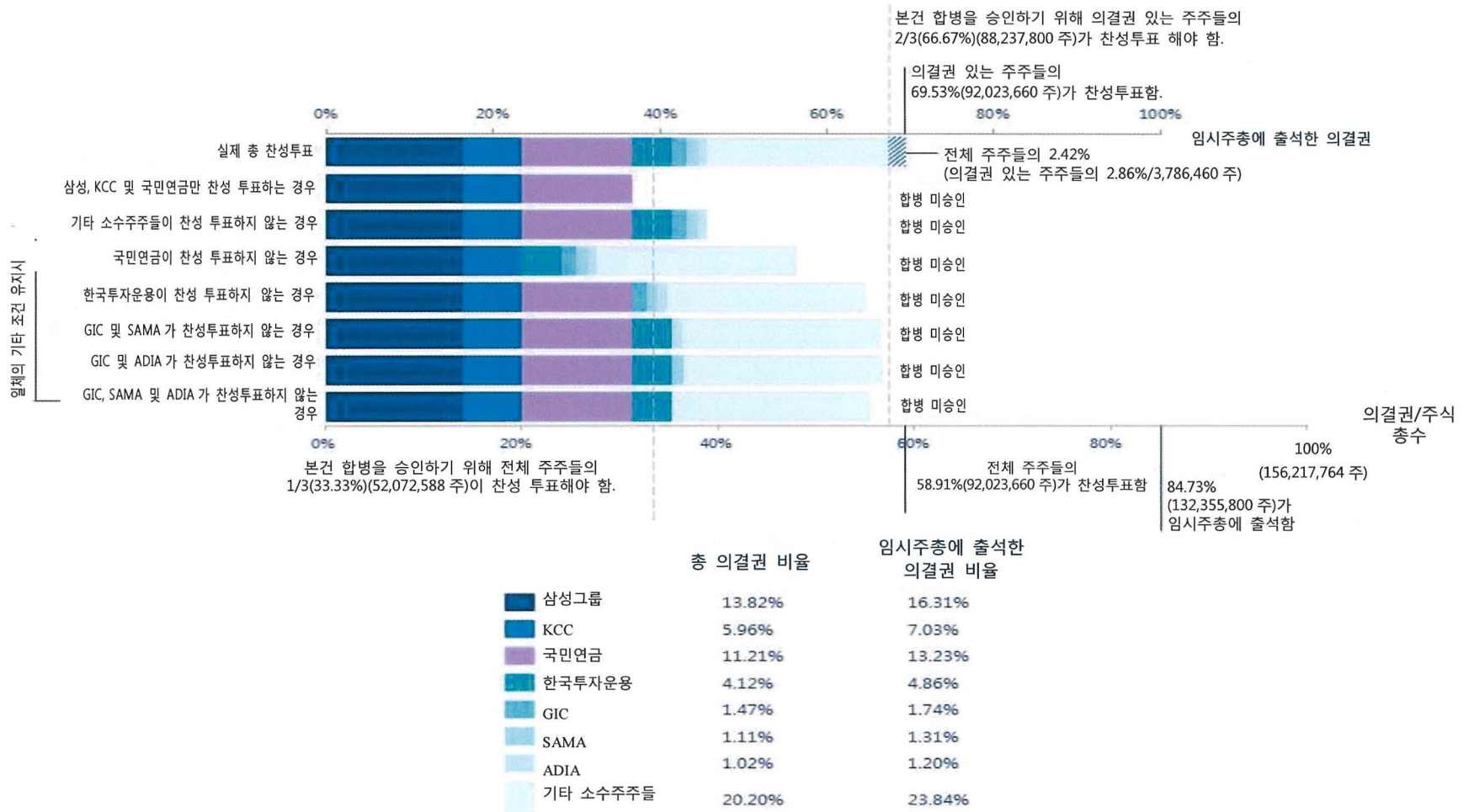


그림 12: 본건 합병을 승인하기 위해 요구되는 의결권 관련 도해

b. 청구인이 주장하는 소위 “10가지 단계”

423. 한국은 청구인이 주장하는 “10가지 단계”에 대해 살펴보고 이러한 10가지 단계가 “조건적 인과관계”나 상당인과관계를 충족하지 않는다는 점을 입증하고자 합니다. 이를 통해, 한국은 각 “단계”와 현재까지의 관련 법원 판결들이 한국 국내법상 가지는 의의(한국은 본 반박서면에서 이에 대한 입장을 개진하지 않습니다)에 관계없이 청구인이 한국이 부담하는 협정상 의무에 관한 국제법 위반을 입증하지 못하고 있음을 강조하고자 합니다.
424. 한국은 아래 제IV장에서 한국의 협정상 의무를 규율하는 국제법에 대해 상세히 설명합니다. 본 장의 목적상, 청구인이 주장하고 있는 주요 위반 혐의인 협정상 대우의 최소기준 위반은 “명확한 자의성, 노골적인 불공정성, 적법절차의 완전한 결여, 명백한 차별성 또는 근거의 명백한 결여”⁶⁶⁶를 포함하여, “엄격성 및 중대성에 관한 높은 기준”⁶⁶⁷을 초월하는 수준의 “상당히 터무니없고 충격적인” 행위임을 입증하도록 요구합니다. 이러한 위반을 입증하기 위해, 당사국의 행위나 결정이 오도되었거나 잘못된 판단 또는 각종 요인들에 대한 부적절한 고려에 따라 이루어졌다는 것만으로는 불충분합니다.⁶⁶⁸
425. 국제법에 따른 협정 위반을 판단하기 위한 테스트나 기준을 관련 국내 형법이나 민법상의 기준과 비교할 수 없다는 것은 분명한 사실이며, 이러한 측면에서 국내법 위반행위가 입증되었다 할지라도 자동적으로 국제법 위반이 입증되는 것은 아닙니다(처음부터 적절한 국제법 기준을 적용해야 하며, 제시된 증거는 반드시 해당 기준이 위반되었음을 입증하기에 충분한 것이어야 합니다). 이러한 점에서, 청구인은 입증책임을 다하지 못하고 있습니다.
426. 기본적으로, 청구인이 주장하는 10가지 단계에서 가정하고 있는 대부분의 각 사실관계와 관련하여, 청구인은 대법원에 상고심이 진행 중이거나 대법원이

⁶⁶⁶ Glamis Gold, Ltd. v United States of America (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., **RLA-48**, 제627항.

⁶⁶⁷ Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v United States of America (ICSID Case No. ARB(AF)/12/1), 판정, 2014. 8. 25., **CLA-1**, 제9.47항.

⁶⁶⁸ Cargill, Incorporated v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/2), 판정, 2009. 9. 18., **CLA-2**, 제292항(S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 일부 판정, 2000. 11. 13., **RLA-19**, 제261항에 동의함).

파기환송하여 추가 재판을 받도록 한 한국 법원의 판단을 증거로 제시하고 있는데, 이는 본 중재에서 증거로서 제한적 가치만 지닐 뿐입니다. 궁극적으로 사실로 밝혀져 한국법상 위반에 해당한다 할지라도, 청구인이 주장하고 있는 이러한 혐의들은 협정 위반을 입증하기에는 불충분합니다.

ix. 청구인이 주장하는 제1단계(■ 전 대통령이 자신의 참모진에 본건 합병을 '챙겨볼' 것을 지시하다)

427. 청구인이 주장하는 “10가지 단계” 전개 중 첫 번째 “단계”는 ■ 전 대통령이 자신의 참모진으로 하여금 본건 합병의 진행상황과 본건 합병에 대한 국민연금의 투표를 ‘챙겨볼’ 것을 지시하였다는 것인데, 이는 어떠한 관점에서든 협정상 의무 위반에 해당하지 않을뿐더러, 적용되는 인과관계 기준에 따를 때 한국이 본건 합병을 야기하였다는 점을 입증할 수 없습니다.

428. 첫째, 청구인은 국민연금 투자위원회 11명의 위원들에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 지시에 관한 어떠한 증거도 제시하지 않고 있습니다. 청구인은 중재판정부가 본건 합병을 ‘챙겨보’라는 지시가 있었고 본건 합병이 궁극적으로 승인되었다는 점을 근거로 승인에 대한 지시가 있었다고 판단하기를 기대하는 것으로 보입니다. 이는 다른 법적 기준이 적용될 수 있는 국내 법원에서의 법적 판단을 포함하는 것으로, 한국은 본 반박서면에서 이에 대한 입장을 개진하지 않습니다. 그러나 국제법적 측면에서, 청구인이 촉구하는 결론을 도출하기에는 중재판정부에 제시된 증거만으로는 불충분합니다.

(a) 사실상, 청구인은 청와대 또는 보건복지부와 국민연금 간의 의사교환이 아닌, 국민연금의 의결권 행사에 대한 진행상황과 관련하여 청와대가 작성한 내부 검토 문건 및 청와대와 보건복지부 간의 의사교환을 증거로 인용하고 있습니다. 예컨대, 청구인은 청와대 보건복지비서관실 행정관 ■이 보건복지부 국민연금정책과 사무관인 ■에게 “본건 합병이 투자위원회에서 결정될 것인지의 여부를 알려달라”는 내용의 문자메세지를 발송하였다고 주장하고 있습니다.⁶⁶⁹ 동 내용이 한국 법원에서의 혐의 입증에 충분한지 여부와 무관하게, 위 내용으로는 협정 위반사실을 뒷받침할 수 없습니다.

⁶⁶⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 99 항.

- (b) 또한, 청구인은 청구인이 그 일부만을 인용한 2017년 1월 1일자 기자회견에서의 ■ 전 대통령 발언을 언급하며 ■ 전 대통령이 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하기를 원했음을 인정하였다고 주장하고 있습니다.⁶⁷⁰ 그러나, 이러한 인정 또한 협정 위반을 입증하기에는 매우 부족합니다. 나아가, 청구인은 중재판정부에 ■ 전 대통령의 진술 중 청구인의 주장과 배치되는 부분은 제출하지 않고 있습니다.⁶⁷¹ ■ 전 대통령의 발언 당시 해당 발언이 ■ 전 대통령의 진심이었는지의 여부에 관계없이, 청구인은 진술내용 중 자신의 입장을 지지하는 일부만을 인용해서는 안 될 것입니다.
- (c) 외국헤지펀드에 관한 일반적인 우려는 ■ 전 대통령이 협정 위반에 해당할 정도로 엘리엇 그룹에 비해 삼성그룹에 유리한 “ 입장을 취했다”고 주장하기 위해 청구인이 인용하고 있는 청와대 관계자의 문건에 반영되어 있습니다.⁶⁷² 엘리엇 그룹의 투자에 대한 “먹튀 식” 접근방식 및 투자대상과 투자대상이 속한 시장을 희생시키면서 가차없이 단기 수익을 추구하는 것으로 알려진 엘리엇 그룹의 평판에 관한 당시의 언론 보도의 맥락에서 해당 문건들을 객관적으로 해석해보면, 해당 문건들은 엘리엇 그룹의 조치로 인해 삼성그룹의 장기적 사업에 발생할 수 있는 잠재적 손해에 관한 청와대의 내부 검토 사항(■ 전 대통령측의 부정행위와 별개로)을 반영한 것으로, 국제법상 청구인의 주장을 입증하기에는 명백히 불충분합니다.⁶⁷³ 기타

⁶⁷⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 97 항.

⁶⁷¹ “■ 대통령 새해 간담회 전문”, 한겨레, 2017. 1. 1., C-60, 5-6면 (“어디를 도와주라 한 것과는 제가 정말 확실하게 말씀드리는데 그 누구를 봐줄 생각, 이것은 손톱만큼도 없었고 제 머릿속에 아예 없었어요. 엘리엇하고 삼성 합병하는 문제는 그 당시에 국민들, 증권사 할 것 없이 많은 국민들의 관심사였잖아요. [...] 거기에 어떤 결정을 내리든 간에 그것은 국가에 올바른 정책 판단이다, 그렇게 생각을 합니다. 그렇다고 여기를 도와주라, 이 회사를 도와주라 그렇게 지시한 적은 없어요.”(강조추가)). 물론, 이러한 발언이 ■ 전 정부의 다른 사건 및 사안에 관련된 비리의 증거를 폄훼하는 것은 아닙니다. 다만, 청구인은 이러한 비리행위가 본건 합병에 대한 국민연금의 투표에 부적절한 영향을 미쳤음을 입증하지 못하였습니다.

⁶⁷² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 98 항.

⁶⁷³ 예컨대, 청구인은 명시적으로 청와대 관계자가 면담 시 사용 목적으로 ■ 전 대통령을 위해 작성한 “발언 요지”를 인용하고 있습니다. 해당 문건에는 “금번 엘리엇 사태에서도 드러났듯이 삼성그룹엔 지배구조는 외국계 [헤]지펀드 등의 위협에 취약[하다]”고

문건들⁶⁷⁴ 역시 국민연금의 최종 결정이 본건 합병에 대한 개입 지시에 따른 것이라는 청구인측 주장을 입증하지 못하며 수정청구서면 제99항 내지 제102항에 기재된 사실관계 역시 마찬가지입니다. 관련 문건들을 해석해보면, 청와대가 본건 합병 과정을 주시하고 있었으며 청와대는 본건 합병이 삼성그룹에게 이익이 될 것으로 판단하고 있었음을 시사합니다. 한국 법원에 제출된 증거가 국내법 위반의 입증에는 충분할 수 있을지라도, 청구인이 본 중재절차에서 제출한 어떠한 “증거”도 엘리엇 그룹에 불리한 차별조치 내지 수정 청구서면에 명시된 청와대의 행위와 본건 합병에 대한 국민연금의 의결 간의 관련성에 대한 청구인의 입증책임을 다하는 데 충분하지 않습니다.

429. 둘째, 합병을 “챙겨보라”는 지시나 본 단계에서 청구인이 주장하는 여타 행위는 어떠한 관점에서도 국제법상 협정 위반에 해당할 수 있는 “명백히 자의적이고” “터무니 없는” 행위에 해당하지 않습니다.⁶⁷⁵

기재되어 있습니다. 또한, 청구인은 청와대 관계자가 “엘리엇[의] 공격[으로 인한] 경영권 방어에 문제”를 포함한 다양한 경제 현안들을 논의한 바 있으며, 업무일지에 “‘삼성-엘리엇 대책’ 대책 지속 강구”가 언급되었다고 주장합니다. 국가 사업에 대한 잠재적 위협 및 재벌 구조 변동을 위한 로비를 고려한 것으로 보이는 이러한 발언은, 국제법상 청구인의 투자에 손해를 입혔다고 주장하는 행위(본건 합병에 대한 국민연금의 찬성표결)와의 인과관계를 증명하기에는 불충분합니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 98 항. 또한, 전하는 바에 따르면, “발언 요지”라는 문건은 삼성물산 주주들이 본건 합병에 대한 찬성 표결을 한 날로부터 일주일 이상 경과된 2015 년 7 월 25 일자 면담를 위해 작성된 것이었습니다. 예컨대, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, (C-286 수정 번역본), R-169, 78 면.

⁶⁷⁴ 예컨대, “‘헤지펀드 먹튀 상관없다?’ ... ‘삼성합병’ ██████ 실행 재계 충격”, 미디어펜, 2017. 6. 9., C-70; “██████ 대통령이 국민연금공단 통해 삼성 경영권 승계 지원했다는 문건 공개”, 한겨레, 2017. 7. 15., C-71; “[전문] ██████ 정부 문건 청와대 추가 브리핑”, YTN, 2017. 7. 20., C-72; “[속보] 靑 ██████ 정부 문건 3 차 발표... ‘보수단체 육성’ ‘국민연금 의결권 개입’ 포함”, 조선비즈, 2017. 7. 20., C-73; “██████ 전 대통령 관련 증거 문건, 더 길고 자세해져”, 중앙데일리, 2017. 7. 21., C-74; (수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 98 항에서 인용).

⁶⁷⁵ 아래 제IV장 제B절 1 참조.

x. 청구인이 주장하는 제2단계(“보건복지부가 국민연금에 본건 합병 찬성을 지시하다”)

430. 청구인이 주장하는 두 번째 단계는 보건복지부가 국민연금에 본건 합병을 승인하도록 지시하였다는 것인데, 이 또한 본 절차에서 협정 위반을 입증하기에 증거가 불충분하며, 한국이 본건 합병을 야기하였음 역시 입증하지 못합니다.
431. 기본적으로, 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방식을 결정하는 주체는 국민연금 투자위원회입니다. 청구인은 보건복지부가 국민연금 투자위원회 위원들 11명 개개인에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 지시하였다는 증거를 제출하지 않고 있습니다. 청구인은 본건 합병이 승인되어야 한다는 내용의 보건복지부 직원들 간의 내부의사교환⁶⁷⁶ 및 보건복지부가 ■ 전 기금운용본부장과 국민연금 특정 직원들에게 전문위원회가 아닌 국민연금 투자위원회가 본건 합병을 결의하도록 하는 지시를 유일한 증거로 제시하고 있습니다.⁶⁷⁷ 설령 보건복지부의 지시를 한국법 위반을 구성하기에 충분한 묵시적 지시로 간주한다 할지라도, 이러한 지시 중 어떠한 것도 국제투자법이 적용되어야 할 수준으로 충분히 구속력있거나 효과적인 것으로, 11인의 투자위원회 위원들에게 대하여 이루어진 것이라고 볼 수 없습니다.
432. 또한, 청구인이 제시한 증거는 중재판정부가 보건복지부의 내부의사교환과 국민연금 투자위원회에서 본건 합병을 결의하도록 하는 지시를 근거로 보건복지부가 국민연금 투자위원회 위원 11명 개인들로 하여금 협정상 의무를 위반하여 본건 합병을 승인하도록 하는 구속력 있는 지시를 내렸다고 추정하기에 불충분합니다. 청구인의 증거를 인정하더라도, 11명의 개별 위원들에게는 어떠한 구속력 있는 지시도 전달된 바가 없습니다. 국제법

⁶⁷⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제103항; 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결 (Exhibit C-79 수정 번역본), R-153, 29면; 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34, 183(병합) 판결, C-69, 44면.

⁶⁷⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제103항. 예컨대, ■ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-2; ■ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-3; ■ 증인진술서, CWS-4 참조. 한국은 재판 과정에서 입수된 “애널리스트들”이 작성한 노트의 정확성을 검증할 수 없어 해당 내용에 동의하지 않으며, 문서제출절차 또는 반대신문을 통해 해당 노트의 신뢰성에 대한 문제가 제기될 경우 그 정확성에 대한 이의를 제기할 수 있는 권리를 유보합니다.

측면에서, 중재판정부에 제시된 증거자료는 청구인이 주장하는 논리적 비약을 인정하기에 불충분합니다.

- (a) 엘리엇 그룹이 본건 합병에 대해 호전적으로 공개적인 반대입장을 표명한 후에 본건 합병에 대한 국민연금의 심의는 대중들로부터 상당한 이목을 끌었습니다.⁶⁷⁸ 보건복지부가 국민연금으로부터 본건 합병에 대한 국민연금의 의사에 관한 보고서를 요청하였다는 사실만으로 국제법상 청구인이 주장하는 인과관계를 입증할 수 없습니다.
- (b) 청구인은 ■ 전 장관이 본건 합병을 승인해야 한다고 언급한 후에 ■ 보건복지부 연금정책국장이 “국민연금이 본건 합병에 찬성하도록 그 의결권행사 방향을 조종하기 위해 국민연금의 ■ 전 기금운용본부장과 만났다”고 주장하고 있습니다.⁶⁷⁹ 또한, 청구인은 3명의 Kobre & Kim 소속 “애널리스트들”이 작성한 것으로 청구인이 제출한 메모를 인용하고 있는데, 해당 애널리스트들은 ■ 전 장관과 ■ 전 본부장에 대한 재판에 출석하였다고 진술하였으며,⁶⁸⁰ 관련 기록에 따르면 ■ 보건복지부 연금정책국장은 자신이 ■ 전 기금운용본부장에게 “S[삼성] 합병을 투자위원회에서 결정하라”고 언급한 바 있다고 증언하였습니다.⁶⁸¹ 청구인은 ■ 보건복지부 연금정책국장이 자신의 증언에서 ■ 전 기금운용본부장이 위 언급내용을 “본건 합병이 투자위원회에서 ‘승인’되어야 함”을 의미하는 것으로 이해하고 있었음을 알고 있었다고 한 진술을 인용하고 있습니다.⁶⁸²
- (c) 본건 중재판정부와 달리, 한국 법원들은 ■의 증언 전체를 고려할 수 있으며 그의 증언으로서의 신뢰성을 판단할 기회가 있습니다. 한국은 한국법원에 제출된 기타 증거와 함께 이러한 증언이 한국법

⁶⁷⁸ “삼성물산 합병 운명, 국민연금의 선택에 달렸다”, 뉴시스, 2015. 7. 7., R-121.

⁶⁷⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 103 항.

⁶⁸⁰ 예컨대, ■ 증언진술서, 2019. 4. 4., CWS-2; ■ 증언진술서, 2019. 4. 4., CWS-3; ■ 증언진술서, 2019. 4. 4., CWS-4.

⁶⁸¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 각주 241.

⁶⁸² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 각주 241.

위반을 입증하는 데 충분한 것으로 볼 수 있는지에 관한 어떠한 입장도 제시하지 않습니다. 다만, 타인이 어떻게 생각하고 있었는지를 알고 있었다고 주장하는 취지로 본건 중재절차 밖에서 이루어진 이러한 전문진술은 보건복지부가 11명의 국민연금 투자위원회 개별 위원들에게 본건 합병 찬성을 명시적으로 지시하였으며, 이러한 지시가 위원들의 찬성투표를 야기하였다는 국제법상 청구인의 입증책임을 충족하기에 부족하다고 보아야 합니다.⁶⁸³

433. 제공된 몇 가지 증거(한국 대법원에 상고심이 진행중입니다)에 따르면, 보건복지부가 ■ 전 기금운용본부장을 비롯한 국민연금 소속 특정 개인들에게 해당 안건을 국민연금 투자위원회에서 결의하도록 지시하였는데, 이는 ■ 전 장관과 ■ 전 본부장에 관한 사건의 형사 사건의 한 판결문에 명시된 바와 같이, 의결권행사지침에 따른 절차요건에 부합하지 않는 것이 아니라 실제로 의결권행사지침의 절차요건에 “보다 충실”⁶⁸⁴ 하다는 판시도 있었습니다.⁶⁸⁵ 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 찬성할 것을 기대하며 이러한 지시가 이루어졌는지, 그리고 동 지시가 한국법상 위법행위에 해당하는지는 한국 법원에서 결정할 문제이나, 협정상의 위반을 판단하기에는 턱없이 부족합니다.

⁶⁸³ 수정 청구서면은 C-69 를 인용하며, 국민연금이 합병 찬성 의결을 하도록 한 보건복지부의 “기본 지침”을 기술한 페이지를 인용하지만, 해당 페이지에서 이러한 취지의 지시는 “암묵적으로 강조”되고 “암묵적으로 전달” 되었으며, 본건 합병에 찬성 표결을 하라는 명시적인 지시는 아니었다는 내용은 배제하고 있습니다. 수정 청구서면, 2019. 4. 4. 7 면; 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183 판결, **C-69**.

⁶⁸⁴ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017고합34(병합) 판결, **C-69**, 60면(“국민연금기금 의결권행사지침상 기금 보유 주식의 의결권은 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사하는 것이 원칙이고, 기금운용본부가 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란한 안건은 전문위원회에 결정을 요청할 수 있도록 되어 있다. P와 Q는 의결권행사지침에 더욱 충실하기 위하여 이러한 표결 방식을 고안하였던 것으로 보이고, 그 과정에서 준법감시인실의 법령 검토까지 거쳤다”).

⁶⁸⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017노1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 32면.

xi. 청구인이 주장하는 제3단계("보건복지부가 국민연금에 전문위원회를 거치지 말 것을 지시하다")

434. 다음으로, 청구인은 보건복지부가 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병을 심의하도록 함으로써 국민연금에 전문위원회를 우회할 것을 지시하였다고 주장하고 있습니다.
435. 국민연금 투자위원회에서 본건 합병을 우선 심의하였다 할지라도, 투자위원회는 여전히 본건 합병을 전문위원회에 부의할 수 있다는 점에서, 전문위원회를 불법적으로 "우회"했다는 청구인의 주장은 사실과 모순되는 잘못된 판단입니다.⁶⁸⁶
436. 청구인은 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 국민연금이 1개월 전인 2015년 6월에 SK 합병에서 취한 접근방식을 지적하고 있습니다.⁶⁸⁷ 위 제120항 내지 제123항에서 논의한 바와 같이, 책임투자팀 자체적으로 SK 합병 안건을 전문위원회로 부의해야 한다고 결정하여 국민연금 투자위원회에 SK 합병을 심의할 수 있는 기회를 주지 않았다는 사실은 의결권행사지침에 따라 요구된 것이라거나, 국민연금이 따라야 하는 구속력 있는 선례에 해당함을 의미하지 않습니다.⁶⁸⁸

xii. 청구인이 주장하는 제4단계("국민연금이 본건 합병의 경제적 실체를 은폐하고자 합병비율 계산을 조작하다")

437. 제시된 "10가지 단계" 중 다음 단계는, 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하고자 허위의 계산결과를 도출하기 위해 국민연금이 삼성물산과 제일모직 간의 합병건에서 예상되는 합병비율에 관한 국민연금의 내부적인 추정치를 조작하였다는 청구인측의 주장을 내용으로 합니다.

⁶⁸⁶ 국민연금기금 의결권 행사지침을 언급하는 위 제48항-제50항 및 제112항, 2014. 2. 28. (C-309 수정 번역본), R-57, 제8조 제(2)항; 국민연금기금운용규정, 2015. 6. 9. (C-194 수정 번역본), R-99, 제5조 제(5)항 제(4)호 참조.

⁶⁸⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제108항.

⁶⁸⁸ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 수정 번역본), R-57, 제8조 제(1)항("기금이 보유하고 있는 주식의 의결권은 국민연금공단이 기금운용본부에 설치한 투자위원회의 심의·의결을 거쳐 행사한다.")(강조추가) 참조.

438. 이하에서 설명드리는 바와 같이, 합병비율을 주관적으로 계산할 경우 신뢰성이 없고, 사용된 입력값과 분석 수행 주체에 따라 변동이 크기 때문에, 본건 합병비율은 법령산 기준에 의거하여 산출되었습니다. 따라서 비록 한국은 국내 법원에서 심리하고 있는 혐의에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다만, 국민연금이 자체 내부 분석자료에 몇 가지의 가능한 합병비율을 계산해 놓았다는 사실은 그 자체로서 청구인이 주장하는 부당한 행위에 대한 증거가 될 수 없습니다. 한국 법원들도 관련 사실에 대해 논의한 바 있으나, 이러한 사실들은 위법한 행위의 책임에 대한 근거로 작용한 바 없습니다.⁶⁸⁹
439. 실무상, 합병비율을 산정함에 있어 다수의 애널리스트들이 여러 가지 방법을 적용하며, 합병비율에는 이를 결정하는 자의 주관적인 판단이 반영됩니다. 그 예로, 청구인이 인용하는 합병비율의 분석을 수행한 ISS⁶⁹⁰는 6일 만에 본건 합병에 대한 적정 비율의 계산 값을 1(제일모직) : 0.95(삼성물산)에서 1(제일모직) : 1.21(삼성물산)로 변경하였습니다.⁶⁹¹ Deloitte 및 KPMG는 각각 1(제일모직):0.38(삼성물산)과 1(제일모직):0.41(삼성물산)으로 산정하였는데,⁶⁹² 두 가지 비율 모두 국민연금 투자위원회가 제시한 1:0.46의 비율과 근소한 차이를 보일 뿐입니다.⁶⁹³ 반면, Ernst & Young이 계산한 합병비율은 1(제일모직) : 1.61(삼성물산)로, ISS의 계산값에 보다 가까운 비율이었습니다.⁶⁹⁴

⁶⁸⁹ 현재까지, 서울고등법원은 적정 합병비율 산정이 주관적이고 신뢰하기 어려운 성격을 갖는다는 점을 인정하고, 해당 합병비율에 따른 본건 합병으로 인하여 국민연금에 초래되었다고 주장하는 손해의 산정 결과는 인정하지 않았습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (C-79 수정 번역본), **R-153**, 65-66 면. 그러나, 위 판결은 현재 상고심 진행 중이며 한국은 국민연금이 “적정” 합병비율 산정에 사용한 방법에 대한 적절성에 대해 어떠한 입장도 취하지 않습니다.

⁶⁹⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 68 항; ISS Special Situations Research, “삼성물산: 제일모직과의 합병안”, 2015. 7. 3., **C-30**.

⁶⁹¹ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 49 면 (“최초보고서 합병비율 1:0.95 는 삼성생명 및 삼성바이오의 가치변경에 따라 정정(7. 9)”). ISS Special Situations Research 에서 산정한 ISS 의 최초 비율 1:0.95, “삼성물산: 제일모직과의 합병안”, 2015. 7. 3., **C-30**, 2 면, 17 면 참조.

⁶⁹² 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., 18 면.

⁶⁹³ 예컨대, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 9 면 참조.

⁶⁹⁴ 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석”, 2015. 7. 10., **R-127**, 18 면.

440. 삼성물산이 보유하고 있었던 상장 계열사들의 주식 가치평가와 관련하여, 증거에 따르면 국민연금은 삼성물산을 삼성그룹의 사실상 지주회사로 취급해야 한다고 판단하였으며, 이를 토대로 국내 다른 지주회사들의 경우를 참고하여 41%의 계열사 할인율(affiliate-company discount rate)을 적용하였음을 알 수 있습니다.⁶⁹⁵ 피청구국측 증인인 Mr. ■■■■■는 이러한 방식의 적절성을 인식하고 있습니다.⁶⁹⁶ 한국에서 지주회사들에게 적용되는 할인율은 최고 60%이며, 투자 시장에서는 경험칙에 따라 대개 30-40%의 할인율을 적용해오고 있습니다.⁶⁹⁷ 실제로, 한화투자증권의 분석에 따르면 한화투자증권은 다른 지주회사들에 적용했던 것과 마찬가지로 본건 합병으로부터 발생하는 신설회사의 가치를 평가함에 있어 50%의 계열사 할인율을 적용하였습니다.⁶⁹⁸
441. 이와 유사하게, 당시 공개된 정보를 토대로 삼성 바이오로직스에 대한 삼성물산의 지분을 평가함에 있어, 다수의 증권 애널리스트들이 매우 다양한 가치평가 결과를 도출하였습니다. 12개의 여러 증권사들이 평가한 삼성 바이오로직스의 주식 가치는 본건 합병 공식 발표 이전 기준으로 최소 1조5천억원에서 최고 19조3천억원(각각 약 미화13억달러 및 미화163억달러)이며, 본건 합병 공식 발표 이후 기준으로 최소 5조9천억원에서 최고 36조원(각각 약 미화50억달러 및 미화304억달러)입니다.⁶⁹⁹ 안진회계법인, 삼정회계법인 및 ISS가 산정한

⁶⁹⁵ 국민연금 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석", 2015. 7. 10., **R-127**, 30 면 ("삼성물산이 보유하고 있는 삼성전자 등 상장주식은 할인율(41%, 투자자산 비중 높은 기업의 평균할인율)을 적용").

⁶⁹⁶ Mr. ■■■■■ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 16 항("또한 엘리엇은, 삼성물산은 실질적인 지주회사이고, 다른 삼성그룹 계열사들의 주식을 보유하고 있었기 때문에, 삼성그룹 내에서 계열사들에 긍정적인 결과를 야기하는 지배구조 변경에 따른 이득을 얻게 될 것이라는 평가를 내렸습니다.").

⁶⁹⁷ 장원석, "한국 지주회사들이 대폭 할인된 순자산가치로 거래하는 이유" (2017) 제 4 권 제 1 호 Case Studies Business and Management 77 면, **DOW-34**, 77 면.

⁶⁹⁸ 한화투자증권, "제일모직과 삼성물산의 합병: 소액주주를 위한 투자전략 제안", 2015. 6. 15., **R-101**.

⁶⁹⁹ 국민연금 기금운용본부, "제일모직/삼성물산 합병 관련 분석", 2015. 7. 10., **R-127**, 26 면.

주식가치는 각각 8조 9,369억원, 8조 5,660억원 및 1조 5,200억원(각각 미화75억달러, 미화72억5천만달러 및 미화13억 달러)입니다.⁷⁰⁰

442. Mr. Boulton QC가 제공한 아래 표⁷⁰¹에 표시된 국민연금의 가치평가⁷⁰² (초록색 표시)에서 볼 수 있듯이, 국민연금 투자위원회가 채택한 가치평가는 당시의 시장 가치평가와 큰 차이를 보이지 않았습니다. 현재 청구인은 삼성 바이오횰직스에 대한 자체적인 가치평가에 관해 어떠한 증거도 제시하지 않고 있습니다.

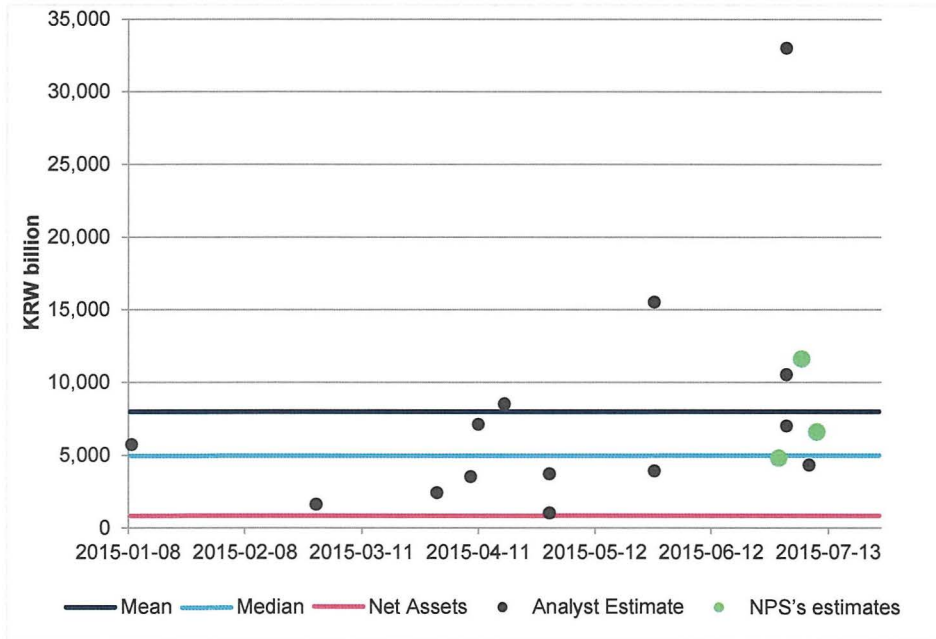


그림 13: 삼성 바이오횰직스에 대한 다양한 추정치

443. 매우 다양한 독립적인 가치평가와 이에 대한 국민연금의 추정치를 고려하면, 국민연금의 가치평가가 “극히 과장되었으며” “전적으로 부실한 방법에 기초한 것으로서 삼성 바이오횰직스의 가치를 부정하게 부풀려서 반영하고 있다”라는 청구인의 주장⁷⁰³은 지나친 것이며, 무엇보다 국제법상 근거가 없습니다.

⁷⁰⁰ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20, 43 면.

⁷⁰¹ Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., CER-3, 40 면, 그림 19.

⁷⁰² 서울고등법원 판결문에 따르면, 2015 년 6 월 30 일에 4.8 조원, 2015 년 6 월 6 일에 11.6 조원으로 추정하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (C-79 수정 번역본), R-153, 21-22 면.

⁷⁰³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 122 항.

어떠한 경우에도 국민연금(또는 해당 사안의 경우 한국)이 삼성바이오로직스의 가치가 부정하게 과대평가 되었다는 혐의에 대하여 알고 있었다는 증거가 없는 바, 청구인은 이를 주장할 수 없습니다.

444. 한국 법원들이 한국법상 삼성 바이오로직스의 가치평가나 국민연금의 “적절한” 합병비율 산정과 관련하여 부정한 행위가 있었음을 인정한다 할지라도, 독립적인 외부 당사자들이 유사한 결과를 도출했다는 사실은, 청구인이 국제법에 따라 “적절한” 합병비율 산정과 관련된 위법행위가 없었더라면 국민연금이 본건 합병에 반대하는 의결권을 행사하였을 것이라는 점을 입증할 수 없음을 의미합니다. 실제로 국민연금이 직접 비율을 산정하지 않았더라면, 국민연금 투자위원회는 외부 애널리스트들의 매우 다양한 추정치(이중 다수는 국민연금 자체 산정 수치 범위 내에 있었습니다)만을 고려하였을 것입니다.

xiii. 청구인이 주장하는 제5단계(“본건 합병의 경제적 실체를 더욱 은폐하고자 국민연금은 허구의 ‘시너지 효과’를 만들어 내기 위한 역산을 수행하다”)

445. 청구인은 국민연금 리서치팀이 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하기 위해 시너지 효과의 금액을 “역산”했다고 주장하고 있습니다.⁷⁰⁴ 위 주장에 따라 현재까지 한국 법원은 당시 국민연금 투자위원회가 허위의 정보를 제공받았고, 그것이 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결에 영향을 미쳤다고 보고 있습니다.⁷⁰⁵ 한국은 상고심이 진행 중인 사건에 대해 입장을 개진하지 않습니다.
446. 그럼에도 불구하고 합병비율 예상치의 경우와 마찬가지로, 청구인은 시너지 효과에 대한 부적절한 산정이 없었다면 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 반대하는 결과를 초래하는 시너지 계산결과를 제공받았을 것이라는 주장을 입증하지 못하였습니다. 다시금, James Dow 교수가 설명하는 바와 같이, 몇몇 독립적 시장참여자들은 본건 합병에 따른 가치 증대를 예상하였고, 이러한 시장의 낙관론이 본건 합병 공식 발표 시에 삼성물산과 제일모직의 상당한

⁷⁰⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 124 항.

⁷⁰⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14., 선고 2017 노 1886 판결 (C-79 수정 번역본), R-153, 34-36 면.

가치 상승에 반영되었으며, 이로써 시장은 본건 합병이 기업들에게 이익이 될 것으로 예상하였음을 알 수 있습니다.⁷⁰⁶

447. 더욱이, 2015년 7월 10일 국민연금 투자위원회 심의가 진행되는 동안, 국민연금 투자위원회 위원들이 리서치팀이 제출한 수치들을 단순하게 받아들이기보다는 오히려 “지나치게 낙관적인 것이 아니냐”며 이의를 제기하였으며,⁷⁰⁷ 제공된 정보의 미비점을 감안하고 심의를 거친 후에 투표를 행사하였음은 명백한 사실입니다. 실제로, 국민연금 투자위원회 회의에서 합병 시너지에 대한 향후 전망을 근거로 미래가치를 평가하는 것은 “구체화하기 어렵거나 검증이 곤란”하다는 지적이 있었습니다.⁷⁰⁸
448. 또한, 기록에 따르면 국민연금 투자위원회 위원들이 삼성그룹 기업지배구조의 변화, 본건 합병 발표 후 각 회사의 주가 인상, 삼성그룹 전체 주가에 대한 영향 및 주식시장과 경제 전반에 대한 영향력 등 본건 합병으로 인해 예상되는 기타 이점들을 고려하였음을 알 수 있습니다.⁷⁰⁹ 같은 시기에 작성된 애널리스트 보고서는 삼성그룹의 기업구조가 안정화됨에 따라 본건 합병이 삼성물산 주가와 삼성 계열사들(삼성물산 및 제일모직을 비롯하여 국민연금은 그 중 총 17개의 계열사에 투자하였습니다⁷¹⁰)의 주가를 전반적으로 인상하는 결과를 가져올 것으로 기대된다고 명시하고 있습니다.⁷¹¹
449. 반면, 일부 애널리스트들은 본건 합병이 무산될 경우 삼성물산과 삼성그룹 전체의 갑작스런 주가 하락을 초래할 것으로 예상하였습니다.⁷¹² 청구인이 인용하고 있는 ISS 보고서는 본건 합병이 실패할 경우 삼성물산 주가가 약

⁷⁰⁶ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27. **RER-1**, 제 55 항.

⁷⁰⁷ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 12 면.

⁷⁰⁸ 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 11 면 (“합병 시너지에 대한 향후 전망을 근거로 미래가치를 현재 시점에서 긍정적이라 평가하는 것은 한계가 있음. 특정하기 어렵거나 검증이 곤란함.”).

⁷⁰⁹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 45 면.

⁷¹⁰ 제 110 항 표 3 참조.

⁷¹¹ 예컨대, 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015. 6. 22., **R-107** 참조.

⁷¹² 마찬가지로, 삼성엔지니어링과의 합병안이 무산된 이후 삼성중공업의 주가는 급락하였습니다. “삼성중공업, 삼성엔지니어링과의 합병무산 ... 주가 급락”, 연합뉴스, 2014. 11. 12., **R-70**.

22.6% 하락할 것으로 예측하였습니다.⁷¹³ 국민연금 자산 550조원 중 약 23조원을 삼성그룹 주식에 투자한 상황에서, 국민연금 포트폴리오에 5조원(약 미화42억달러)을 상회하는 손실이 발생할 수도 있었습니다. 국민연금 투자위원회 위원들은 단지 삼성물산과 제일모직의 개별 주식만을 기준으로 의사를 결정한 것이 아니라, 국민연금 규정에 따라 국민연금 포트폴리오 전반에 대해 주주 가치에 관한 “장기적이고 안정적인 전망”을 고려해야 했습니다.⁷¹⁴

450. 예컨대, 국민연금 보고서에 따르면, 대기업들이 지주회사구조로 전환할 경우 이들의 전체 가치는 약 15.3% 증가될 수 있습니다.⁷¹⁵ 국민연금이 보유한 삼성그룹사 주식의 가치가 15% 증가될 경우 국민연금은 약 3.5조원(약 미화 30억달러)의 수익을 얻게 될 것입니다.⁷¹⁶
451. 물론, 이러한 구조조정이 기업의 시장가치를 개선할 지 여부 및 그 개선의 정도는 재벌에 따라 달라질 것이고 이를 실현하기 위해서는 시간이 소요됩니다. 또한, James Dow 교수가 설명한 바와 같이 이러한 구조조정 만으로는 LG와 SK 등 한국 그룹들이 지주회사구조로 전환한 이후에도 계속되고 있는 “재벌 디스카운트”를 제거하기에 부족합니다.⁷¹⁷ 그럼에도 불구하고, 서울중앙지방법원이 판시한 바와 같이, “기업지배구조의 변경”에 따른 잠재적 영향⁷¹⁸과 본건 합병이 이러한 절차의 첫 번째 단계로 간주된다는

⁷¹³ ISS Proxy Advisory Services Report, 2015. 7. 3, **C-30**.

⁷¹⁴ 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 수정 번역본), **R-57**, 제 4 조(“기금은 장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사한다.”). 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 45-46 면 참조.

⁷¹⁵ 운용전략실 국내주식운용실, “주요 그룹들의 기업지배구조 개혁 가능성에 대한 검토 검토”, 2014. 5. 15., **R-61**, 1면, 12면. 본 보고서는 본건 합병으로부터 약 1년 전인 2014년 5월에 작성되었습니다.

⁷¹⁶ 3.5조원은 2015. 6. 말 기준 국민연금이 보유하고 있는 전체 삼성그룹에 대한 지분의 총 시장가액(즉, 23.19조원(위 표3 참조))에 15.3%의 인상분을 곱한 값입니다.

⁷¹⁷ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제162항-제164항.

⁷¹⁸ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016가합510827 판결, **R-20**, 45면 (“오히려 투자위원회에 제공된 ‘이 사건 합병 관련 분석’등 첨부자료(갑 제55호증)에 의하면, 합병시너지는 이 사건 합병의 효과를 판단하는 하나의 기준에 불과하고 그 밖의

사실이 국민연금 투자위원회 위원들이 국민연금의 본건 합병에 대한 승인 여부를 심의함에 있어 고려되었다는 것은 분명합니다. 청구인 스스로도 “미래세대를 위해 기금의 안정성을 확보하기 위해, 단기적이고 위험한 수익보다는 장기적인 수익을 우선시해야 하는” 국민연금의 책임에 대해 인지하고 있습니다.⁷¹⁹

452. 따라서, 한국 법원이 국민연금 투자위원회에 제시된 잠재적 시너지의 계산이 부적절하게 수행된 것이라고 판단한다 할지라도, 청구인은 국제법 측면에서 동 사실이 국민연금 투자위원회 위원 12명 전원이 각각 본건 합병에 찬성 투표하는 결과를 초래하였음을 입증하지는 못하고 있습니다.

xiv. 청구인이 주장하는 제6단계(“국민연금 기금운용본부장이 본건 합병에 유리하도록 투자위원회 구성을 조작하다”)

453. 청구인은 국민연금 ■ 전 기금운용본부장이 자신과 친분이 있는 위원들을 비롯해 국민연금 투자위원회를 본건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 영향력을 행사할 수 있는 자들로 “구성”하기 위한 조치를 취했다고 주장하고 있습니다.⁷²⁰ 이러한 주장은 제시된 증거에 의해 뒷받침되고 있지 않으며, 오히려 청구인의 주장은 한국 법원들의 판시사항과 반대됩니다.⁷²¹

454. 국민연금 기금운용규정 제7조 제1항 및 동 규정 시행규칙 제16조에 따라, 기금운용본부장은 각 회의 마다 3명의 국민연금 투자위원회 위원들을 “지명”합니다.⁷²² 청구인이 인용하고 있는 한국 법원 판결문에 따르면,

지배구조변화, 종목별 주가 영향, 삼성그룹사 주가 영향, 주식시장 영향, 경제 영향, 합병 무산 시 기금운용에 미칠 영향 등이 전반적으로 고려되었다.”).

⁷¹⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제198항.

⁷²⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 128 항.

⁷²¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 128 항. 서울고등법원은 그 판결문(현재 상고심이 진행중입니다)에서 ■ 전 본부장이 지명한 위원들이 ■ 전 본부장과 친분이 있어 본건 합병 안건을 찬성 표결하였다고 볼 만한 증거가 없으며, 또한 ■ 전 본부장이 업무상 임무를 위배하여 이들을 지명하였다는 점을 인정할 만한 증거가 없다고 판단하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), R-153, 58-59 면.

⁷²² 국민연금기금 운영규정 시행규칙, 2011. 12. 28, C-109, 제 16 조 제 1 항; 국민연금기금 운영규정 시행규칙, 2015. 5. 26., C-177, 제 7 조 제 1 항.

국민연금 운용전략실이 3명의 위원들을 추천하고 기금운용본부장이 이들의 임명을 승인하는 것이 과거의 관행이었다고 설명하고 있습니다.⁷²³

455. 청구인은 본건 합병 의결권 행사에 관한 회의에서 ■ 전 기금운용본부장이 본건 합병에 유리하도록 “조작”하기 위한 목적으로 위 3명의 국민연금 투자위원회 위원들을 직접 지명했다고 주장하고 있습니다.⁷²⁴ 다만, 이러한 주장을 뒷받침하는 증거는 존재하지 않습니다 (이들이 12명 체제의 위원회에서 단지 3명에 해당한다는 점도 마찬가지입니다). 본건 합병을 위해 취한 접근방식은 국민연금의 내부규정을 따른 것으로 투자위원회를 (보다 많은 수의 위원들을 운용전략실 외부인들로 구성하여) 보다 다양한 구성원들로 조직할 수 있도록 하였습니다.

456. ■ 전 기금운용본부장은 다음과 같이 국민연금 산하의 산하의 서로 다른 3개 팀에서 3명의 위원들을 지명하였습니다: (a) 투자전략팀 ■; (b) 패시브투자팀 ■; 및 (c) 리스크관리팀 ■.⁷²⁵ 결과적으로, ■와 ■만이 본건 합병에 찬성 의결권을 행사하였습니다.⁷²⁶ 청구인 주장과 달리, 서울고등법원(상고심이 진행 중입니다)은 “■와 ■이 피고 [■]와의 친분으로 인한 영향을 받아 본건 합병에 찬성 의결권을 행사했다는 증거가 없다”고 판시하였습니다.⁷²⁷

xv. 제 7 단계: 국민연금 기금운용본부장은 투자위원회 위원들로 하여금 본건 합병 안건에 찬성하도록 압박하다

457. 청구인은 ■ 전 기금운용본부장이 국민연금의 다른 구성원들로 하여금 본건 합병에 찬성하도록 “압력을 행사”하였다고 주장합니다. 기본적으로, 이러한

⁷²³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 128; 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183 (병합) 판결, **C-69**, 49-50 면; 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 20 면 (“운용전략실(Management Strategy Office)”이 아닌 “투자전략팀(Investment Strategy Division)”으로 번역).

⁷²⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 128 항.

⁷²⁵ 기금운용본부 운용전략실, 투자전략팀, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015. 7. 10., **R-128**, 1-2 면.

⁷²⁶ ■은 본건 합병 안건에 대해 “중립”으로 표결하였습니다. 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 28 면, (마) 참조.

⁷²⁷ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 58 면.

주장이 사실이라 할지라도, ■ 전 기금운용본부장은 한국 정부 소속이 아니었습니다. 또한, 청구인은 ■ 전 기금운용본부장이 국민연금 투자위원회의 찬성 결과를 보장할 수 있을만큼 충분한 수의 위원들에게 영향을 미쳤음을 보여주는 어떠한 증거도 제출하지 않았습니다.

458. 증거에 따르면 ■ 전 기금운용본부장은 관련 국민연금 투자위원회 일부 위원들에게 본건 합병에 대한 자신의 의견을 표명한 것으로 보입니다. 청구인이 기술하였듯이,⁷²⁸ 해당 의견 표명은 국민연금 투자위원회 회의 정회 중에 이루어졌으나 청구인이 당일 ■ 전 기금운용본부장과 이야기를 나누었다고 주장하는 위원들 5명 중 2명만이 본건 합병에 찬성하였으며 3명은 기권하였습니다.⁷²⁹

459. ■ 전 기금운용본부장에 대한 상기 혐의에 대한 재판은 대법원에서 계속 중이며 한국은 혐의의 사실 여부에 대해 본 서면에서 어떠한 입장도 취하지 않습니다. 그러나, ■ 전 기금운용본부장이 한국법상 의무를 위반하였다는 판결이 내려지더라도 이는 국제법상 청구인의 주장을 뒷받침하는 인과관계를 입증하기에는 불충분합니다. 청구인은 ■ 전 기금운용본부장이 기껏해야 국민연금 투자위원회의 8명의 찬성표 위원 중 2명의 위원에 부적절하게 영향을 미쳤을 경우, ■ 전 기금운용본부장의 행위가 위법인지 여부를 불문하고, 그 행위와 본건 합병 승인간 상당인과관계가 있음을 입증한 바 없으며, 입증할 수도 없습니다.

xvi. 제 8 단계: 국민연금과 보건복지부가 전문위원회를 침묵시키다

460. 청구인은 ■ 전문위원회 위원장이 기금운용지침 제5조 제5항 제6호에 따른 위원장으로서 전문위원회 회의를 소집할 수 있는 직권을 행사하였으나 국민연금과 보건복지부가 전문위원회를 “침묵”시켰다고 주장합니다.⁷³⁰ 청구인은 이러한 주장이 의미하는 바가 무엇인지 설명하지 않았으며, 한국은 이에 대한 추측을 하지 않을 것입니다만, 국민연금과 보건복지부가 전문위원회를 “침묵”시켰다는 주장을 뒷받침하는 어떠한 사실도 존재하지

⁷²⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 130 항.

⁷²⁹ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결(C-79 수정 번역본), R-153, 25-26 면.

⁷³⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 132 항.

않습니다.⁷³¹ 실제로 9명의 전문위원회 위원들 전원이 2015년 7월 14일 6시간 소요된 회의에 참석하였으며,⁷³² 2015년 7월 17일 본건 합병안에 대한 결정이 전문위원회에 부의되었어야 한다는 입장을 표명하는 보도자료를 발표하였습니다. 이는 “침묵”과는 상당히 거리가 멉니다.⁷³³

xvii. 제 9 단계: 국민연금의 의결권행사로 본건 합병이 성사되다

461. 다음으로 청구인은 국민연금이 본건 합병을 반대하였다면 본건 합병은 결의 요건인 출석주주 의결권의 2/3을 확보하지 못하였을 것이므로 국민연금의 의결권 행사로 인하여 본건 합병이 성사되었다고 주장합니다.⁷³⁴
462. 위 제IV장 제A절 2(a)에서 말씀드린 바와 같이, 국민연금의 지분은 그 자체만으로는 본건 합병을 통과시키기에 충분하지 아니하였고 국민연금 외 다른 주주들 또한 본건 합병에 찬성하였습니다. 본건 합병은 출석한 주주 의결권의 69.53%의 찬성으로 통과되었으며, 위에서 설명한 바와 같이 국민연금은 발행주식 총 수의 11.21%를 보유하고 있었는데 이는 단지 총 출석 주주의결수의 약 13%에 해당할 뿐이었습니다. 본건 합병에 찬성한 삼성물산 주주들 중에는 세계 유수의 기관투자자들을 포함한 외국의 투자기구들이 포함되어 있습니다.⁷³⁵ 간단한 산수지만 다시 한 번 말씀드리면,

⁷³¹ 지금까지 한국 민사법원과 형사법원은 모두 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금 표결 방식을 결정하였다는 사실은 그 자체로 잘못된 것은 아니라고 판시하였습니다. 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 43 면 (“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.”); 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고평 34, 183 (병합), **C-69**, 63 면 (“투자위원회 의결 자체가 피고인의 임무위배행위가 될 수는 없다.”). 또한 서울고등법원은 이러한 원심판결에 대해 달리 판단하지 않았습니다.

⁷³² 보건복지부, “2015 년 3 차 의결권행사 전문위원회 회의 결과 보고”, 2015. 7. 14., **R-136**. 보건복지부, 국민연금, 2015 년 3 차 국민연금기금 의결권행사 전문위원회 보고 안건 (No. 15-3), “2015 년 국민연금 기금운용본부 산하 30 차 투자위원회의 결정을 초래한 사안”, 2015. 7. 14., **R-135**.

⁷³³ 의결권행사 전문위원회, 보도자료, 2015. 7. 17., **C-44**.

⁷³⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 135 항.

⁷³⁵ 위 제 138 항 참조.

11.21%의 지분으로는 본건 합병이 통과되기 위해 필요한 출석주주 의결권의 과반수인 2/3의 의결권을 행사하는 것이 불가능합니다.

463. 일부 한국 법원은 국민연금이 일종의 “캐스팅 보트”를 쥐고 있었다고 판결한 바 있으나,⁷³⁶ “캐스팅 보트”라는 용어가 무엇을 의미하는지는 정의하지 않고 있습니다. 위에서 논의한 바와 같이, 국민연금이 본건 합병에 찬성한다는 사실을 발표한 2015년 7월 10일자 언론 보도에도 불구하고 당시 본건 합병이 주주총회에서 의결될지 여부는 전혀 불확실하였습니다.⁷³⁷ 삼성물산의 발행주식총수의 2.42%를 보유한 주주라면 모두 투표 결과를 바꿀 수 있는 “캐스팅 보트”를 쥐고 있다고 볼 수 있었습니다. 이러한 주주에는 발행주식 총수의 4.12%를 보유하였으며 본건 합병에 찬성 의결권을 행사한 한국투신운용도 포함됩니다. 따라서 국민연금이 “캐스팅 보트”를 쥐고 있었다면 한국투신운용 또한 “캐스팅 보트”를 쥐고 있었다고 보아야 타당합니다. 마찬가지로, GIC의 의결권과 ADIA 또는 SAMA의 의결권을 합산한 의결권 또한 투표의 결과를 바꾸기에 충분했으므로 싱가포르, 사우디아라비아, 아부다비 국부펀드 또한 캐스팅 보트를 쥐고 있었다고 보아야 합당합니다.

464. 국민연금의 본건 합병에 대한 지지가 보도된 후에도 본건 합병에 대한 표결 결과가 불투명했다면, 협정 상의 의무 위반 여부를 판단하기 위한 목적상 국민연금의 의결권 행사로 본건 합병이 성사되었다고 볼 수 없습니다.

xviii. 제 10 단계: 한국의 위법행위 전모가 드러나다

465. 마지막으로, 청구인이 주장하는 (상기 본건 합병 표결로 마무리되었어야 하는) 인과관계의 어떠한 단계에도 해당하지 않음에도 불구하고, 청구인은 ■ 전 대통령, 보건복지부 및 국민연금 관계자들에 대해 진행 중인 형사재판이 한국의 위법행위 “전모”를 드러낸다고 주장합니다. 보다 구체적으로, 청구인은 2016년과 2017년에 과거 은폐되었던 “■ 전 대통령, 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위가 비리, 그리고 인기없는 외국인 투자자보다 국내 재벌기업 가문에 유리한 차별 대우의 결과물이었음이 명백해졌다”고 주장합니다.⁷³⁸

⁷³⁶ 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183 (병합), **C-69**, 14 면; 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**, 9 면.

⁷³⁷ 위 제Ⅱ장 제 B 절 8 참조.

⁷³⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 138 항.

466. ■ 정부가 행한 위법행위의 “전모”는 한국 법원이 판단할 문제로, 한국은 본 반박서면에서 이에 대한 의견을 개진하지 않습니다. 본 반박서면 전반에 걸쳐 설명한 바와 같이, 청구인이 법원 판결의 최종 결과에 관계없이 아직 확정되지 않은 법원 판결을 인용하는 것은 국제법상 협정에 대한 위반을 입증하기에 불충분하다는 사실에 대해서는 부연 설명이 필요 없을 것입니다. 청구인은 ■ 전 대통령의 부정행위를 선정적으로 이용하고 있으나, 이는 청구인이 충족해야 하는 국제법상의 기준을 바꾸지 못할뿐더러 청구인이 이러한 기준을 충족하지 못하였다는 사실에도 변함이 없습니다. 또한, 청구인의 선정적 접근으로 인해 청구인측 주장의 핵심(즉, 다른 주주가 합병안에 달리 투표했어야 한다는 소수주주 1인의 이의제기)이 달라지지도 않습니다.

* * *

467. 청와대 또는 보건복지부 직원들의 본건 합병 승인에 관한 진술, ■ 전 기금운용본부장이 국민연금 투자위원회 위원 11명 중 일부에게 한 발언, 그리고 관련 사안에 대한 한국 법원의 최종 판결과 관계없이, 위 분석에 따르면 청구인의 주장이 입각하고 있는 인과관계의 사슬에 다수의 단절이 존재함을 알 수 있습니다. 이러한 단절 중 한 가지만 살펴보아도 청구인이 주장하는 한국의 위법행위가 본건 합병 승인의 원인이었다는 청구인의 주장이 타당하지 않음을 알 수 있습니다.

c. 청구인이 주장하는 한국의 위법행위가 “없었더라도”, 국민연금 투자위원회는 본건 합병을 승인하였을 수도 있습니다

468. 앞에서 살펴본 바와 같이, 청구인의 “10가지 단계” 설명은 청구인이 주장하는 한국의 위법행위(즉, 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 대하여 청와대, 보건복지부 또는 국민연금에 혐의가 제기된 위법한 영향력)가 없었더라면 본건 합병이 통과되지 않았을 것임을 입증하지 못합니다.

469. 청구인은 자신이 주장하는 위법한 영향력과 국민연금의 찬성 표결 사이에 “조건적 인과관계”가 성립한다는 점을 입증하지 못하였을 뿐만 아니라 이를 명시적으로 주장하고 있지도 않으며, 이는 “그 자체로 자명한 사실”⁷³⁹도 아닙니다. 청구인은 인과관계에 대한 자신의 주장이 취약하다는 것을 알고

⁷³⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 84 항.

있는 듯합니다. 청구인은 기껏해야 그러한 부당한 영향력이 없었다면, 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성표결은 “승인되지 않을 것 같았으며”⁷⁴⁰ 국민연금이 본건 합병에 반대표를 행사할 것이 “거의 확실시” 되었다고 밖에 주장할 수 없습니다.⁷⁴¹ 이러한 모호함은 청구인의 “조건적 인과관계” 주장에 치명적입니다. *Bilcon v Canada* 사건에서 적용된 판단 기준을 적용하면,⁷⁴² 협정상 제소 절차(Treaty-compliant process)에 있어서 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라는 점이 “개연성이 아주 높다”거나 “충분히 확실하다”라고 할 수 없다면, 인과관계는 성립하지 않습니다. *Bilcon v Canada* 사건의 중재판정부는 아래와 같이 판결하였습니다:

앞에서 설명한 대로, Chorzów 사건에서 상설국제사법재판소 (PCIJ: the Permanent Court of International Justice)이, Genocide 사건에서 국제사법재판소가, 명확하게 밝힌 기준을 적용하면, 중재판정부는 북미자유무역협정 위반과 투자자들이 주장하는 손해 간의 인과관계가 성립하지 않는다는 결론에 도달할 수밖에 없다. 중재판정부는 Whites Point Project가 가상의 북미자유무역협정의 제소 JRP 절차(NAFTA-compliant JRP Process)로 인해서 승인되었을 것이라는 현실적인 가능성에 대해서 의심의 여지가 없으나 이러한 결과의 발생이 “개연성이 아주 높다”거나 “충분히 확실하다”라고 말할 수 없다”.

중재판정부의 견해로는, 북미자유무역협정의 제소 JRP 절차 (NAFTA-compliant JRP Process)의 다양한 결과들을 합리적으로 상상하는 것이 가능하다. [...]

따라서 중재판정부는 관할권 및 책임에 관한 판정(Award on Jurisdiction and Liability)에 포함된 다수의 사실 인정에 기초하여, 즉, 투자자들은 공정하고 자의적이 아닌 방식으로 Whites Point Project의 환경 영향 평가가 이루어질 수 있는 기회를 박탈당하였다는 사실인정을 근거로 하여, 당사자들 간에 사실상

⁷⁴⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 115 항.

⁷⁴¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 65 항.

⁷⁴² *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해에 대한 중재판정, 2019.1.10., **RLA-90**.

다툼이 없는 손해 외의 추가 손해는 입증되지 않았다는 결론을 내릴 수밖에 없다. 특히, 투자자들은 Whites Point Project가 필요한 모든 승인을 취득하고 수익성 있게 운영될 수 있었을 “개연성이 아주 높다”거나 “충분히 확실하다”라는 점을 입증하지 못하였다.⁷⁴³

470. *Bilcon* 사건의 북미자유무역협정상 의 제소 심의 절차(NAFTA-compliant review process)에서 신청이 기각된 것과 마찬가지로, (중재판정부가 관할권 및 책임에 대해 한국의 주장에 반하는 결정을 내리는 경우라도)본 건 국민연금 표결은 본건 합병에 대한 찬성 표결로 귀결될 수도 있었습니다. 실제로 청구인은 소수주주 한 명이 다른 내부절차를 따랐을 때 합병에 대해 어떻게 투표했을 것인지를 중재판정부가 판단할 수 있을 것이라고 진지하게 기대하고 있을지도 없고, 마찬가지로 주주가 마음대로 활용할 수 있는 투표권에 대하여 어느 소수주주가 어떻게 투표해야 했던 것인지를 결정하는 것 역시 본 중재판정부가 결정할 사항이 아닌 것입니다.

471. 위 제II장 제A절 2.b.i에서 말씀드린 바와 같이, 의결권행사지침을 읽어보기만 해도, 본건 합병과 같은 안건을 심의하고 해당 안건을 자체 결정하거나 전문위원회에 부의할 것인지 여부를 결정하는 주체가 국민연금 투자위원회라는 것을 알 수 있습니다. 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대한 내부 분석을 검토하였으나 이를 그대로 받아들이지 않았고, 의결권행사지침의 문언과 상충하지 않는 의결권 행사 옵션을 검토하고 전문위원회에 부의하여 처리하는 방법을 고려하였으나, 전문위원회로 하여금 본건 합병에 대해 표결하도록 권유하는 대신 해당 안건에 대해 스스로 결정하기로 재량권을 행사한 것입니다.

d. 청구인이 주장하는 한국의 위법행위가 “없었더라도”, 본건 합병은 전문위원회에 의해 승인되었을 수 있었습니다

472. 어떠한 경우에도 관련 증거는, 청구인이 주장하는 바와 같이 전문위원회가 본건 합병에 대해 표결하였다면 본건 합병에 반대하였을 것이라는 사실을 입증하지 못합니다. 전문위원회가 4년 전에 어떻게 투표하였을 지에 관한 청구인의 예측은 순전히 추측에 불과합니다.

⁷⁴³ *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해에 대한 중재판정, 2019. 1. 10., **RLA-90**, 제 168 항-175 항.

(a) 첫째, 청구인은 2015년 7월 보건복지부 직원들이 내부 보고문건을 통해 본건 합병에 대한 전문위원회 위원들의 표결 예상이 "찬성 4명, 반대 4명, 기권 1명"이라는 정보를 알게 되었다고 진술한 ■ 전 장관 및 ■ 전 본부장에 대한 서울고등법원의 판결을 인용하고 있습니다.⁷⁴⁴ 위 판결은 상고심이 진행 중입니다. 위와 같은 표결의 예상은 결코 확실한 것이 아닙니다. 위 판결에도 나타나 있듯이 이는 전문위원회에 의해 "본건 합병이 찬성 의결되기 어려운 것으로 보임"을 의미하는 "예상"에 불과하였습니다.⁷⁴⁵

(b) 둘째, 위 서울고등법원의 판결에 따르면 이러한 "예상"은 유동적이었습니다. "찬성 4명, 반대 4명, 기권 1명"의 표결 예상은 당초 "찬성 5명(V, X, Z, AB, AD), 반대 3명(AF, AH, AJ), 기권 1명(AL)"이라는 표결 예상에서 변경된 것이었습니다.⁷⁴⁶ 본건 합병 의결이 전문위원회에 부의되었다면 그 실제 결과가 어떻게 되었을지는 아무도 예측할 수 없고 기껏해야 추측만 할 수 있을 뿐이며, 따라서 청구인의 주장은 입증될 수 없습니다. 실제로

■에 따르면,⁷⁴⁷

748

셋째,

⁷⁴⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결문, (C-79 수정 번역본), R-153, 17 면.

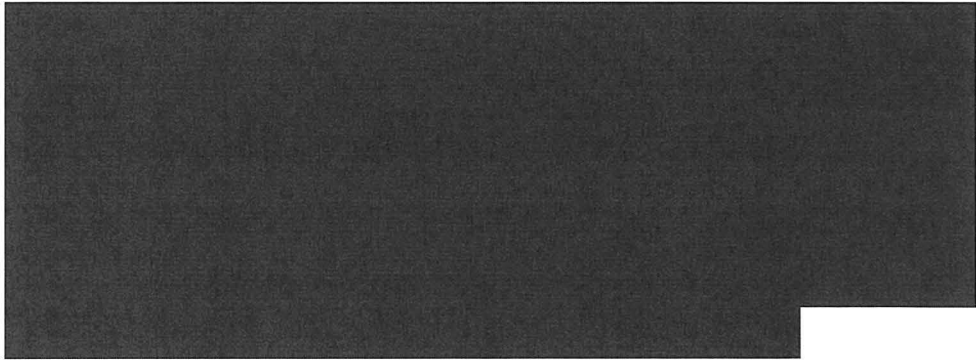
⁷⁴⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결문, (C-79 수정 번역본), R-153, 17 면 (강조추가).

⁷⁴⁶ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결문, (C-79 수정 번역본), R-153, 17 면.

⁷⁴⁷ ■ 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 29 항.

⁷⁴⁸ ■ 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 21 항, 제 30 항 (서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 가합 80582 판결문, R-9, 9 면 인용).

⁷⁴⁹ ■ 증인진술서, 2019. 9. 24., RWS-1, 제 21 항, 제 34 항.



(d) 넷째, 일부 애널리스트들이 본건 합병에 반대할 것을 권고하였다는 사실은 전문위원회가 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장에 대해 어떤 근거도 제공하지 않습니다. 청구인이 내세우는 애널리스트 리포트는 오로지 삼성물산 주주의 관점에서 본건 합병에 대해 반대할 것을 권고하였습니다.⁷⁵³ 본건 합병에 대한 찬성을 권고하는 애널리스트들도 있었습니다.⁷⁵⁴ 중요한 것은 제일모직 주주들은 본건 합병에 찬성하도록 자문을 받았으며,⁷⁵⁵ 국민연금은 제일모직의 주식과 총 17개 삼성그룹사에 대한 투자지분을 보유하고 있었다는 사실입니다. 더 나아가, 전문위원회는 과거 ISS와 같은 애널리스트의 권고⁷⁵⁶에 반하여 SK 합병에 반대하는 결정을 내린 적이 있으며⁷⁵⁷ 따라서

⁷⁵⁰ [redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., **RWS-1**, 제 33 항.

⁷⁵¹ [redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., **RWS-1**, 제 33 항, 제 35 항.

⁷⁵² [redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., **RWS-1**, 제 11 항.

⁷⁵³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 67-68 항.

⁷⁵⁴ 예컨대, 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015. 6. 22., **R-107**; BNK 투자증권, “삼성물산/제일모직 합병”, 2015. 6. 18., **R-105**; 용환진, “삼성물산-제일모직 합병...증권사 20 곳 ‘시너지 크다’”, 매일경제, 2015. 6. 21., **R-8**.

⁷⁵⁵ 예컨대, ISS Proxy Advisory Services, “제일모직(주): 의결권위임경고(Proxy Alert)”, 2015. 7. 8., **R-122** 참조.

⁷⁵⁶ 예컨대, ISS Proxy Advisory Services Report “SK 주식회사”, 2015. 6. 12., **C-23** 참조.

⁷⁵⁷ 보건복지부, “2015 년 2 차 의결권행사 전문위원회 회의결과 보고”, 2015. 6. 24., **R-109**. 보건복지부, 국민연금, 2015 년 2 차 국민연금기금 의결권행사 전문위원회 심의 (No. 15-2), “SK C&C 및 SK (주) 임시주주총회 제출안건에 관한 의결권행사 방침(안)”, 2015. 6. 24., **R-108** 참조.

위법한 영향력 행사가 없었더라도 애널리스트 자문을 따르지 않았을 수 있습니다.

473. 실제로, 전문위원회가 본건 합병을 틀림없이 반대했을 것이라는 청구인의 가정과 달리 전문위원회가 본건 합병이 국민연금의 이해관계에 부합하는 것이라 판단했을 수 있었음을 시사하는 증거도 존재합니다.

(a) 첫째, 위에서 설명한 바와 같이, GIC, SAMA, ADIA 및 한국투자증권은 모든 투자 결정을 면밀히 검토하기 위한 리서치 애널리스트와 투자 운용가로 구성된 팀을 두고 있는 유수의 대규모 투자자들이며, 이들은 본건 합병에 찬성하였습니다. 그들이 본건 합병에 찬성할 이유가 있었다면, 전문위원회 위원들 중 대다수도 찬성하였을 가능성이 있습니다.

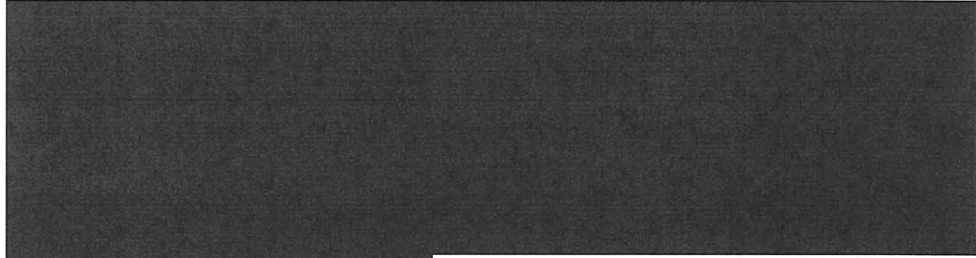
(b) 둘째, 위 표3 및 제110 문단에 명시된 바와 같이 국민연금은 삼성물산과 제일모직을 포함한 17개 삼성그룹 법인에 대해 투자지분을 보유하고 있었습니다. 국민연금은 본건 합병비율에 따라 합병회사에 대해 상당한 지분을 보유하게 되어 시장에서 사실상 삼성그룹의 지주회사로 간주되었습니다. 또한 구조조정으로 삼성그룹 전체의 주가가 상승하고, 이에 따라 국민연금의 투자지분 가치 또한 약 15%가량 상승할 것이라는 견해가 있었으며, 청구인 또한 이러한 가정에 이의를 제기하지 않았습니다.

(c) 셋째, 한 전문위원회 위원은 “우리 나라 경제에 미치는 중장기 영향을 고려해 볼 때 합병에 찬성표를 던져야” 한다고 공식적으로 표명하였습니다.⁷⁵⁸ 심지어 그는 다른 전문위원회 위원들에 대해 그가 알고 있는 바에 근거하여, “투자위에서 전문위로 결정권을 넘기더라도 [...] 세간의 우려와 달리 합병 찬성 결과가 나올 것”이란 “낙관적 전망을 드러낸” 것으로 보도된 바 있습니다.⁷⁵⁹

⁷⁵⁸ “[redacted], 국민연금 의결권투 위원, 삼성물산합병 찬성해야”, 머니투데이, 2015. 7. 10., R-130.

⁷⁵⁹ “[redacted] 국민연금 의결권투 위원, 삼성물산합병 찬성해야”, 머니투데이, 2015. 7. 10., R-130.

- (d) *넷째*, 서울중앙지방법원이 EALP의 가치분 신청을 기각한 사실은 전문위원회 위원들(및, 실제로 삼성물산의 다른 주주들)에게 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하게 하는 이유가 되었습니다.



언론도 EALP의 가치분 신청을 기각한 법원의 결정이 본건 합병에 대한 주주들의 찬반 표결에 영향을 미칠 것이며⁷⁶¹ 삼성물산이 “승기” (본건 합병에 대한 찬성)를 잡은 것 같다고 보도하였는데, 이는 대다수 기관 주주들이 해당 재판에 주목하고 있었기 때문입니다.⁷⁶² 언론 역시 서울고등법원의 결정으로 본건 합병에 대한 지지가 강화될 것으로 예상된다고 보도하였습니다.⁷⁶³

474.



.764

475. 따라서 청구인은 위법행위가 없었더라면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 주장을 입증하지 못하였습니다.

⁷⁶⁰ [Redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., **RWS-1**, 제 21 항.

⁷⁶¹ “법원, 삼성 합병비율 공정 ... 합병 무산을 위한 엘리엇의 1 차 시도 실패”, 시사위크, 2015.7.1., **R-116**.

⁷⁶² “엘리엇 치명상입힌 ‘1 일 결정’ ... ‘17 일 결판’ 승기잡은 삼성”, 머니투데이, 2015.7.2., **R-118**.

⁷⁶³ “삼성물산, 제일모직합병을 위한 법적 전투에서 1 차전 승리”, 비즈니스 포스트, 2015.7.1., **R-115**; “법원, 엘리엇 가치분 기각, 제일모직-삼성물산 합병 가장 험난한 단계 통과”, 헤럴드경제, 2015.6.30., **R-113**; “법원, 삼성 합병비율 공정 ... 합병 무산을 위한 엘리엇의 1 차 시도 실패”, 시사위크, 2015.7.1., **R-116**; “엘리엇 치명상 입힌 ‘1 일 결정’ ... ‘17 일 결판’ 승기잡은 삼성”, 머니투데이, 2015.7.2., **R-118**; “엘리엇의 ‘주식처분금지 가치분 신청’ 기각...삼성그룹 조용히 합병 완성”, 이투데이, 2015.6.30, **R-114**.

⁷⁶⁴ 예컨대, [Redacted] 증인진술서, 2019. 9. 24., **RWS-1**, 제 32-34 항 참조.

e. **한국의 위법행위는 본건 합병의 직접적인 원인이 아니었습니다**

476. 상당인과관계 존재 여부 판단을 위하여 “단절되지 않은 관련성” 또는 근접성 기준을 적용해보더라도, 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 위법행위는 본건 합병 승인의 직접적인 원인이 아님을 알 수 있습니다.

xix. 청구인이 주장하는 한국의 위법행위와 본건 합병 간에는 단절되지 않은 인과관계가 존재하지 않습니다

477. 위 청구인의 “10 단계 분석”에 관한 논의에서 설명한 바와 같이, 청구인이 주장하는 한국의 위법행위와 본건 합병 간의 인과관계를 단절시킬 수 있는 주요한 사건들이 중간중간 개입되어 있습니다...

478. 첫째, 국민연금의 내부규정과 의결권행사지침을 문언 그대로 해석하면 국민연금 투자위원회는 국민연금이 본건 합병에 대해 어떻게 투표해야 할지 여부를 심의하고 결정해야 합니다. 따라서 해당 지침에 따라 국민연금의 본건 합병에 대한 투표 관련 결정은 이를 전문위원회에 부의하지 말라는 지시가 없었더라도, 여전히 국민연금 투자위원회에 부의될 수 있었습니다.

479. 둘째, 증거에 의하면, 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대한 의결권 행사 전에 합리적인 합병비율 및 시너지 효과의 산정 또는 그들에 대한 압박과는 전혀 무관한 다양한 요인들을 고려하였음을 알 수 있습니다. 따라서, 청구인이 주장하는 국민연금 리서치팀의 계산 조작 및 국민연금 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하라는 압력 행사가 없었더라도, 국민연금 투자위원회 위원들은 여전히 독자적으로 본건 합병에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사할 수 있었습니다. 따라서, 청구인은 국제법적 관점에서 한국의 위법 행위가 본건 합병에 대한 승인을 초래하였음을 입증하지 못하였습니다.

480. (가사 백보를 양보하여) 국민연금 리서치팀의 계산이 국민연금 투자위원회 일부 위원들에게 영향을 미쳤다 하더라도, 오픈식 표결 방식의 특성상 국민연금 투자위원회 단계에서 확정적으로 결정되지 않았다면, 이 사건은 전문위원회에 부의되었을 것입니다.⁷⁶⁵ 앞에서 살펴본 바와 같이, 청구인은

⁷⁶⁵ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (수정 번역본 C-79), R-153, 60-61 면 참조.

본건 합병이 전문위원회에 부의되었더라면 전문위원회가 해당 안건에 반대하였을 것이라는 주장을 입증하지 못하였습니다. 따라서, 청구인은 국제법적 관점에서 청구인이 주장하는 한국의 위법 행위가 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성을 초래하였다는 주장을 입증하지 못하였습니다.

xx. 청구인이 단절되지 않은 인과관계를 입증할 수 있다 하더라도 청구인이 주장하는 손해와 국민연금의 책임간의 관련성은 지나치게 낮습니다

481. 가정적으로, 청와대와 보건복지부의 행위가 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 투표를 직접적으로 초래하였다 하더라도, 해당 행위와 국민연금의 찬성 투표는 청구인이 주장하는 손해의 직접적인 원인이 되기에는 관련성이 지나치게 낮습니다.
482. 국민연금은 삼성물산의 지분 11.21%를 보유한 소수주주였습니다. 청구인은 국민연금이 삼성물산 또는 그 경영에 어떠한 형태로든 지배권을 행사하였다고 주장한 바는 없습니다. 그리고 국민연금이 본건 합병을 찬성하기로 결정하였을 당시 58%에 달하는 의결권이 미정으로 남아있었습니다.⁷⁶⁶
483. 국민연금이 어떻게 투표할 것인지 여부를 결정한 후에도, 본 건 합병이 승인되기 위해서는 많은 다른 주주들이 찬성표를 던지거나, 기권하거나, 임시주총에 참석하는 것을 거부해야 했으며, 또 실제로 그렇게 하였습니다. 각 주주가 어떤 결정을 내릴지, 그리고 각 주주의 개별적인 결정이 종합적으로 어떤 결과를 낳을지에 대하여는 수많은 조합과 변수가 존재하였습니다.
484. 국민연금이 본건 합병을 승인하기로 결정한 사실을 고려하여도 국민연금이 본건 합병 승인에 대한 책임을 지기에는, 다른 모든 주주들의 개별적인 결정이 궁극적으로 본건 합병이 승인되도록 하는 결과를 초래하였다는 점을 고려할 때 지나치게 관련성이 낮습니다. 실제로, 한국의 어느 법학자는 의결권자문회사의 잘못된 자문을 토대로 결정한 주주의 의결과 주주총회 결의가 야기하였다고 주장하는 손해 간의 인과관계와 관련하여 다음과 같이 말하였습니다: “그 주주의 의결권 행사가 주주총회결의의 결과에 영향을 미쳤다고 하기 위해서는 당해 주주의 지분이 결의를 가결시킬 정도로 상당히

⁷⁶⁶ “삼성 16-22%, 엘리트 12-15% ... 추가해야...우호지분 확보 세 싸움”, 한겨레, 2015. 7. 10., R-129.

높아야 할 것이다. 그렇지 않은 경우에는 다른 주주들의 의결권 행사와 공동으로 결의의 결과에 영향을 미친 것이기 때문에 인과관계가 단절되게 된다.”⁷⁶⁷

485. 이러한 다른 주주들의 투표는 한국의 통제 범위에서 완전히 벗어난 개입 요소로서 그 자체로 국민연금의 의결권 행사의 결과를 불확실하게 만들었으며, 상당인과관계 기준을 충족하기에는 그 효과의 관련성이 지나치게 낮습니다.

B. 한국은 협정상 요구되는 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다

486. 위에서 제시한 증거의 증명력에도 불구하고 중재판정부가 한국이 본건 합병을 야기시켰다고 판단한다면, 그때는 청구인이 주장하는 협정 위반을 고려해 볼 필요가 있습니다. 한국은 이들 주장 중에서 첫 번째 내용에 대해 살펴 보겠습니다.

487. 청구인의 협정 제11.5조에 따른 주장은 한국의 자의적이고 차별적이며 부당한 행위에 의해 본건 합병이 불공정한 합병 비율로 통과되었다는 것입니다.⁷⁶⁸ 청구인은 한국이 의도적으로 국민연금의 의사결정 절차에 개입하여 이를 “침해”함으로써 국민연금과 그 의결권 행사를 규율하는 규제체계를 무시하고 국민연금 투자위원회로 하여금 불공정한 합병 비율로 본건 합병에 찬성하게 하였다고 주장합니다.⁷⁶⁹

488. 이러한 주장에는 근본적인 오류가 있습니다.

- (a) 청구인이 주장하는 한국의 행위는 어떤 의미에서든 협정 위반을 뒷받침할 만큼 자의적이지 않았습니다. 국민연금의 행위가 한국에 귀속된다고 가정하더라도 (위 제Ⅲ장 제A절 및 제Ⅲ장 제B절에서 살펴본 바와 같이 국민연금의 행위는 한국에 귀속될 수 없습니다), 관련 증거에 따르면 국민연금 투자위원회에게 본건 합병을 심의하게 한 것은 국민연금 의결권행사지침의 문언에 불일치하지 않으며, 실제로 국민연금 투자위원회 위원들의 결정은 상당수 외부 투자자들이 내린

⁷⁶⁷ 최문희, “의결권자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점” (2016) 제 57 권 제 2 호 서울대학교 法學 185 면, **RLA-79**, 241 면.

⁷⁶⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 86 항 참조.

⁷⁶⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 227 항, 238 항, 244 항 참조.

결론과 일치합니다. 내부 절차를 준수하면서 다른 독립적 주체들과 동일한 입장의 결정을 내린 것을 두고 협정상의 보호를 위반할 정도로 자의적이었다고 평가할 수 없습니다.

- (b) 또한, 청구인은 당시 제안된 본건 합병비율로 본건 합병이 승인될 수 있다는 위험을 충분히 인지하고 있는 상태에서 삼성물산에 대한 투자를 하고 이를 확대하였습니다.⁷⁷⁰ 투자 위험을 감수하였다면 청구인은 자신이 선택한 결과를 받아들여야 합니다. 협정은 청구인이 위험한 투자 전략에 따라 자신이 건 도박의 결과로 인해 겪게 된 손실을 보상해주는 보험이 아닙니다.
- (c) 마지막으로, 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결은 주권적 권한의 행사가 아니므로 협정상 부여되는 보호와 관련하여 청구인이 협정 위반을 주장할 수 있는 행위가 아닌 것입니다. 중재판정부가 행위귀속에 대한 주장을 포함하여 한국의 관할권 이의제기 관련 주장을 모두 기각한다고 할지라도, 위 항변은 본안에 대해서도 적용됩니다.

489. 한국은 아래에서 이러한 사항들에 대하여 각각 상세하게 살펴보고자 합니다 우선, 협정상 요구되는 대우의 최소기준에 대해 설명드리겠습니다 **(1)**. 그리고, 청구인이 주장하는 한국의 행위가 협정에서 보장하는 대우의 최소기준을 위반하지 아니하였음을 설명하고자 합니다 **(2)**. 다음으로, 한국은 청구인이 본건 합병이 발표된 이후 삼성물산 주식을 취득하기로 결정하는 도박을 하면서 기꺼이 감수한 위험(손해 발생의 관점에서도 다시 언급될 사안입니다)에 대해 이제 와 제소할 권한이 없다는 점을 말씀드리고자 합니다 **(3)**. 마지막으로, 국민연금이 협정의 위반을 구성하는 주권적 권한을 행사한 바가 없다는 점을 말씀드리겠습니다 **(4)**.

⁷⁷⁰ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 30 항-31 항; Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 18 항, 제 23 항 참조. 위 제 373 항 참조.

1. 협정상 보호는 국제법에 따른 대우의 최소기준으로 제한되어 있습니다

490. 청구인은 협정 제11.5조에 상응하는 다른 협정 조항에 근거한 분쟁에 대한 중재 판정들이 협정 제11.5조에서 정한 대우의 최소기준 범위에 대한 지침을 제공한다고 주장합니다.⁷⁷¹ 한국도 이에 동의합니다.
491. 따라서, 북미자유무역협정 제1105조 및 협정 제11.5조와 유사한 문언을 포함하고 있는 다른 협정들에 기초한 대우의 최소기준과 마찬가지로, 북미자유무역협정 제1105조에 근거하여 제기된 청구에 대한 결정도 본건에 대한 기준으로 삼을 수 있습니다.
492. 그러나, 청구인이 해당 의무의 근거가 되는 협정상의 문언과는 상관없이 “절대적으로 공정하고 공평한 대우” 의무에 대한 모든 설명을 끌어와서 이러한 의무 범위를 확장하려는 시도에는 동의할 수 없습니다.⁷⁷² 이는 수용할 수 없는 주장이며 청구인이 협정상의 실제 문언을 외면하고 있음을 거듭 보여주는 것입니다.
493. “공정하고 공평한 대우” 및 “대우의 최소기준” 의무의 내용은 해당 의무를 부과하는 협정의 문구에 따라 다양합니다. 예컨대, *Lemire v. Ukraine* 사건에서 중재판정부는 문제되는 양자간투자협정(BIT)은 북미자유무역협정과 다른 시기에, 북미자유무역협정 당사자들이 아닌 양자간투자협정(BIT) 당사자들 간에 논의된 다른 사항들을 고려하여 채택되었기 때문에, 북미자유무역협정에서 규정하는 공정하고 공평한 대우(즉, 국제법상 통상적인 대우의 최소기준에 해당합니다)의 해석이 US-Ukraine BIT에는 적용될 수는 없음을 명백히 판시하였습니다.⁷⁷³
494. 청구인이 협정 제11.5조와 다른 협정 규정에 근거한 위 중재판정례들을 유리하게 원용하고자 한다면, 위 판정례들이 공정하고 공평한 대우와

⁷⁷¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 221 항 (“다수의 중재판정부들이 확인한 바와 같이, FET 기준 등 MST 의 내용에 관한 지침은 본 협정과 유사한 보호장치를 담고 있는 다른 협정들에 따라 제기된 분쟁들에 대한 판정 등 다른 중재판정부들이 내린 판정들에서도 발견됩니다.”) 참조.

⁷⁷² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 각주 524 참조.

⁷⁷³ *Joseph Charles Lemire v Ukraine* (ICSID Case No. ARB/06/18), 관할권 및 책임에 관한 결정문, CLA-8, 제 250 항-253 항.

관련하여 청구인의 주장을 확실히 뒷받침한다는 점뿐만 아니라, 위 판정례들이 본건 협정 조항의 해석에 대해서도 설득력을 갖는다는 점을 입증해야 합니다.⁷⁷⁴

495. 다른 협정들의 기준은 차치하고, 한국은 *Waste Management* 중재판정부에서 정립한 기준이 본건 협정상 대우의 최소기준 의무에 적용되는 기준이라는 점에 있어 청구인에 동의합니다.⁷⁷⁵ 그러나, 청구인이 인용하는 *Waste Management*의 판정 부분은 국가가 대우의 최소기준 의무 위반으로 인한 책임을 부담하는지를 결정하는 관련된 모든 요인들을 철저하게 규명하지는 않았습니다.⁷⁷⁶ 청구인이 설명하지 못한 또 다른 부분은, 대우의 최소기준 의무 위반을 주장하는 행위가 투자자가 투자 계약을 체결할 때 경영상 판단으로

⁷⁷⁴ 청구인은 수정 청구서면 각주 132 에서와 같이 한국이 체결한 다른 협정에 근거하는 보다 광범위한 공정하고 공평한 대우 의무를 적용받기 위해 협정 제 11 조 제 4 항의 최혜국대우 규정을 인용할 수 없습니다. 아래 제 IV 장 제 C 절 1 에서 설명드린 바와 같이, 한국은 협정에 따른 최혜국대우 (및 아래에서 살펴볼 내국인 대우) 제공 의무를 “사회 서비스”에 대해 채택하거나 유지할 수 있는 여하한 조치에 적용하지 않는다는 유보목록을 두었습니다. 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서, 2012. 3. 15., **R-52**, 9 면. 중재판정부가 국민연금의 귀속 및 지위에 대한 한국의 주장에 동의하지 않을 경우에, 이는 곧 중재판정부가 국민연금이 그 기능 중 하나로서 사회보험의 형태로 한국 대중들에게 사회 서비스를 제공한다는 점을 인정한다는 의미인 바, 이러한 유보조건이 적용되어야만 합니다. 이러한 유보목록에 따라 협정의 최혜국대우 조항은 국민연금의 행위에 적용될 수 없으며, 따라서 이 경우에 보다 광범위한 공정하고 공평한 대우 의무도 적용될 수 없습니다. 보다 광범위한 최소대우 의무가 적용될 수 있다 하더라도, 청구인은 해당 의무의 범위와 한국이 이를 위반하였음을 입증하여야 하고 뒤늦게 자신의 주장을 재구성한데 대한 합당한 이유도 제시해야 합니다. 그러나 청구인은 이러한 입증 부담을 이행하지도 않았으며 심지어 이행하려는 시도조차 하지 않았습니다.

⁷⁷⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 222 항.

⁷⁷⁶ 예컨대, *William Ralph Clayton, William Richard Clayton, Douglas Clayton, Daniel Clayton 및 Bilcon of Delaware, Inc. v Government of Canada* (PCA Case No. 2009-04), 관할권 및 책임에 대한 판정, 2015.3.17., **CLA-3**, 제 443 항 (“어느 한 중재 사건의 판정이 제 1105 조의 모든 의미를 확정적으로 규정할 수 없다.”) 참조. 보다 상세히 설명하자면, 청구인은 해당 내용에서 “그러한 대우가 청구인이 합리적으로 신뢰한 투자유치국의 진술에 반한다”라는 중재판정부의 추가 의견을 생략하였습니다. *Waste Management, Inc. v United Mexican States (II)* (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 98 항 참조. 제 99 항, “Waste Management 중재판정부는, 중재판정부가 정립한 기준이 ‘각 사건의 상황에 맞게 유연하게 적용되어야 한다’라는 점을 명확히 하였습니다” 참조.

인수한 위험인지 여부입니다. 만약 위반 행위가 투자자가 부담한 위험에 해당한다면, 이는 국가의 책임 문제가 아닙니다.⁷⁷⁷

2. 한국은 협정에 의해 요구되는 대우의 최소기준을 위반하지 않았습니다

a. 청구인이 주장하는 한국의 행위는 자의적이거나 부당하지 않았습니다

496. 한국은 협정의 문맥상 “자의성”이란 “적법 절차에 대한 의도적인 무시” 또는 “사법적 타당성이라는 차원에서 충격을 주거나 적어도 이를 놀라게 하는 행위”라는 요건을 충족해야 한다는 청구인의 주장에 동의합니다.⁷⁷⁸

497. 이러한 요건을 충족하기는 쉽지 않으며, 단순히 국내 법원이 국내법 위반을 인정하였다고 하여 그 요건이 충족되는 것도 아닙니다. NAFTA 중재판정부는 “투자유치국이 제1105조 상 공정하고 공평한 대우 기준 요건을 위반하였다고 판단하기 위해서는 높은 수준의 엄격성과 중대성 기준이 필요하다”고 강조하였습니다.⁷⁷⁹ 어떠한 행위가 일반적으로 인정되는 국제기준에 미달하고 제1105조 제1항의 위반에 해당하기 위해서는 “정의에 대한 완전한 부정, 명백한 자의성 또는 불공정성, 적법 절차에 대한 완전한 결여, 명백한 차별 또는 근거의 부재 등 충분히 터무니없고 충격적이어야” 합니다.⁷⁸⁰ 투자유치국의 행위 또는 결정이 잘못되었거나, 오판이나 여러 부적절한

⁷⁷⁷ Fireman’s Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 218 항; Waste Management, Inc. v United Mexican States (II) (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 114 항; MTD Equity Sdn Bhd and MTD Chile S.A. v Republic of Chile (ICSID Case No. ARB/01/7), 중재판정, 2004. 5. 25., **RLA-25**, 제 178 항; Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 중재판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**, 제 64 항.

⁷⁷⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 225 항.

⁷⁷⁹ Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v United States of America (ICSID Case No. ARB(AF)/12/1), 2014. 8. 25. 판정, **CLA-1**, 제 9.47 항.

⁷⁸⁰ Glamis Gold, Ltd. v United States of America (UNCITRAL), 판정, 2009. 6. 8., **RLA-48**, 제 627 항.

요소가 개입되었거나, 혹은 심지어 국내법 위반 판결을 받았다는 사실만으로는 국제법상의 책임을 인정하기에 부족합니다.⁷⁸¹

498. 당연하게도, 당사자들은 본건 관련 사실에 있어 자의성 판단 기준의 적용에 대해 의견을 달리합니다. 한국은 그 행위가 충격적일 만큼의 자의적인 것은 아니라는 입장입니다. 청구인의 주장을 살펴보아도, 한국은 기껏해야 특정 위원회로 하여금 국민연금의 본건 합병에 대한 표결을 결정하도록 지시하였을 뿐이며, 해당 위원회는 국민연금이 주주로서의 의결권을 어떻게 행사해야 하는지 여부를 결정하기 위한 바로 그 목적으로 설립된 것입니다.⁷⁸² 국민연금의 행위는 한국에 귀속되지 않으나, 그 어떠한 경우라도, 국민연금은 본건 합병과 관련하여 국민연금의 의결권을 어떻게 행사할지에 관한 문제를 관련 위원회(국민연금 투자위원회) 위원들에 부의한 것입니다.⁷⁸³ 한국 공무원들은 위 위원들이 자신들의 입장에 동조할 것을 기대하였을 수는 있으나, 이는 협정 위반에 해당할 정도로 “충분히 터무니없고 충격적”인 것이 아닙니다. 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대해 자체적으로 실질적인 심의를 거쳐 과반수 찬성 표결에 이르렀고⁷⁸⁴ 이에 따라 본건 합병안에 대한 결정을 전문위원회에 부의하지 않았습니다. 그리고 어떠한 경우에도, 전문위원회가 본건 합병을 반대하였을 것이라는 확실한 예측을 할 수는 없었습니다.⁷⁸⁵

499. 청구인은, 국민연금 투자위원회가 국민연금이 본건 합병에 대하여 어떻게 투표해야 하는지를 결정하고 본건 합병을 전문위원회에 부의하지 아니한 것은 국민연금의 내부 절차 위반이라고 주장합니다.⁷⁸⁶ 청구인은 과거 SK 합병 사안에서 적용된 절차, 즉 기금운용본부 책임투자팀의 권유에 따라 국민연금 투자위원회의 심의를 거치지 않고 해당 안건을 전문위원회에 바로 부의한

⁷⁸¹ Cargill, Incorporated v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/2), 판정, 2009. 9. 18., CLA-2, 제 292 항(S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL) 합의, 일부 판정, 2000. 11. 13., RLA-19, 제 261 항).

⁷⁸² 위 제Ⅱ장 제 A 절 2.b.i 참조.

⁷⁸³ 위 제Ⅱ장 제 B 절 7 참조.

⁷⁸⁴ 위 제Ⅱ장 제 B 절 7.b 참조.

⁷⁸⁵ 위 제Ⅱ장 제 A 절 2.d 참조.

⁷⁸⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 227 항-제 238 항.

것은 장래 재벌 관련 사안에 대한 구속력 있는 선례를 확립한 것이라고 주장합니다.⁷⁸⁷ 그러나 오히려 국민연금 투자위원회가 안건을 심의하고 해당 안건에 대한 찬성, 반대를 판단하기 곤란하다고 판단한 후에만 이를 전문위원회에 부의한다는 것이 의결권행사지침의 객관적 해석⁷⁸⁸에 부합합니다.⁷⁸⁹

500. 그러나 이러한 새로운 “선례”가 무시되었다는 청구인의 주장이 옳다 하더라도, 두 위원회 중 어느 한 위원회로 하여금 결정을 내리도록 하는 것은, 특히 그 위원회가 오로지 해당 결정을 내리기 위한 목적으로 설립되었다는 사실을 고려할 때, 협정에 따른 대우의 최소기준 의무를 위반하기 위해 필요한 수준의 자의성과 “적법 절차에 대한 의도적인 무시”를 입증하기 위한 요건인 “*높은 수준의 심각성과 중대성*”을 야기하지는 않습니다. 청와대가 국민연금 투자위원회로 하여금 본건 합병에 대한 의결권행사를 결정하도록 지시한 것이나 ■ 전 기금운용본부장이 본건 합병에 찬성할 것으로 기대되는 투자위원회 위원 (12명 중) 3명을 지명한 것이 부적절하였다는 청구인의 관련 주장 역시, 설령 사실이라 할지라도, 국제법상 협정에 따른 대우의 최소기준 위반에 이르는 “자의적” 행위임을 입증해야 할 청구인의 입증책임을 충족하지는 못합니다.

501. 청구인은 국민연금 투자위원회 위원들이 본건 합병을 지지하는 대가로 뇌물을 받았거나, 위협을 받았거나, 혹은 전적으로 자의적이고 지나치게 불공정한 결정을 내리도록 위원들 자신이 본건 합병에 경제적인 이해관계가 있었다고 주장하지 않고 있으며, 그러한 증거를 제시하지도 않고 있습니다. 수정 청구서면에 기재된 내용이 전부 사실이라고 간주하더라도, 청구인의 주장은 기껏해야 한국이 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 결정 권한을 가진 2개 위원회 중에서 찬성 표결을 할 것으로 생각한 어느 위원회를 하나 선택하였고, EALP의 생각에 그들이 반대 표결을 했어야 함에도 불구하고 해당

⁷⁸⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 230 항-제 231 항.

⁷⁸⁸ 특히, 청구인은 이와 같이 의결권행사지침을 준수하지 아니한 점을 국민연금 내부 절차로부터의 현저한 “충격적” 이탈로 간주하는 것이 아니라, 오히려 국민연금이 이행하였어야 하는 내부절차의 예시로 내세우고 있으나, 이 역시 국민연금 내부절차에 위배되는 것입니다.

⁷⁸⁹ 국민연금기금 의결권행사지침, 2014. 2. 28., (C-309 수정 번역본), R-57, 제 8 조 제 1 항 및 제 2 항.

위원회 위원들이 3시간의 심의 끝에 찬성 표결을 하였다는 것입니다. 이는 본 사건에서 제기된 협정 위반 청구의 근거가 될 수 없습니다.

502. 2016년 서울중앙지방법원은 (현재 항소심 계속 중인 사건에서), 의결권행사지침에 따르면 국민연금 투자위원회가 결정을 내리기 “곤란”한 안건인지 여부는 SK 합병에서 그러하였듯 국민연금 투자위원회에 소속되지 않은 국민연금 직원들에 의해 결정되는 것이 아니라, 국민연금 투자위원회에서 이를 *자체적으로* 결정해야 한다고 판단하였습니다.⁷⁹⁰ 서울중앙지방법원은 따르면 삼성물산/제일모직 합병에서 국민연금이 따른 절차는 SK 합병 건에서 적용된 절차보다 의결권행사지침을 보다 엄격히 준수하였다는 취지로 판시하고 있습니다.⁷⁹¹ (다시 말씀드리면, 동 판결은 한국 법원에서 항소심이 계속 중입니다. 한국은 이 시점에서 법원의 판시사항에 대해 어떠한 입장도 취하지 아니하나, 중재판정부는 직접 의결권행사지침을 검토하고 판단하실 수 있습니다)
503. 이와 관련하여, 서울중앙지방법원은 본건 합병 전 삼성물산의 다른 주주들이 제기한 합병무효의 소를 심리하였는데, 그 합병 무효의 근거 중 하나는 국민연금이 본건 합병을 찬성한 투표의 절차에 흠결이 있다는 것이었습니다. 서울중앙지방법원은 위 청구를 기각(상고심 진행 중입니다)하였습니다.⁷⁹² 법원은 국민연금 의결권행사지침과 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대해 찬성 표결에 이르게 된 절차를 분석하였고, 그 결과 청구인이 본 중재에서 문제삼고 있는 절차와 동일한 위 절차가 국민연금의 지침을 준수한 것이라고 판단하였습니다.
504. 결국, 본건 합병에 찬성하기로 한 결정은 합병 찬성과 관련된 결정을 내리기 위한 목적으로 설립된 위원회 위원들이 국민연금의 주주가치 및 국민연금기금의 포트폴리오 등을 고려하여 내린 것입니다.

⁷⁹⁰ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20, 44 면 (“투자위원회 관련 업무를 담당하는 소관부서(운용전략실) 조직원 일부가 정하는 것이 아니라 투자위원회에서 정하는 것이 위 지침을 보다 명확하게 따르는 것이라고 보이고 위와 같은 방식의 표결을 시도함에 있어 준법감시인실의 법률검토도 이루어졌다.”).

⁷⁹¹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20, 44 면.

⁷⁹² 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, R-20.

505. 청구인은 본건 합병비율 및 추정되는 시너지 효과와 관련한 국민연금의 계산결과가 조작된 것이며 국민연금이 본건 합병을 찬성해야 할 어떠한 정당한 이유도 없다고 주장합니다.⁷⁹³ 지금까지의 한국 형사법원⁷⁹⁴ 및 국민연금⁷⁹⁵은 국민연금 리서치팀이 이러한 계산결과에 도달한 방식에 절차상 하자가 있었다고 판단한 반면 민사법원은 본건 합병비율이 불공정하지 않다고 판단하였습니다.⁷⁹⁶ (해당 판결은 모두 법원에서 상고심 및 항소심 계속 중입니다). 그러나 여러 요인들을 고려하여 결정을 내린 국민연금 투자위원회 위원들이 협정에 위반하여 자의적이고 정당하지 않은 방식으로 행동하였다고 볼 수는 없습니다. 청구인의 주장은 기껏해야 위원회 위원들이 잘못된 투자결정을 내렸다는 주장에 해당할 수 있으나, 이는 협정에 위배되는 것이 아닙니다.
506. 청구인이 인용하는 증거는 본건 합병을 지지할 만한 합당한 이유가 없었다는 점 역시 입증하지 못하고 있습니다. 실제로, 한국 법원이 궁극적으로 이 문제에 대해 국내법 위반을 인정하는 판결을 내릴 것인지 여부와는 별개로, 외부 시장 분석가들(앞에서 언급한 현대 리서치 및 BNK 증권 등)은 본건 합병에 대해 수많은 지지 의견을 내었으며, 대형 국부펀드를 포함한 다수의 해외투자자들도 본건 합병에 찬성하는 쪽으로 표결하였습니다.⁷⁹⁷
507. 시장 애널리스트들의 계산결과가 국민연금 투자위원회에서 고려된 계산결과와 유사하다는 사실은 위원회 위원들의 결정이 국제법상 협정에 따른 대우의 최소기준의 위반에 해당하기에 충분한 “명백한 근거 부족”이나 “명백한 자의성”을 보이지 않았음을 입증합니다. 더 나아가, 본건 합병에 반대할 것을 권고한 ISS 등의 애널리스트들은 국민연금과 같이 삼성물산과 제일모직 모두의 지분을 보유한 투자자 또는 삼성그룹사 17개에 대한 주식을 보유한

⁷⁹³ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 236 항, 제 240 항 참조.

⁷⁹⁴ 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, (C-79 수정 번역본), **R-153**; 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, (C-286 수정 번역본), **R-169**.

⁷⁹⁵ 2018년 7월 5일 수행된 국민연금 내부 감사 공개를 보여주는 국민연금 웹사이트 스크린샷과 함께 제출된 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부 감사결과, 2018. 6. 21., **C-84**.

⁷⁹⁶ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 가합 80582 판결, **R-9**; 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**.

⁷⁹⁷ 위 제 83 항 참조.

투자자의 관점이 아닌 오로지 삼성물산 주주의 관점에서만 분석을 수행하였습니다.⁷⁹⁸

508. 더구나, 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병에 대한 의결권을 행사함에 있어 위 계산결과 이외의 사항도 함께 고려하였습니다. 오히려 증거에 따르면, 국민연금 투자위원회 위원들은 본건 합병비율 및 시너지 효과의 예상수치와 관련한 계산결과의 신뢰도가 잠재적으로 낮다는 사실을 인식하고 다른 고려사항에 기초하여 결정을 내렸습니다. 합병무효의 소(현재 항소심이 진행 중입니다)에서 서울중앙지방법원은 국민연금 투자위원회가 자산운용 경험이 풍부한 전문가로 구성되어 있으며 모두 시너지 효과를 정량화하는 것의 어려움을 인식하고 있었으며, 주주가치 측면에서 본건 합병으로 예상되는 장기적 이익(삼성그룹 지배구조의 지주회사 체제로의 전환 등)을 고려한 것으로 보인다고 판시하였습니다. 법원은 본건 합병이 국민연금의 광범위한 삼성그룹 투자지분에 미치는 영향을 오로지 본건 합병비율에만 기초하여 평가할 수 없다는 사실을 국민연금 투자위원회 위원들이 인식하고 있었던 것으로 보인다고 판단하였습니다.⁷⁹⁹

509. 국제법상, 잘못된 판단 또는 각종 요인들에 대한 그릇된 고려에 따라 내려진 결정은 협정 위반에 이르지 아니합니다..⁸⁰⁰ 국민연금에 대한 정례 감사를 수행하는 한국 감사원의 감사를 통해,⁸⁰¹ 국민연금 투자위원회가 합병에 대해 찬성 또는 반대 투표 여부를 결정할 때 주주가치를 어떻게 고려해야 하는지에 대한 상세 기준이 결여되어 있다는 점 및, 각각의 다른 합병안과 관련하여 주주가치를 결정함에 있어 상이한 요인들이 고려되어 왔다는 점을 인정하였습니다.⁸⁰² 이는 합병에 대한 의사 결정에는 다양한 요인들이 관련된다는 것을 의미합니다. 국민연금 투자위원회 소속 12명의 위원들이

⁷⁹⁸ ISS Special Situations Research, "삼성물산: 제일모직과의 합병안", 2015. 7. 3., **C-30**.

⁷⁹⁹ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**, 45-46 면.

⁸⁰⁰ Cargill, Incorporated v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/2), 중재판정, 2009.9.18., **CLA-2**, 제 292 항 (S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 일부 판정에 동의함, 2000. 11. 13., **RLA-19**, 제 261 항).

⁸⁰¹ 감사원은 국가 및 법에서 정한 기관들의 회계 감사를 수행하는 기관입니다. 2019. 9. 25. 조희, 감사원 웹사이트 "책임 및 기능", **R-197**.

⁸⁰² 감사원 통지서, "주주 의결권 행사에 대한 내부 의사결정기준이 부적절해 보임", 날짜미상, **R-211**.

본건 합병에 찬성할 지 여부를 결정하기 위해 3시간에 걸쳐 논의하였던 내용에 비추어 보면, 그들의 결정이 협정을 위반할 정도로 “자의적”이었다고 말할 수 없습니다.

b. 청구인이 주장하는 한국의 행위는 차별적이지 않았습니다

510. 또한 청구인은 국민연금이 본건 합병에 찬성한 것이 엘리엇 그룹에 대한 차별에서 비롯된 것이며, 이는 ■ 전 대통령이 엘리엇 그룹을 “자신이 호의를 갖고 있는 ■ 일가”에 대한 위협으로 보았기 때문이라고 주장합니다.⁸⁰³
511. 관련 정부 공무원들이 본건 합병과 관련하여 “외국계 헤지펀드”⁸⁰⁴와 그들의 “공격”⁸⁰⁵에 대해 경고하였다는 각종 보도는 EALP에 대한 차별의 증거가 될 수 없으며 기껏해야 엘리엇 그룹과 같은 행동주의 펀드가 기업이나 시장의 장기적 이익을 고려하지 않고 단기적 이익을 위해 공격적으로 다른 회사들에 개입하는 경향에 대한 경계심의 표현일 뿐입니다. 엘리엇 그룹은 소송을 이용하여 경영진으로 하여금 자신의 요구에 응하도록 압박하는 것으로 악명이 높습니다.⁸⁰⁶ 실제로, 1998년 뉴욕남부지방법원의 한 판사는 엘리엇 그룹의 투자전략은 소송 제기에 집중되어 있으며, 그 전략 없이는 투자수익을 내지

⁸⁰³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 242-243 항.

⁸⁰⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 242 항, “■ 전 대통령 관련 증거 문건, 더 길고 자세해져”, 중앙데일리, 2017. 7. 21. **C-74** 인용.

⁸⁰⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 242 항, “■ 대통령 1 일 새해 간담회 전문”, 한겨레, 2017. 1. 1., **C-60**, 2 면 인용.

⁸⁰⁶ 예컨대, “인사이드 엘리엇 매니지먼트: ■의 헤지펀드의 성공 비결”, Fortune, 2017. 12. 7. (2017. 12. 15. 업데이트), **R-154** (“지난 5 년간 엘리엇은 최소 12 개국에서 50 개 이상의 회사(올해만 19 개 회사)에 행동주의 캠페인을 실행하였다. 해당 기간 중 삼성과의 싸움은 모든 방법을 동원하여 표결까지 이르렀으나 원하는 것을 얻지 못한 유일한 경우로서, 이는 엘리엇이 경영진으로 하여금 자신의 요구에 동조하도록 얼마나 효과적으로 압력을 행사하는지 보여준다.”); “헤지펀드, 아르헨티나의 경제몰락으로부터 20 억 달러 창출 어떻게 하였나”, The Washington Post, 2016. 3. 29., **R-147** (“동 회사는 부실 회사들의 주식을 매수한 다음 경영진을 압박하여 변화하도록 하는 월스트리트에서 가장 유명한 행동주의 투자자이다.”); “10,000%의 수익 추구”, Bloomberg, 2016. 11. 22., **R-148** (“엘리엇 창업주이자 사장인 ■는 원하는 것을 얻기 위해 소송을 이용한 전력이 있는 공격적인 전직 변호사이다.”).

못할 것이라고 하였습니다.⁸⁰⁷ 위 제II장 제B절 6(a)에서 설명드린 바와 같이, 엘리엇 그룹은 경영진을 엘리엇 그룹의 요구에 굴복시켜 이익을 얻는 즉시 투자를 회수하는 전략으로 악명이 높습니다.⁸⁰⁸

512. 2015년 7월, EALP가 본건 합병에 대하여도 위 “먹튀” 전략으로 일관할 것이며, “[삼성물산의] 지배구조의 약점을 파고들어 투자수익을 올린 뒤 1년 남짓한 기간에 주식을 되팔고 나올 것”이라는 보도가 있었습니다.⁸⁰⁹

513. 엘리엇 그룹에 대한 차별이 “그대로 드러난다”고 청구인이 주장하는 관련 공무원들의 진술은, 반대로 Sovereign, Hermes 및 [redacted] 과 같은 행동주의 투자자들로부터 얻은 경험에 비추어 엘리엇 그룹의 전략이 한국 시장에 끼칠 수 있는 해로운 영향을 고려하는 것으로 보여질 뿐입니다.⁸¹⁰

3. 청구인은 위험을 알면서도 이를 감수한 것이므로 이후 그러한 위험이 현실화된 것에 대해 한국에 책임을 물을 수 없습니다

514. 국제중재 판정부들은 예상되는 위험을 감수하고 실행한 투자에 대하여는 청구가 인정될 수 없음을 거듭 판시한 바 있습니다. 청구인이 특정 위험을 감수한 이상 그에 대한 본안상 청구는 받아들여질 수 없으며, 마찬가지로 손해배상에 관한 주장도 약화됩니다.

515. 본안에 대하여, 청구인은 자신의 투자에 내재하는 바로 그 위험이 현실화되었다는 사실을 최소기준대우 의무 위반 청구의 근거로 삼을 수 없으며, 한국은 아래에서 이 논점에 대해 다루도록 하겠습니다. 제 V 장 제 B 절에서 한국은 위험을 알면서도 이를 감수한 청구인의 손해배상청구의 결과에 대해 설명 드리겠습니다.

⁸⁰⁷ Elliott Associates, LP v Republic of Peru, 12 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998), **R-36**, 제 3 항 a.

⁸⁰⁸ 예컨대, 위 89 항 참조, “[redacted]: Waterstones 에 주문을 건 비밀스러운 마법사”, The Guardian, 2018. 4. 28., **R-162**; “헤지펀드, 아르헨티나 해군 소속 선박을 물리적으로 통제하다”, Business Insider, 2012. 10. 4., **R-53**; “헤지펀드, 아르헨티나의 경제몰락으로부터 20 억 달러 창출 어떻게 하였나”, The Washington Post, 2016. 3. 29., **R-147**.

⁸⁰⁹ “삼성 17 일 ‘운명의 주총’ [redacted] 블랙록 회장 “기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐”, 한국경제, 2015. 7. 16., **R-138**.

⁸¹⁰ 위 제 103 항-105 항 참조.

a. 투자자가 투자위험을 감수하는 경우 국가는 책임이 없습니다

516. 다수의 중재판정부는 특정 위험을 인지하면서도 투자를 실행한 후, 이러한 위험이 현실화되자 이는 국가책임과 관련된 투자보호 의무 위반에 해당한다고 주장한 투자자의 대우의 최소기준(및 수용) 의무 위반에 관한 청구를 기각한 바 있습니다.
517. 예컨대, *Waste Management v Mexico* 사건에서,⁸¹¹ 중재판정부는 무역협정에 따른 보호가 투자를 할 때 투자자가 감수한 상업적 위험을 보상하는 데까지 미치지 않는다고 판시하면서, 북미자유무역협정 제1105조에 따른 대우의 최소기준 및 북미자유무역협정 제1110조에 따른 수용의무 위반 청구를 기각하였습니다. 이 사건에서 청구인은 멕시코 아카풀코시에서 폐기물 처리 사업에 투자하였으나 해당 사업에 대한 거주민들의 반응이 호의적이지 않았으며, 시와 체결한 독점 계약도 시행하기 어려운 것으로 드러났습니다.
518. 중재판정부는 다른 무엇보다도 “투자 협정은 잘못된 경영상 판단에 대한 보험증권이 아니다”라는 근거로 수용 청구 및 대우의 최소기준 청구 중 일부 주장을 기각하였습니다.⁸¹² 중재판정부는 대우의 최소기준 청구에 대하여 동일하게 적용되는 수용 청구에 관련된 원칙을 확립하면서, 다음과 같은 입장을 밝혔습니다:

제1110조에 반영된 수용에 관한 국제법은, 해외 투자자의 통상적인 상업적 위험을 제거해 주거나, 지나치게 협소한 고객 기반과 소비자층 확대 및 계약이행에 관한 지속불가능한 추정에 의존한 사업계획 실패에 대해 멕시코에게 배상 부담을 지우는 것으로 해석되지 아니한다.⁸¹³

⁸¹¹ *Waste Management, Inc. v United Mexican States (II)* (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**.

⁸¹² *Waste Management, Inc. v United Mexican States (II)* (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 114 항.

⁸¹³ *Waste Management, Inc. v United Mexican States (II)* (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 177 항.

519. *Maffezini v Spain* 사건은,⁸¹⁴ 다수의 북미자유무역협정 중재판정부에 의해 인용되었던 사건으로,⁸¹⁵ 청구인은 스페인의 국가 기관인 SODIGA가 그 역시 주주로 있는 화학제품생산프로젝트에 대한 청구인의 투자에 있어 잘못된 조언을 제공하고 기타 다른 조치를 취함으로써 청구인의 투자에 손해를 끼쳤다는 이유로 청구를 제기하였습니다. 중재판정부는 대출과 관련된 스페인의 행위에 기반하여 스페인의 책임을 인정한 반면, SODIGA의 순수한 상업적 기능에 근거한 청구인의 기타 협정 위반 청구는 여하한 투자자가 가질 수 있는 일반적인 위험과 관련된 것이라는 이유로 이를 기각하였습니다. *Maffezini* 중재판정부는 다음과 같이 기술하고 있습니다:

중재판정부는 양자간투자협정이 잘못된 경영상 판단에 대한 보험증서가 아님을 강조하고자 한다. SODIGA 및 그 자매 기관이 스페인에서 해당 기간에 추진한 정책 및 관행부족한 점이 있었다는 것이 사실일 수도 있으나, 이것이 투자자로부터 투자에 내재되는 사업적 위험을 면제해 주는 것으로 간주될 수 없다.⁸¹⁶

520. 다른 사례로, *Fireman's Fund Insurance Company v Mexico* 사건에서,⁸¹⁷ 청구인의 수용청구(이와 관련하여 중재판정부는 "'투자에 근거한 투자자의 합리적 기대'가 요인이었다"고 판시하였습니다⁸¹⁸)는 대부분 받아들여지지 않았는데 이는 청구인이 위험을 인지한 상황 하에서 투자를 이행하였기 때문이었습니다. 중재판정부는 청구인이 해당 은행의 재정 여건이 어려운 상태였고, 멕시코가 중대한 금융위기로부터 회복되고 있던 시점에 은행에

⁸¹⁴ Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 중재판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**.

⁸¹⁵ 예컨대, Waste Management, Inc. v United Mexican States (II) (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 114 항; Grand River Enterprises Six Nations, Ltd., et al. v United States of America (UNCITRAL), 사건관할 이의에 대한 결정, 2006. 7. 20., **RLA-33**, 제 67 항 참조.

⁸¹⁶ Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 중재판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**, 제 64 항.

⁸¹⁷ Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**.

⁸¹⁸ Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 176(k)항.

투자하였다고 판시하였습니다.⁸¹⁹ 중재판정부는 청구인은 멕시코 은행의 고객 기반에 접근하여 개인보험을 판매할 의도로 “투자에 불리한 영향을 끼칠 수 있는 상업적 위험을 감수하였다”는 결론을 내렸습니다.⁸²⁰

521. 중재판정부는 북미자유무역협정이 “청구인이 부담한 종류의 위험을 보상하는 보험이 아니다”라고 판시하며 그 수용 청구를 기각하였습니다.⁸²¹ 거듭 말씀드리자면, 투자협정이 투자자들의 잘못된 도박을 위한 보험이 아니라는 원칙은 대우의 최소기준 위반에 대한 청구에도 동일하게 적용됩니다.

b. 청구인은 본건 합병이 승인되고 본건 합병비율로 인해 손실을 볼 수 있는 위험을 인지하고도 삼성물산 주식을 취득하였습니다

522. 앞에서 설명드린 바와 같이,⁸²² 청구인은 삼성물산 주식의 취득 시점, 즉 스왑계약의 형태로 얻는 단순한 “경제적 효과”와 대비되는, 본 협정에 따른 실제 투자의 시점을 의도적으로 감추었습니다.⁸²³ 그 결과, 중재판정부와 한국은 청구인이 모호하게 작성한 진술서와 빈약한 증거를 단서로 EALP의 주식 취득 시점을 알아내야만 하는 상황에 놓이게 된 것입니다. EALP는 본건 합병이 공식적으로 발표된 2015년 5월 26일에 7,732,779주를 보유하고 있었던 것으로 보입니다. 만약 그렇지 않다면 엘리엇 그룹이 이후에 행사한 주식매수청구권을 취득할 수 없었을 것이기 때문입니다.⁸²⁴ 그럼에도 불구하고, 서면 증거를 통해 입증된 사실은 EALP가 2015년 6월 2일자 기준으로 이들

⁸¹⁹ Fireman’s Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 179 항.

⁸²⁰ Fireman’s Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**, 제 180 항.

⁸²¹ Fireman’s Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006.7.17, **RLA-32**, 제 218 항.

⁸²² 앞 제 3 장 제 C 절 2 참조.

⁸²³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 22 항 (“투자자에게 스왑 대상 기초주식의 성과에 대한 완전한 경제적 효과가 귀속되도록 하는 파생 주식투자”).

⁸²⁴ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 263 항 참조. 그러나 위에서 언급한 것처럼 EALP 는 이들 주식을 본건 합병 발표 다음 날인 2015 년 5 월 27 일까지 취득하지 않았을 수 있습니다.

주식을 보유하고 있었고, 나머지 3,393,148주는 2015년 6월 3일에 취득하였다는 것뿐입니다.⁸²⁵

523. 그렇다면, 문제는 EALP가 2015년 5월 26일 이전(청구인에게는 최선의 경우일 것입니다) 어느 시점에 주식을 취득하기 전, 그리고 2015년 6월 3일 그 투자를 늘리기 전, 본건 합병에 대해 시장에 알려진 내용이 무엇인가입니다.

524. 그 답은 간단합니다. 청구인 스스로도 “약탈적 합병”에 반대하고자 “예방 조치”를 취할 분명한 목적으로 삼성 주식에 투자한 것이라고 주장할 만큼 당시 많은 정보가 알려져 있었습니다.⁸²⁶

525. 수정 청구서면, James Dow 교수의 보고서 및 위 제II장 제B절 3에 자세히 기술된 바와 같이, 본건 합병은 엘리엇 그룹이 삼성물산 주식을 매수하였다고 주장하는 시점의 수개월 전부터 이미 예상되고 있었습니다.

(a) 삼성그룹은 2013년 및 2014년에 기업 구조조정을 시작하였습니다.⁸²⁷

(b) 2014년 5월 삼성그룹 █████ 회장이 심장마비로 쓰러지고 난 후 삼성그룹의 승계 계획에 대한 추측 보도가 나오기 시작했습니다.⁸²⁸

(c) 2014년 9월 5일, 삼성물산과 삼성중공업 간의 합병 가능성에 대하여 언론은 다음과 같이 보도하였습니다: “삼성물산과 제일모직(구 삼성

⁸²⁵ DART(전자공시시스템) 공시자료 “주식 등의 대량취득 보고서”, 2015. 6. 4., R-3.

⁸²⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제II장 제 B 절 4 참조.

⁸²⁷ 메리츠 증권, “삼성그룹 지배구조 이슈”, 2014. 5. 21., R-62, 14 면. 예컨대, “한국 삼성 SDI, 제일모직 소재사업부문 인수”, 로히터, 2014. 3. 31., R-59; “삼성 SDI 와 제일모직 합병이 삼성에게 의미하는 것은”, 비즈니스 코리아, 2014. 4. 3., R-60.

⁸²⁸ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 23 항; Mr █████의 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 21 항; “삼성전자 █████ 회장 심장마비로 쓰러져”, The Wall Street Journal, 2014. 5.11., C-3; “삼성 경영승계, 어디까지 가나”, 연합뉴스, 2014.5.15., C-4; “포스트 █████ 체제 그리는 삼성그룹 ... 삼성전자홀딩스(가칭)아래 헤쳐모여”, 매일경제, 2014. 5. 19., C-5; “삼성총수, 심장마비 후 안정세”, 뉴욕타임즈, 2014. 5. 11., C-125.

에버랜드)간의 합병 가능성이 커지고 있다[...]. 삼성 지주회사를 설립하는 과정에서 삼성물산과 제일모직이 합병할 것으로 예상된다”.⁸²⁹

- (d) 2014년 11월, 엘리엇 그룹은 삼성물산의 순자산가치가 시가를 초과하였다는 의견을 냈습니다.⁸³⁰
- (e) 2014년 12월 18일, 제일모직은 한국증권거래소에 상장되었습니다.⁸³¹
- (f) 2015년 1월 6일, 한국의 주요 증권회사인 교보증권이 삼성물산과 제일모직의 합병이 임박한 듯하다고 분석하였습니다.⁸³²
- (g) 또한, 2015년 1월 6일자로 “제일모직과 삼성물산의 합병”을 예측하는 헤드라인의 기사를 통해 “삼성그룹의 차기 기업구조개선 대상은 제일모직과 삼성물산의 합병이라는 의견이 있다”⁸³³ 및 “제일모직과 삼성물산 간의 합병 가능성이 부상하고 있다”⁸³⁴ 라는 내용이 보도되기도 하였습니다.
- (h) 2015년 1월 26일, 노무라 애널리스트들은 그 보고서에서 당시 삼성물산의 주가가 낮은 이유를 삼성물산과 제일모직 간의 합병 가능성에 대한 투자자들의 우려 때문이라고 밝혔습니다.⁸³⁵

526. 2015년 5월 26일, 청구인에게 손해를 야기하였다고 주장하는 본건 합병비율에 따른 본건 합병이 공식 발표되었습니다.⁸³⁶

⁸²⁹ “삼성물산 어디로: [redacted]의 ‘건설’, 비즈워치, 2014.9.5., C-7. “삼성중공업, 25 억 달러로 삼성엔지니어링 흡수합병”, 로히터, 2014. 9. 1., 참조. C-6. “내달 제일모직 상장 ... 삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, 매일경제, 2014. 11. 15., R-73 참조; “삼성重-엔지니어링 합병 후 삼성 건설부문 어떻게 재편될까”, 조선비즈, 2014. 10. 22., R-69.

⁸³⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 21 항; Mr [redacted]의 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 14 항.

⁸³¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 25 항, “삼성물산과 한국증권거래소에 상장된 제일모직 사이의 합병가능성이 추진될 가능성이 상정되었습니다”.

⁸³² 교보증권 애널리스트 보고서, “제일모직”, 2015. 1. 6., R-78.

⁸³³ “[redacted]의 승계 시나리오: 제일모직과 삼성물산 합병”, 비즈니스 포스트, 2015. 1. 6., C-9.

⁸³⁴ “제일모직과 삼성물산 합병하나”, 주식데일리, 2015. 1. 6., C-10.

⁸³⁵ 노무라, “삼성물산”, 2015. 1. 26., C-144.

527. 청구인의 진술 자체로, EALP를 포함한 엘리엇 그룹이 EALP가 삼성 주식을 취득한 것으로 기록상 나타나는 시기보다 이미 오래 전부터 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성을 잘 알고 있었다는 점에는 의심의 여지가 없습니다. 실제로 청구인은 엘리엇 그룹이 초기에는 삼성그룹이 삼성물산과 제일모직 간의 합병을 통해 지배권을 강화하고자 할 것이라는 기대 때문에 발빠르게 주식을 사들였다고 주장하였습니다. 청구인은 수정 청구서면에서 아래와 같이 주장하고 있습니다:

- (a) “엘리엇은 삼성물산 주가의 하락이 삼성그룹을 지배하는 █████ 일가가 삼성그룹의 지배권과 경영권 승계 문제에 대하여 취할 행동을 둘러싼 예측과 관련되어 있는 것으로 이해하였습니다.”;⁸³⁷
- (b) “이에 따라 삼성그룹은 구조조정과 특정 계열사들의 전략적 합병을 통해 소유권과 지배권을 공고히 하여 █████에게 이를 이전하려는 시도를 할 것으로 알려져 있었습니다.”;⁸³⁸
- (c) “그러자 이번에는 삼성물산과 2014년 12월 18일 한국증권거래소에 상장된 제일모직 사이의 합병가능성을 포함하여 삼성그룹 내 다른 합병들이 추진될 가능성도 제기되었습니다.”⁸³⁹

528. 또한, 청구인측 증인인 Mr █████는 자신의 증인진술서에서 다음과 같이 진술하였습니다:

- (a) “본인은 2015년 1월 말경 삼성물산과 제일모직 사이의 합병 가능성을 제기한 애널리스트 자료를 검토한 기억이 있습니다.”;⁸⁴⁰

⁸³⁶ “삼성 후계자 █████, 합병으로 지배권 강화”, The Wall Street Journal, 2015. 5. 26., C-14; “삼성물산, 제일모직 합병으로 █████, 지배권 강화”, 오마이뉴스, 2015. 5. 26., C-15; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료 “삼성물산 기업/회사 합병 결정”, 2015.5.26, C-16; 삼성물산 보도자료, “삼성물산, 제일모직 합병”, 2015. 5. 26., C-17.

⁸³⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 23 항.

⁸³⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 23 항.

⁸³⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 25 항.

⁸⁴⁰ Mr █████ 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 20 항.

- (b) “본인은 이런 소문을 대략적으로 알고 있었는데, 이는 2014년 5월 [redacted] 삼성그룹 회장이 심장마비를 일으킨 후 삼성그룹이 [...] 구조조정을 고려하고 있었다는 것이 일반적으로 예상되고 있었기 때문입니다”;⁸⁴¹ 및
- (c) “한동안 시장에서는 창업주 일가의 상속계획이 어떻게 실행될 것인지를 관측하고 있었으며, [...] 삼성물산과 제일모직의 합병도 상속계획의 일부가 될 가능성이 있다고 생각하였습니다”.⁸⁴²

529. 이미 2014년 9월부터 삼성물산과 제일모직 간의 합병 가능성에 대해 상세히 알게 된 후의 조치로써 “엘리엇은 스왑 포지션을 청산하고 주식을 추가로 매수함으로써 삼성물산에 대한 투자를 계속 늘려” 나갔습니다.⁸⁴³ 이 때 엘리엇 그룹은 본건 합병비율이 자본시장법에 따라 “합병 발표 이전 1개월간 각 회사의 평균 주가를 기준으로 산정된다”는 것도 충분히 알고 있었습니다.⁸⁴⁴ EALP는, 그 자신이 주식을 매수할 때 이미 알고 있었던 점인데, 이는 삼성그룹이 (i) 합병의 발표시점과 (ii) 시장에 제공되는 각 회사에 관한 정보를 조정하여 합병 발표 이전 1개월간의 주가에 영향을 미칠 수 있음을 의미한다고 주장합니다.⁸⁴⁵
530. 2015년 6월 2일경, 청구인은 본건 합병이 공식적으로 발표되었음을 물론 법에서 정한 본건 합병비율이 어떻게 정해졌는지도 알고 있었습니다. 청구인은 삼성물산 주식이 명백히 제일모직 주식보다 불리한 가격으로 거래된다는 점과 본건 합병이 삼성그룹의 장기적인 구조조정의 일부임을 알고 있었습니다. 그럼에도 청구인은 그 투자를 확대하였던 것입니다.
531. 이 모든 내용을 알게 된 청구인은 엘리엇 그룹이 불공정하다고 주장하는 본건 합병비율로 본건 합병이 승인될 수 있다는 위험을 감수하면서 삼성물산 주식을 매수하기로 하였습니다. 실제로, 청구인은 자신이 건 도박이 실패할

⁸⁴¹ Mr [redacted] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 21 항.

⁸⁴² Mr [redacted] 증인진술서, 2019. 4. 4., CWS-1, 제 21 항.

⁸⁴³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 31 항.

⁸⁴⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 40 항.

⁸⁴⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 41 항.

수도 있다는 것을 잘 알면서도 더 나은 합병 비율을 받아내거나 본건 합병을 무산시킬 수 있다는 쪽에 베팅을 하고 주식을 매수한 것입니다.

532. 다수의 북미자유무역협정 및 북미자유무역협정 이외의 투자 중재판정부가 (북미자유무역협정 중재판정부가 동의하며 인용한 중재 판정에서) 판시한 바와 같이, 협정상 보호는 청구인이 삼성물산에 투자하기로 결정할 당시 그 결정에 내재하는 위험으로부터 청구인을 보호하는 보험이 아니며, 감수한 위험이 실제로 발생하여 투자 손실을 입었을 때에 우발적인 소득을 약속하는 것도 아닙니다.⁸⁴⁶

4. 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 의결권 행사는 협정상 의무와 관련되는 주권적 권한의 행사가 아닙니다

533. 마지막으로, 이 청구는 그 근거가 되는 행위, 즉 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 의결권 행사가 협정에 따른 국제적 책임을 야기하는 것이 아니라, 상사거래 당사자가 통상적으로 취할 수 있는 행위에 불과하므로 성립될 수 없습니다.
534. 국제투자협정 의무 위반을 주장하는 청구에 있어 주권적 권한(또는 공권력)의 행사가 필수 요소라는 것은 이미 정립된 원칙입니다.⁸⁴⁷ 오직

⁸⁴⁶ Waste Management, Inc. v United Mexican States (II) (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 중재판정, 2004. 4. 30., **CLA-16** 를 인용한 위 제 IV 장 제 B 절 3 참조; Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 중재판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**; Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 중재판정, 2006. 7. 17., **RLA-32**.

⁸⁴⁷ Impregilo S.p.A. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/02/17), 관할권에 관한 판정, 2005. 4. 26., **RLA-27**, 제 260 항; Bureau Veritas, Inspection, Valuation, Assessment and Control, BIVAC B.V. v The Republic of Paraguay (ICSID Case No. ARB/07/9), 관할권 이의에 대한 중재판정부의 결정, 2009. 5. 29., **RLA-47**, 제 125 항; Azurix Corp v The Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/01/12), 중재판정, 2006. 7. 14., **RLA-31**, 제 315 항; Siemens AG v The Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/02/8), 중재판정, 2007. 2. 6., **RLA-35**, 제 253 항; Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v Republic of Ecuador (ICSID Case No. ARB/04/19), 중재판정, 2008. 8. 18., **RLA-41**, 제 345 항; Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/03/29), 중재판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 180 항, 377; Parkerings-Compagniet AS v Republic of Lithuania (ICSID Case No. ARB/05/8), 중재판정, 2007. 9. 11., **RLA-38**,

주권자(sov​er​eign)로서 행​위​하​는 국​가 (또​는 그 대​리​인)만​이 국​제​적 의​무 위​반​의 주​체​가 될 수 있​습​니​다.⁸⁴⁸ 이 원​칙​은 북​미​자​유​무​역​협​정 및 그와 유​사​한 협​정​에 따​른 청​구​에​도 적​용​되​니​다: 북​미​자​유​무​역​협​정 중​재​판​정​부​는 북​미​자​유​무​역​협​정​이 “정​부 당​국​과​의 통​상​적​인 거​래​를 잠​재​적 국​제 분​쟁​으로 [...] 격​상”​시​키​는 체​제​를 만​들​어 내​는 것​으로 해​석​될 수 없​다”​고 판​시​하​고 있​습​니​다.⁸⁴⁹ *Azinian* 중​재​판​정​부​는 아​래​와 같​이 설​명​하​니​다:

원​칙​적​으로 NAFTA 상​의 보​호​를 받​을 자​격​이 있​는 외​국​인 투​자​자​는 정​부 당​국​과 계​약 관​계​를 맺​을 수 있​고, 해​당 당​국​에 의​한 계​약 위​반​을 겪​게 될 수​도 있​으나, 그​렇​다​고 하​더​라​도 여​전​히 북​미​자​유​무​역​협​정​에 따​라 청​구​를 제​기​할 자​격​은 인​정​되​지 않​니​다. 개​인​들​이 정​부 당​국​과​의 거​래​에​서 그 거​래​의 목​적​이 좌​절​되​고, 또 국​내 법​원​에​서 그​들​이 제​기​한 소​송​이 기​각​되​므​로​써 또 다​시 실​망​하​게 되​는 것​은 어​디​에​서​나 벌​어​지​는 불​가​피​한 현​실​이​다. [...] 북​미​자​유​무​역​협​정​은 외​국​인 투​자​자​들​에​게 전​면​적​인 보​호​를 제​공​하​고​자 하​는 것​이 아​니​며, 그 협​정​의 조​건​들 중 어​떤 내​용​도 전​면​적​인 보​호​를 제​공​하​지 아​니​하​니​다.⁸⁵⁰

535. 이​러​한 원​칙​은 국​제​관​습​법​상 확​립​되​어 있​습​니​다: ICL 제​4조​에 관​한 해​설​서 는 국​제​관​습​법​상 국​가​에 의​한 상​업​적 행​위(계​약​위​반 등)는 “추​가​적​인 요​인” 이 입​증​되​지 않​는 한 국​제​법 위​반​에 해​당​하​지 않​는​다​고 설​명​하​고 있​습​니​다:

국​가​에 의​한 계​약 위​반​은 국​제​법 위​반​으로 간​주​되​지 아​니​하​니​다. 국​제​법​과 관​련​되​려​면 상​대​방 계​약​당​사​자​가 제​기​한 소​송​에​서 해​당 국​가 법​원​의 사​법​정​의 부​인 등 추​가​적​인 요​인​이 요​구​된​다.⁸⁵¹

제 443 항-444 항; *Biwater Gauff (Tanzania) Ltd. v United Republic of Tanzania* (ICSID Case No. ARB/05/22), 중재판정, 2008. 7. 24., **RLA-40**, 제 458 항.

⁸⁴⁸ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 중재판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 328 항.

⁸⁴⁹ *Robert Azinian and others v The United Mexican States* (ICSID Case No. ARB(AF)/97/2), 중재판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 87 항.

⁸⁵⁰ *Robert Azinian and others v The United Mexican States* (ICSID Case No. ARB(AF)/97/2), 중재판정, 1999. 11. 1., **RLA-16**, 제 83 항.

⁸⁵¹ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 5, 41 면.

536. 이 원칙은 매우 명료합니다. 투자 협정에 포함된 국제법상 의무는 국가가 주권적 권한을 행사하지 않고 상행위의 주체로 행위하는 경우 국가의 행위를 제한하지 않습니다. 일반적인 상행위 주체가 할 수 있는 행위를 국가가 하였을 때, 그러한 상행위 이상의 요소가 없다면 해당 행위는 국제법 위반 수준에까지 이르지 않습니다.⁸⁵² 이를 달리 판결할 경우 근거 없이 국가 및 상행위를 한 당사들에게 이중의 기준을 부과하는 것이 됩니다. *Impreglio v Pakistan* 사건에서 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다:

국가 또는 국가기관은, 사실상 또는 법률상, 투자자와 다른 접근방식을 가진 통상적인 계약당사자로서 행위할 수 있다. 주장되는 계약 위반이 BIT 위반을 구성하려면 통상적인 계약당사자가 채택하는 바를 벗어나는 그 이상의 행위의 결과가 있어야만 한다. 국가는 계약당사자가 아니라 주권적 권한(“공권력”)을 행사하는 경우에만, BIT에 따라 부담한 의무를 위반할 수 있다. 다시 말해서, 투자자가 주장하는 손해가 투자유치국이 협정에 따라 부담하는 의무를 위반하는 행위의 결과임을 입증할 때에만 투자보호협정에 따른 구제수단이 투자자에게 제공된다.⁸⁵³

⁸⁵² *Impreglio S.p.A. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/02/17), 관할권에 관한 판정, 2005. 4. 26., **RLA-27**, 제 258 항-260 항 (“투자계약 위반이 모두 BIT 위반으로 간주될 수는 없다. [...] 주장되는 계약 위반이 BIT 위반을 구성할 수 있으려면 통상적인 계약당사자가 취할 수 있는 것 이상의 행위에 따른 결과가 있어야 한다.”); *Bureau Veritas, Inspection, Valuation, Assessment and Control, BIVAC B.V. v The Republic of Paraguay* (ICSID Case No. ARB/07/9), 관할권 이의에 대한 추가 결정, 2012. 10. 9., **RLA-63**, 제 239-280 항 (파라과이가 공인 및 사인 모두에 허용되는 조치만을 채택하였고, 일반 당사자의 권리에 개입하는 경우에 통상적으로 (주권자가) 사용할 수 있는 종류의 권한을 행사하지 않았기 때문에, 공정하고 공평한 대우 의무 위반 청구를 기각한다); *Siemens AG v The Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/02/8), 중재판정, 2007. 2. 6., **RLA-35**, 제 246 항-260 항 (계약당사자 또는 계약당사자로서 행위하는 주권자의 행위로 간주될 수 있는 조치와 관련된 주장을 심리하는 것을 거부함); *Vannessa Ventures Ltd v The Bolivarian Republic of Venezuela* (ICSID Case No. ARB(AF)04/6), 중재판정, 2013. 1. 16., **RLA-66**, 제 209 항 (“확립된 바에 따르면, 국제법상의 수용에 이르기 위해서는 국가의 행위가 통상적인 계약당사자가 취하는 행위를 초과하는 수준이어야 한다.”).

⁸⁵³ *Impreglio S.p.A. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/02/17), 관할권에 관한 판정, 2005.4.26., **RLA-27**, 제 260 항.

537. 이 요건은 (행위귀속에 관한 사항을 포함하여) 한국의 관할권에 대한 이의제기와 관계없이 본안에서도 적용됩니다: 중재판정부에 관할권이 있다 하더라도, 문제가 되는 행위가 순전히 상업적 행위라면 협정 위반은 성립될 수 없습니다.⁸⁵⁴ *Hamester v Ghana* 사건에서 중재판정부는 아래와 같이 판결하였습니다:

청구인에 의한 합작투자계약 위반이 있었을 수 있고, Cocobod가 요청받은 수량만큼의 코코아 빈의 인도를 불이행하거나 거부함으로써 합작투자계약을 위반한 것일 수도 있다. 그러나, 이는 계약 관련 사안이지 협정 관련 사안은 아니다. 따라서, *Cocobod의 상업적 행위가 피청구국에게 귀속된다 하더라도* 여전히 ROG의 국제적 책임과 관련된 BIT 위반을 구성하지 아니한다. 이 것이 BIT 제2조 제1항, 제4조 제2항 및 제4조 제3항(FET 및 수용)에 관한 청구인의 주장에 대한 결론이다.⁸⁵⁵

⁸⁵⁴ 예컨대, *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 중재판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 315 항, 제 317 항, 제 325 항-337 항 (가나법에 의해 설립되어 "Cocobod"로 알려져 있는- 가나 코코아 이사회)의 행위가 설사 가나에 귀속된다 할지라도, 그 행위의 성격 자체가 상업적인 것이기 때문에 이는 자의적이거나 차별적인 대우 및 불공정하고 불공평한 대우에 관한 사항을 포함하는 독일과 가나 간의 BIT 위반을 구성하지 않는다고 판시함); *Azurix Corp v The Argentine Republic* (ICSID Case No. ARB/01/12), 중재판정, 2006. 7. 14., **RLA-31**, 제 315 항 (청구인이 제기한 수용 청구의 본안을 심의함에 있어, 중재판정부는 해당 청구를 입증하기 위해 제출된 각각의 근거가 주권자의 특정한 기능의 행사를 반영하는 지 여부를 평가할 것이다); *Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v Republic of Ecuador* (ICSID Case No. ARB/04/19), 중재판정, 2008. 8. 18., **RLA-41**, 제 342 항-345 항 (포괄적 보호조항(umbrella clause)이 아닌 투자협정규정의 위반을 입증하려면, "청구인은 계약위반과는 성격상 다른 위반, 즉 국가가 그 주권적 권한을 행사하여 행위하였는지를 입증하여야 한다"); *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan* (ICSID Case No. ARB/03/29), 중재판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 377 항 ("FET 위반이 성립하기 위해서는 주권적 권한을 행사하여 행위하였다는 점이 입증되어야 한다.") 참조.

⁸⁵⁵ *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana* (ICSID Case No. ARB/07/24), 중재판정, 2010. 6. 8., **CLA-6**, 제 331 항 (강조추가).

538. 이 원칙을 자세히 설명하는 사건들은 주로 계약 위반에 관한 것입니다.⁸⁵⁶ 그러나 이 원칙이 적용되는 상행위는 국가에 의한 계약 위반에 국한되지 않고, 국가가 그 명의로 직접, 또는 국영기관을 통해 소유하는 주식에 귀속된 의결권을 행사하는 경우에도 동일하게 적용됩니다. (어떠한 경우든 주주의결권은 계약적 성격을 가지며 주주와 회사간의 계약에서 발생합니다.) 주주는 그 타당성에 관계없이, 이유 유무를 불문하고 자신이 원하는 대로 의결권을 행사할 수 있습니다. 국가가 주주로서 향유할 수 있는 의결권을 행사하는 것은 모든 주주들과 정확히 동일한 입장이라고 할 수 있습니다. 이와 같은 행사는 주권적 권한과 관련이 없으며 따라서 국제법상의 의무를 발생시키지도 않습니다.
539. 사실, 이러한 상업적 행위 및 주권적 권한 행사의 구별은 계약상 행위의 경우보다 주주의 의결권 행사에 있어 더욱 중대하게 적용될 수 있습니다. 계약당사자는 그 계약 조건에 따른 적절한 제약을 받는 반면, (국가를 포함한) 주주는 자신의 이익에 따라 옳고 그름을 스스로 평가하여 그 의결권을 행사할 권리가 있습니다.
540. 국민연금은 삼성물산 주식의 보유라는 상업적 행위의 당사자 지위에서 본건 합병에 대하여 의결권을 행사하였습니다. 국민연금은 주권적 권한의 측면에서 삼성물산 주식을 소유한 바 없고, 이들 주식에 결부된 의결권 행사 시 주권적 권한을 사용하지도 않았습니다. 국민연금은 다른 주주들과 정확히 동일한 방식으로 의결권을 행사하였고 여기에는 어떠한 공권력도 동원되지 않았습니다. 설령 중재판정부가 국민연금을 국가기관으로 판단한다고 하더라도(국민연금은 결코 국가기관이 아닙니다), 이와는 무관합니다. 문제가 제기된 행위— 이 경우에는 본건 합병에 대한 주주의 의결권 행사— 가

⁸⁵⁶ 예컨대, Impregilo S.p.A. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/02/17), 관할권에 관한 판정, 2005. 4. 26., **RLA-27**, 제 258 항-285 항; Azurix Corp v The Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/01/12), 중재판정, 2006.7.14., **RLA-31**, 제 315 항; Siemens AG v The Argentine Republic (ICSID Case No. ARB/02/8), 중재판정, 2007. 2. 6., **RLA-35**, 제 248 항; Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v Republic of Ecuador (ICSID Case No. ARB/04/19), 중재판정, 2008. 8. 18., **RLA-41** 제 342 항-343 항; Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v Islamic Republic of Pakistan (ICSID Case No. ARB/03/29), 중재판정, 2009. 8. 27., **CLA-26**, 제 377 항; Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v Republic of Ghana (ICSID Case No. ARB/07/24), 중재판정, 2010. 6. 18., **CLA-6**, 제 329 항 참조.

주권적 권한의 행사와 관련된 바가 없다면, 협정상의 청구가 성립될 수 없습니다.

541. 거듭 말씀드리자면, 청구인은 자신과 같은 삼성물산의 소수주주가 기업 행위 안건에 대해 청구인이 원하는 바와 다르게 의결권을 행사한 것이 마음에 들지 않는다고 하여 한국을 상대로 협정상의 청구를 제기할 수 없는 것입니다. EALP가 제기한 청구의 핵심은 주주간의 분쟁이며, 이러한 EALP의 청구는 인용될 수 없습니다. 국민연금은 엘리엇 그룹이 원하는 대로 의결권을 행사할 의무가 없으며, 보다 근본적으로 단지 어느 1인의 주주에 의한 의결권 행사를 협정과 결부시킬 수는 없습니다.

C. 한국은 청구인에게 내국민 대우를 거부하지 않았습니다

542. 청구인은 한국이 본건 합병이 승인되도록 함으로써 자신들의 투자를 “ 일가”보다 불리하게 취급하여 외국인 투자자인 청구인을 의도적으로 차별하였다고 주장하고 있습니다.⁸⁵⁷ 이를 근거로, 청구인은 한국이 협정 제11.3조를 위반하였다고 주장합니다.⁸⁵⁸ 거듭 강조하고자 하는 점은, 청구인이 실제로 제기하는 문제는 청구인과 같은 어느 한 소수주주가 엘리엇 그룹이 원하는 방향대로—그 즈음에 엘리엇 그룹이 협박까지 해가며 원했던 바 대로— 의결권을 행사하지 않았다는 것입니다. 이는 협정상의 청구를 제기할 수 있는 근거가 되지 않습니다.

543. 애초부터, 청구인이 내국민 대우에 대한 청구의 근거로 문제삼는 조치들은 본건 협정에 대한 한국의 유보 대상의 범위에 속하며 이에 의해 배제됩니다(행위귀속 관련 한국의 주위적 주장에 대한 예비적 주장) (1).

544. 설령 중재판정부가 내국민 대우 청구를 한국의 명시적인 협정 유보 대상에 벗어나는 것이라고 결정하는 경우에도, 당해 청구는 증거 부족으로 인용될 수 없습니다.

- (a) 첫째, 청구인과 삼성물산에 대한 그 투자는 “동종의 상황” 하에 있는 내국민 투자자들 및 그들의 투자에 비해 불리하게 대우받지 않았습니다. “ 일가”나 그들의 투자는 청구인 또는 청구인이

⁸⁵⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 245 항-253 항.

⁸⁵⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 253 항.

주장하는 삼성물산에 대한 투자와 “동종의 상황” 하에 있지 않았으며, 내국인 대우 청구의 목적에 비추어 적절한 비교대상이라 할 수 없습니다. 이는 본 청구의 치명적인 흠결입니다 (2).

- (b) ~~둘째~~, 설사 청구인이 적절한 비교대상을 선택하였다 하더라도 한국이 청구인에게 차별적 대우를 적용하였다는 증거가 없으므로 이 주장은 여전히 성립되지 않습니다 (3).

1. 협정에 대한 한국의 유보 대상은 청구인이 주장하는 위법행위를 내국인 대우 의무에서 명백하게 제외하고 있습니다

545. 본 항에서 논하고자 하는 바는 아래와 같은 한국의 주위적 주장에 대한 예비적 주장에 해당합니다:

- (a) 국민연금의 행위는 협정 제11.1조 제3항 (a)호에 따라 한국에 귀속되지 않습니다.
- (b) 본건 합병에 대한 찬성 표결은 협정에서 규정하는 “조치”에 해당하지 않습니다.

546. 중재판정부가 한국의 위 두 가지 주장을 모두 기각한다고 하더라도, 한국이 협정에 의거하여 준수해야 하는 내국인 대우 의무는 청구인의 내국인 대우 청구의 근간을 이루는 위법행위에 적용되지 아니하므로, 청구인의 내국인 대우 위반 주장은 결국 성립되지 않습니다.

547. 협정 제11.12조 제2항은, 제11.3조의 규정이 “협정의 어느 당사자가 협정 부속서 II의 자국 유보목록에 규정된 분야, 하위분야 또는 행위에 대하여 채택하거나 유지하는 어떠한 조치”에도 적용되지 않는다고 규정하고 있습니다”.⁸⁵⁹

548. 협정 부속서 II 한국 유보 대상에는 두 가지의 관련된 유보 조건이 있습니다.

⁸⁵⁹ 협정, C-1, 제 11.12 조 제 2 항.

(a) *첫째*, 한국은 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지”할 권리를 유보한다.⁸⁶⁰

(b) *둘째*, 한국은 “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”.⁸⁶¹

549. 이 두 가지 유보 사항은 모두 협정의 내국인 대우 의무에 적용되고, ⁸⁶² 청구인이 주장하건대 한국의 내국인 대우 의무 위반을 구성하는 행위는 이들 유보 대상의 범위에 해당됩니다.⁸⁶³ 따라서, 중재판정부는 청구인의 내국인 대우 청구를 기각하여야 합니다.

a. 본건 합병에 대한 찬성 표결은 “지분의 이전 또는 처분”에 해당합니다

550. 중재판정부가 행위귀속 및 “조치” 관련 청구인의 주장을 받아들인다면, 국민연금에 의한 본건 합병 찬성 표결은 유보 대상의 “지분의 이전 또는 처분”에 해당하는 모든 조건을 충족하게 됩니다.

(a) 청구인은 본건 합병에 대한 찬성 표결이 한국에 의해 채택되거나 유지되는 조치라고 주장하고 있습니다.⁸⁶⁴

(b) 청구인은 국민연금의 행위가 제11.1조 제3항 제(a)호에 따라 한국에 귀속되는 행위라고 주장합니다.⁸⁶⁵

⁸⁶⁰ 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서 II, 2012. 3. 15., R-52, 3 면.

⁸⁶¹ 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서 II, 2012. 3. 15., R-52, 9 면.

⁸⁶² 협정, 부속서 II: 서비스 및 투자에 대한 비합치 조치, 한국 부속서 II, 2012. 3. 15., R-52, 3 면, 9 면. 위 각주 775 에서 살펴본 바와 같이, 사회 서비스 유보 목록도 협정의 최혜국 의무에 적용됩니다.

⁸⁶³ 예컨대, 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 248 항, 제 251 항-253 항 참조.

⁸⁶⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 175 항-176 항.

(c) 마지막으로, 국민연금은 삼성물산과 제일모직의 지분을 주식의 형태로 보유하고 있었으며, 이들 주식을 처분하고 그 대가로 합병 후 회사의 주식 지분을 취득하는 것에 대하여 그 의결권을 행사한 것입니다. 따라서, 본건 합병에 대한 의결권 행사는 지분의 이전 또는 처분에 대하여 이루어진 것이고, 내국민 대우 의무에서 제외되는 것입니다.

551. 그러므로 이러한 유보의 적용 조건이 충족됨에 따라, 청구인의 내국민 대우 청구는 배척되어야 합니다.

b. 본건 합병에 대한 찬성 표결은 사회 서비스의 일환으로 행해진 것입니다

552. 역시 한국의 주위적 주장의 인용 여부에 따라, 그리고 오로지 그에 따른 예비적 주장임을 전제로 하여, “사회 서비스” 유보 대상에 따라 국민연금이 한국 국민에게 연금 서비스를 제공하는 행위는 내국민 대우 보호에서 제외됩니다. 연금서비스 제공에는 본건 합병에 대한 의결권 행사를 통해 연금 서비스를 지속적으로 제공하기 위해 예산을 확보하는 투자활동도 그 일부로서 포함됩니다.

553. 청구인이 강조하는 바는,⁸⁶⁵ 국민연금이 부분적으로는 “국민의 생활 안정화와 복지 증진”을 위한 사회 보험 프로그램으로서 창설되었으며,⁸⁶⁷ 한국 헌법재판소가 국민연금을 한국 헌법 제34조 제1항에 의해 규정하는 “공공 목적”을 위하여 설치 또는 유지되는 사회 보험으로 인정하였다는 것입니다.⁸⁶⁸ 청구인은 나아가, 국민연금이 “공공 목적”을 위해 자금을 운용한다고 진술한 바 있습니다.⁸⁶⁹

⁸⁶⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 178 항.

⁸⁶⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 197 항.

⁸⁶⁷ 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 1 조; 한국 헌법재판소 선고 99 헌마 365 판결, 2001. 2. 22., **R-39**.

⁸⁶⁸ 대한민국 헌법, 1988. 2. 25., **C-88**, 제 34 조; 국민연금법, 2014. 7. 31., **C-77**, 제 1 조; 한국 헌법재판소 선고 99 헌마 365 판결, 2001. 2. 22., **R-39**. 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 88 항 (“국민연금의 중요한 공적 기능은 한국 국민들로부터 징수한 자금을 미래의 연금 지급금을 마련하기 위해 투자하는 데 있고, 이는 한국 헌법이 명하는 [...]”).

⁸⁶⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 197 항.

554. 앞에서 언급하였듯이, 청구인은 국민연금의 본건 합병에 대한 찬성 표결은 한국에 귀속되는 행위이며, 따라서 협정에서 규정한 조치에 해당한다고 주장하고 있습니다.⁸⁷⁰ 한국은 위 제III장 제A절 및 제III장 제B절에서와 같이 이를 반박하였습니다. 그럼에도 불구하고 중재판정부가 이에 동의하지 않고 청구인의 주장을 받아들인다고 하더라도, 청구인의 주장 자체만으로, 유보 목록상의 “사회 서비스” 적용에 요구되는 모든 조건들이 충족되며 그 결과 내국인 대우 청구는 배척됩니다.

2. 청구인은 내국인 투자자들보다 불리한 대우를 받았다는 주장을 입증하지 못하였습니다

555. 중재판정부가 위에서 언급한 유보대상에 의해 청구인의 내국인 대우 청구가 배제되지 않는다고 결정하더라도, 위 청구는 본안에서 받아들여질 수 없습니다.

a. 협정에 따른 내국인 대우 요건

556. 협정 제11.3조에 의하면, 각 당사국은 자국 영역내 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 대하여 “동종의 상황에서” 자국 투자자 또는 적용대상투자에 부여하는 것보다 “불리하지 아니한” 대우를 다른 쪽 당사국의 투자자 또는 적용대상투자에 부여하여야 합니다.

557. 따라서, 내국인 대우 기준 위반을 입증하려면 청구인은 자신 또는 자신의 투자가 “동종의 상황에서” 내국인 투자자 또는 내국인 투자에 비해 불리한 대우를 받았음을 입증하여야 합니다.⁸⁷¹ 만약 선택한 비교대상이 “동종의 상황에” 놓여 있지 않다면, 내국인 대우 의무 위반을 입증할 수 없습니다.⁸⁷²

⁸⁷⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 175 항, 제 216 항.

⁸⁷¹ Cargill, Incorporated v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/05/2), 중재판정, 2009. 9. 18., **CLA-2**, 제 189 항 (“제 1102 조에 의거하여 제기하는 청구에서 승소하기 위해서는 두가지 기본적인 요건이 필요하다: 투자자 또는 그 투자가 내국인 투자자 또는 그 투자와 “동종 상황에” 있어야 하고, 투자자 또는 그 투자에 부여되는 대우가 내국인 투자자 또는 그 투자에 부여되는 것보다 불리하여야 한다.”); Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/04/5), 중재판정, 2007. 11. 21., **RLA-39**, 제 196 항 (“따라서 제 1102 조 제 1 항 및 제 1102 조 제 2 항의 논리는 대우가 ‘동종의 상황’에서 부여된 것이 아니라면 중재판정부가 ALMEX 및 멕시코 설탕 생산회사에게 부여되는 대우를 비교할 필요가

558. 적절한 비교대상이 확인된다면, 청구인은 외국인 투자자 또는 외국인 투자가 내국의 비교대상에게 부여된 것 보다 “불리한” 대우를 받았음을 입증해야 합니다.⁸⁷³

559. 마지막으로, 그러한 “대우”는 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 대한 것이어야 합니다.⁸⁷⁴

b. 청구인 및 청구인이 주장하는 삼성물산에 대한 투자는 “동종의 상황에서” 내국인 투자자보다 불리한 대우를 받지 않았습니다

560. 청구인은 삼성물산과 제일모직 간의 본건 합병이 불공정한 합병 비율로 승인되게 하는 과정에서 한국이 청구인과 청구인의 투자를 “동종 상황에서” 내국인 투자자 및 그들의 투자에 비해 불리하게 대우하였다고 주장하고 있습니다.⁸⁷⁵ 가사 백보를 양보하여, 한국이 본건 합병을 야기하였다고 하더라도 청구인이 그에 상응하는 내국인 투자자들보다 불리한 대우를 받았다는 것은 사실이 아닙니다.

561. 본건 합병 당시 일부 한국 투자자들은 청구인과 동일한 입장, 즉 삼성물산의 주주이지만 제일모직의 주주는 아닌 입장에 있었습니다. 예컨대, 본건 합병 당시 삼성물산 주주이면서 제일모직의 주식을 보유하고 있지 않았던 한국 주주들은 다음과 같습니다:

없다는 것이다.”); A Bjorklund, “북미자유무역협정 제 11 장”: C Brown (ed), Commentaries on Selected Model Investment Treaties (2013), **RLA-65**, 479 면 (“사건의 결론은 ‘동종 상황’ 문제에 좌우될 가능성이 크다.”).

⁸⁷² 예컨대, United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada (ICSID Case No. UNCT/02/1), 본안에 대한 중재판정(Award on the Merits), 2007. 5. 24., **CLA-15**, 제 173 항-181 항; Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정(Final Award of the Tribunal on Jurisdiction and Merits), 2005. 8. 3., **RLA-28**, 제 12 항 참조.

⁸⁷³ Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/04/5), 중재판정, 2007. 11. 21., **RLA-39**, 제 205 항.

⁸⁷⁴ Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v United States of America (ICSID Case No. ARB(AF)/12/1), 중재판정, 2014. 8. 25., **CLA-1**, 제 8.4 항.

⁸⁷⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 248 항, 제 253 항.

- (a) 일성신약주식회사;
- (b) 주식회사 종중;
- (c) 한국인 ██████
- (d) 한국인 ██████; 및
- (e) 한국인 ██████.⁸⁷⁶

562. 따라서, 위 한국 주주들은 청구인과 동일한—더 유리하지 않은—대우를 받았으며, 청구인이 본건 합병으로 인해 손해를 입었다고 한다면, 이러한 내국인 투자자들 역시 그와 동일한 만큼의 손해를 입었습니다. 청구인 스스로가 본건 합병은 “모든 삼성물산 주주들에게 막대한 손실과 손해를 입힐 것으로 예상된다”고 주장한 바 있습니다.⁸⁷⁷ 실제로 이들 내국인 주주들은 본건 합병에 반대하여 청구인과 공동으로 한국 민사법원에 본건 합병을 무효로 하고 삼성물산에 대한 자신들의 주식매수청구가격을 재산정 해 달라는 소송을 제기한 바 있습니다.⁸⁷⁸ 한국은 청구서면에 대한 답변서에서 이러한 내용을 언급한 바 있었으나,⁸⁷⁹ 청구인은 EALP와 적절한 비교대상이 되는 위 한국인 주주들이 받은 대우에 대해서는 침묵으로 일관하고 있습니다.

563. 대신, 청구인은 다른 내국인 투자자들 및 투자가 외국인 투자자들 및 그 투자와 함께 불리한 대우를 받는 상황에서도 “그 차별이 부정되는 것은 아니다”라고 주장하였습니다.⁸⁸⁰ 그러나 이는 적법한 주장이 아닙니다. 나아가 이것은 청구인이 그 주장의 근거로 삼는 판정들과도 배치됩니다. 청구인은 *UPS v Canada 사건*에서,⁸⁸¹ 캐나다가 내국인 대우 의무를 위반하지

⁸⁷⁶ 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결상의 원고들, **R-20**, 및 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결상의 신청인/항고인, **C-53**.

⁸⁷⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 4 항.

⁸⁷⁸ 서울중앙지방법원 2017.10.19. 선고 2016 가합 510827 판결, **R-20**; 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, **C-53**.

⁸⁷⁹ 중재통보 및 청구서면에 대한 답변서, 2018. 8. 13., 제 31 항, 제 38 항.

⁸⁸⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 252 항.

⁸⁸¹ 청구인은 이 사건 Dean Ronald A Cass 의 개별 진술서 59-60 면을 인용하면서, 그 각주를 “UPS v. Canada, 본안에 대한 중재판정, **CLA-15**, ¶¶59-60”으로 잘못 인용하였습니다.

않았다'는 과반수 결정에 동의하지 않고 그에 반대하는 의견을 표명한 중재인 Dean Ronald Cass의 *반대 의견*을 인용한 바 있습니다.⁸⁸²

564. 법률적 쟁점에 대한 정확한 표현은, 동종의 상황에 있는 내국인 투자자—즉, 해당 비교대상—가 외국인 투자자와 동일한 방식으로 대우를 받는 경우에는 내국인 대우 의무 위반에 해당하지 않는다는 것입니다.⁸⁸³ 실제로, *UPS v Canada* 사건에서 다수의견은, UPS가 비교대상으로 삼은 현지 배송 회사가 UPS보다 훨씬 광범위한 배송지역과 권한을 보유하고 있기 때문에 UPS와 “동종의 상황”에 있지 않다는 점을 근거로 내국인 대우 청구를 기각하였습니다. 다수의견은 UPS가 적절한 비교대상인 다른 현지 배송 회사와 동일한 대우를 받았으므로 협정 위반이 아니라는 것이었습니다.⁸⁸⁴
565. 이 사건에 있어서도 청구인은 관련 목적 상 적합한 비교대상인 일성 및 종종과 같이 삼성물산의 내국인 투자자들(단, 제일모직의 투자자는 아닙니다)과 동일한 대우, 즉 그들보다 더 불리하지 않은 대우를 받았습니.⁸⁸⁵

c. “ 일가”나 그 투자는 청구인 또는 청구인이 주장하는 삼성물산에의 투자와 “동종 상황에” 있지 않았습니다

566. EALP와 동종의 상황에 있는 내국인 투자자들이 여럿 있음에도, 청구인은 내국인 대우 청구의 유일한 “관련 비교대상”⁸⁸⁶ 으로 “삼성그룹의 내국인

⁸⁸² United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada (ICSID Case No. UNCT/02/1), Dean Ronald A Cass 의 개별 진술서, 2007. 5. 24., **CLA-15**, 제 2 항 (“본인은 캐나다가 북미자유무역협정 제 1102 조에 따른 내국인 대우 의무를 위반하지 않았다는 중재판정부의 결론에 동의하지 않습니다.”).

⁸⁸³ Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-28**, 제 19 항. ADF Group Inc. v United States of America (ICSID Case No. ARB(AF)/00/1), 중재판정, 2003. 1. 9., **CLA-22**, 제 156 항 참조; Marvin Feldman v United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/99/1), 중재판정, 2002. 12. 16., **CLA-9**, 제 171 항.

⁸⁸⁴ United Parcel Service of America v Government of Canada (ICSID Case No. UNCT/02/1), 본안에 대한 중재판정, 2007. 5. 24., **CLA-15**, 제 177 항, 제 181 항.

⁸⁸⁵ ADF Group Inc. v United States of America (ICSID Case No. ARB(AF)/00/1), 중재판정 2003. 1. 9., **CLA-22**, 제 156 항, 중재판정부는 문제의 조치가 캐나다 투자자들 및 미국 투자자들 모두에게 유사하게 적용되었다는 이유를 들어 내국인 대우 청구를 기각하였습니다.

⁸⁸⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 252 항.

투자자, [redacted] 일가”를 특정하였습니다.⁸⁸⁷ 그리고는 한국이 “엘리엇의 투자에 대해 내국인 대우를 제공하지 않았다”⁸⁸⁸ 고 주장한 것입니다. 이와 같은 내국인 대우 청구에는 근본적인 오류가 있습니다.

567. 첫째, 청구인은 관련 비교대상 투자자나 투자를 적절하게 특정하지 못하였습니다. 청구인은 “[redacted] 일가”, “삼성그룹의 내국인 투자자”를 해당 비교대상으로 특정하였으나, “[redacted] 일가”는 여러 삼성그룹사에 대해 개별적 지분을 보유하고 있는 다수의 개인으로 구성되어 있습니다.⁸⁸⁹ 따라서, “[redacted] 일가”라는 한정되지 않은 집단이 투자 보호의 맥락에서 더 유리한 대우를 받았다고 판단하는 것은 불가능합니다(청구인과 동종 상황에 있지 않은 어느 한국인 투자자가 본건 합병으로 인해 이익을 얻게 된다는 사실만으로 협정 위반을 입증할 수 없음은 물론입니다).

568. 한편, 청구인은 비교대상이라고 주장하는 “[redacted] 일가”의 투자를 명확히 밝히지 못하면서도 “[redacted] 일가”의 투자가 청구인의 투자보다 더 유리한 대우를 받았다고 주장하고 있습니다. 이 경우 역시 한국으로서는, “[redacted] 일가”가 각종 삼성그룹사에 대한 이익을 소유하고 있는 다수의 개인으로 구성되어 있기 때문에 청구인이 주장하는 비교대상 투자를 확인하는 것이 불가능합니다.⁸⁹⁰

569. 청구인이 더 유리한 대우를 받았다고 주장하는 투자를 명확히 밝히지 못하는 상황이라면, 협정 제11.3조 제2항에 따른 청구는 성립하지 않습니다.

⁸⁸⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 248 항. 제 251 항 참조 (“본건 합병은 특정 한국인들, 즉 삼성그룹의 지배 주주인 [redacted] 일가에 유리하도록 또한 [redacted] 대통령 행정부에 이익이 되도록 고의적으로 계획된 것입니다.”).

⁸⁸⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 253 항

⁸⁸⁹ 예컨대, 서울고등법원 2016.5.30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, C-53, 12 면, 2015 년 6 월 1 일자로 공시된 주식소유현황: 삼성회장 겸 총수 [redacted], 삼성물산 주식 1.41% 및 제일모직 주식 3.45%; 아들 [redacted], 삼성물산 주식 0% 및 제일모직 주식 23.24%, 두 딸 [redacted] 및 [redacted] 각각, 삼성물산 주식 0% 및 제일모직 주식 7.75% 보유. 삼성물산 및 제일모직의 인수에 대한 엘리엇의 전망, 2015. 6., C-185, 23 면, [redacted], 배우자 [redacted], [redacted], [redacted] 및 [redacted]의 삼성전자, 삼성생명 및 삼성 SDS 등 기타 삼성그룹사 주식 보유 현황 참조.

⁸⁹⁰ 위 각주 889 참조.

570. 둘째, 국제법에 따른 내국인 대우 청구의 목적 상 “[redacted] 일가”가 어떤 경우에는 EALP보다 유리한 대우를 받았다고 할 수 없습니다. 통상적으로, “[redacted] 일가”에는 삼성그룹 [redacted] 회장의 배우자인 [redacted]가 포함된 것으로 이해하여야 합니다.⁸⁹¹ [redacted]는 [redacted]의 어머니입니다. 청구인이 제출한 문서에 따르면, 본건 합병 이전에 [redacted]는 삼성물산 주식을 보유하고 있었으나 제일모직 주식은 보유하고 있지 않았습니다.⁸⁹² 청구인이 삼성물산의 주주이기는 하나 제일모직의 주주가 아니어서 본건 합병으로 인해 많은 금전적 손실을 입었다는 것이 사실이라면, [redacted] 역시 동일한 방식으로 금전적 손해를 입었을 것입니다. 따라서, 청구인의 주장에 따르더라도 “[redacted] 일가” 중 최소한 1명은 EALP보다 더 유리한 대우를 받지 않은 것입니다.
571. 셋째, 앞에서 설명드린 바와 같이, 정확한 비교대상은 본건 합병 당시 제일모직에 투자하지 않은 삼성물산 투자자일 것이며, 따라서 이 경우에 있어 청구인이 상상하는 것처럼 ([redacted]를 제외한) “[redacted] 일가”가 적절한 비교대상은 아닌 것입니다. 실제로 “[redacted] 일가” 중 일부는 본건 합병 당시 삼성물산 주식을 보유하고 있지 않았던 것으로 보입니다.⁸⁹³ 앞에서 설명드린 바와 같이,⁸⁹⁴ “[redacted] 일가”가 아니라 일성 및 종종과 같은 (제일모직에는 투자하지 않은) 삼성물산의 한국인 투자자들이 청구인에게 해당하는 적절한 비교대상인 것입니다.
572. 어느 한 비교대상이 다른 비교대상보다 외국인 투자자와 좀 더 “동종”의 상황에 있다고 판단될 수 있다면, 더 유사한 비교대상이 내국인 대우기준의 위반 여부를 결정하는 데 적용되어야 합니다. *Methanex* 사건의 중재판정부는, “중재판정부가 동일한 비교대상을 외면한 채 근접한(또한, 부적절하다고 보아야 할) 비교대상을 적용하려 한다면, 북미자유무역협정이 정한 내국인 대우의 보장을 강제로 적용하는 것이 될 수 있다”고 설명하고 있습니다.⁸⁹⁵

⁸⁹¹ 서울고등법원, 민사 35 부는 “[redacted] 일가”에 [redacted] 회장의 배우자가 포함되는 것으로 정의하였습니다. 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, C-53, 12 면.

⁸⁹² 예컨대, 삼성물산 및 제일모직의 인수에 대한 엘리엇의 전망, 2015. 6., C-185, 23 면 참조.

⁸⁹³ 예컨대, 서울고등법원 2016. 5. 30. 선고 2016 라 20189 (병합) 판결, C-53, 12 면 참조.

⁸⁹⁴ 위 제 561 항-565 항 참조.

⁸⁹⁵ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., RLA-28, 제 19 항. 제 17 항 (“제 1102 조의 목적과

Methanex 사건 중재판정부는, 가장 “동종의 상황”에 있는 실체를 비교대상으로 선정하고, 보다 덜 “동종의 상황”에 놓여 있는 비교대상을 인정하지 않은 *Pope & Talbot* 중재판정부의 접근 방식을 인정하였습니다.⁸⁹⁶

573. 청구인은 동일한 내국인 비교대상—위에서 살펴본 대로 삼성물산의 주주이면서 제일모직의 주주는 아닌 한국인 주주들—을 외면하고 “[redacted] 일가”를 비교대상으로 삼으려 하였습니다. 그 이유는 청구인의 전체적인 주장이 본건 합병이 어느 누구 보다도 “[redacted] 일가”에게 더 유리한 대우를 제공하도록 의도되었다는 판단을 근거로 하기 때문입니다. 따라서, 내국인 대우 청구를 역구성하여 제기하는 이 주장은 전적으로 청구인이 자의적으로 지어낸 비교대상에 근거하고 있습니다. EALP 와 같이 본건 합병 당시 제일모직 주식을 보유하고 있지 않았던 삼성물산에 대한 한국인 투자자들이 가장 가까운 “동종의 상황”에 놓여 있었고, 그들 모두가 정확히 동일한 대우를 받았으며 이는 삼성물산에 대한 그들의 투자 역시 마찬가지였습니다.

3. 한국은 국적을 이유로 청구인을 차별한 바 없으며 차별하려고 의도하지도 않았습니다

574. 마지막으로, 청구인은 한국이 청구인을 차별하려 했다고 주장하며 다음과 같은 근거를 제시하고 있습니다:

- (a) [redacted] 전 대통령과 청와대가 엘리엇 그룹의 행위를 한국의 대표적인 기업에 대한 “공격”으로 묘사하고, 엘리엇 그룹과 같은

“동종 상황”의 채택에 있어 동 조항이 매우 유연하게 적용될 수 있는 점을 고려해 볼때, 동일한 비교대상이 식별 가능함에도 이를 외면하고 그보다 덜 “동종의” 비교대상을 사용하는 것은 매우 비합리적이라고 할 것이다. [...] 이러한 점에 있어 *Methanex* 가 직면한 난점은 자신과 동일한 비교대상들이 있다는 것이다.”).

⁸⁹⁶ *Methanex Corporation v United States of America* (UNCITRAL), 관할권 및 본안에 대한 중재판정부의 최종 판정, 2005. 8. 3., **RLA-28**, 제 19 항. *Marvin Feldman v United Mexican States* (ICSID Case No. ARB(AF)/99/1), 중재판정, 2002. 12. 16., **CLA-9**, 제 171 항 참조. 중재판정부는 다음 사항을 고려하였습니다: (a) 담배의 재판매/수출업을 영위하는 외국인 소유 및 내국인 소유 회사들은 CEMSA 와 동종 상황에 있었다; 반면 (b) 멕시코 담배 생산업자들처럼 담배를 수출할 수도 있는 다른 멕시코 회사들은 동종 상황에 있지 않았다.

헤지펀드들로부터 국내 기업의 경영권을 방어할 필요가 있다고 한 진술;⁸⁹⁷ 및

- (b) ■ 전 기금운용본부장이 국민연금 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 반대하는 자는 매국노로 간주될 것이라고 한 증언.⁸⁹⁸

이러한 주장들은 협정에 따른 내국민 대우 청구를 입증하지 못합니다.

575. 첫째 (그리고 확실히), 비교대상 투자자들에 비해 청구인에게 실제로 불리한 대우가 없는 차별 의도 자체만으로는, 내국민 대우 의무의 불이행을 구성하지 않습니다. 위에서 살펴본 바와 같이, 청구인은 동종의 상황에 놓인 내국민 투자자들보다 불리한 대우를 받지 않았고, 따라서 이 주장은 한국이 차별 의도를 드러내었는지 여부와 상관없이 성립되지 않는 것입니다.

576. 위에서 살펴본 바와 같이, 불리한 대우로 인해 손해가 초래되었다는 점이 내국민 대우 청구의 핵심 요인입니다.⁸⁹⁹ 설사 외국인 투자자에 비해 내국민 투자자에게 유리하게 대우하려는 의도가 있다 하더라도, 내국민 대우 의무 위반이 성립하려면 외국인인 청구인이 불리한 영향을 받았음이 입증되어야 합니다. 보호주의적 의도 자체만으로는 (심지어 그것이 사실로 입증될 수 있다 하더라도; 물론 본건의 경우에는 사실이 아닙니다) 결정적인 요인이 된다고 할 수 없습니다.⁹⁰⁰

⁸⁹⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 249 항, 각주 601 (제 147 항 인용) 및 제 251 항, 각주 604 (제 98 항 인용).

⁸⁹⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 249 항, 각주 601 (제 147 항 인용) 및 제 251 항, 각주 604 (제 130 항 인용).

⁸⁹⁹ 위 제 557 항-558 항 참조.

⁹⁰⁰ S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 2 차 일부 중재판정, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 254 항 (“의도가 중요하지만 보호무역론자의 의도 자체만으로는 결정적인 요인이라고 할 수 없다. 외국인에 비해 내국민에게 유리하게 대우하는 의도가 존재하더라도 문제가 되는 조치가 비내국민인 청구인에게 불리한 영향을 주지 않은 경우에는 북미자유무역협정 제 1102 조의 위반을 야기하지 아니한다.”).

577. 청구인은, 중재판정부들이 차별적 의도가 드러나는 경우 “주저없이” 내국인 대우 의무 위반을 인정해 왔다고 주장합니다.⁹⁰¹ 만약 청구인의 주장이 차별 의도가 있었음을 입증만 하면 내국인 대우 의무 위반이 성립한다는 취지라면, 이러한 법은 존재하지 않습니다.
578. 둘째, 청구인은 한국이 본건 합병을 지지하면서 국적을 이유로 차별을 하였거나 차별할 의도가 있었다는 점을 입증하지 못했습니다. 왜냐하면 대다수 외국인 투자자들도 본건 합병이 유리하다고 판단하였기 때문입니다 (일부 내국인 투자자들은 본건 합병에 반대하기도 하였습니다). 싱가포르 GIC, SAMA 및 ADIA와 같은 대규모 전문 기관투자자들도 본건 합병에 찬성하였습니다.⁹⁰² 다른 외국인 투자자들이 본건 합병에 찬성한 상황에서, 단지 EALP가 본건 합병을 원하지 않는 외국인 투자자였다는 이유만으로는 외국인 투자자에 대한 차별이 입증될 수는 없습니다.
579. 셋째, 청구인은 한국이 국적을 이유로 청구인을 차별하였거나 차별할 의도가 있었다는 주장에 대한 입증 책임을 다하지 못하였습니다. 청구인은 차별 또는 차별적 의도의 증거로 삼는 진술과 증언이 오히려 엘리엇 그룹의 행위 및 그

⁹⁰¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 250 항, 각주 600 (Cargill v Mexico 사건에서 “차별은 그 의도와 결과에 있어 국적에 근거한 것이었다”는 사실은 내국인 대우가 거부되었음을 인정하는 독자적인 사유에 해당한다고 밝히고 있습니다.)

⁹⁰² 예컨대, M Kim, “삼성물산의 성공적 합병, 그들은 어떻게 외국주주와 소수주주의 마음을 얻었나?”, 비즈니스 포스트, 2015.7.17., R-12 (“삼성전자 부회장 ██████을 포함해서 삼성그룹은 외국주주들과 소수주주들을 설득하고자 노력하였다. 이러한 수고는 상당한 성공을 거둔 것으로 분석된다. [...] 그 과정 중에 삼성그룹은 싱가포르 투자청 (1.47%), 사우디 아라비아 통화청 (1.11%) 및 아부다비 투자청 (1.02%)”을 포함한 아시아 지역의 국부펀드로부터 지원을 얻어낸 것으로 알려졌다); “소액주주 압도적 ‘찬성’ ... 삼성물산, ISS 반대 뚫고 막판 뒤집기”, 한국경제, 임도원, 허란, 김우섭 기자, 2015. 7. 17., R-13 (“삼성물산 경영진과 ██████ 삼성전자 부회장 등이 외국인 주주들을 직접 만나 설득에 나서면서 싱가포르 투자청(1.47%)등 일부 외국 기관투자자가 합병에 찬성한 것으로 알려졌다. 한 외국계 투자은행(IB) 관계자는 “외국인 주주 상당수도 삼성물산이 제일모직과 합병하지 않으면 성장이 쉽지 않을 것이라는 전망을 한 것 같다”고 분석했다) 참조.

행위가 한국 시장에 미칠 수 있는 손해에 대한 합당한 반응이 아니라는 것을 입증하지 못하였습니다.⁹⁰³

580. 앞에서 설명드린 바와 같이,⁹⁰⁴ 엘리엇 그룹은 — 어느 회사의 이사회가 그 회사에 최선의 이익이 되는 행위라고 보아 이를 결정한 것인지 여부와 상관없이—단기 거래를 통해 보유 주식을 처분할 목적으로 소송을 활용하거나 남용하여 자신들이 원하는 대로 행위하도록 회사 경영진에 압박을 가하는 것으로 악명이 높습니다.⁹⁰⁵ 엘리엇 그룹만의 고유한 사업 모델에 따른 단기 이익 추구에 있어서 엘리엇 그룹은 해당 지역의 경제는 말할 것도 없고 회사, 직원 및 다른 주주들의 이익조차 무시하는 것으로 알려져 있습니다.⁹⁰⁶

581. 본건 합병이 삼성물산과 제일모직 각 이사회 승인을 거쳐 정식 발표된 2015년 5월부터 엘리엇 그룹은 전례대로 소송을 무기 삼아 삼성물산과 그 이사들 및 그 모든 계열사들을 위협하며 공격적으로 본건 합병에 반대하였습니다.

(a) 엘리엇 그룹은 삼성물산 이사회가 의도적으로 주주들을 오도하고 주주들의 권리를 빼앗기 위해 불법적으로 공모하였다고 주장하면서, 삼성물산과 그 이사들뿐 아니라 그 계열사들과 관련자들을 상대로

⁹⁰³ United Parcel Service of America, Inc. (UPS) v Government of Canada (ICSID Case No. UNCT/02/1), Dean Ronald A Cass 개별 진술서, 2007.5.24., **CLA-15**, 제 125 항, 제 149 항 (반대의견을 표명한 중재인 Cass 는, 비록 그 후 북미자유무역협정 제 1102 조 위반에 해당한다고 판정하였음에도, 일반적으로 북미자유무역협정은 협정 당사자의 권한에 속하는 사안에 대한 정부의 의사결정을 중재로 대체하는 것을 꺼리는 입장이라고 밝혔다); Mercer International Inc. v Government of Canada (ICSID Case No. ARB(AF)/12/3), 중재판정, 2018. 3. 6., **RLA-87**, 제 7.42 항 (“신의성실의 위반이 없는 이상, 국가의 규제 정책에 대하여는 [북미자유무역협정 제 1102 조 및 제 1103 조에 따른 청구와 관련하여] 일반적인 법리로서 존중 조치(measure of deference)가 인정된다”).

⁹⁰⁴ 위 제 II 장 제 B 절 6. a 참조.

⁹⁰⁵ 예컨대, “미국 헤지펀드 엘리엇, ‘삼성 경영 참여’ 발표 ... ‘먹튀’ 경영으로 복귀하나?”, 뉴스아이, 2015. 6. 4., **C-19**; Elliott Associates, LP v Republic of Peru, 12 F. Supp. 2d 328 (S.D.N.Y. 1998), **R-36**, 제 3 장 a 항; “10,000% 수익을 추구하며”, 블룸버그, 2016. 11. 22., **R-148** 참조.

⁹⁰⁶ 예컨대, “삼성 17 일 ‘운명의 주총’ ██████████ 블랙록 회장 “기업의 장기이익 해치고 국가경제에도 해악 끼쳐”, 한국경제, 2015. 7. 16., **R-138**; “엘리엇과 넷애플, 美식 자본주의의 그늘”, 더벨, 2015. 7. 17., **R-141** 참조.

한국 또는 여타 관할권 하에서 소송을 제기하고, 또한 삼성물산과 그 이사들을 감독 기관과 기타 담당 기관에 신고하겠다고 위협하였습니다.⁹⁰⁷

- (b) 이를 후 엘리엇 홍콩은 본건 합병과 관련하여 금융지주회사법 위반 및 공정거래법 위반 혐의로 삼성물산과 삼성 그룹내 다른 회사들을 조사해 달라고 한국 금융감독원에 요청한 바 있습니다.⁹⁰⁸
- (c) 약 일주일 후, 엘리엇 홍콩은 금융지주회사법 위반 및 공정거래법 위반 혐의에 대해 본건 합병과 제일모직을 포함한 관련 회사들을 조사해 줄 것을 한국 공정거래위원회에 요청하였습니다.⁹⁰⁹
- (d) 엘리엇 그룹은 본건 합병에 반대하는 방향으로 의결권을 행사해야 한다는 엘리엇 그룹의 요구에 응하지 않고 내부 절차에 따라 본건 합병에 대한 찬반 여부를 결정하게 될 것이라고 말한 국민연금에게도 위협을 가하였습니다.⁹¹⁰ 엘리엇 그룹은 오만하게도 국민연금에 다음과 같이 압박하며 주장하였습니다:

명백히 [...] 통지하고자 하는 점은 투자위원회 또는 국민연금의 기타 집행부가 어떤 식으로든 본건 합병안에 찬성하는 방향으로 의결권을 행사하려 한다면 이는 삼성물산 주주와 국민연금의 이해당사자들에게 실제적이고 즉각적으로

⁹⁰⁷ 삼성물산에 대한 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드의 서신, 2015. 5. 27., **C-179** (“따라서, 이사들 및/또는 기타 관련자들이 본건 합병안의 명백하고 중대한 결점에도 불구하고 회사로 하여금 이를 추진하게 하려 한다면, 당사 및 당사 계열사와 관련자들은 가처분, 손해배상, 정보공개 및/또는 기타 형태의 법적 배상 명령을 받아내기 위해 회사 및 이사들 각자(회사의 모든 새도우(그림자) 이사 및 사실상의 이사 포함)와 해당 계열사 및 관련자를 상대로 한국 및 기타 관할권에서 가능한 모든 소송을 제기하여 진행할 권리를 보유하고 있습니다. 또한 당사는 해당 규제 기관 및 기타 담당 기관들에게 이러한 우려를 제기할 수 있는 권리를 유보합니다.”).

⁹⁰⁸ 금융감독원에 대한 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드의 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드서신, 2015. 5. 29., **C-184**.

⁹⁰⁹ 공정거래위원회에 대한 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드의 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드서신, 2015. 6. 8., **C-191**.

⁹¹⁰ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드에 대한 국민연금의 서신, 2015. 6. 15., **C-201**.

엄청난 회복불능의 손실을 가져올 것이며 [...] 한국의 증권시장 및 주요 관련 기관들의 국제적 위상에 영구적인 피해를 입히게 될 것입니다.⁹¹¹

582. 삼성물산과 제일모직 이사회가 장기적인 관점에서 본건 합병이 그들 회사에 이익이 된다고 결정했음에도, 엘리엇 그룹의 이러한 행위와 평판은 그 전형적인 행태와 일관되게, 협박과 소송을 이용하여 삼성물산과 그 주주들이 본건 합병에 반대하도록 압박하겠다는 계획을 은연중에 드러내고 있습니다. EALP가 삼성물산의 장기적 이익에 관심이 있었다고 믿을 만한 이유는 전혀 없으며, 엘리엇 그룹은 투자 수익을 얻으면 이를 처분하고 수익이 충분하지 않다고 판단되면 소송을 제기하는 것으로 알려져 있습니다.⁹¹²
583. 이러한 맥락에서 본다면, 엘리엇 그룹이 다수의 한국 회사들과 개인들에게 과도한 위협을 가한 상황에서, 청구인의 주장대로 공무원이 엘리엇 그룹에 반대되는 의견을 내고 ■ 전 기금운용본부장이 본건 합병에 반대하는 것을 국가를 배신하는 것으로 비유한 것이 국제법상 협정을 위반하여 외국인 투자자들에 대해 차별 의도를 가진 것을 입증하는 증거로 채택될 수는 없습니다.⁹¹³

V. 청구인의 손해배상청구에는 중대한 오류가 있습니다.

584. 위에 설명한 바와 같이, 청구인의 청구는 관할권을 결여하고 있으며 본안의 측면에서도 한국의 책임을 입증하지 못하고 있으므로 그 근거가 없습니다. 이는 본 중재에서 EALP가 주장하는 특별손해에 대한 손해배상청구를 고려할 필요가 없음을 의미합니다. 이러한 특별손해에 대한 손해배상청구는 그 주장 및 근거가 상당히 과장되고 놀라울 정도로 빈약하여 그 주장에 따르더라도

⁹¹¹ 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드 엘리엇 어드바이저스(홍콩) 리미티드에 대한 국민연금의 서신, 2015. 7. 9., C-228.

⁹¹² 예컨대, "미국 헤지펀드 엘리엇, '삼성 경영 참여' 발표 ... '먹튀' 경영으로 복귀하나?", 뉴스아이, 2015.6.4., C-19 참조.

⁹¹³ 청구인이 엘리엇 그룹과 ■를 묘사한 언론보도 내용을 자신이 제기한 내국인 대우 청구의 일부 근거로 삼고자 하는 경우에 한해, 한국 및 국제 언론 매체의 진술은 한국에 귀속되지 않으며, 협정상의 청구를 입증하는 근거가 될 수 없음을 명확히 합니다.

청구가 성립되지 않으며, 미화 7.17억 달러 이상의 횡재를 요구하는 청구인의 청구를 그 자체로서 기각할만한 근거로서 충분합니다.

585. 청구인의 손해배상액 산정은 소위 “내재가치”라는 새로운 개념, 즉 청구인의 삼성물산 주식의 가치가 “시간이 경과하면서 실현될(unlocked) 수 있다”는 상상에 불과한 비실현화된 가치에 전적으로 근거하고 있습니다. 이러한 개념은 시장에서 거래되는 주가와 같은 명백한 증거를 간과하는 것이며, 경제 원칙 및 보상가능한 손실에 관한 법리에 저촉됩니다. 청구인은 투자에 대한 “내재가치”가 단지 청구인 “자신의 견해”에 기반한 것이고, 청구인 자신의 판단에 따르면 “내재가치”가 “시간의 경과”에 따라 달성될 “가능성”이 있으며,⁹¹⁴ 이러한 청구인의 분석은 주식의 가치가 “시간이 지나면서 상승할 수 있다”는 점을 단지 “제시”하고 있을 뿐임을 인정하고 있습니다.⁹¹⁵ 이렇게 청구인이 자인하는 바만으로는 본건 손해배상청구가 인정될 수 없습니다..

586. James Dow 교수 전문가 보고서는 삼성물산 주식의 관측가능한 시장가격이 주식에 대한 가치평가에 있어서 보다 신뢰할 수 있는 척도가 되는 이유, 즉 청구인의 손해배상청구가 전적으로 근거를 두고 있는 “내재가치” 이론이 주관적이고 부정확하며 인정된 가치평가원칙에 반하는 이유, 그리고 사실관계에 대한 적절한 분석에 따른 경우 청구인이 경제적으로 어떠한 손해도 입지 않았음을 알 수 있는 이유를 설명하고 있습니다.

587. 청구인의 가치평가 주장에 있어서 이와 같은 오류가 없다고 하더라도, 사실관계에 비추어 보았을 때 한국은 청구인이 주장하는 바와 같이 삼성물산 주식의 “내재가치”가 실현되는 것을 방해하지 않았으며, 청구인의 말을 빌리자면, 청구인이 주장하는 손실에 대한 실제적이고 직접적인 원인이 되는 본건 합병비율을 야기한 적도 없기 때문에, 청구인의 손해배상청구는 이유가 없습니다.

588. 본 장에서는:

(a) James Dow 교수 전문가 보고서를 요약하고, 삼성물산 주가는 보다 신뢰할 수 있는 가치측정의 척도이며, EALP는 투자를 통해 손실을 입기보다 사실상

⁹¹⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 16 항.

⁹¹⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 21 항

이익을 얻었고, EALP 및 Mr Boulton QC 가 근거로 하는 “내재가치” 접근법은 주관적이고 부정확하며 신뢰할 수 없음을 설명하며 (A);

- (b) 청구인은 본건 합병이 제안 및 승인될 수 있다는 위험을 충분히 알면서 삼성물산 주식을 매수하였기 때문에, 그러한 위험이 현실화되었다는 이유로 배상을 청구할 수 없음을 설명하고 (B);
- (c) 청구인의 주장을 따른다고 하더라도 한국은 청구인이 배상을 요구하는 손실을 발생시키지 않았음을 입증하도록 하겠습니다(C).

A. 청구인의 “내재가치” 이론은 주관적이고 부정확하며 신뢰할 수 없습니다

589. James Dow 교수의 전문가 보고서에 자세히 설명된 바와 같이, 청구인의 손해배상청구는 그 추측에 근거한 “내재가치” 이론이 주관적이며 부정확하고 신뢰할 수 없기 때문에 기각되어야 합니다. 한국은 본 절에서 삼성물산 가치를 적절하게 판단하기 위한 기초 사실관계 및 청구인이 주장하는 터무니없는 손해배상액 산정을 정당화하기 위해 Mr Boulton QC가 채택한 산정방법의 오류에 대한 James Dow 교수의 분석결과를 간략하게 요약하고자 합니다.

1. 삼성물산의 가치를 측정할 수 있는 보다 신뢰할 수 있는 방법은 바로 그 추가입니다

590. 먼저, Dow 교수는 회사 주식이 거래가 활발하고 유동적이며 효율적인 시장에서 거래되는 경우, 시장가격이 보다 신뢰할 수 있는 해당 주식의 가치에 대한 척도가 되며, 그보다 추측에 기반한 방법을 따르는 것은 불필요할 뿐만 아니라 정당화될 수 없음을 설명합니다.⁹¹⁶ 상장거래되는 주식의 가치에 대한 최선의 판단을 할 수 있는 것은 바로 시장 그 자체라는 점은 전혀 놀랄만한 일이 아닙니다.

591. 이는 본 사건의 경우와 같습니다. James Dow 교수는 한국 시장이 과거 및 현재에 거래가 활발하고 유동적이며 효율적인 시장임을 입증하고 있습니다. James Dow 교수는 이를 확인하기 위해 시장 효율성에 대한 테스트를

⁹¹⁶ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 74 항 이하.

수행하고⁹¹⁷, 2015년 봄 삼성물산 주식 가치평가의 적정성에 관하여 청구인이 제출한 증거가 입증에 충분하지 않음을 밝히고 있습니다.⁹¹⁸

592. 따라서, James Dow 교수가 입증한 바와 같이, 삼성물산 주가는 본건 합병 당시 EALP가 보유한 주식에 대한 가치를 측정할 수 있는 최상의 척도입니다.

2. EALP는 자신에게 발생하였다고 주장하는 손해액을 입증하지 못하고 있습니다

593. James Dow 교수는 다음과 같이 EALP가 실제 어떠한 손해도 입지 않았음을 설명합니다: 첫째, 청구인이 본건 합병 공식발표 이전에 매수한 삼성물산 주식 770만주는 본건 합병 발표 후 그 가치가 상승하였으며; 둘째, 청구인이 본건 합병 발표 이후 매수한 삼성물산 주식 340만주는 본건 합병에 대한 기대효과에 따라 그 가격이 이미 책정되었기 때문입니다.

a. 최초 770만주를 통해 EALP는 수익을 창출하였습니다

594. 사실관계에 따르면, 본건 합병으로 인해 청구인이 보유하고 있던 최초 삼성물산 주식 770만주의 가치가 상승하였습니다: 요약하자면, 삼성물산 주가는 본건 합병 발표 전 거래일 기준 55,300원, 발표 다음 거래일 기준 65,700원이었으며, 이는 14.83%의 주가 상승에 따라 EALP가 보유한 주식의 가치가 상승하였다는 것을 의미합니다. James Dow 교수 전문가 보고서 그림 1에서 볼 수 있는 바와 같이, 삼성물산 주가는 2015년 6월 5일 기준 76,100원까지 주가가 상승하였고 이는 본건 합병 발표 전 주가 대비 38%의 주가 상승을 의미합니다.⁹¹⁹

⁹¹⁷ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 II 장 제 B 절.

⁹¹⁸ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 III 장 제 C 절.

⁹¹⁹ "삼성물산주가 10% 상승, 주가변동가능성", 매일경제, 2015. 6. 4., R-88.



그림 14: James Dow 교수 전문가 보고서 그림 1, 2019. 9. 27.⁹²⁰

595. 다시 말하자면, 청구인은 최초 삼성물산 주식 770만주를 매수한 시기 및 동 주식을 매수하는 데 지급한 주식매매 대금에 대한 어떠한 증거도 제시하지 못하고 있습니다. 본건 합병을 방해하고자 하는 EALP의 시도와 관련된 한 한국 법원의 판결은 청구인이 2015년 2월 2일 당시 삼성물산 주식을 보유하고 있었던 것으로 판단하였습니다(다만 이러한 판단의 근거가 된 증거가 무엇인지 파악할 수는 없습니다).⁹²¹ 이 날짜를 기준으로, James Dow 교수는 본건 합병 발표로 인해 EALP가 보유한 주식의 전체 가치가 최소 15%는 상승하였음을 입증하였습니다.⁹²² 따라서, 본건 합병으로 인하여 최초 770만주에 대한 손실이 발생하였다고 주장하는 것은 전적으로 불가능합니다.
596. 또한, James Dow 교수가 설명하는 바와 같이⁹²³, 그리고 제II장 제B절 3 및 제II장 제B절 4에 논의된 바와 같이, EALP는 최초 삼성물산주식을 매수할 당시

⁹²⁰ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 그림 1.

⁹²¹ 서울중앙지방법원 2015. 7. 1. 선고 2015 카합 80582 판결, R-9, 6-8 면.

⁹²² James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 120 항.

⁹²³ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 II 장.

이미 삼성물산 및 제일모직 간의 합병이 조만간 성사될 것이라는 가능성 및 그 합병비율이 삼성물산 주식의 가치를 희석시킬 수 있다는 점에 대해서 충분히 알고 있었습니다. 실제로 EALP는 명백히 본건 합병을 예상하였기 때문에 삼성물산 주식을 매수한 것이었습니다.⁹²⁴ 따라서 청구인은 본건 합병이 성사될 위험을 감수한 것이며, 그러한 위험의 발생으로 인한 청구인의 손해를 배상해 줄 것을 한국에 요구할 수는 없습니다.⁹²⁵

b. 본건 합병 발표 이후 매수한 340만주의 주가는 본건 합병의 효과가 반영되어 책정된 것이므로, 경제적으로 어떠한 손해배상청구도 발생할 수 없습니다

597. 나머지 340만주의 경우, 청구인이 본건 합병 공식발표 이후 및 본건 합병비율이 정해진 이후 매수한 주식이므로, 청구인은 청구인이 알고 있었던 본건 합병비율에 따라 본건 합병이 성사됨으로 인하여 손해를 입었다고 주장할 수 없습니다.

598. 투자자가 투자 이전에 발생하였거나 또는 발생할 것으로 예상되는 행위들에 대하여 손해배상을 청구하는 것은 불가능합니다. 왜냐하면, 투자자가 지불한 자산의 가격에 그러한 행위들에 대한 기대효과가 이미 반영되었을 것이기 때문입니다.⁹²⁶ 따라서 EALP가 본건 합병 공식발표 이후 및 본건 합병비율의 결정 이후 추가로 삼성물산 주식 340만주를 매수하였을 때, EALP가 지불한 가격에는 본건 합병에 대한 시장의 평가와 합병 승인 가능성이 반영되어 있었습니다. EALP가 추가로 주식을 매수한 당시 해당 주식의 가치는 이미

⁹²⁴ 수정 청구서면, 2019. 4. 9., 제 30 항; Mr [REDACTED]의 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 23 항 참조.

⁹²⁵ 예컨대, Fireman's Fund Insurance Company v The United Mexican States (ICSID Case No. ARB(AF)/02/1), 판정, 2016. 7. 17., **RLA-32**, 제 218 항; Waste Management, Inc. v United Mexican States (II) (ICSID Case No. ARB(AF)/00/3), 판정, 2004. 4. 30., **CLA-16**, 제 114 항; MTD Equity Sdn Bhd and MTD Chile S.A. v Republic of Chile (ICSID Case No. ARB/01/7), 판정, 2004. 5. 25., **RLA-25**, 제 178 항; Emilio Agustín Maffezini v Kingdom of Spain (ICSID Case No. ARB/97/7), 판정, 2000. 11. 13., **CLA-33**, 제 64 항 참조.

⁹²⁶ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 118 항.

예상되는 결과를 반영하였으므로, EALP는 본건 합병 승인으로 인하여 이러한 주식과 관련하여 손해를 입었다고 할 수 없습니다.⁹²⁷

c. 청구인이 손해를 입었다고 하더라도 EALP는 이미 합의를 통하여 손해를 배상 받았습니다

599. 마지막으로 청구인은 삼성물산 및 제일모직의 주가가 조작되었다고 주장하며, 이로 인하여 결정된 합병비율 때문에 손해를 입었다고 주장하고 있습니다.⁹²⁸ 이는 적절한 주식가치에 대한 EALP의 이의제기를 다룬 미공개 합의가 EALP가 주장하는 손해에 대한 근본 원인을 해결하였으며, 청구인은 이미 미공개 합의를 통하여 자신이 주장하는 손실에 대한 보상을 받았음을 의미합니다.⁹²⁹ 따라서 청구인은 본 협정 중재를 통하여 어떠한 추가적인 보상도 받을 수 없습니다.⁹³⁰

3. “내재가치”이론은 경제 원칙과 반하며 시장현실을 무시하는 것입니다

a. Mr Boulton QC의 삼성물산 가치 분석에는 신뢰할 수 없는 근본적인 4가지 오류가 있습니다.

600. James Dow 교수는 관측가능한 시장가격이 삼성물산 가치에 대한 보다 신뢰할 수 있는 척도가 되고, EALP가 어떠한 손해도 입지 않았음을 입증한 뒤, 삼성물산 “내재가치”에 대한 Mr Boulton QC의 분석을 검토하였습니다. 그 과정에서 James Dow 교수는 Mr Boulton QC의 접근방식에서 4가지 근본적인 오류를 확인하였는바, 이러한 각 오류 하나만으로도 Mr Boulton QC의 궁극적인 손해배상 판단은 신뢰하기 어렵습니다.

⁹²⁷ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 122 항-제 124 항

⁹²⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 27 항 참조.

⁹²⁹ 상기 제 3 장 제 E 절; Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제 6.2.13 항 참조

⁹³⁰ 위에 논의된 바와 같이, EALP의 평가조치가 EALP가 주장하는 가치의 손실을 만회하기 위해 고안된 것이 아니라는 이상훈 교수의 의견은 잘못된 것입니다. 청구인은 삼성물산 주식의 가치에 대하여 이의를 제기하고 삼성물산으로부터 해당 주식에 대해 자신이 합의한 가격을 제공받음으로써 그러한 이의를 해결하였습니다; 청구인은 동 주식의 가치에 대해서 재차 이의를 제기하고 있는데, 자신의 청구에 대한 보상을 이미 받았다고 할 수 있습니다.

601. 첫째, Dow 교수는 Mr Boulton QC의 “내재가치” 기준이 삼성물산에 대한 특별한 지식이 없는 단일 투자자의 추론적이고 주관적인 견해만을 반영하여 시장의 포괄적 안목을 간과하고 있으므로 삼성물산 가치에 대한 척도로서 타당하지 않음을 입증합니다. 이와 같이, Mr Boulton QC의 “내재가치” 기준은 인정할 수 있는 가치의 척도가 아닙니다. 결국 James Dow 교수는 “Mr Boulton QC의 ‘내재가치’ 분석이 단순하고 부정확하며 신뢰할 수 없다”고 판단하고 있습니다.⁹³¹
602. 둘째, James Dow 교수는 Mr Boulton QC 자신도 가치합산방식(sum-of-the-parts) 평가에서, 시장가치에 의존하는 방식에 찬성하여 “내재가치”에 의존하지 않음으로써 자신의 이론에 모순된 주장을 하고 있음을 입증합니다. 실제로 Mr Boulton QC는 “거래가 활발한 거래소에 상장된, 합리적으로 유동적인 주식을 보유한 회사의 관측가능한 주가가 일반적으로 해당 회사의 시장가치에 대한 지표로 인정될 수 있음을 수긍하고 있으나”⁹³² 그러한 원칙을 일관되게 적용하지 못함으로써 “자신이 수행한 삼성물산 가치분석을 신뢰할 수 없도록” 하고 있습니다.⁹³³
603. 셋째, James Dow 교수는 Mr Boulton QC가 삼성물산 주가를 신뢰할만한 척도로 인정하지 않는 것은 어떠한 분석이나 사실관계에 근거한 추론에 따른 것이 아니므로, 원칙에서 벗어난다고 설명합니다. EALP가 Mr Boulton QC에 의해 채택한 이러한 접근방식에 대해 제시하는 사유들은 “내재가치” 접근방식을 정당화하지 않으며, 이는 결국 “Mr Boulton QC가 SOTP기반의 ‘내재가치’ 기준에 따라 삼성물산 주가를 가치의 척도로서 거부하는 것에 대해 논리적이거나 구체적이거나 신뢰할만한 어떠한 근거도 제공하지 않습니다”.⁹³⁴
604. 넷째, Dow 교수는 삼성물산 주식의 시장가격을 간과한 점에 대해 정당성이 결여되었음을 차치하더라도, Mr Boulton QC가 가치합산방식(sum-of-the-parts) 평가 방법을 적용한 것은 “SOTP 분석을 단순 적용하여 삼성물산 가치를

⁹³¹ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 IV 장 제 A 절, 제 132 항.

⁹³² Mr Richard Boulton QC 전문가 보고서, 2019. 4. 4., **CER-3**, 제 5.4.2 항

⁹³³ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 139 항.

⁹³⁴ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 144 항.

산정할 수 있다는 부정확한 개념에 근거하고 있으며”,⁹³⁵ 삼성물산과 같은 회사의 시장가치에 적용하는 잘 알려진 장기 디스카운트는 고려하지 않고 있음을 입증합니다. James Dow 교수는 이러한 시장가치 디스카운트가 건전한 경제 및 재무적 고려사항에 기반하며, 삼성물산과 같은 회사를 평가하는 데 필수적인 요인이 됨을 보여줍니다. James Dow 교수는 아래와 같이 설명합니다.

Mr Boulton QC가 주장한 대한민국의 협정 위반에서 기인한 손해란 한국의 상황에서 여타 지주회사들에도 일반적으로 적용되는 시장 디스카운트 현상을 부인함에서 전적으로 기인하는 것이며, 이는 EALP의 지분매각 이익과 이들이 추정된 '내재가치' 간에 간극이 있다는 착각을 유도함으로써 피해를 주장하기 위함임을 보여줍니다. 적절한 경제적 분석은 그러한 간극이 존재하지 않았[음을] [...] 시사하고 있습니다.⁹³⁶

605. 결국 이러한 오류 하나만으로도 Mr Boulton QC의 손해배상액 산정은 신뢰 불가능하고 근거가 없다고 할 수 있으나, 아래에 논의된 바와 같이 James Dow 교수는 Mr Boulton QC 가 EALP 가 주장하는 손해배상액을 산정한 후 이를 처리한 방식과 관련된 2가지 오류를 추가로 확인하였습니다.

b. 추가로 확인된 2가지 오류로 인해 Mr Boulton QC의 손해배상 분석 전체를 신뢰할 수 없습니다

606. James Dow 교수는 Mr Boulton QC의 손해배상 분석 전체에 대한 신뢰도를 약화시키는 2가지 오류를 추가로 설명합니다.
607. *첫째*, James Dow 교수는 청구인 및 Mr Boulton QC의 “내재가치” 이론에 대해, EALP가 아마도 삼성물산 주식에 대한 투자를 계획하였던 것처럼, 청구인이 가정하는 “내재가치”에 대한 동일한 할인이 적용되고 “내재가치”가 유기적으로 실현되기를 기대한 몇몇 다른 한국기업에 투자하여 청구인이 주장하는 손실을

⁹³⁵ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019.9.27., RER-1, 제 146 항.

⁹³⁶ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 165 항.

경감할 기회가 있었음을 보여줍니다. EALP 또는 Mr Boulton QC는 이 점에 대해서는 언급한 바가 없습니다.⁹³⁷

608. *둘째*, James Dow 교수는 경제적 관점에서 봤을 때 청구인이 주장하고 있고 Mr Boulton QC 가 정당한 근거 없이 채택한 월복리 5% 이자율은 과도하며, 청구인에 대한 손실보상에 필요한 이자율을 결정함에 있어서 적합한 관행을 따르지 않음을 입증합니다. James Dow 교수의 견해에 따르면 적절한 이자율은 한국의 단순 무위험이자율 또는 대출이자율이고, 손해배상액이 원화로 표시되는 경우 두 이율은 일치할 것이며 일치하여야 한다고 보고 있습니다.⁹³⁸

609. 이와 관련하여, 법적인 관점에서, 본 국제중재 절차에서 한국 법원이 정한 이자율을 적용할 근거가 없으며, 중재판정부는 손해배상을 통하여 “완전한 보상”이 이루어지도록 하는 국제법 원칙을 따라야 합니다. 즉, 이자율이 청구인에게 우발적인 소득을 제공하도록 적용되어서는 안 됩니다.⁹³⁹ 한국 법원이 정한 이자율을 적용할 경우에도, 청구인은 월복리 이자에 의한 횡재를 바라며 해당 이자율을 왜곡하고 있습니다.⁹⁴⁰ 또한 청구인이 손해배상액을 미 달러화로 지급할 것을 요구할 수 있는 정당한 근거가 없습니다. 청구인은 한국 거래소에서 주식 매수 시 원화로 그 대금을 지급함으로써 한국기업에 투자하였으며, 그 주식을 매도한 당시에도 원화로 대금을 수령하였습니다. 어떠한 손해배상 판정도 내려져서는 안되지만, 만약 청구가 인정될 경우 원화로 표시되어야 합니다.

⁹³⁷ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 V장 제 A 절.

⁹³⁸ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 V장 제 B 절.

⁹³⁹ *RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation* 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51** 제 689 항-제 690 항 참조.

⁹⁴⁰ 민법, 2015. 7. 1., **C-147**, 제 379 조 (“이자있는 채권의 이율은 다른 법률의 규정이나 당사자의 약정이 없으면 연 5분으로 한다.”).

B. “내재가치” 이론이 근거가 없는 것은 아니었다 하더라도, 청구인은 본건 합병이 발생할 수 있는 위험을 감수하였으므로 손해배상을 받을 자격이 없습니다

610. 청구인의 주장을 인정하더라도, 청구인은 여전히 손해배상을 받을 적격이 없습니다. 왜냐하면, 투자 당시 청구인은 본건 합병이 특정 조건에 따라 발생할 수 있는 위험을 알면서도 감수하였기 때문입니다.

611. 제IV장 제B절 3에서 논의된 바와 같이, 청구인이 알면서도 위험을 감수한 것은 청구인이 주장하는 최소 대우 위반 주장에 반하는 것입니다. 따라서, 중재판정부가 한국이 협정상의 의무 위반에 대하여 책임이 있다고 판단하더라도, 청구인이 이러한 위험을 감수하였다는 사실에 비추어 어떠한 손해배상금도 청구인에게 인정되어서는 안됩니다.

1. 투자자가 감수한 위험의 결과에 대한 책임은 투자자 자신이 부담해야 합니다

612. *RosInvestCo UK Ltd. v The Russian Federation* 사건에서 중재판정부는 투자자가 선택한 투자에 대한 책임에 대해서 고려했습니다.⁹⁴¹ RosInvestCo(엘리트 그룹 소속이었습니다⁹⁴²)는 2004년 OAO NK Yukos Oil Company(이하 “Yukos”) 주식을 인수하였으며, 러시아가 “일련의 조치”를 통하여 RosInvestCo 의 투자를 수용(expropriated)하였다고 주장하는 협정상의 청구를 제기하였습니다.⁹⁴³ RosInvestCo는 투자하기 전에 러시아의 행위에 대해 알고 있었으며, 아래와 같이 언급하였습니다:

RosInvestCo는 시장이 단기적인 사건에 과도한 반응을 보이고 기업의 자산가치가 과소평가되어 있는 등 시장이 악화된 시점에 주식을 매수하는 데 특화되어 있다 러한 투자 중 일부는

⁹⁴¹ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51**

⁹⁴² RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51**, 제 144 항.

⁹⁴³ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51**, 제 1 항 (RosInvestCo’ Memorial 인용).

수익성이 있고 일부는 그렇지 않은 것으로 판명되었고, 투자자는 투자시 시장위험을 이해하고 있는 것으로 간주될 수 있다.⁹⁴⁴

613. 분명, 엘리엇 그룹 특유의 방식(*modus operandi*)은 변하지 않았으며, Mr ██████████는 자신의 증인진술서에 다음과 같이 설명합니다: “엘리엇은 NAV 대비 할인되어 거래되고 있는 회사들을 잠재적 투자 기회로 여기는 경우가 많은데, 이는 해당 회사의 주식이 저평가되어 있기 때문에 가격이 실질 가치에 더 근접해짐에 따라 가격이 상승하는 현상이 나타나며, 그로부터 투자 수익이 발생하기 때문입니다.”⁹⁴⁵
614. RosInvestCo는 “위법한 정부조치”가 투자에 부정적인 영향을 미치는 경우, 투자자는 자신이 감수한 위험에 관계없이 손해배상금을 지급받을 수 있다고 주장하였습니다.⁹⁴⁶ RosInvestCo 사건 중재판정부는 이에 반대하며 “청구인이 주식을 매수한 두 시점에 시장은 Yukos에 대한 러시아 연방정부의 조치의 가능성 및 효과를 해당 주가에 반영하였다”라고 판단하였습니다.⁹⁴⁷ 따라서, 중재판정부는 “청구인은 투기성 투자를 하였으며” “중재판정부는 손해배상액(존재한다면) 판단시 이를 고려해야 한다”고 판시하였습니다.⁹⁴⁸
615. 중재판정부는 RosInvestCo의 손해배상액 산정이 “청구인의 투자성격을 충분히 고려하지 않고 있으며, 청구인은 청구인 및 엘리엇 그룹의 방식과 일치하는 투기성 투자를 하였다”고 판시하며, 러시아 연방정부의 손해배상액 산정방식(James Dow 교수가 수행하였습니다)을 채택하였습니다.”⁹⁴⁹ 중재판정부는 다음과 같은 이유로 이러한 방식이 정당하다고 판단하였습니다:

⁹⁴⁴ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 1 항 (RosInvestCo’s Memorial 인용).

⁹⁴⁵ Mr ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 14 항.

⁹⁴⁶ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 1 항

⁹⁴⁷ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 665 항.

⁹⁴⁸ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 668 항.

⁹⁴⁹ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 669 항.

사후분석을 토대로 한 청구인의 투기에 대한 손해배상액 판정은 부당하다. 중재판정부는 투자와 그 수익에 대해 가장 낙관적인 평가를 적용할 수 없다. 청구인은 중재판정부로 하여금 엘리엇 그룹의 “저점매수 고점매도” 전략을 실현 및 실시할 것을 요구할 뿐만 아니라, 더 나아가 현재 가치에 대하여 최선의 근사치를 적용할 것을 요구하고 있다.⁹⁵⁰

616. 마찬가지로 다른 중재판정부도 청구인이 자신의 투자시 명백히 드러난 위험을 감수한 경우에는 손해배상 판정을 거부하거나 제한하였습니다. 예를 들자면, *MTD v Chile* 사건에서 칠레는 대규모 다목적 계획 커뮤니티를 위한 건설 프로젝트를 추진하였다가, 약속된 허가를 거부한 혐의로 제소되었습니다. 비록 중재판정부는 칠레가 협정 의무를 위반하였다고 판단하였음에도 불구하고, “현명하지 못한 사업 결정에 따른 결과 또는 투자자의 성실의무 부족에 대한 책임”이 칠레에 있다고 볼 수는 없다고 판단하여 현저하게 감액된 손해배상액 지급을 판정하였으며⁹⁵¹, MTD 청구인은 “칠레의 대우와 관계없이 거래에서 자신의 위험을 가중시키며 자신이 책임을 부담해야 하는 결정을 내렸다”고 판단하였습니다.⁹⁵²

617. 요약하자면, 청구인은 자신이 입은 손실의 전체 또는 일부가 자신의 사업판단 및 투자시 알면서도 감수한 위험의 결과에 따라 발생한 경우, 국가의 불법적 행위에 대한 주장을 근거로 하여 손해배상을 받을 수 없습니다.

2. 청구인은 삼성물산의 주식을 매수한 시점에 본건 합병이 “파괴적인” 합병비율로 승인될 위험을 알면서도 이를 감수하였으며, 따라서 그에 따른 결과도 청구인에 귀속되어야 합니다

618. 본건 합병이 불리한 합병비율로 이루어질 것이라는 점은 EALP 가 삼성물산 주식 매수시 알면서도 감수한 위험이며, 청구인 자신이 인정한대로 “그러한

⁹⁵⁰ RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51**, 제 670-671 항 (인용생략).

⁹⁵¹ MTD Equity Sdn Bhd and MTD Chile S.A. v Republic of Chile 사건 (ICSID 사례번호 ARB/01/7), 판결, 2004. 5. 25., **RLA-25**, 제 167 항. 제 241 항 및 제 253 항 참조.

⁹⁵² MTD Equity Sdn Bhd and MTD Chile S.A. v Republic of Chile 사건 (ICSID 사례번호 ARB/01/7), 판결, 2004. 5. 25., **RLA-25**, 제 242-243 항 (강조추가).

위험은 현실이 되었습니다”.⁹⁵³ 본건 합병 공식발표 이전에 삼성물산 및 제일모직의 합병 가능성이 시장에 널리 알려져 있는 상황에서 청구인이 명백히 770만주를 매수한 사실이 이를 뒷받침하며,⁹⁵⁴ 본건 합병 및 본건 합병비율이 공식 발표된 이후에 매수한 340만주에 대해서도 반박할 수 없을 것입니다. 당시 EALP는 국민연금을 한국 정부 소속으로 잘못 생각하고 있었는데, 국민연금이 본건 합병에 찬성할 수도 있다는 것 역시 알고 있었습니다. 결국 국민연금은 본건 합병에 찬성하였습니다.⁹⁵⁵ 실제로 EALP는 정확히 본건 합병이 진행될 것임을 예측하였으며, 이를 막기 위하여 투자를 한 사실을 인정하고 있습니다.⁹⁵⁶ 그러나 이렇듯 실패한 계획을 한국 탓으로 돌릴 수는 없습니다.

619. 따라서, EALP가 행한 도박의 투기적인 본질을 고려할 때, “청구인의 투기에 대하여 사후 분석에 근거한 금액을 보상하는 손해배상은 부당”하며, 중재판정부는 “[EALP] 투자 및 수익에 대하여 가장 낙관적인 평가”를 요구하는 청구인의 요구를 거부하여야 합니다.⁹⁵⁷ *RosInvestCo* 사건의 경우와 마찬가지로, “[...] 청구인이 제시한 기준을 근거로 하는 손해배상액 산정은 단지 투자 시점에 상승위험의 미미한 가능성을 반영하는 방식으로 청구인의 투기에 대한 보상을 하는 것이며[...], [협정]의 목적에는 부합하지 않습니다.”⁹⁵⁸

⁹⁵³ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 42 항.

⁹⁵⁴ 위 제II장 제 B 절 3 및 4 참조.

⁹⁵⁵ 위 제II장 제 B 절 6 참조.

⁹⁵⁶ 예컨대, Mr [REDACTED] 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 23 항 참조.

⁹⁵⁷ *RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation* 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 670 항.

⁹⁵⁸ *RosInvestCo UK Ltd v The Russian Federation* 사건 (SCC 사례번호 V079/2005), 최종 판결, 2010. 9. 12., **RLA-51.**, 제 670-671 항. *CME Czech Republic v The Czech Republic* (유엔국제무역법위원회), Ian Brownlie, CBE, QC 의 Separate Opinion on the Issues at the Quantum Phase, 2003. 3. 14., **RLA-24**, 제 69 항 및 제 107 항 (“진정한 가치”의 원칙이 불확실하고 투기적 미래수익을 배제하고 있으며, 투기적 수익은 ‘정당한 보상’의 지배원칙과 양립할 수 없다”고 가정하는 것은 합리적이다”) 참조.

C. 가사 백보를 양보하여 청구인의 주장을 인정한다 하더라도, 한국은 청구인이 주장하는 손해를 야기하지 않았습니다

620. 청구인의 손해배상청구에서 볼 수 있는 수많은 오류 중 가장 근본적인 것은 청구인이 제출한 증거를 토대로 하더라도 한국은 청구인이 주장하는 손해를 야기하지 않았다는 것입니다.

621. 사실적 인과관계, 즉 청구인이 주장하는 한국의 위법한 행위가 실제 본건 합병을 초래하였는지에 관하여 한국은 위 제IV장 제A절에서 상당인과관계 원칙에 대해 설명하였습니다. 이러한 원칙은 손실에 관한 인과관계에도 동일하게 적용됩니다.⁹⁵⁹

622. 본 절에서 한국은 먼저 제IV장 제A절에서 설명한 상당인과관계 기준이 손실에 대한 인과관계에도 명백히 적용됨을 확인하고(1); 청구인의 손해가 삼성물산의 “내재가치가 상승하지 못한 경우이거나 불합리하다고 주장되는 본건 합병비율로 인한 경우인지를 불문하고, 청구인이 주장하는 한국의 행위는 청구인이 주장하는 손해를 초래하였다고 볼 수 없으며, (2); 끝으로, 어떤 경우에도 청구인이 주장하는 손해배상은 협정에 따른 손해배상을 뒷받침하기에 너무 동떨어져 있다는 사실을 입증합니다(3).

1. 청구인은 자신이 주장하는 한국의 행위와 자신이 주장하는 손해 사이에 상당인과관계가 존재함을 입증해야만 합니다

623. 청구인은 한국으로부터 손해배상을 지급받기 위해서, 청구인이 주장하는 손실이 한국에 귀책사유가 있는 행위와 상당인과관계가 있었음을 입증하여야

⁹⁵⁹ 한국 및 미국의 국내법도 동일하게 불법행위 및 보상이 청구된 손해 간의 상당인과관계 입증을 요구합니다. 예컨대, 민법, 2015. 7. 1., **C-147**, 제 393 조 및 제 763 조; 대법원 선고 2010 다 15363, 15370 판결, 2010. 6. 10., **RLA-50**, 1 면.; Doyle Randall Paroline v United States, et al, 134 S.Ct. 1710, 1719, 188 L.Ed.2d 714 (2014), **RLA-74**, 1720 면.; Robert G Holmes v Securities Investor Protection Corporation et al., 503 U.S. 258, 112 S.Ct. 1311 (1992), **RLA-10**, 1316-1317 면.; Lexmark International, Inc. v Static Control Components, Inc., 572 U.S. 118, 132 (2014), **RLA-67**; Pacific Operators Offshore, LLP v Valladolid, 565 U.S. 207, 223 (2012), **RLA-57**; RSL Communications PLC v Bildirici, 649 F.Supp.2d 184, 220 (S.D.N.Y. 2009), **RLA-43**, 제 13-15 항 (RSL Communications PLC v Fisher, 412 Fed.Appx. 337 (2011), **RLA-54** 에서 인정됨) 참조.

합니다.⁹⁶⁰ 어느 한 당사자의 행위로 인하여 발생한 상상할 수 있는 모든 결과가 보상가능한 것은 아닙니다: “그러한 행위에 대한 책임이 있다고 주장할 수 있는 결과를 제한하는 제약이 반드시 필요합니다”.⁹⁶¹ 또한 협정 제11.16조는 협정 당사자의 위반을 사유로 하거나 또는 그러한 위반으로 인하여 발생하는 손실 또는 손해에 대한 청구에 대해서만 투자자-국가 중재를 허용합니다.⁹⁶² 북미자유무역협정(NAFTA) 중재판정부는 북미자유무역협정의 동일한 조항에 대하여, 특정한 북미자유무역협정 규정의 위반과 투자자가 입은 손실 사이에 “충분한 인과관계”를 요구하거나 투자보호의무의 위반과 손해 사이에 상당인과관계 내지는 근접성이 존재하여야 함을 요구하는 조항이라고 판단하였습니다.⁹⁶³

624. 이는 “침해의 모든 결과가 아닌, 오로지 직접적이고 근접한 결과에 대해서만 충분한 보상이 이루어져야 한다”는 “행위 및 손해 간의 충분한 인과관계에 대한 관습적 요건”을 포함하고 있는 ILC 규정에 의해서도 확인됩니다.⁹⁶⁴

⁹⁶⁰ S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 제 2 차 부분판결, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 118 항 (“손실에 대한 보상이 인정되려면, 그 손실이 반드시 투자유치국에 이루어진 투자에 대한 간섭과 인과관계가 있어야 하며 [...] 이를 판단하는 기준으로서 (외국) 투자자에 대한 손실이 투자유치국에 대한 투자 간섭의 결과로 인하여 발생한 것이어야 한다.”); Metalclad Corporation v The United Mexican States (ICSID Case. No. ARB(AF)/97/1), 판정, 2000. 8. 30., **RLA-18**, 제 115 항 (“국가의 행위가 동떨어져 있고 불확실하여 청구인의 청구를 뒷받침하기 부족하다고 판단하여 청구인의 손해배상청구를 배척한다”).

⁹⁶¹ Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 일부 판정, 2002. 8. 7., **RLA-22** 제 138 항.

⁹⁶² 협정, **C-1**, 제 11.16 조 제 1 항 (a)호 (ii).

⁹⁶³ 예컨대, S.D. Myers, Inc. v Government of Canada (UNCITRAL), 2 차 일부 판정, 2002. 10. 21., **RLA-23**, 제 140 항 (손해배상은 “손해가 동떨어져 있지 않거나 또는 특정 북미자유무역협정 조항의 위반이 손해와 *상당 인과관계*가 있어야 한다”라고 판단하였습니다.) (원문 강조) 참조.

⁹⁶⁴ 유엔, “52 차 세션, 업무에 대한 국제법위원회 보고서” (2000), **RLA-17**, 제 97 항. Commentary to Article 31 은 이 기준에 대해서 추가적으로 다음과 같이 설명합니다: 제 9 항은 제 2 항에 언급된 “국가의 고의적 불법행위로 인한 손해”라는 문구가 “전세계적으로 보상의 주제가 고의적인 불법행위로 인한 일체의 결과가 아닌, 불법행위로 인하거나 또는 그러한 행위에 귀책사유가 있는 손해”임을 명확히 하고 있습니다;

625. 또한, 중재판정부들은 “어느 손해가 보상가능한지 판단하기 위해서는 그 손해의 발생에 개입하는 원인이 존재하지 않아야 한다. 따라서, 청구인은 최종적이고 직접적인 행위, 즉각적 원인, [...] 이 추월적 원인이 되지 않았으며 상당인과관계가 존재함을 입증해야 한다”고 인정하고 있습니다.⁹⁶⁵ 마지막으로, 청구인이 주장하는 위법 행위가 없었더라면 손해를 초래하였다고 주장하는 최종 결과가 발생하지 않았을 것임을 입증하여야 합니다. 협정을 준수하는 과정에서 동일한 결과가 발생할 수 있다면, 손해배상청구는 불가능합니다.⁹⁶⁶

2. 청구인은 자신이 주장하는 한국의 위법행위와 자신이 주장하는 손해 간에 상당인과관계가 있음을 입증하지 못하고 있습니다

626. 본 사건에서 청구인이 주장하는 손해의 인과관계에 있어 두 가지 쟁점이 존재합니다. 각 쟁점은 청구인의 손해배상청구를 반박하기에 충분합니다.

(a) 첫째, 한국은 청구인이 보유한 주식의 “내재가치”를 “실현”⁹⁶⁷ 하지 못하도록 하거나 해당 가치가 시간이 지남에 따라 “자연스럽게” 실현되는 것을 방해하지 않았습니다.⁹⁶⁸ James Dow 교수가 설명한 바와 같이, 삼성물산 주식의 공정시장가치는 시장에서 거래되는 가격에 해당합니다.⁹⁶⁹ 해당 가격이 잠재적 가치에 대한 EALP의 주관적인 추정치보다 낮다면, 한국 시장의 지속성을 고려하였을 때 그 차이는 무기한 지속될 것이며 결과적으로 EALP는 다른 시장 참여자들과 마찬가지로 어떠한 가치도 실현하지 못했을 것입니다. 이는 청구인이 주장하는 한국의 위법행위와 어떠한 관련도 없습니다.

제 10 항은 “보상의 주제가 되기에 ‘아주 동떨어져 있거나 또는 결과적인’ 손해”는 보상가능한 손실에서 제외된다는 점을 다시 확인하고 있습니다. ILC 규정 (해설포함) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 31, 제 9 항-제 10 항, 92-93 면.

⁹⁶⁵ Ronald S. Lauder v The Czech Republic (UNCITRAL), 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-20**, 제 234 항.

⁹⁶⁶ Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL), 손해배상청구에 대한 판정, 2019. 1. 10., **RLA-90**, 제 168 항-제 175 항 참조.

⁹⁶⁷ 중재통보 및 청구서면, 2018. 7. 12., 제 20 항-21 항.

⁹⁶⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 16 항. Mr ██████████ 증인진술서, 2019. 4. 4., **CWS-1**, 제 14 항 참조.

⁹⁶⁹ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., **RER-1**, 제 III 장 제 B 절.

(b) 둘째, 청구인 스스로도 인정하는 바와 같이, 손실을 직접적으로 초래한 것은 1:0.35라는 본건 합병비율이었습니다. 본건 합병비율은 최근 거래가격에 기초한 법정 산식에 의해 산정되었습니다. 따라서 청구인이 문제로 삼고 있는 행위를 통해 한국이 본건 합병비율을 정하였다는 주장은 성립하지 않으며 성립할 수도 없습니다.

a. 청구인이 문제로 삼고 있는 한국의 행위와 관계 없이, 청구인은 청구인이 추정된 “내재가치”를 어떠한 경우에도 “실현”할 수 없었을 것입니다

627. James Dow 교수가 설명한 바와 같이, 본건 합병 당시 삼성물산 주식의 가치는 해당 주식의 시장거래가격에 반영되어 있었습니다.⁹⁷⁰ 본 중재에서 문제로 삼고 있는 한국의 어떠한 행위도 주가에 영향을 미치지 않았으며, 한국은 청구인이 “내재가치”를 실현하기 위해 필요하였을, 한국 자본시장을 근본적으로 변화시킬 수 있는 능력을 행사하지 못하도록 한 바가 없습니다.

628. 수정 청구서면 상의 “내재가치”에 대한 청구인의 주장은 중재통보 및 청구서면 상에서 기존에 제시했던 주장과 일치하지 않습니다.

(a) 중재통보 및 청구서면에서 청구인은 엘리엇 그룹이 특정 절차를 통해 주식의 가치를 “실현”할 수 있다고 주장했습니다. 즉, EALP는 소수주주로서 적극적 조치(중재통보와 청구서면에서 어떠한 조치인지는 명시되지 않았습디다)를 통해 EALP가 보유한 삼성물산 주식의 가치를 높일 수 있다는 것입니다.⁹⁷¹

(b) 수정 청구서면에서 [REDACTED]와 Richard Boulton QC는 EALP를 보다 수동적인 투자자로 묘사했습니다. EALP는 “내재가치”가 시간이 지나면서 “자연스럽게” 실현되기를 기다려야 했다는 것입니다.⁹⁷²

629. 두 주장은 모두 터무니없습니다. James Dow 교수는 위 제V장 제A절에서 논의한 바와 같이, 두 주장 모두 주식의 시장거래가격이라는 객관적 증거를

⁹⁷⁰ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 III장 제 B 절.

⁹⁷¹ 중재통보 및 청구서면, 2018. 7. 12., 제 20 항-제 21 항.

⁹⁷² 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 16 항.

무시한 채 엘리엇 그룹의 “가치”에 대한 주관적 평가에 기반을 두고 있으므로 이는 사실이 아님을 입증했습니다⁹⁷³.

630. 여기에서 한국은 다른 내용이지만 위와 관련된 사항을 언급하고자 합니다. 엘리엇 그룹의 “내재가치”에 대한 주관적 평가가 설령 타당하다고 가정하더라도(실제로 타당하지 않습니다), 청구인이 그 추정된 가치를 실현하지 못한 원인은 한국이 아닙니다.
631. 주주가 상장회사의 주식 가치를 실현하는 방법은 시장에서 주식을 매도하는 것임은 자명한 사실입니다. 한국 재벌은 수십 년 동안 완벽하게 타당한 경제적 이유로 순자산가치보다 낮은 가격으로 거래되어 왔습니다.⁹⁷⁴ 청구인은 물론 청구인이 한국 시장을 변화시킬 수 있었으리라고 주장하고 있지는 않지만, 아무 것도 하지 않은 채 기적적인 주가 상승을 누렸을 것임을 입증할 수 있는 구체적인 증거도 제시하지 않고 있습니다. 삼성물산 주식의 공정시장가치는 수십 년동안 한국 증권시장을 형성해 온 모든 역학관계의 영향을 받아 시장거래가격으로 유지되어 왔습니다.⁹⁷⁵
632. 즉, EALP가 추정한 “내재가치”를 실현하지 못한 원인은 청구인이 문제로 삼고 있는 한국의 행위가 아니며, EALP는 삼성물산의 기타 모든 주주들과는 다른 주식 가격을 받을 자격도, 시장이 인정하지 않은 가치를 한국에 지급하도록 요구할 자격도 없습니다.

b. 청구인이 주장하는 손해를 초래한 것은 본건 합병비율이며, 한국은 본건 합병비율을 초래하지 않았습니다

633. 한국 증권시장의 근본원리에 이어 이제 청구인이 본 중재에서 문제 삼고 있는 행위를 논의해보자면, 그 핵심은 청구인이 보유한 삼성물산 주식 가치에 청구인이 주장하는 손해를 초래한 것이 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 투표(제 III 장 제A절 및 제III 장 제B절에서 상술한 바와 같이 국민연금의 찬성 투표가 한국에 귀속되지 않으나, 귀속될 수 있다는 가정 하에)인지, 아니면 청구인이 “삼성물산의 과소평가 상태를 고착화시키고 삼성물산에 대한 청구인

⁹⁷³ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 III 장 .

⁹⁷⁴ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 II 장 제 A 절.

⁹⁷⁵ James Dow 교수 전문가 보고서, 2019. 9. 27., RER-1, 제 III 장 참조.

투자의 가치를 영구적으로 박탈"하였다고 주장한 본건 합병비율인지 여부입니다.⁹⁷⁶ 그 답은 후자입니다.

634. 수정 청구서면은 한국이 본건 합병비율을 초래하지 않았음을 확인해주고 있습니다.

(a) *첫째*, 본건 합병비율은 "합병제안일을 기준시점으로 하여 특정 기간 동안 각 합병 당사회사 주식의 공개거래가격을 기준으로 법정산식에 따라 정해집니다".⁹⁷⁷ 해당 산식은 (청구인도 설명한 바와 같이) 자본시장법에 상장법인의 경우, "합병비율은 합병 발표 이전 1개월 간 각 회사의 평균주가를 기준으로 산정된다"고 규정되어 있습니다.⁹⁷⁸

(b) *둘째*, 청구인은 삼성물산과 제일모직의 지배당사자인 [REDACTED] 일가가 본건 합병비율을 최종적으로 결정하였다고 주장합니다. 정확성을 불문하고, 청구인은 "양사 모두를 지배하는 자", 즉, [REDACTED] 일가가 합병의 발표시점과 합병 발표 이전 시장에 제공되는 정보를 선택함으로써 법정 산식을 "조종"할 수 있으며, 그렇게 함으로써 관련 주가를 억제하거나 상승시킬 수 있었다고 주장합니다.⁹⁷⁹ 청구인은 다음과 같이 진술했습니다.

[REDACTED] 일가는 삼성물산과 제일모직 양사 이사회에 (따라서 계약의 방향, 정보의 전파 및 합병의 시기에도) 영향력을 행사할 수 있었기에 본건 합병비율의 산정에 관해서도 상당한 영향을 미칠 수 있었습니다. 이로써 [REDACTED] 일가는 자신에게 유리한 조건으로 본건 합병이 이루어지도록 할 수 있었습니다.

980

⁹⁷⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 262 항 참조. 제 28 항 참조 ("제일모직 주가가 그 내재가치보다 높은 상태에서 본건 합병비율이 정해짐에 따라 제일모직의 주주들은 뜻밖의 이득을 얻게 되었습니다.").

⁹⁷⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 27 항.

⁹⁷⁸ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 40 항. 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015.7.8. **C-222**, 제 176 조의 5, 제(1)항, 제 1 호 참조.

⁹⁷⁹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 41 항.

⁹⁸⁰ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 43 항 (인용 생략).

635. 청구인은 손실 초래의 원인으로 본건 합병비율을 명시적으로 비난하고 본건 합병비율이 "파괴적"이고 "삼성물산에 대한 [REDACTED] 일가의 지배력을 증대하고 집중시키기 위하여 동원된 핵심수단"이라고 하였습니다.⁹⁸¹

636. 그렇다면, 청구인이 주장하는 손해는 청구인이 문제삼고 있는 한국의 위법행위와 관련성이 적으며 "위법행위의 결과로 초래되거나 위법행위에 기인하는 피해"가 아닙니다.⁹⁸² [REDACTED] 일가가 조종한 합병발표시점에 기초한 법정산식에 의해 결정된 본건 합병비율이 "추월적 원인이 된 최종적, 직접적 행위이자 직접적인 원인"입니다.⁹⁸³ 한국은 본건 합병비율에 대한 책임이 없으며 따라서 청구인의 배상을 요구하는 손실에 대한 책임도 없습니다.

3. 청구인이 주장하는 손해는 한국이 위반하였다는 규정의 범위에 속하지 않으므로 관련성이 지극히 부족합니다

637. 마지막으로, 중재판정부가 설령 청구인이 주장하는 손해를 야기한 본건 합병비율을 한국이 "초래"한 것이라고 판정하더라도, 청구인이 주장하는 손해는 청구인이 협정을 위반하였다고 주장하는 조항의 취지에서 크게 벗어났기 때문에, 한국은 해당 손해에 대한 책임을 질 수 없습니다.

638. 위에서 설명한 바와 같이, 위법하다고 주장되는 행위와 손해를 법적으로 관련지을 수 없음을 보여주는 "근접성"의 한 척도는 "위반된 규정의 목적을 고려하였을 때 피해가 해당 규정의 범위 내에서 초래되었는지 여부"입니다.⁹⁸⁴

639. 수정 청구서면에 명시된 바와 같이 엘리엇 그룹은 국민연금이 내부 규정에 따라 본건 합병에 반대할 것이라 예상했습니다.

엘리엇은 국민연금이 본건 합병에 반대할 것으로 기대하였습니다. 국민 연금의 자체 의결권 행사 규정에 따르면 그러한 결과가 나올 수밖에 없기 때문입니다. 같은 해 앞서 엘리엇이 IRC에

⁹⁸¹ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 39 항-40 항.

⁹⁸² ILC Articles (with commentaries), **CLA-38**, Commentary to Article 31, 92 면.

⁹⁸³ Ronald S. Lauder v The Czech Republic 사건 (UNCITRAL), 최종 판정, 2001. 9. 3., **RLA-20**, 제 234 항.

⁹⁸⁴ ILC Articles (with commentaries) (2001), **CLA-38**, Commentary to Article 31, 제 10 항, 92-93 면 (인용생략).

의뢰하여 얻은 조사 결과는 국민연금의 내부 의결권 행사절차를 확인해 주었습니다. [...]

기금운용지침은 국민연금이 의결권행사 방향을 결정함에 있어 지켜야 할 원칙 들을 제시하고 있습니다. 해당 원칙들 중에는 국민연금이 대한민국 정부 공무원들의 개입없이, 독립적으로 의사결정을 하여야 한다는 요건이 포함되어 있습니다.⁹⁸⁵

640. 청구인이 문제로 삼고 있는 행위 그리고 협정상 청구의 기본적 근거는 국민연금 직원들이 “국민연금 관계자들에 대한 자신들의 권한을 이용하여 정상적인 국민연금의 내부 절차를 뒤엎는 계획을 실행에 옮긴 한국 정부관료들”⁹⁸⁶에 의해 “국민 연금의 의사결정과정에서 개입하여 본건 합병을 부당히 지원”⁹⁸⁷하게 되었다는 점입니다.
641. 본건 합병을 지원하기 위해 “위반”되었다는 국민연금 내부 규정 및 절차는 국민연금기금 가입자를 위해 투자자산의 안정성을 보장하기 위한 목적으로 고안된 것입니다.⁹⁸⁸ 해당 규정과 절차의 목적은 국민연금이 투자한 회사의 주주에 해당하는 다른 투자자들의 투자지분이나 주식가치를 보호하기 위한 것이 아닙니다. 한국과 미국 법원(그리고 학계)은 일관되게 명확한 원칙을 적용하고 있으며, 이는 본 사건에도 동등하게 적용됩니다. 소수주주는 소수주주가 회사 또는 경영에 지배권을 행사하는 등 특별한 사정이 존재하지 않는 한 다른 주주들에 대하여 특정한 방향으로 의결권을 행사할 의무를 지지 않습니다.⁹⁸⁹ 삼성물산의 지분 11.21%만을 보유한 국민연금은 삼성물산에 대해

⁹⁸⁵ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 57 항-58 항(인용 생략).

⁹⁸⁶ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 95 항.

⁹⁸⁷ 수정 청구서면, 2019. 4. 4., 제 76 항.

⁹⁸⁸ 예컨대, 국민연금기금 의결권 행사지침, 2014. 2. 28. (C-309 수정번역본), **R-57**, 제 3 조; 국민연금기금 운용지침, 2015. 6. 9. (C-194 수정번역본), **R-99**, 제 4 조; 국민연금기금 운용규정, 2015. 5. 26. **C-177**, 제 4 조 제 2 항 및 제 3 항 참조.

⁹⁸⁹ 예컨대, In re Morton’s Restaurant Group, Inc. Shareholders Litigation, 74 A.3d 656 (Del. Ch. 2013), **RLA-64**, 665 면 (“소수주주의 권한은 너무나 강력하여 독립이사들은 [...] 지배권을 가진 소수주주의 보복이 두려워 의결권을 자유롭게 행사할 수 없다.” (강조 추가) (인용 생략)); Superior Vision Servs., Inc. v ReliaStar Life Ins. Co.사건, 2006 WL 2521426 (Del. Ch. 2006.8.25.), **RLA-34**, 4 면(Del Ch. 2006.8.25.) 참조. In re KKR Financial Holdings LLC

그러한 지배권을 행사하지 않았습니다. 의결권행사지침 또는 다른 국민연금 규정의 어떠한 조항도 국민연금이 그 주주의결권을 어떻게 행사할지 결정함에 있어 다른 투자자들의 이익을 고려해야 한다고 규정하고 있지 않습니다.

642. 따라서, 청구인이 주장하는 손해는 청구인이 “위반”되었다고 주장하는 규정의 범위에 속하지 않으며, 따라서 위 “위반”은 손해와의 근접성이 지극히 결여되어 그에 따른 어떠한 손해배상청구도 인정될 수 없습니다.

VI. 답변취지

643. 앞서 언급된 사유들에 근거하여, 한국은 중재판정부가 다음과 같은 판정을 해줄 것을 청구합니다.

- (a) 청구인의 청구를 전부 기각;
- (b) 예비적으로, 한국이 협정을 위반한 경우에도 청구인은 손해배상을 받을 자격이 없음을 확인;
- (c) 청구인에게, 본 중재절차와 관련한 행정비용 및 보수, 중재판정부 및 그에 의하여 임명되는 모든 전문가의 보수 및 비용, 그리고 한국의

Shareholder Litigation, 101 A.3d 980 (Del. Ch. 2014), **RLA-68**, 993 면 (“이러한 주장이 [소수주주]가 그 계열사를 통해 [법인]의 일상 업무를 관리하였음을 보여주지만, 델라웨어 주 법률상 중요한 요건인, [주주]가 [법인의] 이사회를 지배한 결과 [법인의] 이사들로 하여금 합병을 승인할지 여부 및 주주들에게 이를 권고할지 여부를 결정함에 있어 자유롭게 그 권한을 행사할 수 없도록 하였다”는 합리적인 추론을 뒷받침하지는 않는다.” (강조 추가)); *Osofsky v J. Ray McDermott & Co., Inc.* 사건, 725 F. 2d 1057 (2d Cir. 1984), **RLA-8**, 1060 면 (49% 지분을 소유한 주주는 지분을 “더” 소유하게 되지 않는 한 어떠한 의무도 가지지 않는다); *Kaplan v Centex Corporation*, 사건, 284 A. 2d 119 (Del. Ch. 1971), **RLA-6**, 123 면 (소수주주는 다른 주주에 대해 어떠한 의무도 가지지 않는다); 최문희, “의결권 자문회사에 관한 입법 과제와 법적 쟁점” (2016) 서울대학교 法學 제 57 권 제 2 호 185 면, **RLA-79**, 241 면 (의결권 행사에 있어 자문회사의 책임과 관련하여 “그 의결권 행사가 이 권고에 따른 것임을 입증하기는 어렵다. 주주의 의결권 행사가 권고에 따른 것임이 확정되더라도, 그 주주의 의결권 행사가 주주총회결의의 결과에 영향을 미쳤다고 하기 위해서는 당해 주주의 지분이 결의를 가결시킬 정도로 상당히 높아야 할 것이다. 그렇지 않은 경우에는 다른 주주들의 의결권 행사와 공동으로 결의의 결과에 영향을 미친 것이기 때문에 인과관계가 단절되게 된다”).

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 구제수단의 명령.

644. 위 답변취지는 한국 대법원이 한국에서 계속 중인 재판절차에서 판결하거나 또는 사건이 환송된 하급심에서 판결하는 바에 따라, 한국이 앞서 제시한 주장을 보충하거나 수정할 수 있는 권리(수정 반박서면 제출 허가 신청을 포함하되 이에 한정되지 않습니다) 그리고 답변취지를 보충하거나 수정할 수 있는 권리를 제한하지 않습니다.

2019 년 9 월 27 일 제출



Freshfields Bruckhaus Deringer

Peter J. Turner QC

Nicholas Lingard

Joaquin Terceño

Samantha Tan

Rohit Bhat

**Lee
&KO**

이문성

데이비드 김

김경천

한상훈

이현송

윤지현

원정연(리차드)

유민재

피청구국의 대리인

별지 A: 한국 법원에서의 관련 소송 현황¹

목차

민사소송.....	2
1. EALP의 삼성물산 주총소집통지 및 결의금지에 대한 가처분신청.....	2
2. 삼성물산 합병반대주주의 주식매수청구권 행사가격과 관련하여 EALP 등이 삼성물산에 대해 제기한 소송.....	3
3. 구 제일모직과 구 삼성물산 간의 본건 합병 무효 소송.....	5
형사소송.....	6
4. [REDACTED] 및 [REDACTED]에 대한 형사소송.....	6
5. [REDACTED]에 대한 형사소송.....	6
6. [REDACTED]에 대한 형사소송.....	8

¹ 아래 회색 표시된 1건의 민사소송을 제외하고 모든 소송이 진행중에 있습니다.

민사소송	
사건	쟁점
<p>1. EALP의 삼성물산 주총소집통지 및 결의금지에 대한 가처분 신청</p> <ul style="list-style-type: none"> • 판결: EALP는 2016. 3. 23.자로 대법원 재항고를 취하함 (대법원 2015마4216 사건).² • 대법원 2015마4216 사건은 서울고등법원 민사40부의 2015.7.16.자 2015라20485 판결에 대한 EALP의 재항고였음(C-235). • 2015라20485 결정에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 민사50부의 2016.7.1.자 2015카합80582 판결을 유지함(R-9). 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> • EALP가 피신청인 삼성물산과 등기이사 7인으로 하여금 2015.7.17.자로 주주총회를 소집하여 본건 합병계약을 승인하는 것을 금지하는 가처분을 신청할 적격이 있는지 여부. <ul style="list-style-type: none"> ○ 6개월 전부터 계속하여 발행주식총수의 10만분의 25 이상에 해당하는 주식을 보유한 자만이 그러한 가처분을 신청할 수 있는 주주의 권리를 행사할 수 있음. • 법원이 삼성물산으로 하여금 본건 합병계약이 법률 및/또는 삼성물산의 정관에 위배되며 EALP에 손해를 초래한다는 것을 근거로 2015.7.17.자 주주총회를 소집하는 것을 금지할 수 있는 합리적인 근거가 존재하는지 여부. 구체적으로 EALP는 다음과 같이 주장함: <ul style="list-style-type: none"> ○ 피신청인들은 불공정한 합병비율을 산정함으로써 상법상 이사로서의 의무를 위반하였음. ○ 오로지 삼성그룹 총수 일가에게만 이익이 되는 본건 합병의 불공정한 목적은 업무상 배임에 해당함. ○ 본건 합병은 금반언의 원칙에 위배됨. ○ 피신청인들은 시세조종, 부정거래행위 등 자본시장과 금융투자업에 관한 법률("자본시장법")의 다수 조항에 위반되는 행위를 함. ○ 주식매수청구권을 가진 합병반대주주들의 주식매수가격에 대한 협의를 하지 않은 것은 자본시장법 제165조의 5 제3항을 사실상 잠탈한 것임.

² 대법원 홈페이지 나의 사건검색 대법원 2015 마 4216 사건(가처분 신청) 발췌, 2019.9.27.기준, R-208.

소송	
사건	쟁점
	<ul style="list-style-type: none"> ○ 제일모직은 금융지주회사에 해당할 가능성이 농후하였으므로, 본건 합병은 금융지주회사법 제6조의 3에 위반됨. ○ 본건 합병은 일정한 거래분야에서 경쟁을 실질적으로 제한할 여지가 있으므로 독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제7조 제1항에 위반될 소지가 있음. <p>서울중앙지방법원은 EALP가 삼성물산의 지분을 소유한 기간이 지나치게 짧으며, 법원이 삼성물산으로 하여금 2015.7.17.자 주주총회를 소집하지 못하도록 금지할 합리적인 근거가 없기 때문에 EALP는 가처분을 신청할 적격이 없다고 판시하며 EALP의 신청을 기각하였음. 서울중앙지방법원은 본건 합병 비율이 명백히 불공정하다고 간주할 수 없으며 본건 합병의 목적이 부당하다는 EALP의 주장은 근거가 없다고 판시함.</p> <p>EALP는 서울고등법원에 항고함. 서울고등법원은 EALP의 항고를 기각함.</p> <p>EALP는 이후 대법원에 재항고하였으나 (삼성물산과 합의를 체결한 후) 2016.3. 23.자로 이를 취하함.</p>
2. 삼성물산 합병반대주주의 주식매수청구권 행사가격과 관련하여 EALP 등이 삼성물산에 대해 제기한 소송	<p>서울중앙지방법원은 다음 사안을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> ● 1주당 57,234원으로 정해진 삼성물산 합병반대주주의 주식매수청구권 행사가격이 적법한지 여부 ● 주식매수청구권 행사가격의 산정방식을 규정한 자본시장법 시행령 제176조의 7 제3항 제1호가 위헌인지 여부

민사소송	
사건	쟁점
<ul style="list-style-type: none"> • 대법원에 2016마5394 사건으로 진행 중.³ • 2016마5394 사건은 서울고등법원 민사 35부의 2016.5.30. 자 2016라20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정에 대한 재항고임 (C-53). • 2016라20189, 20190(병합), 20192(병합) 결정에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 민사 50부의 2016.1.27. 자 2015비합91, 92(병합), 94(병합), 30037(병합) 결정을 파기함 (C-259). • EALP는 2016.3.23.자로 재항고를 취하함 (C-53참조, 2면, R-32). 	<ul style="list-style-type: none"> • 가격조작 등 시장기능에 대한 부적절한 개입이 있었는지 여부 • 시행령에 규정된 산정방식에 따른 주식매수가격이 공정가격인지 여부 <p>모든 신청인은 서울고등법원에 항고함. EALP는 (삼성물산과 합의를 체결한 후) 2016. 3. 23.자로 항고를 취하함.</p> <p>서울고등법원은 항고사건에서 다음을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 1주당 57,234원으로 정해진 삼성물산 합병반대주주의 주식매수청구권 행사가격이 <u>법률을</u> 준수하였는지 여부 • 이사회 결의일 전일 무렵 본건 합병 전 삼성물산의 시장주가가 본건 합병의 영향을 받지 않은 본건 합병 전 삼성물산 주식의 객관적 가치를 반영하였는지 여부 <p>모든 당사자들은(항고를 취하한 EALP는 제외함) 재항고하여 현재 대법원에 사건 진행 중임.</p>

³ 대법원 홈페이지 나의 사건검색 대법원 2016 마 5394 사건(주식매수가격결정 신청) 발취, 2019.9.27. 기준, R-206.

민사소송	
사건	쟁점
<p>3. 구 제일모직과 구 삼성물산 간의 본건 합병 무효 소송</p> <ul style="list-style-type: none"> 서울고등법원 2017나2066757 사건으로 진행 중임.⁴ 2017나2066757 사건은 서울중앙지방법원 민사 16부의 2016.10.19.자 2016가합510827 판결에 대한 항소임(R-20). 	<p>서울중앙지방법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> 본건 합병을 불공정한 합병 비율, 국민연금의 불법적인 의결권 행사 등을 근거로 무효화할 수 있는지 여부 본건 합병 무효에 대한 일부 무효사유가 제소기간을 경과하여 제출되었는지 여부 본건 합병의 목적이 부당한지 여부 본건 합병 비율이 불공정한지 여부 삼성물산이 2015.6.11.자로 (주)KCC에 자사주 일부를 매각한 본건 합병 관련 의결에서 이사회 결의 및 의결권 행사와 관련하여 절차상 부당함이 있었는지 여부 본건 합병 의결에서 국민연금의 의결권 행사와 관련하여 절차상 위법이 있었는지 여부 본건 합병 절차에 공시의무 위반에 따른 위법성이 존재하는지 여부 특정 종류주식 주주총회가 개최되지 않았으므로 본건 합병이 무효화되어야 하는지 여부 <p>모든 당사자들은 서울고등법원에 항소를 제기하여 현재 항소심 진행중임.</p>
형사소송	
사건	쟁점

⁴ 대법원 홈페이지 나의 사건검색 서울고등법원 2017 나 2066757 사건 (합병 무효 소송) 발췌, 2019.9.27. 기준, R-207.

<p>4. [redacted] 및 [redacted] 에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대법원에 2017도19635 사건으로 진행 중임.⁵ • 2017도19635사건은 서울고등법원 형사10부의 2017.11.14.자 2017노1886 판결에 대한 상고임(C-79). • 2017노1886 판결에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 형사 21부의 2017.6.8. 자 2017고합34, 183 판결을 파기함(C-69). 	<p>서울중앙지방법원과 서울고등법원은 다음 사안을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • [redacted] 전 보건복지부 장관이 전 국민연금 직원들, [redacted] (전 기금운용본부장) 및 [redacted] (전 리서치팀장)에 대해 국민연금 투자위원회가 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사 방향을 결정하도록 지시하고 국민연금 투자위원회에 조작된 시너지 효과 수치를 설명하기 위해 직권을 남용하였는지 여부 • [redacted] 이 국민연금에 대한 의무를 위반하여 국민연금으로 하여금 본건 합병과 관련하여 합리적이며 독립적인 결정을 내리기 위해 필요한 조치를 취하지 못하도록 함으로써 국민연금에 손실을 초래하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 상고하여 대법원에 재판 진행 중임.</p>
<p>5. [redacted] 에 대한 형사 소송</p> <ul style="list-style-type: none"> • 대법원 2019.8.29.자 2018도2738 판결에 따라 서울고등법원으로 환송됨. (R-178).⁶ 	<p>서울중앙지방법원과 서울고등법원은 다음 사안을 심리함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • [redacted] 이 [redacted] 전 대통령의 비선실세 [redacted] 의 딸 [redacted] 에게 허위의 용역계약을 맺는 형태로 승마훈련을 지원하고 말 3필을 제공함으로써 [redacted] 전 대통령에 뇌물을 공여하였는지 여부
형사소송	
사건	쟁점

⁵ 대법원 홈페이지 나의 사건검색 대법원 2017 도 19635 사건 ([redacted] 사건) 발췌, 2019.9.27. 기준, R-205.

⁶ 대법원 홈페이지 나의 사건검색 대법원 2018 도 2738 사건 ([redacted] 사건) 발췌, 2019.9.27. 기준, R-203.

<ul style="list-style-type: none"> • 2018도2738 판결에서 대법원은 서울고등법원 형사 13부의 2018.2.5.자 2017노2556 판결을 일부 파기함 (C-80). • 2017노2556 판결에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원의 2017.8.25.자 2017고합194 판결을 파기함. 	<ul style="list-style-type: none"> • [] 이 [] 이 운영한 재단(미르스포츠재단 및 K스포츠재단)과 한국동계스포츠영재센터에 금전적 지원을 제공함으로써 본건 합병 또는 [] 일가의 승계계획과 관련하여 [] 전 대통령에게 부정한 청탁을 하였는지 여부 • [] 에 대한 특정경제범죄법위반(횡령)죄의 성부 • [] 에 대한 특정경제범죄법위반(재산국외도피)죄의 성부 • [] 이 뇌물수수 및 횡령으로 얻은 범죄수익의 출처 및 처분에 관한 사실을 은폐하였는지 여부 • [] 이 위증을 하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 대법원에 상고함.</p> <p>대법원은 아래 내용에 대한 심리를 위해 본건을 서울고등법원으로 환송함.</p> <ul style="list-style-type: none"> • 말 3필 및 그 구입비용이 말에 대한 소유권 및 처분권을 고려하였을 때 뇌물에 해당하는지 여부 • 사회 일반으로부터 [] 전 대통령의 직무집행의 공정성, [] 전 대통령과 [] 의 관계, 이익의 다과 및 이익의 수수 경위와 시기 등에 대한 의심을 받게 되는지 여부를 고려하였을 때, [] 전 대통령의 직무 집행과 한국동계스포츠영재센터에 대한 재정적 지원 간에 대가성이 있었는지 그리고 그러한 재정적 지원과 관련하여 부정한 청탁이 있었는지 여부
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------	----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

형사소송	
사건	쟁점
<p>6. [redacted] 전 대통령에 대한 형사소송</p> <ul style="list-style-type: none"> 대법원 2019.8.29. 자 2018도14303 판결에 따라 서울고등법원에 환송됨(R-180).⁷ 2018도14303 판결에서 대법원은 서울고등법원 형사 4부의 2018.8.24. 자 2018노1087 판결을 일부 파기함(C-286). 2018노1087 판결에서 서울고등법원은 서울중앙지방법원 형사 22부의 2018.4.6. 자 2017고합364-1 판결을 파기함(R-22; C-280). 	<p>서울중앙지방법원과 서울고등법원은 다음 쟁점을 심리하였음.</p> <ul style="list-style-type: none"> [redacted] 전 대통령이 현재 진행 중인 사안과 관련하여 롯데그룹, SK그룹, 삼성그룹으로부터 뇌물 또는 부정한 청탁을 받았는지 여부. 구체적으로, 삼성그룹과 관련하여: <ul style="list-style-type: none"> [redacted] 전 대통령이 삼성그룹의 [redacted] 으로부터 본건 합병 또는 [redacted] 일가의 승계계획과 관련하여 부정한 청탁을 받았는지 여부 [redacted] 전 대통령이 삼성그룹으로부터 허위의 용역계약에 따른 대금 및 말 3필의 형태로 [redacted] 의 딸 [redacted] 의 승마훈련비를 지원함으로써 뇌물을 받았는지 여부 [redacted] 전 대통령이 현대자동차, 롯데그룹, 포스코, KT, 삼성그룹 등의 권리 행사를 방해하기 위해 강요 및 직권남용을 하였는지 여부. 구체적으로, 삼성그룹과 관련하여 [redacted] 전 대통령이 삼성그룹에 한국동계스포츠영재센터 후원금 출연을 강요하였는지 여부 [redacted] 전 대통령이 [redacted] 에 기밀정보를 제공하였는지 여부 [redacted] 전 대통령이 반대 의견을 가진 문화예술계 특정 개인을 요직에서 배제하고 정부에 반대하는 문화예술단체에 대한 정부지원을 축소하는 등 강요 및/또는 직권남용을 하였는지 여부 <p>모든 당사자들은 대법원에 상고함. 대법원은 뇌물수수혐의를 다른 혐의와 분리 선고하기 위해 사건을 서울고등법원으로 환송함.</p>

⁷ 대법원 홈페이지 나의 사건검색 대법원 2018 도 14303 사건([redacted] 사건) 발췌, 2019.9.27. 기준, R-204.