

상설중재재판소(PCA)
앞으로

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

v.

대한민국
을 피청구국으로 하는

PCA Case N° 2018-51

환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면(정정)

2026 년 6 월 7 일

목차

I.	서론	1
II.	환송 쟁점의 적절한 범위	8
A.	서론	8
B.	영국 법원이 정의한 환송 쟁점	11
1.	중재판정 취소 판결 및 환송 결정.....	13
C.	취소되지 않은 중재판정부의 판단은 환송 쟁점에 포함된 어떠한 질문도 해결하지 못합니다.....	20
1.	적용 가능한 법적 판단 기준	20
2.	청구인이 중재판정부가 이미 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했다고 판단했다고 주장하며 근거로 삼는 부분	22
3.	국민연금공단의 표결이 합병 승인을 초래했는지 여부에 관한 판단	26
4.	손해 산정.....	26
5.	인과관계의 단절 부재와 관련하여 청구인이 의존하는 인정된 사실	27
6.	메이슨 사건 중재판정부의 인정된 사실.....	28
7.	소결론.....	29
III.	청구인은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다.....	29
A.	청구인은 “충분한 정도의 확실성” 기준에 따라 사실적 인과관계를 입증할 책임이 있습니다.....	30
B.	청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단의 표결 결과가 달라졌을 것이라는 점을 필요 기준에 따라 입증하지 못합니다	34
1.	관련 요소들을 종합적으로 고려하면 합병 승인이 되었을 가능성이 높습니다.....	35
2.	실제 시나리오의 사건 전말은 독립적인 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높다는 결론을 뒷받침합니다.....	56
3.	많은 전문 투자자들은 어떠한 간섭도 없는 상황에서 합병에 찬성표를 던졌습니다.....	68

C.	이에 반하는 <i>메이슨</i> 사건 중재판정부의 결정은 본 중재판정부에 제출된 증거와 모순됩니다	69
1.	합병 안전 표결이 거의 확실히 전문위원회에 회부되었을 것이라는 <i>메이슨</i> 사건 중재판정부의 판단	69
2.	전문위원회가 합병에 관하여 기권하거나 반대표를 던졌을 것이라는 <i>메이슨</i> 사건 중재판정부의 판단	70
D.	사실적 인과관계에 대한 결론	79
IV.	청구인은 법적 인과관계를 입증하지 못했습니다	79
V.	예비적으로, 중재판정부는 기회 상실 분석을 적용해야 합니다	89
A.	기회 상실 구조 및 그 적용 가능성	90
B.	기회 상실 분석의 적용	93
VI.	취소소송 절차에 대한 청구인의 비용 청구 요청은 중재판정부의 관할권 밖이며, 기판력(<i>RES JUDICATA</i>)에 의해 배제됩니다	94
VII.	중재판정부는 대한민국의 상대적 승소에 상응하는 소송 비용을 대한민국에 지급하도록 판정해야 합니다	97
VIII.	신청 취지	99

I. 서론

1. 영국 고등법원의 취소소송 절차에 대한 판결(**“중재판정 취소 판결”**,¹)에 따라, 중재판정부는 이제 인과관계에 관한 여러 중요한 쟁점을 해결해야 합니다. 2026 년 3 월 18 일 Lord Justice Foxton (**“판사”**)가 내린 명령(**“환송 명령”**)에 명시된 바와 같이, 환송된 쟁점은 다음과 같습니다.

청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?² (**“환송 쟁점”**)

2. 중재판정부는 이미 본 중재의 이전 단계(**“원중재 절차”**)에서 인과관계와 관련하여 제출된 상세한 자료를 검토한 바 있으며, 대한민국은 이를 인용하고 있습니다. 대한민국은 또한 중재판정부가 기록에 채택하기로 추가 증거도 인용합니다.³ 즉 (i) 특정 삼성물산 주주들이 대한민국을 상대로 삼성물산-제일모직 합병으로 인해 입은 손해에 대한 국가배상을 청구하며 제기한 민사 소송과 관련하여 선고된 두 건의 판결문(**“삼성물산 소액주주 국가배상 민사판결”**);⁴ 및 (ii) 이재용 등에게 제기된 형사 소송과 관련된 3 건의 판결문으로, 이는 삼성물산의 주가 조작 및 합병 조건과 관련된 혐의를 포함하여 자본시장과 금융투자에 관한 법률 위반 혐의에 관한 것입니다(**“이재용 부당합병 형사판결”**).⁵ 해당 5 건의 판결문을 통칭하여 **“추가 판결문”**이라 합니다.
3. 환송 쟁점을 심의함에 있어, 중재판정부가 현재 직면하고 있으며 새롭게 고려해야 할 핵심적인 별도 쟁점 중 하나는 다음과 같습니다. 즉, 중재판정부가 대통령,

¹ CLA-222, *대한민국 v. Elliott Associates, L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm) [**“취소 판결”**]. 별도로 명시되지 않는 한, 본 서면에서 대문자로 표기된 용어들은 대한민국의 이전 제출 서면, 2026 년 5 월 14 일자 추가 증거 제출 허가 신청서 및 중재판정에서 부여된 것과 동일한 의미를 가집니다.

² CLA-226, *대한민국 v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 의 명령, 2026 년 3 월 18 일 [**“환송 명령”**], ¶ 3.

³ 절차 명령 제 23 호, ¶ 36 참조.

⁴ 서증 R-389, 서울중앙지방법원 2022. 11. 25. 선고 2020 가합 600079 판결 (**“삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결”**); 서증 R-390, 서울고등법원 2026. 2. 12. 선고 2023 나 2000796 판결 (**“삼성물산 소액주주 국가배상 제 2 심 민사판결”**).

⁵ 서증 R-391, 서울중앙지방법원 2024. 2. 5. 선고 2020 고합 718, 920(병합) 판결 (**“이재용 제 1 심 형사판결”**); 서증 R-392, 서울고등법원 2025. 2. 3. 선고 2024 노 635 판결 (**“이재용 제 2 심 형사판결”**); 서증 R-393, 대법원 2025. 7. 17. 선고 2025 도 2805 판결(**“이재용 대법원 형사판결”**).

보건복지부 장관 또는 보건복지부 차원에서 발견한 협정 위반(“정부 행위”)이 없었다면, 이러한 가상의 상황에서 어떤 일이 발생했을 것인가?

4. 해당 쟁점에서 청구인의 주장이 인용되려면 청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 – 거의 확실히 – 다르게 표결했을 것임을 입증해야 합니다. 청구인은 어떠한 측정 기준이나 표준을 적용하더라도 이를 입증할 수 없습니다. 이는 이전에 중재판정부에 제출된 증거뿐 아니라 추가 판결문에 의해서도 확인됩니다.
5. 청구인은 이 핵심적인 문제에 관하여 논하기보다는, 2026 년 4 월 27 일 서면(“**청구인의 1 차 준비서면**”)의 대부분을 다른 내용에 할애하고 있습니다. 즉, 청구인은 환송 쟁점의 범위가 매우 제한적이라는 다양한 주장을 고수하고 있는데, 구체적으로 환송쟁점이 법적 인과관계에 관한 문제로 제한되고, 사실적 인과관계에 관해서는 이미 구속력 있는 판단이 내려져 있다는 주장입니다.
6. 청구인의 주장은 중재판정 취소 판결, 환송 명령, 그리고 해당 명령에 부속되어 판사가 환송 명령을 내린 근거를 설명한 판사의 결정(“**부대사항 결정**”)의 내용에 반합니다.⁶ 대한민국은 아래 **제 II 편**에서 청구인이 제기한 주장에 관하여 보다 상세히 다루고 있습니다. 요약하면 다음과 같습니다:
 - a. 환송 명령 자체가 명확히 밝히고 있듯이, 중재판정부가 심리해야 할 쟁점은 정부 행위가 청구인에게 손실이나 손해를 초래했는지 여부이며, 만약 그렇다면 그러한 손실이나 손해에 관하여 어떤 구제조치(있을 경우)가 이뤄져야 하는지 여부입니다.
 - b. 국민연금공단의 합병 찬성 표결(“**국민연금공단 표결**”)이 합병의 사실적 원인이었다는 중재판정부의 판단은 취소되지 않았습니다. 그러나 중재판정에는 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했는지, 또는 정부 행위가 청구인에게 발생한 손실이나 손해(있을 경우)의 법적 원인으로 간주될 수 있는지에 대한 판단이 포함되어 있지 않습니다. 이러한 쟁점들은 본 환송에 따라 새롭게 제기됩니다.

⁶ **CLA-227**, 대한민국 v. Elliott Associates, L.P., CL-2023-000395, 부대사항에 관한 결정 결정, 2026 년 3 월 18 일 [“**부대사항 결정**”]참조.

7. 대한민국은 인과관계를 중점적으로 다루기 위한 본 중재절차의 추가 단계가 진행됨에 따라 아래 제 III 편에서 사실적 인과관계 문제의 본질에 관한 보충적 주장을 개진합니다. 이에 관하여:
- a. (i) 청구인이 사실적 인과관계와 법적 인과관계를 모두 입증할 책임이 있다는 점, 그리고 (ii) 사실적 인과관계와 관련하여 청구인은 정부 행위가 “없었다면(but for)” 중재판정부가 손해배상을 인정한 손해를 입지 않았을 것임을 입증해야 한다는 점은 양측이 인정하는 바입니다. 청구인의 청구가 인용되기 위해서는, 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것임을 입증해야 합니다.
 - b. 이전에 제출된 서면에서 해당 판단에 적용될 법적 기준에 대한 논쟁이 있었던 바, 중재판정부는 중재판정에서 청구인이 “거의 확실히” 사안이 청구인이 주장하는 대로 전개되었을 것임을 입증해야 한다는 확립된 요건을 정확하게 적용하였습니다.⁷ 이는 충분한 정도의 확실성을 갖춘 증명을 요구하므로, “개연성의 교량(balance of probabilities)”보다 더 높은 증명 기준입니다.
8. 따라서 현재 제기되는 쟁점은 청구인이 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 다르게 표결했을 것이라는 점을 그 요구되는 기준에 따라 입증할 수 있는지 여부입니다. 청구인은 이를 입증할 수 없습니다. (더 낮은 “개연성의 교량” 기준에 관해서도 입증할 수 없을 것입니다.)
9. 아래 제 III 편에서 더 자세히 다루겠지만, 정부 행위가 없었던 가상의 시나리오(즉, 대통령, 보건복지부 장관 또는 보건복지부가 국민연금공단의 의사결정에 개입하지 않았던 경우)에서 다음과 같은 많은 핵심 요인들은 변함없이 유지되었을 가능성이 높습니다.
- a. 의사결정은 국민연금공단의 다양한 관계자들이 취한 접근 방식(의사결정을 용이하게 하기 위한 자료 준비는 물론, 관련 결정을 심의하고 내리는 과정 모두에서)에 좌우되었을 것입니다.

⁷ RLA-194, 중재판정(정정 및 일부 취소됨)(“중재판정”), 2023년 6월 20일, ¶ 931.

- b. 국민연금공단은 제일모직과 삼성물산 모두에 상당한 지분을 보유하고 있었으며, 삼성그룹 전반에 걸쳐 훨씬 더 광범위한 지분을 보유하고 있었습니다. 국민연금기금(이하 “기금”) 자산의 약 4분의 1이 삼성그룹 계열사에 투자되어 있었습니다. 국민연금공단은 합병이 이러한 광범위한 지분 보유에 미칠 잠재적 영향을 고려했으며, 만약 정부 행위가 “없었다면(but for)”이라는 가정 하의 상황에서도 마찬가지로 그렇게 했을 것입니다.
- c. 청구인은 합병에 반대했으며, 마치 합병이 부적절했다는 것이 자명한 사실인 양 이를 접근하고 있으나, 이는 합병에 관한 여러가지 관점 중 단지 하나에 불과합니다. 시장에서는 합병 발표에 관하여 초기에 매우 긍정적으로 반응했습니다. 다른 많은 업계 관여자들도 이를 지지했습니다. 많은 기관 투자자들이 합병에 찬성표를 던졌습니다. 그들은 합병이 해로울 것이라는 청구인의 공개적인 주장을 충분히 잘 알고 있었습니다. 그러나 그들은 합병이 자신들의 지분 보유에 해가 되는 것이 아니라 이익이 될 것이라고 분명히 판단했습니다.
- d. 합병의 재무적 타당성에 대한 평가는 매우 많은 변수가 존재하는 다각적이고 주관적인 과정이었습니다.
- e. 반면, 합병이 부결될 경우 기금이 상당한 지분을 보유하고 있던 삼성물산 주가가 즉각적이고 매우 심각한 하락을 겪을 것이라는 예측도 있었습니다. 한 중요한 추정치에 따르면 즉각적인 하락 위험은 22.6%에 달했습니다. 이는 합병 부결이 중장기적으로 삼성그룹 전체의 주가 실적에 악영향을 미칠 것이라는 우려에 더해진 것이었습니다.
- f. 실제 상황에서는 투자위원회 위원들이 원중재 절차에서 청구인이 중점을 두었던 시너지 효과만을 살펴본 것이 아니라, 상황을 보다 폭넓고 종합적으로 고려한 것으로 밝혀져 있습니다. 어찌되었든, 실제로 작성된 시너지 산정에 결함이 있었다는 사실은 부당한 영향 없이 이뤄진 재무 분석에 근거하였을 때 합병 찬성이 이뤄졌을 것이라는 점을 의미하지 않습니다. 실제로, 시너지 수치의 타당성을 제쳐두고 보더라도, 그 계산의 기초가 된 다양한 요소들은 의심할 여지없이 합병의 이점으로 적절히 고려되어야 할 요소들이었습니다.

- g. 관건은 국민연금공단의 표결이 이루어졌을(그리고 예정되어 있던) 무렵, 이미 대한민국의 법원이 합병을 중단하기 위한 청구인의 가처분 신청을 심리한 시점이었습니다. 법원은 합병에 대한 시장의 긍정적인 반응을 언급했을 뿐만 아니라, 삼성물산이 “건설 및 상사 분야의 매출 성장세가 예전보다 침체된 상황에서 이를 타개하는 위한 방편으로 레저, 패션, 식음료, 바이오 분야 등에서 강점 또는 잠재력을 가지고 있는 [제일모직]과의 합병을 추진할 만한 동기가 있다고 볼 여지가 없지 아니하다”고 판시했습니다.⁸ 해당 법원 판결은 현실 세계에서 국민연금공단의 의사결정자들에게 특별한 무게를 가졌으며, 이는 어떠한 가상의 시나리오에서도 마찬가지였을 것입니다.
10. 대한민국의 주장에 따르면, 만약 “국민연금공단이 간섭이 없었다면 합병에 찬성표를 던졌을 현실적인 가능성이 있는가”라는 질문을 던진다면, 그 질문에 대한 답은 “예”일 수밖에 없습니다. 청구인은 이에 반하는 합당한 근거를 제시하지 못하고 있습니다.
11. 따라서 문제는, 이러한 사실에도 불구하고 청구인이 중재판정부가 “거의 확실히(in all probability)” 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 반대표를 던지거나 기권했을 것이라고 안전하게 결론지을 수 있다고 중재판정부를 설득할 수 있는냐는 점으로 귀결됩니다. 청구인은 1 차 준비서면에서 그 입증 책임을 다하려 시도조차 하지 않았으며, 대신 해당 쟁점이 단순히 제기될 여지가 없다고 주장하고 있습니다. 청구인이 해당 쟁점이 이미 결정되어 제기될 여지가 없다는 주장 외에 다른 대안을 제시할 의도가 없다면, 청구인은 (증명의 책임이 있음에도 불구하고) 2 차 준비서면 제출 시점까지 “힘을 아껴두고자” 하는 것으로 보입니다. 만약 그렇다면, 이는 유감스러운 일이며, 이 쟁점이 적절히 결정되는 것이 매우 중요하다는 점을 고려할 때, 대한민국은 이에 관하여 모든 권리를 유보합니다.
12. 본 서면에서 입증된 바와 같이, 관련 증거들은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 거의 확실히 다른 방식으로 투표했을 것이라는 결론을 뒷받침하지 않습니다. (또한, 의심의 여지를 없애기 위해 덧붙이자면, 청구인이 충족해야 할 기준이 “개연성의 교량” 기준이라 하더라도 관련 증거들은 그러한

⁸ 서증 R-009, 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정, p. 14.

결론을 뒷받침하지 않습니다. 오히려, 결과가 투자위원회가 내린 실제 결정과 동일했을 가능성이 높다는 결론을 내릴 수 있는 많은 이유가 있습니다.)

13. 청구인은 *메이슨 v. 대한민국* 중재 사건에서 중재판정부가 정부 행위가 손해를 초래했다고 결론지었다는 사실에 상당한 비중을 두고 주장을 펼치고 있습니다. 대한민국은 아래 **제 III 편 제 C 장**에서 이 주장에 관하여 보다 상세히 다루고자 합니다. 논합니다. 당연한 말이지만, 어느 한 중재판정부가 특정 접근 방식을 채택했다고 해서 그 결정이 옳았다는 의미는 아닙니다. 만약 그렇다면 국내 소송에서의 중재 봉복 절차는 의미가 없을 것입니다. 물론, 대한민국은 *메이슨* 사건 판결 본안의 타당성에 관하여 항소할 수 없으나, 본 환송중재 절차에서 쟁점은 해당 판정이 타당한지 여부가 아닙니다. 대신, 본 중재판정은 *메이슨* 사건과는 다른, 현재 제출된 증거와 주장을 바탕으로 사안을 새롭게 검토해야 합니다. 특히, *메이슨* 중재판정은 추가 판결문을 참고할 기회가 없었으며, 추가 판결문 중 하나는, *메이슨* 중재판정의 논리가 이전 한국 법원 판결에 대한 잘못된 해석을 반영했음을 구체적으로 밝히고 있습니다. 더 나아가, 어찌되었든 *메이슨* 사건 중재판정부의 논리는 비교적 간결하고 일부 측면에서는 결론 위주이며, 합병을 뒷받침하는 근거들에 관하여 충분히 다루지 못하고 있습니다. 적절한 분석에 의거하면, 중재판정부가 다루고 있는 질문에 대한 답은 정부 행위가 합병 찬성의 원인이었다고 볼 수 없다는 것입니다.
14. 청구인이 사실적 인과관계를 입증한다 하더라도, 중재판정부는 정부 행위가 법적 원인으로 간주될 수 있는지, 즉 청구된 손해가 간접적이지 않고 위반된 관련 협정 규정의 범위 내에 있어야 합니다. 아래 **제 IV 절**에서 입증된 바와 같이, 청구인이 의존하는 인과관계의 논리를 적절히 분석해 보면, 그 사슬은 각 단계마다 너무 많은 제 3 자가 관여하고 불확실성이 너무 커서, 중재판정부가 청구인에게 인정해 준 추가 하락은 정부 행위와 너무 멀리 떨어져 있어 배상 받을 수 없습니다. 또한, 청구인은 결과에 대한 어떠한 권리도 가지고 있지 않았으며, 합병 조건 자체가 불법적인 것은 아니며, 합병의 장단점에 대한 문제는 매우 주관적이고 논쟁의 여지가 있는 점도 고려해야 합니다. 중재판정부가 산정한 손해 전액을 배상하도록 하는 것은 정부 행위로 인한 위반의 범위를 벗어난 것입니다.

⁹ 서증 R-392, 이재용 제 2 심 형사판결, pp. 161-162.

15. 이러한 모든 쟁점들은 아래에서 더 상세히 논할 예정입니다. 대한민국의 주장에 따르면, 인과관계가 결여되었으므로 청구인이 손해배상을 받을 수 없다는 것이 적절한 결론입니다. 기껏해야, 그리고 예비적으로, 청구인이 이미 산정된 손해배상액의 일정 비율에 관하여 “기회 상실”을 근거로 일부 청구권을 주장할 수 있을지도 모릅니다. 이 점은 취소소송 절차(“**취소소송 절차**”)에서 판사가 구체적으로 언급한 바 있으므로, (비록 청구인이 준비서면에서 이를 다루지 않았더라도) 보다 면밀하고 신중한 검토가 필요합니다. 대한민국은 이 문제에 대한 청구인의 추가 주장이 있을 경우 적절한 시기에 이에 대응할 것입니다. 특히, “기회 상실”은 문·홍 사건에서 한국 형사법원이 주목한 유일한 유형의 손해였으며, 뿐만 아니라 한국 법원은 “기회 상실”에 따른 금액을 산정하지 못하고 대신 그 수치를 미정 상태로 남겨두었습니다.
16. 환송 쟁점에 관한 본 서면(이하 “**서면**”)의 나머지 부분은 다음과 같이 구성되어 있습니다:
- a. **제 II 편**에서는 환송 쟁점의 적절한 범위를 설명하고, 중재판정의 취소되지 않은 부분들이 중재판정부가 현재 결정해야 할 어떤 문제도 해결하지 못함을 입증합니다. 만약 그렇지 않았다면, 환송은 없었을 것입니다.
 - b. **제 III 편**은 사실적 인과관계에 대한 증명책임과 증명기준을 다루며, 청구인이 충분한 확실성 수준에서 사실적 인과관계를 입증할 책임이 있음을 설명하고 있고(**제 III 편 제 A 장**), 관련 증거들은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 충분히 확실한 결론을 뒷받침하지 못하기 때문에 청구인이 사실적 인과관계를 입증하지 못했음을 입증하며(**제 III 편 제 B 장**), *메이슨* 사건 중재판정에 대해서도 다를 예정입니다(**제 III 편 제 C 장**).
 - c. **제 IV 편**은 청구인이 법적 인과관계를 입증하지 못했음을 입증합니다: 중재판정에서 인정된 정부 행위와 손해 간의 연관성은 직접성과 근접성의 요건을 충족하기에는 너무 희박하며, 중재판정부가 산정한 손해는 협정의 보호대상 범위에 포섭된다고 볼 수 없습니다.
 - d. **제 V 편**은 기회 상실 분석이 적용되어야 한다는 잠재적인 예비적 주장을 다룹니다.

- e. 제 VI 편은 청구인의 취소소송 절차 비용 청구가 중재판정부의 관할권 밖이며, 뿐만 아니라 *기판력(res judicata)* 원칙에 의해 금지된다는 점을 설명합니다.
- f. 제 VII 편은 환송 명령이 중재에서 당사자들의 법률 비용 분담에 관한 중재판정부의 결정 및 명령을 취소했으므로, 중재판정부는 이제 본 환송중재 절차의 결과를 포함하여 중재에서 당사자들의 상대적 승소 정도에 기초하여 법률 비용을 어떻게 분담해야 할지 새롭게 고려해야 한다고 설명합니다.
- g. 제 VIII 편에는 대한민국의 신청 취지를 명시하였습니다.

- 17. 본 서면에는 중재판정부의 편의를 위해 추가 판결문의 요약이 포함된 부록(Annex)이 첨부되어 있습니다.
- 18. 대한민국은 이에 **RLA-181** 부터 **RLA-212** 까지의 법률 서증과 더불어, 일부 법률 서증 및 사실 서증에 대한 보충 및 수정 번역본(첨부된 색인에 기재된 바와 같이)을 제출합니다. 중재판정부와 당사자들의 편의를 위해, 대한민국은 (i) 취소된 부분이 강조 표시되고, (ii) 정정 신청에 관한 결정(2023 년 9 월 1 일)에서 중재판정부가 명령한 정정 사항이 표시된 중재판정 사본을 **RLA-194** 로 제출하였습니다.

II. 환송 쟁점의 적절한 범위

A. 서론

- 19. 환송 쟁점의 범위는 다음과 같습니다:

청와대, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 조치로 인해 협정 위반이 성립된 것으로 인정된 바, 이러한 위반이 청구인에게 손실 또는 손해를 초래했는지, 그리고 그러한 손실 또는 손해에 관하여 어떤 구제 조치를 부여해야 하는가?

- 20. 이러한 광범위한 문구에도 불구하고, 청구인은 서면 대부분을 할애하여 다음과 같은 주장을 뒷받침하기 위해 다양한 논거를 제시하고 있습니다:

유일한 환송 쟁점은 영국 고등법원의 상이한 귀속 관련 판단에서 비롯된 법적 쟁점, 그것도 매우 제한적인 법적 쟁점으로 이해하는 것이 타당합니다. 즉, 국민연금을 국가기관으로 볼 수 없다는 영국 고등법원의 판단이,

인과관계의 법적 요건, 다시 말해 예견 가능성/근접성이 충족된다는 중재판정부의 판단을 변경시키는지 여부입니다.¹⁰

21. 청구인은 특히 (i) 사실적 인과관계에 관한 쟁점이 중재판정부에 환송된 바 전혀 없으며;¹¹ (ii) 법적 인과관계와 관련하여 중재판정부가 다루어야 할 유일한 쟁점은 상기 인용된 단락에서 청구인이 제시한 바와 같은 쟁점일 뿐이며; (iii) 본 환송중재 절차에서는 손실이나 손해 또는 구제(있을 경우)에 관한 어떠한 문제도 제기되지 않는다고 주장하고자 합니다.
22. 청구인이 환송 쟁점을 규정한 방식은 근본적으로 잘못되었습니다. 이는 중재판정 취소 판결, 환송 명령 및 이에 수반된 환송 결정과 일치하지 않습니다.¹²
23. 중재판정 취소 판결의 관련 부분 전체(261 항부터 267 항까지)는 분량이 짧으므로, 중재판정부는 이를 다시 검토해 보시기를 부탁드립니다. 중재판정부는 중재판정 취소 판결의 단 두 항만 살펴보더라도 청구인의 주장이 잘못 되었음을 알 수 있을 것입니다.
24. 중재판정 취소 판결 제 265 항에서 판사는 다음과 같이 밝혔습니다.

“중재판정을 공정하게 해석할 때, 국민연금공단의 행위가 한국에 귀속되지 않는다고 하더라도 정부 행위만으로 구성된 위반 사항에 관하여 **법적 및 사실적 인과관계가 성립한다고** 중재판정부가 판단했다고 결론지을 수 있다고는 생각하지 않는다.”¹³ (강조 추가)”

25. 266 항에서 판사는 자신이 부여하는 구제 조치를 명시하였으며, 이에 환송 또한 포함되었습니다:

따라서 본 판사는 다음과 같은 구제 조치를 부여해야 한다고 판단한다:

i) 국민연금공단이 국가의 기관이라고 판단하고, 이를 근거로 국민연금공단의 행위가 협정 제 11.5 조를 위반했다고 판단한 부분에 한해 중재판정을 취소해야 하며;

¹⁰ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 63. 또한 동 문서, ¶¶ 10, 19(e) 참조.

¹¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 11 참조.

¹² CLA-227, 부대상항 결정 참조.

¹³ CLA-222, 취소 판결, ¶ 265.

ii) 정부 행위 및 국민연금공단의 행위가 협정 위반을
구성한다고 인정된 사안에 대한 인과관계 문제와 구제 조치에
관한 부분은 예비적으로 중재판정부로 환송한다.¹⁴ (강조 추가)

26. 판사가 환송 범위에 법적 인과관계 그리고 사실적 인과관계 양측의 문제를 모두 포함한다고 판단했음은 더할 나위 없이 명백합니다. 이 점에 관해서는 논쟁의 여지가 없습니다.
27. 대한민국은 이미 이전 서신 교환 및 사건관리기일을 통해 청구인이 환송 쟁점의 범위를 잘못 해석한 점을 수차례에 걸쳐 이미 정정한 바 있습니다.¹⁵ 하지만 청구인이 또 같은 주장을 반복함에 따라 대한민국은 본 서면에서 이를 또 다시 정정해야 합니다. 이는 특히 관련 비용과 이 환송중재 절차의 촉박한 일정 등을 고려할 때 유감스러운 일입니다. 그럼에도 불구하고, 청구인이 중재판정부에 적절히 제기된 실제 쟁점에 집중하기보다는 본인만의 접근 방식을 고수하고 있다는 점은 시사하는 바가 큼니다.
28. 실제로는 다음과 같습니다:
- a. 중재판정부는 국민연금공단이 사실상 국가 기관으로서 그 행위가 대한민국에 귀속된다는 점을 인정한 바, 대통령, 보건복지부 장관 또는 보건복지부의 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했는지 여부에 관해서는 (그럴 필요가 없다고 판단하여) 판단하지 않았습니니다. 대신 중재판정부는 대한민국의 행위로서 그 자체가 협정 위반에 해당할 수 있는 국민연금공단의 표결이 합병을 초래하여 청구인에게 손해를 입혔는지 여부를 검토함으로써 인과관계 문제를 다루는 접근방식을 취하였습니다.
- b. 대한민국의 취소소송에 승소함에 따라, 국민연금공단 및 그 임원의 행위는 더 이상 대한민국에 귀속되지 않으며, 인과관계 문제는 명백히 새롭게 제기됩니다. 물론, 중재판정부는 이미 당사자들의 주장을 청취하고 이 문제에 관한 증거를 접수한 바 있으며, 이는 이전에 원중재 절차에서 제기된 사안들과 관련하여 중재판정부에 계류 중이던 사항이었습니다. 대한민국은 본 서면의 나머지 부분에서 그러한 주장과 증거를 언급합니다.

¹⁴ CLA-222, 취소 판결, ¶ 266.

¹⁵ RLA-195, 피청구국의 중재판정부에 보내는 서한, 2026년 3월 26일, ¶ 8; RLA-196, 사건 관리 회의를 위해 중재판정부가 제기한 쟁점에 대한 피청구국의 답변, 2026년 4월 9일, ¶ 1.5; RLA-197, 사건 관리 회의 기록, 2026년 4월 9일, 26:11-25; 31:7-10; 33:20-34:1.

또한 대한민국은 아래에서 중재판정부가 기록에 포함하기로 합의한 추가 증거, 즉 추가 판결문에 관해서도 언급합니다.¹⁶

29. 본 절의 나머지 부분에서는 먼저 환송 명령 및 중재판정 취소 판결과 환송 명령(제 B 장)을 다루고, 이어 청구인이 근거로 삼고 있는 중재판정의 수많은 인정된 사실(제 C 장)을 다룹니다.

B. 영국 법원이 정의한 환송 쟁점

30. 환송 명령의 내용은 위 제 19 항에 명시된 바와 같습니다. 환송 명령의 두 가지 측면은 처음부터 주목할 가치가 있습니다:
- a. 첫째, 환송 명령은 그 문구의 포괄성으로 주목할 만합니다. “위 위반 행위가 ... 청구인에게 손실이나 손해를 초래했는가 ...?”(강조 추가)¹⁷ 라는 해당 문구는 법적 인과관계의 문제에만 국한되지 않고, 인과관계를 일반적으로 지칭합니다.
 - b. 둘째, 환송 명령은 두 가지 서로 다른 쟁점을 제기합니다: (1) 정부 행위가 청구인에게 손실이나 손해를 초래했는가? (2) 그렇다면, 그러한 손실이나 손해에 관하여 어떤 구제 조치(있을 경우)를 부여해야 하는가? 법원은 손해를 산정한 중재판정의 해당 항들을 취소하지 않았습니다. 따라서 해당 항들은 배상받을 수 있는 최대 손해액으로 기능합니다. 그러나 환송 쟁점은 정부 행위가 그러한 손해 또는 다른 손해에 대한 사실적 또는 법적 원인이었다고 가정하지 않습니다.¹⁸ 또한 환송 쟁점은 정부 행위와 관련하여 배상받을 수 있는 손해가 있다고 하더라도, 그것이 반드시 중재판정에서 손해배상금으로 인정된 손해 전액일 것이라고 가정하지도 않습니다. 실제로, 아래에서 더 자세히 언급할 예정이지만, 영국 법원은 당사자들이 원중재 절차에서 제기했으나 중재판정에서 결정되지 않은 분석 중 하나로 “기회 상실” 분석을 언급했습니다.¹⁹ 이러한 분석 틀은

¹⁶ 절차 명령 제 23 호, ¶ 36 참조.

¹⁷ CLA-226, 환송 명령, ¶ 3.

¹⁸ 간결함을 위하여 이하에서 ‘대한민국’은 ‘손실’을 손실과 손해 모두를 포괄하는 것으로 지칭합니다.

¹⁹ CLA-222, 취소 판결, ¶ 263(v) 참조. 또한 아래 V 항 참조.

필연적으로 중재판정에서 인정된 손해와는 다른, 즉 더 적은 손해를 인정하는 결과로 귀결됩니다.

31. 환송 명령의 광범위한 문구에도 불구하고, 청구인의 입장은 환송 명령을 법원이 중재판정부에 환송한 유일한 과제가 청구인이 주장한 매우 제한적인 사항으로 해석되어야 한다는 것입니다.
32. “중재판정부가 결정해야 할 제한적 쟁점을 정의”한다고 주장하는 청구인의 1 차 준비서면 제 II 편은 다음과 같이 구성되어 있습니다. 제 II 편 제 A 장에서 청구인은 환송 명령의 배경을 참조하고 이를 고려하여 감면 범위를 해석해야 한다고 주장합니다.²⁰ 이어 제 II 편 제 B 장에서 청구인은 자신이 주장하는 “관련 배경”을 제시합니다.²¹ 청구인은 중재판정 취소 판결과 환송 명령에 초점을 맞추기보다는, 청구인의 1 차 준비서면 7~16 페이지에 해당하는 제 II 편 제 B 장의 대부분을 할애하여 청구인이 주장하는 “원중재판정에서 인정된 주요 사실”을 제시하고 있습니다.²² 청구인은 이어 본 사건 중재판정에서 이루어지지 않은 사실인정을 제시하는데, 이는 (i) 영국 법원이 중재판정 취소 판결에서 내린 사실인정²³ 이거나 (ii) 중재판정부가 다른 중재 사건인 *메이슨 v. 대한민국* 사건에서 내린 사실인정입니다.²⁴ 제 II 편은 영국 법원에서의 절차에 관한 추가 논평으로 마무리됩니다.²⁵
33. 청구인이 환송 쟁점을 해석한 방식은 오류가 있습니다.
34. 영국 법상 사법 명령이 그 배경을 참조하여 해석될 수 있다는 점에는 이견이 없습니다. 명령 해석에 대한 관련 접근 방식은 영국 추밀원 사법위원회(Judicial Committee of the Privy Council, “JCPC”)가 *Sans Souci Ltd v VRL Services Ltd* 사건에서 요약한 바 있습니다.²⁶ JCPC 는 “손해배상 문제”를 환송하는 명령이 해당 사건의 중재 과정에서 제기된 모든 손해배상 문제를 중재판정부에 환송한 것이

²⁰ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 17 참조.

²¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 19 이하 참조.

²² 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 20-48 참조.

²³ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 45-46 참조.

²⁴ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 41-44, 47 참조. 특히 이러한 사항들이 영국 법원의 명령을 해석하는 데 있어 의미 있는 관련 배경이라고 말할 수 있다는 주장은 타당한 근거가 없습니다.

²⁵ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 53-63 참조.

²⁶ CLA-229, *Sans Souci Ltd v. VRL Services Ltd* [2012] UKPC 6.

아니라, 오히려 해당 사건에서 법원 판결의 초점이 되었던 구체적인 문제, 즉 중재인들이 “회수 불가능한 비용”을 어떻게 처리했는지 또는 처리하지 않았는지에 대한 문제를 환송한 것이라고 판시했습니다.²⁷ 청구인은 *Sans Souci* 사건을 인용²⁸하고 있으나, 본 사건의 환송 명령이 명확한 점을 고려할 때 청구인이 왜 해당 판례를 자신의 주장에 유리한 근거로 보는지 불분명합니다. 어찌되었든, 완전성을 기하고 중재판정부의 이해를 돕기 위해, 대한민국은 바로 아래에 *Sans Souci* 사건에서 도출된 원칙의 관련 내용을 제시합니다.

35. *Sans Souci* 사건에서 JCPC 는, 다른 여러 사항과 더불어, 사법 명령의 해석이 다음과 같다고 판시하였습니다:

법원이 해당 명령을 내린 상황에서, 그 명령의 문구가 전달하고자 하는 바에 달려 있으며, 이러한 상황은 법원에 제출되었고 당사자들에게 명백한 이상 그러하다. 법원이 판결문에서 제시한 명령의 이유는, 법원이 관련성이 있다고 판단한 사정에 대한 명백하고 권위 있는 진술이다. 따라서 이러한 이유는 명령을 해석하는 데 있어 언제나 참고할 수 있다. 특히, 법원이 해당 명령을 통해 해결하고자 했던 쟁점이 무엇이라고 보았는지를 파악하는 것은 명령의 해석에 결정적인 영향을 미칠 수 있다.²⁹

36. 본건에서 환송 명령의 핵심적인 배경과 맥락은 환송 명령과 함께 내려진 중재판정 취소 판결 및 환송 명령에서 찾을 수 있습니다. 따라서 대한민국은 중재판정 내의 인정된 사실에 초점을 맞춘 청구인의 기타 주장(제 II 편 제 C 장)에 답변하기 전에, 먼저 중재판정 취소 판결 및 환송 명령에 관하여 논하겠습니다(제 II 편 제 B 장). 위에서 제시되고 아래에서 더 자세히 설명할 이유들로 인해, 중재판정 취소 판결과 환송 명령은 환송 쟁점의 범위에 관한 대한민국의 입장을 명백히 뒷받침합니다.

1. 중재판정 취소 판결 및 환송 결정

37. 취소소송 단계에서 국민연금공단이 국가 기관이 아니라는 결론이 중재판정에 미칠 영향에 관한 상당한 논쟁이 있었습니다. 이러한 논쟁은 특히, (i) 중재판정부의 협정 위반 인정사실, 및 (ii) 인과관계에 관한 입장에 어떠한 영향을 미칠지에 집중되었습니다. 판사의 석명에 따라 당사자들은 인과관계와 관련된

²⁷ CLA-229, *Sans Souci Ltd v. VRL Services Ltd* [2012] UKPC 6, ¶¶ 4, 11, 15.

²⁸ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 17 참조.

²⁹ CLA-229, *Sans Souci Ltd v. VRL Services Ltd* [2012] UKPC 6, ¶ 13.

중재 서면 자료를 제출했습니다. 중재판정 취소 판결에서 알 수 있듯이, 판사는 해당 서면 자료를 면밀히 검토했습니다:

- a. 위반과 관련하여: 영국 법원은 국민연금공단이 국가 기관이 아니라는 점이 인정되면 중재판정부의 위반 인정에 영향을 미친다는 대한민국의 주장을 기각하였습니다.³⁰ 청구인은 서면에서 법원이 해당 주장을 기각한 점을 강조하고 있습니다.³¹ 그러나 이 점에 대한 영국 법원의 결정은 현재 중재판정부가 심리 중인 사안과는 무관합니다. 대한민국은 중재판정부가 청와대, 장관 또는 보건복지부 차원에서 협정 위반이 있었다는 판단을 재검토할 수 있거나 재검토해야 한다고 주장하는 것이 아닙니다. 오히려 문제는 그 위반이 청구인에게 배상 가능한 손해를 초래했는지 여부입니다.
- b. 인과관계와 관련하여: 앞서 언급한 바와 같이, 판사는 중재판정 취소 판결문 제 261-267 항에서 이 문제를 다루었으며, 대한민국은 중재판정부가 해당 부분을 다시 읽어볼 것을 부탁드립니다. 판사는 만약 관련 위반 사항이 청와대, 장관 또는 보건복지부 차원에서만 발생한 것이라고 가정할 경우, 사실적 및 법적 인과관계와 관련된 당사자들의 주장과 이로부터 비롯된 다양한 쟁점들을 검토하였습니다.³² 판사는 중재판정을 해석한 결과, 이러한 쟁점들이 중재판정부에 의해 판단되지 않았다고 판단했습니다.³³ 그 후 판사는 앞서 언급하였던 명시적 문구에 따라 환송 명령을 내렸으며,³⁴ 이는 청구인이 현재 유일한 쟁점이라고 주장하는 법적 인과관계라는 제한적 범위의 문제에만 환송을 제한하지 않았습니다.

38. 이 시점에서, 중재판정의 인정된 사실을 근거로 청구인이 제기한 다양한 주장을 상세히 다루기 전에, 영국 법원에서 인정된 사실에서 파생된 세 가지 추가 사항을 먼저 살펴보는 것이 유용합니다.

³⁰ CLA-222, 취소 판결, ¶ 260.

³¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 50.

³² CLA-222, 취소 판결, ¶ 262 참조.

³³ CLA-222, 취소 판결, ¶ 265 참조.

³⁴ CLA-222, 취소 판결, ¶ 266 참조. 또한 CLA-226, 환송 명령, ¶ 3 참조.

39. 첫째, 환송 명령에서 도출할 수 있는 여러 중요한 점들이 있는데, 이는 무엇보다도 법원이 사실적 인과관계와 법적 인과관계 두 가지 쟁점 모두를 환송 대상으로 간주했음을 분명히 보여줍니다.
- a. 법원의 중재판정 취소 판결에 따라, 당사자들은 법원의 판결을 이행하기 위한 명령에 합의하도록 요청받았습니다. 이는 영국에서 통상적인 관행입니다. 명령의 범위에 관한 쟁점은 그 후 영국 법원에 의해 해결됩니다. 이 사건에서는 환송 명령의 문구와 관련하여, 환송 조건 및 중재판정 조항의 취소와 관련된 쟁점들이 있었습니다.³⁵
 - b. 청구인은 대한민국이 중재판정의 인과관계 조항 전체를 취소해 줄 것을 요청했다는 사실을 강조하는 듯 합니다.³⁶ 그러나 이는 청구인의 입장에 어떠한 도움도 되지 않습니다. 대한민국은 중재판정의 인과관계 조항 중 일부만을 취소할 경우 문맥상 일관성이 깨지고 중재판정부의 업무 수행이 더 어려워질 것이라고 주장했습니다.³⁷ 판사는 인과관계 부분 전체를 취소할 필요가 있다고 보지 않았으며, 대신 문단을 특정하여 취소하기로 결정했습니다.³⁸ 그러나 판사의 이러한 접근 방식에는 취소 범위에 관한 청구인의 현재 입장을 뒷받침하는 내용이 전혀 없습니다. 오히려, 어떤 단락들을 취소할지에 대한 판사의 접근 방식은 청구인이 현재 중재판정부에 주장하는 접근 방식과 일치하지 않습니다.
 - c. 판사는 중재판정의 제 814 항 첫 문장이나 제 815 항의 어느 부분도 취소하지 않았습니다. 이는 해당 부분이 “인과관계에 대한 일반적인 법적 기준과 관련된 것”이며, “해당 기준에 대한 중재판정의 판단은 환송된 쟁점들과 여전히 관련이 있다”는 근거에 따른 것이었습니다.³⁹ 이는 중요한 점입니다. 환송 범위에 대한 청구인의 입장은 판사가 밝힌 내용과 명백히 모순됩니다. 법원이 취소하지 않았고 환송 쟁점의 판단에 관련이 있다고 명시한

³⁵ CLA-226, 환송 명령 참조.

³⁶ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 51-52 참조.

³⁷ RLA-198, Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P., CL-2023-000395, 대한민국의 부대사항에 관한 서면, 2026 년 2 월 25 일, ¶ 5(a) 참조; RLA-199, Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P., CL-2023-000395, 대한민국의 부대사항에 관한 답변서면, 2026 년 3 월 6 일, ¶¶ 6(b), 6(d).

³⁸ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(l) 참조.

³⁹ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(l)(i) 참조.

제 814 항 및 제 815 항의 해당 부분에서, 중재판정부는 법적 인과관계와 사실적 인과관계 모두에 있어 무엇이 요구되는지에 대한 견해를 명시해 두었습니다. 법원이 해당 구절들을 “환송된 쟁점과 관련이 있다”고 간주한 사실은, 환송쟁점에 사실적 인과관계 쟁점이 포함되지 않는다는 청구인의 현재 주장과 일치하지 않습니다.

d. 제 816 항부터 제 821 항에 관하여, 영국 법원은 제 821 항의 첫 문장을 취소하였으나, 그 외에는 해당 항들을 취소하지 않았습니다.⁴⁰ 판사는 해당 항들이 “청와대, 보건복지부 및 장관의 행위로 인해 성립된 것으로 인정된 위반 사항에서 비롯된 잠재적 인과관계와 관련된 주장”을 포함하고 있다고 보았습니다.⁴¹ 이와 다른 현재 청구인의 입장은 영국 법원의 입장과 정면으로 배치됩니다. 중재판정 제 816~820 항에서 중재판정부는 사실적 인과관계의 관점에서 국민연금공단의 표결과 합병 사이에 인과적 연관성이 있는지 여부를 검토했습니다.⁴² 법원에서 만약 사실적 인과관계 측면에서 정부의 행위가 국민연금공단의 표결을 야기하였다는 중재판정부의 구속력 있는 판단이 존재한다고 판단하였다면, 해당 단락들이 정부 행위로 비롯된 “잠재적 인과 경로”와 관련하여 “관련된 주장”을 담고 있다고 언급하지 않았을 것입니다. 분명히, 판사는 환송 쟁점에는 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 야기했는지 여부에 대한 질문이 포함되어 있다고 보았습니다.⁴³

e. 또한, 취소되지 않은 중재판정의 인과관계 부분의 판단에 관하여 판사가 언급한 내용을 주목할 필요가 있습니다. 판사는 다음과 같이 명시적으로 진술했습니다: “기존 판단이 환송된 인과관계 쟁점에 부합하지 않거나, 또는 그와 관련하여 발생하는 모든 쟁점을 다루고 있지 않은 범위에서는, 중재판정부는 해당 판단에 구속되지 아니하며, 실제로 다뤄야 할 쟁점으로 인정되거나 기존 판단에서 적절히 다루어지지 않은 쟁점들에 대하여 스스로

⁴⁰ CLA-227, 부대상항 결정, ¶¶ 5(i), 5(l)(ii) 참조.

⁴¹ CLA-227, 부대상항 결정, ¶ 5(l)(ii) 참조.

⁴² RLA-194, 중재판정, ¶¶ 816-820 참조.

⁴³ 이에 비해, 청구인은 준비서면에서 법원이 제 816-821 항을 취소하지 않기로 결정함에 있어 “청와대 및 보건복지부의 행위로부터 국민연금에 이르는 인과관계의 고리에 관한 중재판정부의 사실인정에는 영향을 미치지 않았다”고 주장합니다(원문 강조). 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 52 참조.

판단할 수 있다.”⁴⁴ 이는 그 자체로 중요할 뿐만 아니라, 법적 인과관계에 관한 단 하나의 제한적 쟁점만이 환송되었다는 청구인의 입장과도 더욱 모순됩니다.

40. 둘째, 중재판정의 특정 단락에 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했다는 판단이 포함되어 있다는 청구인의 현재 입장과 모순되는, 법원의 중재판정 취소 판결 및 환송 결정 내의 선행 판단들을 미리 파악해 두는 것이 유용합니다.

a. 청구인은 특히 중재판정 제 602 항 및 제 623 항에 인과관계에 대한 판단이 포함되어 있다고 반복해서 주장합니다.⁴⁵

b. 이는 명백히 잘못된 주장입니다. 실제로 영국 법원은 아래에서 논의하듯이, 상기 단락들에 인과관계에 대한 판단이 포함되어 있다는 청구인의 주장을 명시적으로 기각했습니다.

c. 해당 항들에는 위반 행위로 인정된 행위(즉, 정부 행위)가 없었다면 국민연금공단이 어떻게 표결했을지에 대한 판단이 포함되어 있지 않습니다. 판사는 판결문에서 이를 명시적으로 밝혔으며, 환송 명령을 통해 제 602(b)항에 대한 입장을 더욱 명확히 했습니다.

d. 판사는 판결에서 다음과 같이 판시했습니다:

엘리엇은 [즉, 인과관계 문제에 대한 환송을 거부하고 중재판정이 이미 인과관계를 확정했다는 주장을 뒷받침하기 위해] 국민연금공단이 보건복지부의 지시 및 지시에 따라 행동했다는 취지의 [602]-[603]항의 인정된 사실에 의존하고 있다. 그러나 (i) 이러한 인정된 사실은 중재판정의 위반 관련 부분에 등장하며, (ii) 표면적으로 볼 때, 정부 행위로 인한 협정 위반이 없었다면 어떤 결과가 발생했을지를 입증할 의무가 있었는지(그리고 있었다면 누구에게 있었는지), 그리고 그 입증 책임이 이행되었는지에 대한 문제를 다루지 않는다.

[623]항의 판단, 즉 국민연금공단이 실제 투표에서 독립적으로 또는 상업적 목적을 위해 행동한 것이 아니라 보건복지부의 지시에 따라 행동했다는 판단(이 역시 위반 문제 및 협정 제 11.5 조의 위반은 주권적 행위에서만 발생할 수 있다는

⁴⁴ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(I) 참조.

⁴⁵ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 3(a)-(c), 24(b), 25(e)-(f), 34, 45, 68, 70 참조.

한국의 주장을 다루고 있음)에 관해서도 마찬가지이다.⁴⁶ (강조 추가)

- e. 또한, 환송 결정에서 판사는 중재판정 제 602(b)항에 관하여 다음과 같이 언급했습니다:

국민연금공단의 행위가 한국이 채택하거나 유지한 행위에 해당한다고 판단한 중재판정의 해당 조항들이 배제되면, 해당 항은 단순히 국민연금공단이 무엇을 했는지, 그리고 국민연금공단이 누구의 지시 및 지침에 따라 행동했는지에 대한 사실적 판단에 해당한다.⁴⁷

41. 셋째, 대한민국은 청구인이 반복하여 주장한 바와 같이, 영국 중재법상 및/또는 판사가 구상한 바에 따라 중재판정부의 임무가 단순히 청구인이 손해를 입었다는 견해를 “명확히 하는” 것에 불과하다는 주장에 관하여 반박합니다.⁴⁸ 청구인은 그러한 견해가 중재판정에서 이미 파악될 수 있으며(비록 필요한 정도의 명확성으로 명시되어 있지 않더라도), 이는 단순히 중재판정부가 이전에 충분히 명확하지 않았던 부분을 이제 명확히 하는 문제일 뿐이라고 주장하는 것으로 보입니다.⁴⁹ 이 또한 근본적으로 잘못된 주장입니다.

- a. 아래에서 설명하듯이, 청구인은 중재판정에서 정부 행위가 국민연금공단의 표결의 사실적 또는 법적 원인이었다는 내용의 중재판정부의 판단을 단 하나도 특정하지 못하고 있습니다.
- b. 중재판정 취소 판결 어디에도, 판사는 환송중재 절차가 단순히 자신이 이미 가지고 있었으나 충분히 “명확하게 표현”하지 못했던 견해를 보다 분명히 밝히는 과정에 불과하다고 보았다는 취지로 해석할 만한 근거는 없습니다.
- c. 오히려, 해당 사안은 중재판정부가 새롭게 결정해야 할 문제로 제기됩니다.
- d. 그와 관련하여, 청구인이 “환송된 쟁점에 대한 판단이 재심리(*de novo*)를 요하지 않는다는 점을 환기하고자” 한다는 말이 무엇을 의미하는지 명확하지 않습니다.⁵⁰ 핵심은 이 점에 대한 중재판정의 기존 결정이 없으며,

⁴⁶ CLA-222, 취소 판결, ¶¶ 264(i)-(ii).

⁴⁷ CLA-227, 부대상항 결정, ¶ 5(c).

⁴⁸ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 2, 13-14, 55, 62 및 § 3 (제목) 참조.

⁴⁹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 13-14, 55, 62 (“고등법원은 중재판정부가 환송된 쟁점에 관한 판단을 명확히 할 필요가 있다고 보았다”고 주장하였습니다), 64 이하 참조.

⁵⁰ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 64.

중재판정부가 이제 결정을 내려야 한다는 것입니다. 이것이 바로 환송이 이루어진 이유입니다. 중재판정부는 청구인이 주장하는 바와 같이 특정한 결과를 염두에 둔 선입견을 가지고 있었던 것이 아니라, 다른 쟁점을 결정하는 것과 동일한 방식으로 이를 결정해야 합니다.

- e. 또한, 청구인의 1 차 준비서면⁵¹에서와 달리, 판사는 환송중재 절차의 예상 결과가 어떻게 될지에 관하여 어디에서도 언급하지 않았습니다. 청구인은 판사가 결정을 내리는 데 어려움을 느꼈다는 표현에 중점을 두고 있습니다.⁵² 판사는 해당 표현의 일환으로, 이번 환송 절차가 끝난 후에도 청구인이 동일한 구제 조치를 받을 자격이 있을 “수도 있다”고 언급했습니다.⁵³ 청구인이 그 표현을 근거로 판사가 중재판정과 동일한 결과가 나올 “가능성”이 있다고 생각했다고 주장할 근거는 없습니다.⁵⁴ 그것은 판사가 명시적으로 판시한 바가 아닙니다.

42. 마지막으로, 대한민국은 청구인이 1 차 준비서면의 여러 부분에서, 법원 심리에 있어 받아들여지지 않았던 취소소송 절차에서 대한민국이 제기했던 주장들에 관하여 반복적으로 언급하고 있음을 지적합니다. 예를 들어, 청구인의 1 차 준비서면 제 1 항을 보면, 대한민국이 중재판정에 관하여 제기한 이의가 “대체로 받아들여지지 않았다”고 (잘못) 주장하고 있습니다.⁵⁵ 청구인의 위와 같은 주장은 불분명합니다. 이러한 점들은 환송의 범위와 중재판정부가 현재 심리 중인 중요한 쟁점에 관하여 취해야 할 접근 방식을 결정하는 데 무관하기 때문입니다. 대한민국은 이러한 주장들에 관하여 상세히 논하지는 않습니다. 그러나 비용 관련 쟁점을 결정할 때, 판사가 취소소송에서 대한민국의 승소 정도에 관한 청구인의 주장을 기각했다는 점은 제시합니다. 판사는 “대한민국이 실질적으로 승소한 당사자임에는 의심의 여지가 없다”고 판시했습니다.⁵⁶ 이는 이번 환송의 범위가 청구인이 주장하는 바와 같지 않음을 보여주는 또 다른 증거입니다. 청구인이 주장하는 바와 같이 (i) 대한민국이 판사를 설득하여 극히 제한된 한 가지 쟁점만을

⁵¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 5.

⁵² 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 5, 58 (CLA-222, 취소 판결, ¶ 268 인용) 참조.

⁵³ CLA-222, 취소 판결, ¶ 268.

⁵⁴ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 5 참조.

⁵⁵ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 8, 49-52, 59-61 참조.

⁵⁶ CLA-227, 부대상항 결정, ¶ 8.

중재판정부에 환송하도록 했고, (ii) 법원이 중재판정부가 인과관계에 대한 기존 판단을 “명확히” 할 수 있도록 하기 위해서만 환송 명령을 내렸으며, (iii) 법원이 판정과 동일한 결과가 나올 가능성이 “높다”고 판단했다면, 영국 법원이 위와 같은 언급을 하지 않았을 것입니다.⁵⁷ 본 서면의 나머지 부분에서 입증되듯이, 청구인의 위와 같은 주장들은 모두 잘못되었습니다.

43. 따라서, 본 환송중재 절차에서는 다음과 같은 개별적인 쟁점들이 결정되어야 합니다:

- a. 사실적 인과관계: 적용 가능한 기준에 따라, 청구인은 정부 행위가 청구인에게 발생한 손실 또는 손해의 사실적 원인이었음을 입증할 책임을 다했는가?
 - b. 법적 인과관계: 청구인이 정부 행위가 청구인의 손실 또는 손해에 대한 법적 원인으로 간주되어야 함을 입증할 책임을 다했는가?
 - c. 구제 조치: 그러한 손실 또는 손해에 관하여 청구인에게 어떤 구제 조치(있을 경우)를 부여해야 하는가? 손실에 대한 손해배상인 경우, 중재판정부가 산정한 손해액인가, 아니면 그보다 적은 금액인가?
- C. 취소되지 않은 중재판정부의 판단은 환송 쟁점에 포함된 어떠한 질문도 해결하지 못합니다**

44. 청구인은 1 차 준비서면 7~16 페이지에서, 중재판정에서 취소되지 않은 “인과관계에 대한 주요 인정된 사실”을 언급하고 있습니다.

45. 청구인이 지적한 바와 같이, 중재판정에는 아직 취소되지 않은 다양한 인정된 사실이 존재합니다. 그러나 그 중 다수는 인과관계와 전혀 무관하며, 오히려 그 이전의 위반 여부에 관한 문제와 관련된 것이며, 그 어느 것도 현재 중재판정부에 다시 회부된 쟁점을 결정짓는지 못합니다.

1. 적용 가능한 법적 판단 기준

46. 청구인은 중재판정부가 중재판정에서 사실적 및 법적 인과관계에 대한 판단 기준을 제시했다고 지적합니다.⁵⁸ 청구인은 이와 관련하여 중재판정의 인과관계에

⁵⁷ 청구인이 현재 주장하는 모든 사항: 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 2, 5, 10-11, 13, 55, 63 참조.

⁵⁸ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 21 참조.

관한 부분인 제 815 항에 있는 중재판정부의 판단에 의존하고 있습니다. 해당 항에서 중재판정부가 적용 가능한 법적 판단 기준에 대한 견해를 제시했다는 점에는 이의가 없습니다.

47. 대한민국은 다음 세 가지 점을 지적합니다.

- a. 첫째, 사실적 인과관계에 관한 중재판정부의 정의는, 위반 행위가 없었다면 청구인이 주장하는 손실이나 손해를 입었는지 여부를 판단하는 것을 포함한다는 것입니다. 청구인은 이 기준이 “~가 없었다면(but for)”이라는 질문에 달려 있음을 인정합니다.⁵⁹ 이는 명심해야 할 중요한 점입니다. 왜냐하면 청구인이 사실적 인과관계에 대한 판단이 포함되어 있다고 주장하며 인용하는 중재판정의 어느 구절에서도, 청와대, 보건복지부 장관 또는 보건복지부 차원의 위반 행위 “~가 없었다면”이라는 문제가 다뤄진 바 없기 때문입니다.
- b. 둘째, 대한민국은 중재판정에서 중재판정부가 적용한 법적 기준을 명시한 또 다른 구절을 지적하지만, 청구인은 이를 무시하고 있습니다. 제 931 항에서, 중재판정부는 *Chorzów Factory* 사건을 언급하며, 잠재적 손해가 국제법에 따라 배상 대상이 되려면 청구인이 주장하는 가치 증가(즉, 청구인이 손해로 주장하는 것을 얻지 못한 것)가 “거의 확실히(in ‘all probability’)” 발생했을 것임을 입증해야 한다는 입장을 취했습니다. 즉, 중재판정부는 인과관계 및 손해의 존재를 입증하는 데 적용된다고 판단하는 법적 기준을 이미 제시한 바 있습니다.
- c. 셋째, 앞서 언급한 바와 같이, 법원은 환송 명령에서 중재판정의 인과관계 관련 부분 전체를 취소하지 않기로 한 결정을 설명하며 다음과 같이 명시했습니다: “기존 판단이 환송된 인과관계 쟁점에 부합하지 않거나, 또는 그와 관련하여 발생하는 모든 쟁점을 다루고 있지 않은 범위에서는, 중재판정부는 해당 판단에 구속되지 아니하며, 실제로 다뤄야 할 쟁점으로 인정되거나 기존 판단에서 적절히 다루어지지 않은 쟁점들에 대하여 스스로 판단할 수 있다.”⁶⁰

⁵⁹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 21(a), 24, 28-29 참조.

⁶⁰ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(l).

2. 청구인이 중재판정부가 이미 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했다고 판단했다고 주장하며 근거로 삼는 부분

48. 청구인은 중재판정의 여러 구절을 인용하며, 이를 통해 “중재판정부는 사실적 인과관계와 법률적 인과관계에 적용되는 판단 기준을 확인하였다”라고 주장합니다.⁶¹ 청구인은 중재판정에 “대한민국의 위반행위로 인해 국민연금공단이 본건 합병에 찬성 표결을 했는지에 관한 중재판정부의 결론”이 포함되어 있다고 주장하며,⁶² “중재판정부는 이미 대한민국이 실제로 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 표결을 하게 했다는 점에 관하여 여러 부분에서 인정한 바 있다.”(원문 강조)고 주장합니다.⁶³
49. 청구인이 언급한 해당 부분들은 그러한 내용을 입증하지 못합니다. 중재판정부에서 인정한 사실들은, 정부 행위로 인한 위반이 없었던 가정(즉, ‘but-for’ 세계)에서 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권하기로 결정했을 것이라는 판단을 다루지 않습니다. 게다가 청구인이 인과관계에 대한 판단이라고 주장하는⁶⁴ 많은 사항들은 중재판정부의 판단이 아니라, 문·홍 사건에 대한 한국 법원 판결문에 기재된 내용을 중재판정에 인용한 것에 불과합니다.
50. 대한민국은 이제 청구인이 제기한 주장들을 차례로 다루고자 합니다. 아래 제 III 편의 사실관계 분석에서 이러한 주장 중 일부에 관하여 보다 상세히 다시 다룰 것입니다.
51. 청구인은 1 차 준비서면 제 24 항에서⁶⁵, 전문위원회를 거치지 말라는 지시가 없었다면 해당 결정이 전문위원회에 회부되었을지 여부 및 전문위원회가 합병에 반대하는 표결을 했을지 여부에 관하여 중재판정부가 이미 다양한 판단을 내렸다고 주장하고 있습니다. 이는 아래에서 보는 바와 같이 잘못된 주장입니다.
52. 제 24(a)항에 관하여:

⁶¹ 청구인의 1 차 준비서면, § II.B(1)(ii) (제목). 또한, 동 문서, ¶¶ 22-26 참조.

⁶² 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 22.

⁶³ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 23.

⁶⁴ 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 3, 24-25, 27, 30 참조.

⁶⁵ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 24.

- a. 청구인이 중재판정부의 인정된 사실로 규정하는 내용은 실제로는 문·홍 사건에서 1심 법원이 언급한 내용을 요약한 것에 불과합니다.⁶⁶ 이는 중재판정부가 직접 인정한 사실이 아닙니다(물론, 현재 심리 중인 인과관계 문제를 검토함에 있어 중재판정부는 한국 법원의 판시 내용(현재 기록의 일부가 된 추가 판결문을 포함하여)을 고려할 것입니다).
- b. 게다가 청구인이 여기서 언급한 문구는 (그리고 청구인 역시 실제로 달리 주장하지 않음) 본 사건의 상황에서 정부 행위가 없었다면 표결이 전문위원회로 회부되었을 것이라는 중재판정부의 판단이 아닙니다.

53. 제 24(b)항에 관하여:

- a. 해당 항의 첫 문장에서 청구인은 중재판정의 세 가지 다른 항에서 인용한 내용을 이어 붙였는데, 그중 첫 번째 인용문은 사실 한국 법원의 판시 내용을 단순히 인용한 것에 불과하며 중재판정부에서 직접 인정한 사실이 아닙니다.⁶⁷
- b. 두 번째 문장에서 청구인은 이 세 가지 인용문의 종합적 의미를 부정확하게 호도하고 있습니다. 청구인은 “중재판정부는 전문위원회를 통해서 결의하지 말라는 지시로 인해 해당 안건이 투자위원회에 의해 처리되었으며, 나아가 그러한 지시가 내려진 이유는 **전문위원회가 본건 합병에 반대하여 의결했을 가능성이 높았기 때문이라고 판단하였**”이라고 주장합니다 (원문 강조).⁶⁸ 이는 잘못된 주장입니다. 중재판정 어디에서도 중재판정부가 전문위원회가 합병에 반대하는 표결을 했을 가능성이 높다고 판단한 바 없습니다.
- c. 만약 중재판정부가 협정 위반 행위가 없었을 경우 해당 사안이 전문위원회로 회부되었을 가능성이 높다고 판단한다면, 협정 위반 행위가

⁶⁶ RLA-194, 중재판정, 2023년 6월 20일, ¶ 598.

⁶⁷ RLA-194, 중재판정, 2023년 6월 20일, ¶ 587.

⁶⁸ 청구인의 1차 준비서면, ¶ 24(b).

없었다면 전문위원회가 거의 확실히 내렸을 결정이 무엇이었는지에 대한 질문은 바로 본 환송중재 절차에서 고려해야 할 핵심 쟁점 중 하나입니다.⁶⁹

- d. 전문위원회로의 회부가 합병을 보장하지는 않는다는 (청구인이 인용한 ⁷⁰) 주장은, 만약 해당 사안이 전문위원회에 회부되었다면 전문위원회가 반대 표결을 했을 것이라는 주장과 동일하게 볼 수 없습니다.

54. 제 24(c)항에서 청구인은 “중재판정부는 또한 대한민국이 이 사실인정에 반하는 증거를 전혀 제시하지 못하였다고 판단하였”이라고 주장하고 있는데, 이는 청구인이 제 24(b)항에 제시한 인정된 사실을 의미합니다. 그러나 대한민국이 방금 입증했듯이, 그러한 인정된 사실은 존재하지 않았습니다. 청구인이 인용하는 중재판정 제 820 항에도 그러한 인정된 사실은 없습니다.⁷¹ 청구인은 조영길의 증거가 “결정적이지 않다”는 중재판정부의 판단을 제외하고는, 해당 항의 어떠한 부분도 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다. 중재판정 제 820 항에서 중재판정부가 다룬 것은 국민연금공단의 표결이 합병을 초래했는지 여부를 검토하는 것이었지(정부 행위가 국민연금공단의 그러한 표결을 초래했는지 여부가 아님), 그 맥락에서 중재판정부는 조영길의 증거를 검토했습니다. 중재판정부는 전문위원회가 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 국민연금공단의 표결이 합병을 초래했다는 결론에 어떤 영향을 미쳤는지 여부를 검토하고 있었습니다. 중재판정부는 그러한 맥락에서 조영길의 증거가 결정적이지 않다고 판단하였으며, 어찌되었든 한국 법원의 인정된 사실(즉, 국민연금공단의 표결이 합병을 초래했다는 점)을 뒤집을 근거는 없다고 명시했습니다. 이 역시 청구인이 정부 행위가 국민연금공단의 합병 찬성 표결을 초래했다는 점을 필요한 증명 기준에 따라 입증하였는지 여부에 대한 어떠한 판단도 포함하고 있지 않습니다.

55. 청구인은 서면 제 25 항에서 중재판정의 일부 내용을 인용하고 있는데, 이를 요약하면 다음과 같습니다. 즉, 현실적으로 보건복지부가 국민연금공단의 표결에 개입하여 찬성표를 확보하도록 지시했고, 그리고 국민연금공단은 전문위원회를 우회하고 투자위원회가 합병에 찬성하도록 보장하기 위한 행위를 취함으로써

⁶⁹ 이 문제에 대한 결정을 내릴 수 있다면 그 답은 여러 독립적인 제 3 자의 행동에 달려 있으며 상당한 불확실성을 수반한다는 점을 감안할 때, 중재판정부의 견해는 청구인의 유일한 타당한 청구는 기회 상실에 대한 것일 수 있다는 것일 수 있습니다. 제 V 항 참조.

⁷⁰ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 24(b) (RLA-194, 중재판정, ¶ 587 인용).

⁷¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 24(c) 참조.

해당 지시에 따라 행동했으며, 그 결과 투자위원회는 실제로 합병에 찬성표를 던졌다는 취지의 내용을 제시하고 있습니다. 이에 관하여:

- a. 다시 말해, 청구인이 관련 “인정된 사실”이라고 주장하는 내용 중 일부는 사실 한국 법원 판결문의 인용문일 뿐, 중재판정부의 사실인정이 아닙니다. 해당 인용문에 대한 중재판정부의 견해는 중재판정 제 602 항 및 제 623 항에 명시되어 있습니다.
- b. 대한민국은 청구인이 근거로 삼은 각 쟁점을 개별적으로 다루지 않았습지만, 중요한 점은 그 모든 쟁점이 실제로 일어난 일을 기술하고 있다는 점이기 때문입니다. 이러한 사실들은 보건복지부의 개입이 없었다면 동일한 결과(즉, 국민연금공단의 합병 찬성 표결)가 나왔을지에 관해서는 아무것도 말해주지 않습니다. ‘가정적’ 시나리오를 입증하는 것은 여전히 청구인의 몫입니다. “실제”로 인정된 사실만으로는 청구인이 입증 책임을 다하였다고 볼 수 없습니다.
- c. 영국 법원은 중재판정 제 602 항 및 제 623 항의 인정된 사실이 정부 행위와 관련된 사실적 인과관계를 다루지 않는다는 점을 명시적이고 구체적으로 강조했습니다.⁷² 영국 법원은 특히 중재판정 제 602(b)항에 인과관계에 대한 인정된 사실이 포함되어 있지 않다는 점을 명백히 밝혔습니다.⁷³ 청구인이 이 사실을 반복적으로 무시하고 있는 점은 유감스러운 일입니다.
- d. 따라서 중재판정부가 간섭이 없었다면 어떤 결과가 발생했을지(즉, 사실적 인과관계 문제)를 다루는 것은 여전히 환송 중재판정부의 판단 범위에 포함됩니다.
- e. 청구인의 1 차 준비서면 제 25(h)항에 인용된 내용은 중재판정부의 판단이 아니라, 중재판정부가 문·홍 사건에서 한국 1 심 법원이 다수의 투자위원회 위원들이 시너지 효과가 조작된 것임을 알았다면 합병에 찬성하지 않았을 것이라고 증언한 사실을 근거로 삼았다는 점을 언급한 것에 불과합니다.⁷⁴ 이는 협정 위반 행위가 없었다면 해당 투자위원회 위원들이 어떻게

⁷² CLA-222, 취소 판결, ¶ 264 (i)~(ii), 제 260 항 참조.

⁷³ CLA-222, 취소 판결, ¶ 260; CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(c) 참조.

⁷⁴ RLA-194, 중재판정, 2023 년 6 월 20 일, ¶ 598.

투표했을지에 대한 판단이 아닙니다.⁷⁵ 만약 누군가가 “시너지 효과가 조작성을 알았다면 회의에서 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것”이라고 말하는 것은, “다른 분석 자료를 제공받았다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것”이라고 말하는 것과 같은 의미가 아닙니다. 대한민국은 투자위원회 위원들이 협정 위반 행위가 없었다면 어떻게 투표했을지에 관한 증거에 관하여 아래에서 더 자세히 다룹니다.⁷⁶

56. 제 26 항에서 청구인은 중재판정부의 판단 내용을 다시 한번 왜곡하여 실제 내용 이상으로 확대 해석하고 있습니다. 청구인은 이러한 판단이 투자위원회 위원들이 “그렇지 않았다면 합병을 지지하지 않았을 것”임을 확인해 준다고 주장합니다. 그러한 판단은 존재하지 않습니다.

3. 국민연금공단의 표결이 합병 승인을 초래했는지 여부에 관한 판단

57. 청구인의 1 차 준비서면 제 27~29 항은 국민연금공단이 합병에 있어 캐스팅 보트를 행사하여, 국민연금공단의 표결로 인해 합병이 승인되었다는 판단을 다루고 있습니다. 이는 실제로 구속력 있는 인정된 사실이며, 취소되지 않았습니다. 그러나 이는 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했는지 여부에 대한 선행 질문에 관하여 어떠한 방식으로도 답하지 못합니다. 또한, 법적 인과관계의 문제가 국민연금공단의 차원이 아닌 정부 행위의 관점에서 제기될 경우, 법적 인과관계가 성립하지 않는다는 주장을 배제하지도 않습니다.⁷⁷ 이러한 점들은 아래에서 더 상세히 다루겠습니다.

4. 손해 산정

58. 청구인은 1 차 준비서면 제 30 항 및 제 31 항에서, 중재판정부가 국민연금공단의 표결로 인해 발생했다고 판시한 합병으로 인한 손해액에 관한 판정에 관하여 논하고 있습니다. 앞서 언급한 바와 같이(그리고 아래에서 더 자세히

⁷⁵ 실제로, 중재 과정에서 이에 관해 상세한 논쟁이 있었으며(이에 관해서는 아래에서 다시 언급합니다), 대한민국의 개시 진술서, 증거물 C; 청구인의 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면, 2020 년 7 월 17 일(“청구인의 재반박서면”), ¶¶ 5(g), 506–508; 청구인의 수정 청구서면, ¶ 127. 판정문에는 중재판정부가 이러한 주장을 검토했다는 어떠한 징후도 없다는 사실은 (비록 그럴 필요가 없더라도) 판정문에 어떠한 간섭도 없었던 경우 NPS 가 어떻게 투표했을지에 대한 판단이 포함되어 있지 않음을 다시 한번 확인해 줍니다.

⁷⁶ 아래 제 III 편 제 B 장 참조.

⁷⁷ 또한, 본 사건에서 적절한 대안적 분석이 “기회 상실” 분석이라는 견해를 배제하지도 않습니다.

논의하겠지만), 이는 정부 행위로 인해 어떤 손해(있을 경우)이 발생했는지에 대한 문제와는 별개의 문제입니다. 다시 말해, 여기에는 (청구인이 1 차 준비서면 32 항에서 주장한 것과는 달리) “엘리엇이 입은 손해가 대한민국의 협정 위반으로 인해 발생했다는 것을 확인하는 기준 판단”은 포함되어 있지 않습니다.

5. *인과관계의 단절 부재와 관련하여 청구인이 의존하는 인정된 사실*

59. 청구인은 서면 제 33~39 항에서, “인과 사슬에 개입하여 단절을 초래한 증거가 없다는 중재판정부의 판단”에 관하여 다루고 있습니다.

a. 제 34 항에서 청구인은 투자위원회가 실제로 독립적으로 행동하지 않았다는 인정된 사실을 근거로 삼고 있습니다. 물론 이는 ‘~가 없었다면(but for)’ 질문과는 무관합니다.

b. 제 35 항에서 청구인은 “중재판정부는 해당 의결권 행사 문제가 전문위원회에 회부되었더라면 전문위원회가 본건 합병에 찬성표를 행사하는 독립적인 판단을 했을 수도 있다는 가상의 독립행위가 인과관계의 고리를 단절한다는 대한민국의 주장을 배척하였습니다.”고 주장합니다. 이는 중재판정 제 822 항을 인용한 것으로, 해당 항에서 중재판정부는 실제로 “[중재판정부는] 전문위원회가 본건 합병을 거부할 수 있었기 때문에 이와 같은 인과관계는 단절되었다는 피청구국의 주장에 동의할 수 없다”(강조 생략)고 명시하고 있습니다. 해당 항은 취소되었습니다.⁷⁸ 청구인은 각주 61 에서, 그 이유가 해당 단락이 “국민연금공단이 사실상 국가기관이라는 중재판정부의 판단과 이 항이 어느 정도 상호 연관될 수 있다고 판단했기 때문”이며, 또한 “고등법원은 중재판정부로 하여금 이 문제를 재검토할 것을 요청하였으므로, 중재판정부는 추가 판정에서 제 822 항의 인과관계에 관한 문구가 국민연금의 법적 지위에 대한 판정에 의존하지 않았음을 확인만 하면 된다”고 주장합니다.

c. 법원이 해당 단락을 취소하는 데 있어 실제로 제시한 설명은 다음과 같습니다:

⁷⁸ CLA-226, 환송 명령, ¶ 2(h) 참조.

국민연금의 내부 사정을 이유로 인과관계 단절이 있다고 볼 수 없다는 판정부의 판단은 국민연금공단을 국가기관으로 판단한 부분과 불가분적으로 연결되어 있기 때문에 인과관계 문제가 환송된 현상에서는 재검토가 필요하다.

- d. 중재판정부가 청구인이 중재판정 제 822 항에서 인용한 원칙적 진술이 여전히 타당하며 적용되어야 한다고 간주할 수도 있습니다. 그러나 중재판정부는 해당 진술에 표현된 명제를 국민연금공단의 표결 자체가 협정 위반 행위라고 간주한 상황에 적용하고 있었으며, 전문위원회가 동일한 방식으로 투표했을 수도 있다는 사실(즉, 다른 상황에서는 국민연금공단이 협정을 위반하지 않았을 수도 있다는 사실)이 해당 위반(즉, 국민연금공단의 투표)의 인과적 효력을 약화시키기에 충분한지 여부를 묻고 있었습니다. 여기서 문제는 이제 완전히 달라졌습니다. 즉, 정부 행위가 국민연금공단을 그러한 방식으로 투표하도록 초래했는가 하는 점입니다.
- e. 제 36 항은 국민연금공단의 표결과 손실/손해 사이의 인과관계 사슬을 끊는 중재 행위가 없었다는 판단(즉, 중재판정 제 821 항의 판단)을 언급한 것입니다. 다시 말해, 이는 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했는지 여부에 대한 선행 질문을 다루지 않습니다.
- f. 제 37 항 및 제 38 항은 예측 가능성에 대한 판단을 다루고 있습니다. 이러한 판단에는 사실적 인과관계에 대한 판단이 포함되어 있지 않습니다.

60. 따라서 청구인의 결론은 여전히 근거가 없습니다. 청구인은 서면 제 39 항에서 “이러한 판단들[즉, 제 33-38 항에서 다룬 내용]은 인과관계 고리의 세 단계 모두에서 사실적 인과관계와 법률적 인과관계가 성립함을 확정적으로 입증합니다”고 주장합니다. 그러나 이는 사실이 아닙니다. 다만, 청구인이 인과관계 사슬에 서로 다른 단계가 존재함을 명시적으로 인정했다는 점은 시사하는 바가 크며 유익합니다.

6. *메이슨 사건 중재판정부의 인정된 사실*

61. 청구인은 서면 제 40~48 항에서 *메이슨* 중재판정의 분석 및 판단을 인용하고자 합니다. 이것이 환송 명령의 범위를 해석하는 데 어떻게 관련이 있다고 볼 수 있는지 불분명합니다. 이는 본 사안과 관련이 없습니다. *메이슨* 사건에 관한 청구인의 주장은 아래 제 III 편 제 C 장에서 다루고 있습니다.

7. 소결론

62. 요컨대 중재판정의 유효한 인정된 사실은 실제 세계에서 발생한 사실을 규명하고, 인과관계와 관련하여 적용될 법적 기준에 대한 특정 인정된 사실을 포함하고 있다는 점입니다. 그러나 이러한 인정된 사실은 정부 행위가 국민연금공단의 표결을 초래했는지 여부, 그리고 정부 행위로 인한 위반 행위에 관하여 청구인에게 어떤 구제(있을 경우)가 제공되어야 하는지에 대한 문제를 해결하지 못하며, 그 중 일부는 영국 법원이 명시적으로 해결되지 않은 것으로 확인하기도 했습니다. 이러한 문제들은 본 환송중재 절차에서 중재판정부가 다루어야 할 사항입니다. 대한민국은 이제 중재판정부의 기존 인정된 사실 내용을 (적절한 경우) 참조하면서, 이러한 문제들을 다루고자 합니다.

III. 청구인은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다

63. 위 제 II 편에서 논의한 바와 같이, 영국 법원은 중재판정부가 “[법원이 판단한 바와 같이] 국민연금공단의 행위가 한국에게 귀속되지 않는다 하더라도,” “정부 행위만으로 구성된 위반 사항에 관해” 사실적 및 법적 인과관계를 입증하지 못했다고 결론지었습니다.⁷⁹ 따라서 중재판정부는 이제 사실적 인과관계(즉, 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 다르게 투표했을지 여부)와 법적 인과관계(즉, 주장된 손실 또는 손해가 정부 행위의 위반과 관련하여 법적으로 배상받을 수 있는지 여부)에 대한 문제를 해결해야 합니다.
64. 대한민국은 아래 제 IV 편에서 법적 인과관계에 관하여 다룹니다.
65. 이 절에서 대한민국은 적용 가능한 증명 책임 및 증명 기준(제 A 장)부터 시작하여 사실적 인과관계 문제에 관하여 다룹니다. 이후 관련 증거들은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 점을 입증하지 못한다는 점에 대해서 다루고자 합니다(제 B 장). 이에 반하는 *메이슨* 사건 중재판정부의 결정은 본 중재판정부에 제출된 증거와 모순되고, 그 밖의 면에서도 설득력이 없습니다(제 C 장).

⁷⁹ CLA-222, 취소 판결, ¶ 265 참조.

A. 청구인은 “충분한 정도의 확실성” 기준에 따라 사실적 인과관계를 입증할 책임이 있습니다

66. 청구인이 인정하듯이, 사실적 인과관계를 입증할 책임은 청구인에게 있습니다.⁸⁰
67. 또한, 중재판정 제 932 항에서 중재판정부는 추측에 기반한 청구는 국제법상 배상 대상이 아니라는 점을 확인하였으며, 제 931 항에서는 *Chorzów Factory* 사건에서 확립된 완전배상 원칙을 적용하여, 잠재적 손해가 국제법상 배상 대상이 되려면 청구인이 주장하는 가치 상승이 “거의 확실히” 발생했을 것임을 입증해야 한다고 판시했습니다.⁸¹ 이러한 판례들은 본 사건의 심리를 지배하는 기준을 확증해 줍니다. 즉, 청구인은 ‘~가 없었다면’의 가정이 실현되었을 것이라는 점을 충분한 정도의 확실성으로 입증해야 합니다.
68. 중재판정부가 그 분석의 전제로 삼은 “거의 확실히”라는 기준(다른 중재판정부가 적용한 “충분한 정도의 확실성(sufficient degree of certainty)” 기준⁸² 과 동등함)은 정확한 확률 비율을 의미하지는 않지만, 단순한 우세 확률보다 훨씬 더 높은 확률임은 확실합니다.
69. 이 기준은 두 건의 획기적인 국제법 판례에서 유래한 것으로, 본 중재판정부가 중재판정 제 931 항에서 이를 수용했을 뿐만 아니라, *Bilcon v. Canada* 사건을 포함한 다른 투자자-국가 중재판정부에서도 적용된 바 있습니다.⁸³
70. *Chorzów Factory* 사건에서 국제사법재판소(PCIJ)는 배상이 “가능한 한 불법 행위의 모든 결과를 제거하고, 그 행위가 저질러지지 않았더라면 거의 확실히 존재했을 상황을 복원해야 한다”고 판시했습니다(강조 추가).⁸⁴ “거의 확실히”라는 표현의 사전적 정의는 무언가가 일어날 가능성이 매우 높음을

⁸⁰ 청구인의 재반박서면, ¶ 504 참조 (“중요한 기준이 되는 사실관계상 쟁점은 특정 국가의 위법행위가 없었다면 청구인이 주장하는 손실을 입었을지 여부입니다.”), ¶¶ 521, 523 (*Stati v. Kazakhstan* 중재판정부의 “청구인들은 청구 배상금액이 피청구국의 행위로 인한 것임을 입증해야 한다”는 진술을 인용하였습니다).

⁸¹ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 931-932.

⁸² 대한민국의 반박서면, ¶ 469 참조.

⁸³ RLA-194, 중재판정, ¶ 931; RLA-090, *Bilcon* (손해배상 판정), ¶¶ 168-175 참조.

⁸⁴ CLA-097, *Chorzów Factory* 사건 (*Germany v. Poland*), 본안 판결, PCIJ Rep. Series A. - No. 17, 1928 년 9 월 13 일, p. 47.

가리키며, 이는 단순한 개연성의 균형보다 실질적으로 더 강한 의미를 내포합니다. 영어 사전들은 이 표현을 다음과 같이 정의합니다:

- a. “거의 확정적으로(almost certainly); 매우 가능성이 높다(very likely)” (Merriam-Webster);⁸⁵
- b. “무언가가 매우 가능성이 높음을 나타내는 데 사용됨(used to mean that something is very likely)” (Cambridge Dictionary);⁸⁶ 및
- c. “대개(in all likelihood)” (Dictionary.com).⁸⁷

71. 따라서 사전 정의들은 *Chorzów Factory* 사건에서 사용된 “거의 확실히”라는 표현이 “50% 이상의 가능성(more likely than not)”보다 훨씬 더 높은 기준을 설정한다는 점을 확인해 줍니다. PCIJ가 “아마도(probably)”와 같이 쉽게 사용할 수 있는 낮은 수준의 대안 대신 이 표현을 의도적으로 선택한 것은, 단순한 우세 가능성보다 실질적으로 더 엄격한 기준을 반영한 것입니다.
72. *Bosnian Genocide* 사건에서 국제사법재판소(ICJ)는 *Chorzów Factory* 사건의 기준을 보완하여, 피고가 의무를 준수하여 행동했다면 손해가 “실제로 방지되었을 것(would in fact have been averted)”이라는 점이 “충분한 정도의 확실성”을 가지고 입증되어야 한다는 요건을 추가했습니다.⁸⁸
73. *Bilcon* 사건의 중재판정부는 위 두 판정례를 종합하여, 대한민국이 원중재 절차에서 주장한 판단 기준을 도출했습니다.⁸⁹ 전 국제사법재판소(ICJ) Bruno Simma 재판관이 의장을 맡았던 해당 중재판정부는 그 입장을 다음과 같이 요약했습니다:

국제공법상의 원칙에 따르면, 위반 행위와 피해 사이의 인과관계를 입증하기 위해서는 **높은 수준의 사실적 확실성**이 요구됩니다. 즉, 주장된 피해는 (*Chorzów* 사건에서와 같이) “거의 확실히(in all probability)” 위반 행위로 인해 발생했어야 하거나, (*Genocide* 사건에서와 같이) 위반 행위가 없었다면 해당 피해가 방지되었을 것이라는 “충분한 정도의 확실성(sufficient

⁸⁵ RLA-200, Merriam-Webster, “in all probability(거의 확실히)”.

⁸⁶ RLA-201, Cambridge Dictionary, “in all probability(거의 확실히)”.

⁸⁷ RLA-202, Dictionary.com, “in all probability(거의 확실히)”.

⁸⁸ CLA-024, 집단학살 범죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용 (*Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro*), 판결, ICJ Rep 2007, p. 43.

⁸⁹ 대한민국의 반박서면, ¶ 469; 대한민국의 재반박 서면, ¶¶ 432-434 참조.

degree of certainty)”을 인정할 수 있어야 한다. 물론 *Genocide* 사건의 사실관계는 본 중재 사건의 기초가 된 사실관계와 현저히 달랐으나, 중요한 유사점이 하나 있습니다. 즉, 본 사건의 중재판정부와 마찬가지로 국제사법재판소(ICJ)는 한 당사자의 견해에 따르면 불법 행위가 없었더라도 동일한 피해가 발생했을 것이라는 사실적 불확실성에 직면해 있었습니다.⁹⁰ (강조 추가)

74. *Chorzów Factory* 및 *Bosnian Genocide* 사건의 판례 외에도, *Bilcon* 중재판정부는 피고의 행위가 “필연적으로(necessarily)” 피해를 초래했는지를 묻는 *Nordzucker v. Poland* 사건에서 확립된 “더욱 엄격한 접근법”을 인용하여 자신의 판결을 뒷받침했습니다.⁹¹
75. *Bilcon* 사건 중재판정부는 “충분한 기준의 확실성” – 혹은 “거의 확정적으로(almost certainly)” – 기준을 해당 사건의 사실관계에 적용하여, 주장된 결과의 단순한 “현실적인 가능성(realistic possibility)”만으로는 두 기준 중 어느 하나에도 미치지 못하므로 청구인에게 손해배상을 인정하지 않기로 결정했습니다.⁹² 중재판정부는 합동 검토 패널이 환경 평가를 수행한 방식에 협약 위반이 있었다고 인정했으나, 청구인들이 위반이 없었다면 해당 의사결정 과정이 허가 승인 결과로 이어졌을 것이라는 점을 요구되는 높은 기준에 따라 입증하지 못했다고 판시했습니다.⁹³ *Bilcon* 중재판정부는 협약에 부합하는 환경영향평가가 수행되었을 권리의 가치에 대한 손해배상(즉, “기회 상실” 기준)을 인정했으나,⁹⁴ 중재판정부가 허가가 승인되어 프로젝트가 진행되었을 것이라는 점을 사실적 확실성에 대한 필수적인 높은 기준에 따라 결론지을 수 있었다는 근거에 따른 것은 결코 아니라고 분명히 밝혔습니다.⁹⁵

⁹⁰ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 110.

⁹¹ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 111; RLA-126, *Nordzucker AG v The Republic of Poland* (UNCITRAL), 제 3 차 일부 판정(최종판정), 2009 년 11 월 23 일, ¶ 51 참조.

⁹² RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶¶ 168–175.

⁹³ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 175 참조.

⁹⁴ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶¶ 221, 280 참조.

⁹⁵ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 276 참조.

76. *Bilcon* 사건 청구인들은 이후 중재판정 취소의 소를 제기하며, 중재판정부가 “올바른 증명 기준을 적용하지 않았고, 오히려 국제법상 존재하지 않는 증명 기준을 적용했다”고 주장했으며, 청구인들은 이 기준이 “너무 높아[...] 충족할 수 없었다”고 주장했습니다.⁹⁶ 2022 년 11 월 24 일자 판결에서 온타리오 고등법원은 청구인들의 신청을 기각하고, 특히 *Chorzów Factory* 및 *Bosnian Genocide* 사건을 인용하며, “중재판정부가 판례에서 도출된 국제법의 관련 원칙을 올바르게 식별했다”고 판시했습니다.⁹⁷ 항소심에서 온타리오 고등항소법원은 “중재판정부가 올바른 증명 기준을 식별했다는 데는 의문의 여지가 없다”고 확인했습니다.⁹⁸
77. 청구인은 원중재 절차에서 *Bilcon* 사건 기준을 반박하며, (자신이 주장하길) “국제법에서 적용되는 일반적인 기준, 즉 ‘개연성의 교량’ 또는 ‘증거 우세 기준’보다 더 높은 증명 기준을 명시하지 않는” 개연성의 교량 테스트를 적용한 판례를 근거로 삼았습니다.⁹⁹ 대한민국은 재반박 서면에서 이러한 판례들을 각각 검토하고, 그 어느 것도 사실적 인과관계에 관한 청구인의 입장을 뒷받침하지 않는 이유를 설명하였습니다.¹⁰⁰ 중재판정부가 이미 중재판정 제 931 항에서 “거의 확실히(almost certainly)”라는 기준을 적용함으로써 사실상 이 분쟁을 해결하였음에도 불구하고, 대한민국은 완전성을 기하기 위해 다음과 같이 언급합니다. 청구인이 인용한 판례들 – *Glencore*, *Bear Creek*, *Gold Reserve* 및 *Kardassopoulos* – 은 각각 역사적 사실의 입증 기준이나 손해배상 단계에서의 손해 규모 입증 기준과 관련된 것이었습니다. 이들 중 어느 것도 사실적(but-for) 인과관계에 대한 증명 기준이라는 별개의 문제를 다루지 않았는데, 이는

⁹⁶ *RLA-203*, Clayton et al. v. Attorney General of Canada, 2022 ONSC 6583, 2022 년 10 월 19-20 일, ¶ 41.

⁹⁷ *RLA-203*, Clayton et al. v. Attorney General of Canada, 2022 ONSC 6583, 2022 년 10 월 19-20 일, ¶ 39. 또한 동 판결, ¶¶ 45-48 참조.

⁹⁸ *RLA-204*, Clayton v. Canada (Attorney General), 2024 ONCA 581, 2024 년 5 월 15 일, ¶ 22.

⁹⁹ 청구인의 재반박서면, ¶ 506 (*CLA-121*, Glencore International A.G. and C.I. Prodeco S.A. v. Republic of Colombia, ICSID 사건 번호 ARB/16/6, 판정, 2019 년 8 월 27 일; *CLA-089*, Bear Creek Mining Corporation v. Republic of Peru, ICSID 사건 번호 ARB/14/21, 판정, 2017 년 11 월 30 일; *CLA-122*, Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/09/1, 판정, 2014 년 9 월 22 일; *CLA-133*, Ioannis Kardassopoulos and Ron Fuchs v. Republic of Georgia, ICSID 사건 번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 판정, 2010 년 3 월 3 일).

¹⁰⁰ 대한민국의 재반박 서면, ¶¶ 430-434 참조.

본질적으로 반사실적이며 확률론적인 탐구이지, 실제로 무슨 일이 일어났는지를 판단하는 것이 아닙니다.¹⁰¹ 청구인이 인용한 판례들과 달리, 대한민국이 의존하는 판례들 – *Chorzów Factory*, *Bosnian Genocide*, *Bilcon* 및 *Nordzucker* – 은 모두 인과관계에 대한 증명책임 문제를 직접 다루었습니다. 해당 판례는 모두 증명책임이 “개연성의 교량”이 아니라는 점에 동의했습니다.

78. 이 사건에서 적용되는 기준에 따르면, 청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 것이며, 그 결과 합병 표결이 필요한 3분의 2의 문턱에 도달하지 못해 청구인이 주장하는 손해를 입지 않았을 것이라는 점을 충분한 확신을 가지고 입증해야 합니다.
79. 대한민국의 주된 입장은 (i) 이것이 적용 가능한 구조이며, (ii) 이를 증거에 적용해 보면 청구인이 사실적 인과관계를 입증하지 못했음이 드러나며(아래 제 III 편 제 B 장 참조), 따라서 (iii) 청구인은 본 사건에서 어떠한 보상도 받을 자격이 없다는 것입니다. 대한민국은 예비적으로 중재판정 취소 판결 제 263(v)항에서 이미 언급된 바와 같이 기회 상실 구조가 적용되어야 한다고 주장합니다.¹⁰² 대한민국은 아래 제 V 편에서 해당 구조와 본건에 어떻게 적용될 수 있는지 설명할 예정입니다.

B. 청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금공단의 표결 결과가 달라졌을 것이라는 점을 필요 기준에 따라 입증하지 못합니다

80. 위에서 밝힌 바와 같이, 청구인은 “충분한 정도의 확실성” 기준에 따라 사실적 인과관계를 입증할 입증책임을 지고 있습니다. 청구인은 해당 입증책임을 다하지 못했으며, 다할 수도 없습니다. 왜냐하면 관련 증거들로 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 점을 충분히 확실하게 뒷받침할 수 없기 때문입니다. 설령 입증 책임이 (사실은 아니지만) 개연성의 교량(balance of probabilities)이라는 더 낮은 기준이었다 하더라도 청구인은 여전히 입증하지 못했을 것입니다. 오히려 – 만약 사안이 개연성의 교량에 따라 검토되었다고 가정하더라도(그렇게 되어서는 안 되지만), 그리고 대한민국이

¹⁰¹ 대한민국이 재반박 서면 ¶430에서 설명한 바와 같이, *Glencore* 및 *Gold Reserve* 사건은 각각 사실적 판단의 입증과 손해액에 관해 다루었고, *Bear Creek* 사건은 손해액만을 다루었으며, *Kardassopoulos* 사건은 적용 가능한 기준에 대한 지침을 제시하지 않은 채 자명한 사실에 기초하여 인과관계를 확인했습니다. *Gold Reserve* 사건에서는, 설령 개연성 기준(balance of probabilities)을 적용한다 하더라도, 어떤 사실이 단지 “가능하다”는 증거만으로는 충분하지 않다고 지적하였습니다.

¹⁰² CLA-222, 취소 판결, ¶ 263(v) (“올바른 분석은 ‘기회 상실’ 분석이었다고 할 수 있다”).

이를 입증할 책임이 없음에도 불구하고—관련 증거들은 독립적인 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높음을 입증하고 있습니다.

1. *관련 요소들을 종합적으로 고려하면 합병 승인이 되었을 가능성이 높습니다*

81. 2015년 5월 26일 삼성물산과 제일모직 이사회가 제안된 합병을 승인했다고 발표한 것은, 한국 최대 재벌인 삼성그룹이 주도하는 합병 지지파와 청구인이 주도하는 반대파 간의 치열한 경쟁을 촉발시켰으며, 양측은 삼성물산 주주들을 대상으로 광범위한 설득 캠페인을 벌였습니다.¹⁰³ 기금은 1,750만 주 이상을 보유한 삼성물산의 최대 주주였으며, 이는 회사 총 발행 주식의 11.21%에 해당했습니다. 동시에 기금은 제일모직의 총 발행 주식 4.84%에 해당하는 650만 주 이상을 보유하고 있었습니다.¹⁰⁴ 기금은 제일모직보다 삼성물산 주식을 더 많이 보유하고 있었지만, 2015년 6월 말 기준 두 회사에 대한 지분 시가총액은 삼성물산 KRW 1조 2,500억(약 USD 8억), 제일모직 KRW 1조 1,400억(약 USD 7억 2,960만)으로 비슷했습니다.¹⁰⁵
82. 기금을 운용하고 의결권을 행사할 책임이 있는 주체로서, 국민연금공단은 합병에 대한 기금 지분의 의결권을 어떻게 행사할지 결정해야 했습니다.¹⁰⁶ 아래에서 더 자세히 논의하겠지만, 당시 적용되던 의결권 행사 지침은 국민연금공단이 기금의 장기적인 주주 가치를 증대하고 기금 자산의 장기적이고 안정적인 수익률을 개선하는 방향으로 기금의 의결권을 행사하도록 규정하고 있었습니다.¹⁰⁷ 이러한 지침을 합병 결정에 적용하는 것은 매우 중대한 사안이었습니다. 중요한 점은, 합병 결정이 삼성그룹 전체의 사업 연속성 및 전반적인 수익성에 중대한 영향을 미칠 것으로 예상되었다는 것입니다.¹⁰⁸ 당시 기금 포트폴리오 전체의 4분의 1에 달하는, 시가총액 KRW 23조 1,900억(약 USD 148억) 이상의 자금이 삼성그룹

¹⁰³ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 209-216.

¹⁰⁴ 서증 R-126, 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결 안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015년 7월 10일, p.1 (2015년 7월 10일 기준 지분 보유 현황).

¹⁰⁵ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, p. 8. Oanda 환율 계산기(2026년 6월 7일 마지막 접속)에서 얻은 1원 = 0.00064 달러의 환율을 적용한 미국 달러 기준 추정 금액입니다.

¹⁰⁶ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 154-156.

¹⁰⁷ RLA-194, 중재판정, ¶ 222. 아래 제 III 편 제 B 장 제 1.a 절 참조.

¹⁰⁸ 아래 제 III 편 제 B 장 제 1.b 절 참조.

계열사에 투자되어 있었다는 사실은 국민연금공단에 있어 이 요소가 얼마나 중요한지를 여실히 보여줍니다.¹⁰⁹

83. 아래의 항에서 대한민국은 관련 요인들을 종합적으로 고려했을 때, 독립적인 국민연금공단은 삼성물산 및 제일모직을 포함한 삼성그룹에 대한 기금의 투자 포트폴리오의 장기적 안정성과 수익성에 합병이 기여할 것을 예상하며 이를 승인해야 한다는 결정을 내리는 것이 타당함을 논증하고자 합니다.

a. 의결권행사지침에 따른 관련 고려 사항

84. 국민연금공단은 기금운용위원회가 제정한 의결권 행사 지침에 따라 기금의 의결권을 행사합니다.¹¹⁰ 의결권행사지침은 기금의 의결권이 기금 수혜자의 이익을 위해 선의로 행사되어야 하며,¹¹¹ “장기적으로 주주 가치를 증대”하는 방식으로 행사되어야 한다고 규정하고 있습니다.¹¹² 또한 이 지침은 “책임투자” 원칙을 명시하고 있으며, 이에 따라 기금의 의결권은 “장기적이고 안정적인 수익률 제고를 위하여 환경, 사회, 기업 지배구조 등 책임투자 요소를 고려하여” 행사되어야 한다고 규정합니다.¹¹³

85. 의결권행사지침 제 6 조는 의결권 행사와 관련하여 다음과 같은 “기본 원칙”을 정하고 있습니다:

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안전에 대하여는 반대한다.
3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.¹¹⁴

¹⁰⁹ RLA-194, 중재판정, ¶ 235; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 8.

¹¹⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 221.

¹¹¹ 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본), 제 3 조; RLA-194, 중재판정, ¶ 222.

¹¹² 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본), 제 4 조; RLA-194, 중재판정, ¶ 222.

¹¹³ 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본), 제 4-2 조; RLA-194, 중재판정, ¶ 222.

¹¹⁴ 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본), 제 6 조. 또한 RLA-194, 중재판정, ¶ 222 참조.

86. 또한 의결 지침은 인수합병 안전에 관해서는 개별 사안별로 평가해야 하며, 합병 제안이 주주 가치를 훼손하는 것으로 판단될 경우 기금은 반대표를 행사해야 한다고 규정하고 있습니다.¹¹⁵ “주주 가치”라는 용어는 일반적으로 주가 상승 및 배당금 지급 형태로 기업의 주주들이 얻는 수익을 의미하는 것으로 이해되며, 국민연금공단은 실제 사례에서도 이 용어를 이와 같이 해석했습니다.¹¹⁶
87. 실제 사례에서 합병을 결정함에 있어, 국민연금공단은 합병이 주주 가치에 미치는 영향을 평가해야 하는 자신의 임무상, 삼성물산과 제일모직(합병 당사 두 회사)뿐만 아니라 기금이 상당한 지분을 보유하고 있으며 합병의 영향을 받을 것으로 예상되는 삼성그룹 내 다른 15 개 회사에 대한 기금의 지분 보유 현황도 반드시 고려해야 한다고 판단했습니다.¹¹⁷ 서울중앙지방법원은 문·홍 사건 판결에서, 국민연금공단이 삼성물산 주식의 가치뿐만 아니라 “기금 보유 주식의 약 25%에 달하는 [삼성] 포트폴리오의 수익성 등”까지 고려할 필요가 있었다는 점을 인정했습니다.¹¹⁸ 국민연금공단이 협정을 준수한 가상의 시나리오에서 다른 견해를 가졌을 것이라고 가정할 근거는 없습니다. 따라서 독립적인 국민연금공단은 삼성물산과 제일모직에 대한 기금의 지분 보유뿐만 아니라 다른 삼성그룹 계열사들에 대한 상당한 지분 보유가 미치는 영향까지 고려하여 합병을 결정했을 것입니다.

¹¹⁵ 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본), 제 7 조, 부속서 1, 제 34 조(1); RLA-194, 중재판정, ¶ 222.

¹¹⁶ 서증 RLA-127, IBA Rules on the Taking of Evidence in International Arbitration 2010, pp. 7-8, 12 (합병이 주가에 미칠 것으로 예상되는 영향 및 배당성향 분석) 참조.

¹¹⁷ 서증 RLA-194, 중재판정, ¶ 235 (“투자위원회는 본건 합병비율이 그 자체로만 보면 삼성물산에게 불리함을 인정하였으나, 삼성그룹에 대한 투자가 ‘기금 보유 주식의 약 25%에 달하므로’, 국민연금공단이 제일모직 및 기타 삼성그룹 회사에 관해 보유한 지분, 즉 삼성그룹 전체 포트폴리오에 대한 전체 수익성도 고려하였다.”); 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 7-10 (합병 결정이 기금이 보유한 17 개 삼성그룹 계열사 주식의 가치에 미치는 영향은 물론, 한국 주식시장 및 한국 경제 전반에 미치는 영향을 분석하였습니다).

¹¹⁸ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 67 (“현실적으로 [기금운용] 본부로서는 [삼성물산]의 저평가로 인한 손실 발생 가능성이 우려되면서도 기금 보유 주식의 약 25%에 달하는 [삼성그룹] 포트폴리오의 수익성 등도 고려할 필요가 있어 찬성과 반대를 쉽게 결정하기 어려웠던 것으로 보인다.”). 또한 RLA-194, 중재판정, ¶ 235 참조; 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 39-40 (투표 지침은 합병이 삼성물산 및 제일모직 주식에만 미치는 영향이나 합병 비율만을 근거로 판단할 것이 아니라, 펀드 전체 포트폴리오에 미치는 영향을 고려해야 한다고 판시하였습니다).

b. 찬성을 지지하는 요인

88. 기금의 이익 보호, 장기 주주 가치 증대, 그리고 장기적이고 안정적인 투자 수익을 높이기 위한 책임 있는 투자라는 목표에 부합하여, 다음과 같은 요인들이 합병 승인을 지지하는 근거가 되었습니다.

(i) 필요성에 따른 기업지배구조개혁을 통한 장기 주주 가치 증대 및 안정적인 수익 확보

89. 인수합병이 발표되기 정확히 1 년 전, 국민연금공단은 한국 주요 재벌의 기업지배구조 개혁에 대한 분석 보고서를 발표했는데, 이 보고서는 복잡한 상호지분 보유 구조(일반적으로 재벌 창업 가문이 과반 지분을 보유하지 않으면서도 지배권을 유지하기 위해 사용하는 방식)에서 지주회사 구조로 전환할 경우, 개혁 이후 기간 동안 주주 가치가 지속적으로 향상된다는 결론을 내렸습니다. 구체적으로, 주가 상승(주식시장이 재벌 주식에 적용하는 이른바 “코리아 디스카운트(Korea discount)”의 효과의 약화를 반영함)을 가져왔습니다.¹¹⁹ 상호지분보유 구조는 이해상충을 모호하게 만들고, 다른 주주들을 희생시키면서 지배주주 가족에게 부를 비투명하게 이전하는 경향(즉, “터널링(tunneling)”)을 포함해 여러 가지 이유로 바람직하지 않은 것으로 간주됩니다.¹²⁰ 국민연금공단은 삼성그룹이 지주회사 구조로 개혁될 가능성을 분석했으며, 여기에는 (한 시나리오에서) 삼성물산과 제일모직(구 삼성에버랜드)의 합병을 통한 방안도 포함되었습니다.¹²¹ 국민연금공단은 이러한 성격의 개혁이 “한국 주식 투자 성과에 긍정적인 영향을 미칠 것”으로 평가했습니다.¹²² 즉, “코리아 디스카운트” 효과를 약화시켜 삼성그룹 계열사들의 주가 성과가 향상될 것이라는 의미입니다.
90. 합병이 발표된 후, 그리고 국민연금공단이 합병에 대한 의결권 행사 여부를 심의하던 기간 내내, 국민연금공단은 합병을 삼성그룹의 지배구조를 개혁하고, 그로 인해 기금이 상당한 지분을 보유한 삼성그룹 계열사들의 주가 성과를

¹¹⁹ 서중 R-061, 투자운용 국내주식부문, “주요 그룹의 기업지배구조 개혁 가능성 검토”, 2014 년 5 월 15 일, p. 1.

¹²⁰ RER-5, 배기홍 교수 전문가 보고서, ¶¶ 39-40, 46-47, 50-51 참조.

¹²¹ 서중 R-061, 운용전략실 국내주식운용실, “주요 그룹들의 기업지배구조 개혁 가능성에 대한 검토”, 2014 년 5 월 15 일, p. 6.

¹²² 서중 R-061, 운용전략실 국내주식운용실, “주요 그룹들의 기업지배구조 개혁 가능성에 대한 검토”, 2014 년 5 월 15 일, p. 1.

개선하기 위한 바람직한 조치로 간주했습니다.¹²³ 국민연금공단은 합병이, 재벌 지배구조 개혁의 선례에 대한 국민연금공단의 분석과 마찬가지로, 합병된 삼성물산/제일모직(“합병 이후 삼성물산”)은 물론 다른 삼성그룹 계열사들의 장기적인 주주 가치(즉, 장기적인 주가 성과 및 배당성향)를 제고할 것으로 기대했습니다.¹²⁴ 이러한 주주 가치 증대는 합병으로 인한 시너지 효과 전망과는 무관한 것이었는데, 이는 기업 지배 구조의 변화 자체(그리고 그로 인한 “코리아 디스카운트”의 축소)에서 비롯될 것으로 예상되었기 때문입니다.

91. 이러한 견해는 최근 대한민국 법원의 이재용 부당합병 판결을 통해 입증되었습니다. 구체적으로, 서울중앙지방법원은 “이 사건 합병의 지배구조 측면에서의 목적 내지 기대효과는 [삼성물산] 회사에 대한 그룹 지배력 강화를 통한 [삼성물산] 회사의 경영권 안정, 사실상 지주회사로서의 위상 강화, 순환출자 해소, 지배구조의 단순화 등을 들 수 있다,”고 판시했습니다.¹²⁵ 법원은 “이러한 효과들 모두 [삼성물산]회사과 그 주주들의 이익에도 부합되는 것이라고 평가할 수 있다”고 결론지었습니다(강조 추가).¹²⁶ 이러한 판단에 이르면서 서울중앙지방법원은 부분적으로 청구인이 “지배권 승계를 위한 구조개편의 필요성을 이해하고 지지한다”고 당시 인정한 점을 근거로 삼았습니다.¹²⁷

¹²³ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, pp. 2, 7-9 참조. 또한 서증 R-123, “참고용”, 국민연금 합병관련 문건, 2015년 7월 8일, p. 55 참조; 서증 C-500, [redacted] 증인신문 녹취서 (문·홍 서울중앙지방법원) [RESP011343], 2017년 4월 10일 [“[redacted] 증인신문조서”], p. 53 (“Q. 혹시 이번에 삼성 합병이 삼성그룹이 주주사체제로 전환하는 출발점이라는 인식이 있었는가요. A. 당시에는 그런 일환이라고 생각을 했습니다.”).

¹²⁴ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13 (“투자위원회에 제공된 ‘이 사건 합병 관련 분석’ 자료에 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 고려되었던 점 ……”); 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, 2, pp. 7-9; 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 54 (“Q. 공단 내부에서도 만약에 삼성이 지주사방식으로 전환을 하게 된다면, 전체적으로 삼성의 주가가 적어도 20% 내외로 상승할 것이라는 의견이 있었다고 하는데, 혹시 아는가요. A. 정확한 수치는 기억이 안 납니다만, 일반적으로 그렇게 됐을 경우에 큰 의미에서 시너지라는 것이 있을 수 있다, 그런 컨센서스는 있었던 것 같습니다.”).

¹²⁵ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 369.

¹²⁶ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 369.

¹²⁷ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 371. 서울중앙지방법원의 이러한 판단은 이후 서울고등법원에서 유지되었습니다. 서증 R-392, 이재용 제 2 심 형사판결, pp. 131-142; 본 1 차 준비서면 부록 참조.

92. 다시 말해, 협정을 준수한 가상의 시나리오에서 국민연금공단이 다른 견해를 가졌을 것이라는 점을 시사하는 어떠한 정황도 없습니다.

(ii) 합병 무산로 야기되는 피해로부터 기금의 이익,
장기적인 주주 가치 및 안정적인 수익을 보호

93. 2015년 3월(인수합병 발표 약 2개월 전) 청구인이 의뢰한 기밀 보고서에서 기업 정보 전문 기관 Spectrum Asia는 삼성물산과 제일모직의 성공적인 합병이 한국 내에서 갖는 중요성에 관하여 청구인에게 다음과 같은 자문을 제공했습니다:

인터뷰에 응한 모든 소식통은 삼성그룹이 상속세를 최소화하면서 총수 일가 3세의 지배 하에 그룹 또는 최소한 그룹의 가장 가치 있는 부분을 유지하기 위한 목적으로 구조조정 과정에 있다는 점에 동의했습니다. . . . [삼성]물산과 제일모직 간의 합병은 알려진 모든 옵션의 일부를 구성하며, 불가피한 것으로 판단되며, 주력 회사인 삼성전자에 대한 총수 일가의 지분을 증대하는 유일하게 실행 가능한 방법으로 간주됩니다.¹²⁸ (강조 추가)

삼성그룹 계열사들의 성공적인 운영은 국가 경제에 필수적이며 . . . 비록 가족 경영에서 비롯된 것이라 할지라도, 기업의 지속 가능성을 위해서는 강력한 리더십이 필수적이며, 이는 한국 정부와 경제에도 마찬가지입니다 . . . 삼성물산과 제일모직의 합병 역시 필수적이고 중대한 사건으로 여겨지고 있습니다 . . . 삼성그룹과 이씨 가문은 이번 합병에 실패할 여유가 없으며, 만약 실패할 경우 삼성그룹에 미칠 영향은 광범위하고 예측 불가능할 뿐만 아니라 경제 전반에 파괴적인 결과를 초래할 수도 있습니다.¹²⁹ (강조 추가)

94. 실제 상황에서 국민연금공단의 의사결정권자들은 삼성그룹이 한국 경제에 차지하는 중요성과, 이번 합병이 삼성그룹의 사업 연속성에 있어 갖는 것으로 인식되는 중요성을 고려할 때, 제안된 합병이 무산될 경우 중장기적으로 삼성그룹 계열사 주식의 실적과 변동성에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 높으며, 이에 따라 기금이 보유한 해당 기업들의 USD 150억 규모 포트폴리오에서도 주주 가치가 손실될 것이라고 보았습니다.¹³⁰ 국제 의결권 자문사 ISS 역시 합병이 거부될 경우

¹²⁸ 서증 R-255, 엘리엇 매니지먼트를 위해 작성된 삼성물산 및 제일모직에 관한 스펙트럼 아시아(Spectrum Asia) 보고서, 2015년 3월 19일, p. 4.

¹²⁹ 서증 R-255, 엘리엇 매니지먼트를 위해 작성된 삼성물산 및 제일모직에 관한 스펙트럼 아시아(Spectrum Asia) 보고서, 2015년 3월 19일, pp. 24-25.

¹³⁰ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, pp. 7-10; 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 67 (“현실적으로 [기금운용]본부로서는 [삼성물산]의 저평가로 인한 손실 발생 가능성이 우려되면서도 기금 보유 주식의 약 25%에 달하는 [삼성그룹] 포트폴리오의 수익성 등도 고려할

단기적으로 삼성물산 주가가 최대 22.6%까지 급락할 수 있다고 경고한 바 있습니다.¹³¹ 투자위원회 위원 다수는 문형표/홍완선 사건 재판에서 증언하며, 합병을 심의할 당시 합병 실패 시 주가 변동성과 이에 따른 기금의 삼성그룹 계열사 지분 손실이 발생할 것이라는 전망을 인지하고 있었으며, 이러한 손실을 피하는 것이 합병 승인을 뒷받침하는 중요한 고려 사항이었다고 진술했습니다.¹³² 한국 법원은 문형표/홍완선 사건 자체¹³³ 뿐만 아니라 합병에 대한 국민연금공단의 표결을 검토한 후속 사건들¹³⁴ 에서도 이러한 증언의 신빙성을 인정했습니다. 예를 들어, 소액주주 국가배상 사건에서 서울중앙지방법원은 투자위원회가 특히 “합병이 무산될 경우 기금 운용에 미칠 영향”을 포함하여 합병에 관하여 “종합적인 고려”를 했다고 판단했습니다.¹³⁵ 협정 준수에 따른

필요가 있어 찬성과 반대를 쉽게 결정하기 어려웠던 것으로 보인다.”); 서증 R-265, 엘리엇 어드바이저스(홍콩)의 ██████████ 이 엘리엇 어드바이저스(홍콩)의 최준호 및 제임스 스미스에게 보낸 이메일, 2015년 6월 15일 (합병 계획의 무산이 제일모직 주가를 하락시켜 국민연금기금의 합병 반대 가능성이 “낮아질” 수 있다는 언론 보도를 첨부한 내부 청구인 이메일); 서증 C-511, 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서 [RESP021565], 2017년 5월 17일, p. 110 (“심정적인 부분으로 본다면, 첫 번째 좀 걱정이 되는 부분은 그 전에 삼성중공업과 삼성엔지니어링의 합병 무산으로 인해서 저희가 상당한 손해를 본 경험이 있었고[.]”).

¹³¹ 서증 C-030, ISS 특별분석보고서 (Special Situations Research), “SC&T: proposed merger with Cheil Industries (삼성물산: 제일모직과의 합병 제안)”, 2015년 7월 3일, p. 2.

¹³² 서증 C-500, ██████████ 증인신문조서, pp. 25-26 (“Q. 이 사건 합병이 무산된다면, 합병 발표로 인하여 가격이 상승했던 삼성물산과 제일모직의 주가도 합병발표 전 가격으로 회귀하거나 그보다도 더 떨어질 가능성이 있는 것으로 분석되었을 뿐만 아니라, 삼성전자를 비롯한 삼성그룹 계열사의 주가도 떨어질 것이라고 일반적으로 예상되고 있었지요. A. 예, 그렇습니다.”) 및 p. 53 (“Q. 그때 이러한 여러 가지 부정적 요소에도 불구하고 삼성 합병에 찬성하게 된 이유가 무엇인가요. A. 가장 크게는 여러 차례 말씀드렸지만, 삼성의 보유 주식을 국민연금공단이 상당히 다수 전체적 주식포트폴리오 분의 을 가지고 있는 상황에서, 특히 삼성이 당시에 미래성장 동력을 일정하게 발굴해야 된다는 입장이 있다는 판단도 있었고, [...] 반대로 무산된다면 그런 것들이 지연되면서 전체적으로 단기적으로는 주가 손실이라든지 장기적으로는 성장 동력 상실이라든지 이런 이슈가 발생할 수 있을 것이라는 부분들에 대한 판단을 상당히 중요하게 생각했습니다.”); 서증 R-290, ██████████ 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심) [“██████████ 증인신문조서”], p. 16; 서증 R-292, ██████████ 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 27 (합병이 무산될 경우 삼성물산 주가가 폭락할 것이라는 당시의 견해를 확인함); 서증 C-511, 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서 [RESP021565], 2017년 5월 17일, p. 110 (“삼성의 포트폴리오 구성 부분이 저희가 어쨌든 전체 비중에서 거의 23-25% 를 차지하고 있는 입장인니까 포트폴리오에 대한 걱정이나 이런 부분들이 좀 있었기 때문에 합병이 무산될 때와 합병이 어졌을 때에 그런 부분을 본다면 약간 합병 무산이 되는 부분에 대한 걱정을 하고 있었던 쪽이었던 것 같습니다.”); 서증 C-502, ██████████ 증인신문조서 (문·홍 서울중앙지방법원) [RESP011531], 2017년 4월 17일 [“██████████ 증인신문조서”], p. 32 (당시 시장에서는 합병이 무산될 경우 주가가 하락할 것이라는 기대가 있었음을 확인), p. 35 (투자위원회가 이 요소를 고려했음을 확인).

¹³³ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 67.

¹³⁴ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 38-40; 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13.

¹³⁵ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 67.

가상의 시나리오에서 이러한 고려 사항들이 국민연금공단의 의사 결정에 반영되지 않았을 것이라고 가정할 근거는 없습니다.

(iii) *삼성물산과 제일모직의 통합 사업을 통한 다각화 및 성장을 통해 장기적인 주주 가치와 안정적인 수익 증대*

95. 삼성물산 및 제일모직 경영진과 삼성그룹이 제시한 제안된 합병의 전략적 근거에는 적어도 다음 요소들이 포함되었습니다: (a) 양사의 건설 사업 부문을 통합하여 건설 사업의 경쟁력을 강화하는 것; (b) 패션 및 식품 유통 사업 분야에서 해외 사업 기회를 확보하는 것; (c) 삼성바이오로직스의 최대 주주가 됨으로써 바이오기술 분야의 새로운 성장 기회를 창출하고, 합병 법인의 강화된 자본 기반을 활용하여 투자를 확대하는 것; 및 (d) 건설, 무역, 패션, 레저, 식음료, 바이오기술을 포함한 사업 포트폴리오 다각화.¹³⁶ 해당 합병과 관련하여 삼성물산과 제일모직이 공동으로 구성한 합병 태스크포스(TF)에서 분석을 진행했으며, 해당 분석에서는 합병으로 인한 시너지 효과가 KRW 6 조에 달할 것으로 전망했습니다.¹³⁷
96. 합병 발표 직후, 삼성물산과 제일모직의 주가는 급등하여 발표 후 첫 거래일에 법정 최대 상승폭인 15%에 근접했습니다.¹³⁸ 원중재 절차에서 당사자들의 각 측 손해 산정 전문가들은 이러한 주가 상승이 위에서 설명한 합병의 전략적 이점 중 일부 또는 전부가 합병을 통해 실현될 것이라는 시장의 기대를 반영한 것이라는 점에 동의했습니다.¹³⁹ (다만, 그 초기 시장 기대가 이후 변화했는지에 관해서는

¹³⁶ 서증 C-017, 삼성물산 주식회사의 보도자료, “제일모직과 삼성물산의 합병”, 2015 년 5 월 26 일; DOW-068, p. 1; DOW-051, p. 3, 10 참조.

¹³⁷ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 599-602, 724-725. 서증 C-203, 삼성물산 발표자료, 2015 년 6 월 24 일, pp. 12-17 참조.

¹³⁸ RLA-194, 중재판정, ¶ 200. 또한 서증 R-084, “제일모직/삼성물산 상한가, 시총 4 위 ‘껍충’”, 데일리포스트, 2015 년 5 월 26 일; 서증 R-088, “주가 10% 오른 삼성물산 더 요동칠듯”, 매일경제, 2015 년 6 월 4 일, p. 1; 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 20; 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, p. 33 (“Q. 실제 합병이 공표되기 직전인 2015. 5. 22. 제일모직의 주가는 163,500 원, 구 삼성물산의 주가는 55,300 원이었는데, 합병 공표 직후인 다음 거래일(2015. 5. 26.) 에는 각 188,000 원과 63,500 원으로 모두 상한가까지 상승하였지요. A. 예.”).

¹³⁹ RER-1, Dow 제 1 차 보고서, ¶ 61 (“삼성물산과 제일모직 시가총액의 동반 상승은 시장이 합병으로 인한 시너지를 기대했음을 시사합니다. 이것은 삼성그룹이 구조조정의 진척으로 얻는 혜택뿐 아니라 운영시너지 또는 금융시너지를 포함할 수 있습니다.”); CER-5, Boulton 2 차 전문가 보고서, ¶ 8.2.5 (“본인은 Dow 교수와 마찬가지로 합병발표 직후 발생하는 삼성물산 및 제일모직의 단기 시장주가의 증대가 잠재적 시너지에 대한 기대에 따라 발생할 수도 있었다는 점이 가능하다고 보고 있습니다.”).

의견이 엇갈렸습니다¹⁴⁰). 중재판정에서 중재판정부는 합병에 대한 시장의 반응이 “복합적”이었다고 언급했습니다.¹⁴¹

97. 독립 애널리스트들이 합병의 잠재적 전략적 이점을 평가한 결과, 합병이 승인되어야 한다는 견해는 상당한 지지를 받았습니다. 중재판정에서 언급된 바와 같이, 최소 21 명의 한국 증권 애널리스트가 합병을 긍정적으로 평가했습니다.¹⁴² KCGS와 ISS를 포함한 일부 외부 의결권 자문사가 삼성물산 주식을 보유한 기관 고객들에게 합병에 반대하도록 권고한 것은 사실입니다.¹⁴³ 동시에 ISS는 제일모직 주주들(국민연금공단을 포함)에게 합병에 찬성표를 던질 것을 권고했습니다.¹⁴⁴ 앞서 언급한 바와 같이, ISS는 또한 합병이 무산될 경우 단기적으로 삼성물산 주가가 최대 22.6%까지 하락할 수 있다고 경고했습니다.¹⁴⁵
98. 리서치 팀의 합병 시너지 효과 산출(나중에 임의로 역산한 것으로 판명됨)을 제외하면, 해당 시기의 국민연금공단 문서는 국민연금공단이 합병의 잠재적 전략적 이점을 신뢰할 만하다고 보았으나, 특정 잠재적 시너지 효과의 규모와 달성 가능성에 관해서는 의구심을 인정했음을 반영하고 있습니다.¹⁴⁶ 해당 문서들과 문형표/홍완선 사건에서 투자위원회 위원들의 증언은 국민연금공단 내부에서 다음과 같은 동일한 의견이 형성되었음을 확인해 줍니다: (a) 삼성물산은 장기간 수익성과 성장의 정체기를 겪어왔으며, 합병은 이러한 추세를 바꿀 기회를 제공한다는 점; (b) 양사의 건설 사업부 통합은 매출 시너지 창출 잠재력을 지녔으며; (c) 바이오 부문은 삼성그룹의 미래 성장 동력으로 기대되었고, 합병 이후 삼성물산이 삼성바이오로직스의 지배주주 지위를 확보함으로써 해당 부문에서 자본 투자 확대 및 매출 증대할 기회가 창출될 것이며; (d) 삼성그룹의

¹⁴⁰ CER-5, Boulton 2 차 전문가 보고서, ¶¶ 8.2.5-8.2.20; RER-3, Dow 제 2 차 보고서, ¶¶ 153-168.

¹⁴¹ RLA-194, 중재판정, ¶ 932.

¹⁴² RLA-194, 중재판정, ¶ 201. 또한 서증 R-019, 김지현/이건혁, “삼성물산 합병 찬성했던 증권사 상당수 “지금 판단해도 찬성”, 동아일보, 2016년 11월 25일 (문·홍 기소 이후에도 합병에 대한 의견이 변하지 않았다고 밝힌 동일한 증권사들) 참조.

¹⁴³ RLA-194, 중재판정, ¶ 202.

¹⁴⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 202.

¹⁴⁵ 서증 C-030, ISS 특별분석보고서 (Special Situations Research), “SC&T: proposed merger with Cheil Industries (삼성물산: 제일모직과의 합병 제안)”, 2015년 7월 3일, p. 2.

¹⁴⁶ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, pp. 11-12; 서증 C-408, 기금운용본부, “제일모직과 삼성물산의 합병에 관한 분석” [RESP014639], 2015년 7월 6일, pp. 2, 7-8.

사실상의 지주회사로서, 합병 후 삼성물산은 삼성물산보다 더 견고한 재무 건전성과 신용 등급을 누리게 될 것이며 브랜드 로열티를 받게 될 것이었고; (e) 제일모직의 발표에 근거하여, 합병 후 삼성물산이 2014 년 21%였던 배당성향을 2020 년까지 30%로 점진적으로 인상하는 것을 포함하여 주주 가치 제고 방안을 채택할 것이라는 기대가 있었음을 알 수 있습니다.¹⁴⁷ 한국의 수많은 제 3 자 주식 분석가들이 실질적으로 동일한 결론에 도달한 점을 감안할 때,¹⁴⁸ 협정을 준수한 가상의 시나리오에서 국민연금공단이 합병의 잠재적 전략적 이점에 관하여 다른 견해를 가졌을 것이라고 판단할 근거는 없습니다.

¹⁴⁷ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 11-12; 서증 C-428, [RESP020541], 2015 년 7 월 10 일, pp. 1-2; 서증 C-500, [RESP020541], 증인신문조서, p. 53 (“삼성이 당시에 미래성장 동력을 일정하게 발굴해야 된다는 입장이 있다는 판단도 있었고, [...]”); 서증 R-290, [RESP020541], 증인신문조서, p. 7 (삼성바이오로직스 주식의 가치에 부여한 중요성을 언급), p. 17 (“[투자위원회 위원들에게] 결정적인 요인 중 하나”는 ‘합병 후삼성물산’이 “삼성의 핵심사업인 삼성전자, 주요 금융시, 바이오 사업 부문에 대한 지분을 모두 보유하게 되어서 사실상 삼성그룹의 핵심계열사로서 지주회사의 역할을 할 수 있을 것”이라는 점에 동의함); 서증 R-292, [RESP020541], 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 17(“당시 상장이 예정되었던 삼성바이오로직스가 제일모직 자회사이기 때문에 삼성바이오로직스가 상장이 되면 저희가 합병법인의 시너지 효과 부분도 기업가치가 많이 제고될 것이라고 판단했었습니다.”), p. 45(“아까도 말씀드렸듯이 위원들이 판단할 때는 단지 시너지 효과만 본 것이 아니라 삼성그룹 주식에 투자된 포트폴리오 그 다음에 바이오로직스의 성장 가능성, 또 궁극적으로 합병 법인이 삼성그룹의 지주사가 되면 다른 지주사처럼 브랜드로열티를 받을 것이기 때문에 그런 부분까지 다 종합적으로 고려해서 판단했다고 생각합니다.”); 서증 C-502, [RESP020541], 증인신문조서, p. 37 (“예, 제가 말씀드렸다고 피 개별 기업의 시너지 효과, 그리고 또 우리가 가지고 있는, 저희들은 경영 참가를 못 하는 재무적 투자자이기 때문에 우리가 가지고 있는 포트폴리오 그런 효과, 주식시장에 미치는 영향들, 지배구조가 투명해지고 지주사로 가는 게 주가에 장기적으로 좋다 그런 부분들, 또 우리 회사 전체적으로 봤을 때는 주식도 있지만 채권도 있었습니다. 채권도 삼성물산이 신용등급이 올라가면서 또 제일모직과 같이 더블에이가 되면서 이익 보는 부분들도 있었고, 그래서 그런 모든 부분들을 당연히 고려해서 의사결정을 하는 것이지요.”), p. 53 (검찰에 대한 진술을 회상하며 “‘삼성물산과 제일모직이 합병을 하여 지주사로 되는 경우에는 장기적으로 연금에 이익이 될 것으로 생각.’, ‘지주사가 받는 브랜드로열티 수익, 그룹 내 공사 물량을 삼성물산이 받아 올 수 있다는 점, 바이오 투자로 인한 신성장 동력’, ‘운용부서에서 리조트 개발과 용인 부지개발, 음식료 사업과 의류 사업의 해외 판매망 활용’.”).

¹⁴⁸ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 367-368; 서증 R-011, 윤상호, “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?”, 디지털데일리, 2015 년 7 월 8 일, p. 1 (국내 증권 애널리스트 22 명 중 21 명이 합병에 관해 긍정적 견해를 표명하였습니다); 서증 C-650, 신한투자증권 보고서, 2015 년 5 월 27 일, p. 1; 서증 R-086, “합병, 끝이 아니라 새로운 시작”, HMC, 2015 년 5 월 27 일, p. 1, 5, 8; 서증 R-087, “합병의 영향 및 주가 방향에 대한 고려”, KB, 2015 년 5 월 27 일, p. 1, 7; DOW-68, p. 1; 서증 R-107, 현대리서치, “장기적 관점에서 양사 주주에 유리한 합병”, 2015 년 6 월 22 일, pp. 1-3 (“합병이 성공할 경우, 제일모직과 삼성물산 주주들은 지속적인 성장을 통해 증가된 주주 가치의 혜택을 누릴 것으로 전망된다.”); DOW-51, p. 3, 10.

(iv) 합병을 통해 실제로 실현된 이익

99. 합병의 실제 결과 또한 관련이 있습니다.¹⁴⁹ 사후적으로 볼 때, 합병의 전략적 이점을 주장했던 측의 주장이 옳았음이 입증되었습니다. 2024년 2월 5일 이재용 부당합병 사건에 대한 판결에서 서울중앙지방법원은 삼성물산과 그 주주들이 합병을 통해 실제로 실현한 이점에 관하여 다음과 같은 사실을 인정하였습니다(이 중 어느 것도 항소심에서 번복되지 않았습니다):

- a. **바이오 사업 부문의 실적.** 합병 이후 삼성물산의 자회사인 삼성바이오로직스는 급속한 성장을 거듭해, 2022년 합병 후 삼성물산 전체 영업이익의 약 40%를 차지했습니다. 바이오 사업 부문의 수익성 덕분에 합병 후 삼성물산은 2022년 5.8%의 영업이익률을 달성했으며, 이는 합병 전 삼성물산의 2.3%에 비해 크게 개선된 수치입니다.¹⁵⁰ 또한, 바이오 사업 부문의 수익성 증가는 합병 후 삼성물산의 건설 및 무역 부문의 수익성 하락을 상쇄하여, 합병 후 다각화된 사업 포트폴리오의 이점을 반영하고 있습니다.¹⁵¹
- b. **재무 구조 개선.** 앞서 언급한 이익률 향상 외에도, 합병 이후 삼성물산의 부채 비율은 합병 전 구 삼성물산의 부채 비율보다 현저히 낮아졌으며, “이는 재무 구조가 개선되었음을 보여줍니다.”¹⁵²
- c. **순환지분 구조의 해소.** 이번 합병을 통해 삼성그룹은 순환지분 구조의 수를 10 개에서 7 개로 줄였으며, 이후 모든 구조가 해소되었습니다.¹⁵³ 따라서 이번 합병은 “지분 순환 구조 해소를 위한 토대를 마련하는 역할을 했으며”, 그 결과 그룹 구조가 더욱 투명하고 단순화되었습니다.¹⁵⁴ 또한, 합병을 통해 구 삼성물산은 사실상 삼성그룹의 지주회사 역할을 하게 되었으며, 이는 사업적 관점에서 “상당한 이점”을 가져다줄 것으로 보였습니다.¹⁵⁵

¹⁴⁹ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 932-947 참조 (합병 후 주가 변동 고려).

¹⁵⁰ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 373.

¹⁵¹ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 374.

¹⁵² 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 374.

¹⁵³ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁵⁴ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁵⁵ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

- d. **신용등급 상승.** 합병 전 구 삼성물산의 신용등급인 AA-에 비해, 합병 이후 삼성물산은 두 단계 높은 AA+의 신용등급을 유지하고 있습니다.¹⁵⁶ 신용등급 상향 조정의 근거로는 다각화된 사업 구조를 통한 경제 변동성에 대한 회복력 강화, 주요 사업 부문의 우수한 시장 지위, 견고한 재무 건전성, 그리고 삼성그룹 지배 구조 및 사업 전략 내에서의 중요성 증대 등이 포함되었습니다.¹⁵⁷ 이에 법원은 다음과 같이 판시했습니다: “이를 보면 이 사건 합병의 목적 내지 기대효과가 실제로 발생하였던 것으로 보인다.”¹⁵⁸ 이는 합병 이후 신용등급이 하향 조정된 구 삼성물산의 동종 건설사들과 대조를 이룹니다.¹⁵⁹ 더 높은 신용등급 덕분에 합병 이후 삼성물산은 자금 조달 시 더 낮은 금리를 적용받을 수 있었으며, 국제 건설 프로젝트에서 더 큰 경쟁력을 확보할 수 있었습니다.¹⁶⁰
- e. **합병 직후 손실 인식.** 합병 이후 삼성물산은 합병 후 구 삼성물산의 막대한 잠재 손실을 인식하고 흡수한 후에도 AA+ 신용등급을 유지했습니다.¹⁶¹ 해당 손실 규모(KRW 2 조 6 천억)는 구 삼성물산의 “재무구조가 개선되지 않은 상태에서”는 이를 인식할 수 없었을 정도로 컸습니다.¹⁶² 이번 합병의 결과로, 구 삼성물산은 KRW 2.6 조의 손실을 인식함으로써 발생할 수 있었던 주가 급락을 피할 수 있었습니다.¹⁶³

c. 찬성에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 요인들

100. 찬성에 부정적인 영향을 미칠 수 있는 두 가지 요인이 확인되었는데, 둘 다 합병비율과 관련이 있습니다. 다시 말해, 제일모직 주식 1 주당 삼성물산 주식 0.35 주라는 합병비율은 대한민국 자본시장법에 따라 정해진 공식을 바탕으로, 해당 기준 기간 동안 삼성물산과 제일모직의 상장 주가를 참고하여 산정된

¹⁵⁶ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁵⁷ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁵⁸ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁵⁹ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 375.

¹⁶⁰ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 376. 또한, 삼성물산의 신용등급 상승과 금리 인하 역시 국민연금의 채권 투자에 도움이 되었습니다. 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, p. 37.

¹⁶¹ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 376.

¹⁶² 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 376.

¹⁶³ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 376-377.

것입니다.¹⁶⁴ 첫 번째 우려 사항은 삼성물산 주가가 회사의 자산 가치에 비해 할인된 가격에 거래되고 있다는 점을 고려할 때, 합병 비율이 삼성물산의 공정 가치를 적절히 반영했는지 여부였습니다.¹⁶⁵ 두 번째 우려 사항은 합병 추진 결정의 과정과 시기, 그리고 불법적인 시장 조작이 발생했을 가능성에 관한 논란과 관련이 있었습니다.¹⁶⁶ 이 두 가지 우려 사항은 아래에서 차례로 다루겠습니다.

(i) *합병 비율이 주주 가치를 훼손하는지*

101. 앞서 언급한 바와 같이, 기금은 삼성물산(11.2%)과 제일모직(4.8%) 모두에 상당한 지분을 보유하고 있었습니다. 이러한 지분 보유 현황을 고려하여, 국민연금공단은 (법정 산정식에 따라 주가만을 바탕으로 산출된) 합병 비율이 다른 평가 방법론을 사용하여 추정한 두 회사의 상대적 주당 가치를 적절히 반영하고 있는지 여부를 평가했습니다.¹⁶⁷ 청구인과 일부 애널리스트들이 주장한 바와 같이, 합병 비율이 이러한 벤치마크에 비해 삼성물산 주식의 가치를 지나치게 낮게 평가했다면, 이는 삼성물산 주주로부터 제일모직 주주로의 가치 이전을 의미하며, 그로 인해 삼성물산 주주로서의 기금이 입은 손해는 제일모직 주주로서의 이익으로 부분적으로만 상쇄될 것입니다.¹⁶⁸
102. 합병 비율을 통해 기금이 두 회사에 보유한 지분에 미치는 순영향을 평가하기 위해, 국민연금공단은 (A) 합병 비율 산출에 사용된 삼성물산 및 제일모직의 주당 가치에서 도출된 기금 보유 지분의 가치와 그리고 (B) 다른 평가 기법을 사용하여 다양한 애널리스트(제 3 자 애널리스트 및 국민연금공단 리서치 팀 포함)가 추정한 삼성물산 및 제일모직의 주당 가치에서 도출된 기금 보유 지분 가치를 비교했습니다.¹⁶⁹ 이 비교 결과는 선택된 벤치마크 평가 방법에 따라 크게

¹⁶⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 198.

¹⁶⁵ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 15-18 참조.

¹⁶⁶ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 16, 19 참조.

¹⁶⁷ 서증 R-127 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 18 참조.

¹⁶⁸ 원심 절차에서 청구인의 전문가인 Boulton 은 국민연금기금의 각 회사에 대한 지분을 차이가 6.4%이므로, 삼성물산 주주로부터 제일모직 주주로 1 달러가 이전될 때마다 국민연금기금은 6.4 센트의 경제적 손실을 입게 될 것이라고 계산했습니다. CER-5, Boulton 2 차 전문가 보고서, ¶ 8.3.4. 이는 산술적으로 맞습니다.

¹⁶⁹ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 18 참조.

달랐습니다. 예를 들어, 딜로이트 안진회계법인과 KPMG 가 각각 삼성물산 및 제일모직 이사회를 위해 수행한 평가를 적용했을 때, 합병 비율은 해당 기업들이 산출한 벤치마크 교환 비율 범위 내에 있었기 때문에 기금의 두 회사에 대한 총 보유 지분에서 발생하는 순 “손실”은 거의 없거나 전혀 없었습니다.¹⁷⁰ 반면, 국제 대리투표 기관인 ISS 가 수행한 평가에서는 기금의 두 회사에 대한 총 지분 보유분에 KRW 5,088 억의 순 “손실”이 발생했다고 추정되었습니다.¹⁷¹ 국민연금공단 리서치 팀의 자체 평가에서는 기금의 두 회사에 대한 총 지분 보유분에 KRW 1,388 억(약 USD 8,883 만)의 순 “손실”이 발생했다고 추정되었습니다.¹⁷² (특히, 한국 법원은 국민연금공단 리서치 팀의 벤치마크 합병 비율 산정이 부적절하다고 볼 수 없다고 판시하였고, 이는 아래에서 논의될 시너지 효과 전망과는 별개의 문제입니다.)

103. 앞서 언급된 모든 가치 평가가 주관적이고 불확실한 성격을 띠고 있다는 점을 주목할 필요가 있습니다. ISS 가 자체 가치 평가 분석과 관련하여 설명한 바와 같이: “다음 분석은 주당 가치를 확정적으로 결정하기 위한 것이 아닙니다. **가치 평가는 과학인 동시에 하나의 기술이며, 합리적인 사람들이라면 의견이 서로 달라질 수 있는 기본 가정에 크게 좌우됩니다**”(원문 강조).¹⁷³ 국민연금공단이 합병에 대한 결정을 내리기 직전 6 일 동안 ISS 가 기준 교환 비율을 대폭 수정했다는 사실은 ISS 자체 계산의 부정확성을 여실히 보여줍니다.¹⁷⁴ 합병과 관련하여, 각 추정된 “합리적” 교환 비율은 한 곳도 아닌 두 곳이나 되는 거대하고 다각화된 기업의 가치평가에 의존함으로써 인해 부정확성이 더욱 심화되었습니다. 뿐만 아니라 기하급수적 성장 잠재력을 지닌 신생 비상장 기업인 삼성바이오로직스에 대한

¹⁷⁰ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일; 서증 R-386, Deloitte, “삼성물산과 제일모직 간 합병비율 검토 보고서”, 2015 년 5 월 25 일, p. 12, 18.

¹⁷¹ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 18.

¹⁷² 서증 R-123, “참고용”, 국민연금 합병관련 문건, 2015 년 7 월 10 일, p. 18.

¹⁷³ 서증 R-122, ISS Proxy Advisory Services, “제일모직(주): 의결권위임경고(Proxy Alert)”, 2015 년 7 월 8 일, p. 14.

¹⁷⁴ 서증 R-127 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 48-49 참조(“[ISS]의 합병 비율은 초기 보고서에서 1:0.95 였으나, 삼성생명 및 삼성바이오로직스 주식 가치 변동을 고려하여 수정되었다(7 월 9 일).”); 서증 R-128, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, p. 4. 또한 서증 C-030, ISS 특별분석보고서 (Special Situations Research), “SC&T: proposed merger with Cheil Industries (삼성물산: 제일모직과의 합병 제안)”, 2015 년 7 월 3 일, p. 2, 17(ISS 의 초기 비율 1:0.95 를 나타냄) 참조.

제일모직의 소수 지분을 평가해야 한다는 점은 이러한 과정을 더욱 더 어렵게 만들었습니다.¹⁷⁵ 국내 12 개 증권사의 애널리스트 보고서에 따르면, 해당 기업의 기업가치는 KRW 5.9 조에서 KRW 36 조에 이르기까지 극도로 광범위한 범위를 보였습니다.¹⁷⁶ 기록에 따르면 국민연금공단의 의사결정권자들은 이 전체 과정이 본질적으로 매우 주관적이고 부정확하다는 점을 잘 인지하고 있었습니다.¹⁷⁷ 게다가 한국 법원이 설명했듯이, 한국 법은 상장 기업 간 합병 시 교환 비율을 결정하기 위한 법정 산정 방식을 규정하고 있는데, 이는 바로 해당 주가가 주식의 공정 시장 가치를 측정하는 객관적인 척도이기 때문입니다.¹⁷⁸

104. 실제 상황에서 국민연금공단은 합병의 경제적 결과에 대한 평가를 두 가지 관점에서 접근했습니다.

- a. 첫째, 국민연금공단은 합병 성공 시나리오와 합병 실패 시나리오라는 두 가지 대안 시나리오에서 예상되는 결과를 정성적으로 비교 분석했습니다. 이 비교를 통해 국민연금공단은 장기 주주 가치의 모든 결정 요인—삼성물산과 제일모직의 주가, 기타 삼성그룹 계열사의 주가, 전체 주식

¹⁷⁵ 서증 R-122, ISS Proxy Advisory Services, “제일모직(주): 의결권위임경고(Proxy Alert)”, 2015 년 7 월 8 일, p. 15(삼성바이오로직스를 “가장 큰 기대를 모으는 사업”으로 기술함) 참조.

¹⁷⁶ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, p. 26. 또한 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 52 참조.

¹⁷⁷ 서증 R-128, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 7-8; 서증 C-428, [redacted], 투자위원회 회의록 [RESP020541], 2015 년 7 월 10 일, p. 3; 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 32 (“Q. 기업가치 평가는 경기전망, 경제지표 전망, 업황 전망, 평가대상 기업의 실적전망 등에 평가자의 주관에 개입될 수 있지요. A. 예, 그런 측면이 있습니다. Q. 평가자가 미래에 대한 전망을 긍정적으로 보는지 부정적으로 보는지에 따라 결과에 큰 차이가 있기 때문에, 평가기관들은 통상 특정 수치가 아닌 일정한 범위(긍정적 전망부터 부정적 전망까지)를 두어서 기업 가치를 평가하지요. A. 예, 그렇습니다. [...] Q. 또한, 이러한 기업가치 평가는 평가자가 어떠한 평가방법을 사용하는지에 따라 결과에 많은 편차가 생길 수도 있지요. A. 예.”); 서증 C-511, 홍완선(문·홍, 서울중앙지방법원)의 피고인신문 녹취서 [RESP021565], 2017 년 5 월 17 일, pp. 65-66 (“Q. 기업의 재무회계정보를 이용하여 기업가치를 산출하는 각 평가방법들이 있는데, 각 평가방법들은 나름대로의 장단점을 가지고 있고 특정 평가방법에 의한 결과가 다른 평가방법에 의한 결과에 비하여 우수하거나 열위에 있다고 일률적으로 단정할 수는 있지요. A. 예. [...]. Q. 그래서 재무회계정보를 이용하여 기업가치를 평가할 때에는 평가방법이 같다고 하더라도 평가자에 따라 적정주가에 가 나타나기 도 하지요. A. 예.”), p. 69 (“Q. 다른 어떠한 기업가치의 평가보다 합병비율의 산정을 위한 기업가치 평가는 그 성질상 합병이 발 표된 이후 짧은 간에 분석이 이루어지지요. A. 예. Q. 그와 같은 기간의 짧은 때문에도 더더욱 부정확할 수 있는 것이지요. A. 예, 그런 변도 있습니다. Q. 심지어 ISS 는 삼성물산 주식 평가에 있어 보유 상장법인의 주식에 대하여 할인율을 전혀 적용하지 않고 평가를 하는 바람에 삼성물산이 보유한 상장주식의 가치를 높게 반영하는 잘못이 있지요. A. 예.”).

¹⁷⁸ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 17.

시장, 그리고 국가 경제—에 관하여 합병 성공 시나리오가 합병 실패 시나리오보다 더 나은 성과를 낼 것으로 전망했습니다.¹⁷⁹ 문형표/홍완선 사건에서 투자위원회 다수 위원은 합병 찬성 투표 시 실제로 이러한 거시적 고려 사항들을 반영했다고 증언하였으며,¹⁸⁰ 해당 증언은 합병과 관련된 다수의 사건에서 한국 법원에 의해 그 신빙성이 인정되었습니다.¹⁸¹

- b. 둘째, 국민연금공단은 국민연금공단 리서치 팀의 벤치마크 교환 비율(KRW 1,388 억)에서 암시되는 합병 비율로 인한 순 “손실”과 합병으로 예상되는 시너지 효과를 정량적으로 비교하려고 시도했습니다. 예상 합병 시너지 효과는 정량화하기가 매우 어렵기로 악명 높으며,¹⁸² 국민연금공단 리서치 팀은 그러한 계산을 수행한 경험이 부족했습니다.¹⁸³ 중재판정부도 인지하다시피, 그럼에도 불구하고 국민연금공단 리서치 팀은 앞서 언급한 KRW 1,388 억 순 “손실”을 상쇄할 만큼 충분한 시너지 효과를 보여주기 위해 단순히 예측치를 역설계하도록 지시받았습니다.¹⁸⁴ 이러한 지시에 따라 약 KRW 2.1 조의 시너지 효과가 산출되었으며, 이는 합병 이후 삼성물산에 대한 기금의 6.7% 지분 가치가 약 KRW 1,407 억에 달함을 시사합니다(“왜곡된 시너지 전망”).¹⁸⁵

105. 만약 보건복지부가 국민연금공단의 표결에서 특정 결과를 보장하도록 압력을 행사하지 않았더라면, 국민연금공단 관계자들은 리서치 팀에게 시너지 효과를 임의적인 방식으로 모델링하도록 지시하지 않았을 것이며, 왜곡된 시너지 전망이

¹⁷⁹ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일, pp. 7-10 참조.

¹⁸⁰ 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 23, 25-27, 53-54, 61; 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, pp. 16-17, 27-28, 32-33, 37; 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, p. 7, 15-17, 29-31, 33-34, 41, 43; 서증 R-291, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), pp. 22-23, 31-32, 51, 57-58, 65-66; 서증 R-292, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 17, 45.

¹⁸¹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 67; 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 38-40, 45; 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13.

¹⁸² RER-3, Dow 제 2 차 보고서, ¶ 154 (“시너지를 입증 및 가치평가하는 것은 상당히 어렵습니다. 객관적으로 시너지를 측정하는 것이 어렵기 때문에, 합병 발표 시 시너지에 대한 상세 내용은 종종 제공되지 않습니다.”).

¹⁸³ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 53.

¹⁸⁴ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 589-591.

¹⁸⁵ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 589-591.

만들어지거나 투자위원회에 제시되지도 않았을 것입니다. 대신, 독립적인 국민연금공단은 평가의 정량적 요소에 관하여 다른 접근 방식을 채택했거나(예상 합병 시너지 효과를 정량화하는 데 내재된 한 어려움을 염두에 두고), 방법론적으로 타당한 시너지 전망을 의뢰했을 것이라고 합리적으로 예상할 수 있습니다. 그와 관련하여, 삼성그룹이 국민연금공단 및 기타 삼성물산 주주들에게 KRW 6 조의 합병 시너지 효과를 전망한 보고서를 제공하였다는 점을 상기할 필요가 있습니다. 이는 왜곡된 시너지 전망치의 3 배에 달하는 규모입니다.¹⁸⁶ 이재용 부당합병 사건에서 서울중앙지방법원은 증거가 삼성그룹의 KRW 6 조의 시너지 전망이 사기적이거나 조작되었거나 근거가 없다는 결론을 뒷받침하지 않는다고 판시했습니다.¹⁸⁷ 실제로 앞서 언급한 바와 같이, 법원은 합병이 삼성물산과 그 주주들의 주주 가치를 감소시킨 것이 아니라 오히려 증대시켰다고 판시했습니다.¹⁸⁸ 법원은 또한 해당 주주들이 합병에 대한 대안적 선택을 통해 주주 가치를 증대시킬 기회를 상실했다고 볼 수 없으며, 만약 합병 대신 대안이 선택되었다면 합병이 실행된 상황보다 삼성물산 및 그 주주들에게 더 유익했을 것이라고 보는 데에는 “합리적인 근거가 없다”고 판시했습니다.¹⁸⁹

(ii) 시장 조작 내지 위법행위에 관한 주장

106. 청구인은 합병에 반대하는 과정에서 합병과 관련된 “불법적 공모”에 대한 심각한 혐의를 제기하였으며,¹⁹⁰ 합병 제안이 결정되고 발표된 과정 및 시기에 관하여 다양한 논란이 있었습니다.¹⁹¹ KCGS는 국민연금공단을 위해 작성한 의결권 행사 권고 보고서에서, 합병에 반대할 것을 권고한 근거로 합병의 진정한 목적이 이씨 가문이 삼성그룹에 대한 지배력을 강화하기 위한 것인지에 대한 우려, 삼성물산 및 제일모직 경영진의 의무 위반 가능성, 그리고 합병 비율과 관련된 우려를 제시했습니다.¹⁹²

¹⁸⁶ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 599-602, 724-725.

¹⁸⁷ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 599-602, 724-725.

¹⁸⁸ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 374-377, 896-897.

¹⁸⁹ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 896-897.

¹⁹⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 204.

¹⁹¹ 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일, pp. 14-16 (다양한 논란 요약) 참조.

¹⁹² 서증 C-402, KCGS, “국내 상장사 안건 분석 보고서 (2015) - 삼성물산” [RESP000162], 2015년 7월 3일, pp. 2-3, 12, 21.

107. 국민연금공단은 합병에 대한 심의 과정에서 이러한 논란들을 인지 하고 있었으나, 서울중앙지방법원이 합병 가처분 결정에서 청구인의 합병 금지 신청을 기각한 사실을 근거로 기각했습니다.¹⁹³ 해당 결정에서 서울중앙지방법원은 특히 다음과 같이 판시했습니다: (a) 삼성물산과 같은 상장기업의 경우, 주가는 회사의 객관적인 시장 가치를 반영한다;¹⁹⁴ (b) 합병 비율 결정일 당시 삼성물산과 제일모직 간의 주가 차이는 다른 어느 시점보다 “터무니 없는 것”으로 볼 수 없으므로, “합병가액 및 합병비율의 산정이 현저히 부당하다고 볼 수도 없다”;¹⁹⁵ (c) 합병 발표 후 삼성물산 주가가 크게 상승한 사실은 “이 사건 합병에 대하여 긍정적으로 평가하는 모습을 보이기도 한 점”;¹⁹⁶ 그리고 (d) 삼성물산이 “건설 및 상사 분야의 매출 성장세가 예전보다 침체된 상황에서 이를 타개하[기] 위한 방편으로 레저, 패션, 식음료, 바이오 분야 등에서 강점 또는 잠재력을 가지고 있는 [제일모직]과의 합병을 추진할 만한 동기가 있다고 볼 여지가 없지 아니하다.”¹⁹⁷
108. 비록 합병과 관련하여 기금의 의결권 행사 여부를 결정하기 위한 투자위원회 회의보다 (일주일) 늦게 내려진 결정이긴 하지만, 가처분 신청 기각 결정을 확정판 서울고등법원의 판결 역시 당시 합병을 둘러싸고 떠돌던 음모론들이 입증되지 않았다는 한국 법원의 동시적 결론을 뒷받침한다는 점에서 관련성이 있습니다. 구체적으로, 고등법원은 특히 다음과 같이 판시하였습니다: (a) 합병가액 및 합병비율은 산술평균한 가액을 기준으로 산정하였다;¹⁹⁸ (b) 삼성물산 주가가 주당 장부가치보다 낮게 거래되고 있었으나, 이는 건설 업계에서는 드문 일이 아니며, 그 사실만으로는 주가가 공정 시장 가치를 반영하지 못했다는 점이나 대주주에 의해 주가가 불법적으로 조작되었다는 점을 입증할 수 없다;¹⁹⁹ (c) 대리권자문사가 합병에 반대하도록 권고했다고 해서, 법적 의미에서 해당 합병이 불법적이거나 불공정하다는 것을 의미하지는 않는다;²⁰⁰ (d) 삼성물산은 건설

¹⁹³ 서증 C-428, ■■■■■, 투자위원회 회의록 [RESP020541], 2015년 7월 10일, p. 1; 서증 R-290, ■■■■■ 증인신문조서, p. 7; 서증 C-500, ■■■■■ 증인신문조서, p. 27; 서증 C-502, ■■■■■ 증인신문조서, p. 23.

¹⁹⁴ 서증 R-009, 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정, p. 11.

¹⁹⁵ 서증 R-009, 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정, p. 13.

¹⁹⁶ 서증 R-009, 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정, p. 14.

¹⁹⁷ 서증 R-009, 서울중앙지방법원 2015. 7. 1.자 2015 카합 80582 결정, p. 14.

¹⁹⁸ 서증 C-235, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정, pp. 8-9.

¹⁹⁹ 서증 C-235, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정, pp. 8-9.

²⁰⁰ 서증 C-235, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정, pp. 9-10.

부문의 장기적인 침체로 인해 성장세가 둔화되었으므로, 사업 다각화와 성장 잠재력 강화를 위해 합병을 추진한 것은 정당했다;²⁰¹ 및 (e) 합병 발표 후 삼성물산 주가는 일일 상한가까지 상승하였는데, 이는 주식 시장이 적어도 어느 정도는 합병에 관하여 긍정적인 평가를 내렸음을 시사한다.²⁰²

109. 앞서 언급한 바와 같이, 실제 상황에서는 국민연금공단의 의사결정권자들이 합병과 관련하여 청구인이 제기한 시장 조작, 불법적 목적, 불공정한 합병 비율 및 기타 위법성에 대한 주장이 입증되지 않은 점과, 오히려 삼성물산이 합병을 추진할 충분한 사유가 있다는 한국 법원의 판결을 근거로 합병에 대한 결정을 내렸음을 알 수 있습니다. 협정을 준수한 가상의 시나리오에서도 마찬가지였을 것입니다. 중요한 점은, 이재용 부당합병 사건(후술)에서 서울중앙지방법원은 합병 가치분 결정을 “감안할 때”, 피고들(이 사건에서는 이재용, 삼성그룹 고위 임원 및 외부 회계법인의 회계사들)이 합병 의결이 이루어졌을 당시 합병 비율이나 시기가 불공정하다고 할 수 없다고 판시한 점입니다.²⁰³

110. 완전성을 기하기 위해, 대한민국은 합병과 관련된 위법성 주장이 이후 두 건의 사건(민사 1 건, 형사 1 건)에서 다음과 같이 기각되었음을 언급합니다:

a. **합병 무효의 소 판결 (서증 R-020).** 서울중앙지방법원은 원고들이 합병에 부적절한 목적이 있었다는 점을 입증하지 못했다고 판시하였으며, 그 이유 중 하나로 삼성물산의 실적이 악화되고 있었기에 정채 상황을 타개하기 위한 수단으로 제일모직과의 합병을 통한 사업 다각화를 모색할 이유가 있었다는 점을 들었습니다;²⁰⁴ 합병 발표 후 주가가 상승했다는 점;²⁰⁵ 경영권 승계가 합병의 유일한 이유가 아니었으며, 부적절한 것도 아니었다는 점 – 실제로 기업 구조조정을 통한 경영 안정화는 삼성그룹 및 그 계열사(삼성물산 포함)의 이익에 기여했으므로 적법한 목적이었다는 점.²⁰⁶ 합병 비율과 관련하여, 법원은 비록 삼성물산에게 다소 불리하다고 볼 수 있다 하더라도, 합병 비율이 명백히 불공정하다고 볼 수는 없다고

²⁰¹ 서증 C-235, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정, p. 12.

²⁰² 서증 C-235, 서울고등법원 2015. 7. 16.자 2015 라 20485 결정, pp. 12-13.

²⁰³ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결 pp. 887-888.

²⁰⁴ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 11.

²⁰⁵ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 12.

²⁰⁶ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 12.

판시했습니다. 이는 합병 비율이 투자자 보호를 목적으로 한 법정 산정식에 따라 계산되었으며, 시장 조작이나 불공정 거래와 같은 정황이 없었기 때문입니다.²⁰⁷ 또한 법원은 삼성그룹의 시장 조작 주장에 관하여 “이를 뒷받침할 증거가 없다”고 판시했습니다.²⁰⁸ 법원은 나아가 합병 시기가 불공정하다는 주장을 기각하며, 주가 차이가 다른 날짜와 비교했을 때 비정상적으로 크지 않았으며, 체계적인 주가 조작의 증거도 발견되지 않았다고 밝혔습니다.²⁰⁹

- b. **이재용 부당합병 형사 판결 (서증 R-391, R-392).** 서울중앙지방법원과 서울고등법원은 이 사건 병합 재판에서, 이재용 및 기타 피고인들이 합병과 관련하여 불법적인 시장조작 및 부당거래를 저질렀다는 혐의(기타 혐의 포함)에 관하여 모든 피고인에 대한 형사 기소를 기각했습니다. 법원은 입수된 증거와 기존 형사·민사 판결을 종합적으로 고려한 끝에, 합병이 삼성물산 주주들의 희생을 대가로 이씨 가문에 이익을 주려는 부당한 목적을 가진 것이 아니라고 판단하였으며, 검찰이 합병 시기, 절차 및 합병비율이 불법적이거나 불공정하거나 부적절하다는 점을 입증하지 못했다고 판시했습니다.²¹⁰ 그 밖의 여러 주목할 만한 판단 사항 중에서도, 법원은 삼성이 삼성물산 주주들에게 합병 찬성을 설득하는 과정에서 허위 정보를 유포하지 않았으며, 경영권 강화나 승계 목적을 은폐하지도 않았다고 결론지었습니다.²¹¹ 또한 법원은 딜로이트안진 회계법인이 삼성물산의 의뢰로 작성한 합병비율이 적정한 범위 내라고 결론지었던 2015년 5월 25일자 합병비율 보고서가 조작되거나 날조되었다고 볼 수 없다고 판시했습니다.²¹² 또한 앞서 언급한 바와 같이, 삼성그룹이 제시한

²⁰⁷ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 17. 최근의 주주청구 소송에서 서울중앙지방법원은 합병비율이 현저히 불공정하다고 볼 수 없다는 결론에 동의했습니다. 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 14.

²⁰⁸ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 18-19.

²⁰⁹ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 20.

²¹⁰ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 365-421.

²¹¹ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 599, 608.

²¹² 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 602. 서증 R-386, Deloitte, “삼성물산과 제일모직 간 합병비율 검토 보고서”, 2015년 5월 25일, p. 12 참조.

KRW 6 조 규모의 합병 시너지 효과 전망 역시 임의적이거나 허위라고 볼 수 없다고 판시하였습니다.²¹³

d. 관련 요소에 대한 결론

111. 위에서 설명한 바와 같이, 국민연금공단의 의결권 행사 지침에 따른 임무는 장기 주주 가치의 훼손을 방지하고 기금 투자 수익률의 장기적 안정성을 제고하는 것이었으며, 기금 자산의 약 4분의 1은 삼성그룹 계열사에 투자되어 있었습니다. 이번 합병은 이러한 목표를 달성하는 데 기여했습니다. 이는 삼성그룹 기업 구조의 필수적인 개혁을 위한 중요한 단계였으며, 정체된 건설 부문 외부에서 삼성물산의 성장과 안정을 위한 새로운 길을 열어주었습니다. 무엇보다도, 합병이 실패할 경우 기금이 보유한 USD 150 억 규모의 삼성그룹 지분 포트폴리오에 변동성과 손실을 초래할 것으로 예상되었습니다. 비록 합병 비율이 단기적으로는 삼성물산에 구조적으로 불리했지만, 이는 법정 공식에 따라 결정된 것이었으며, 합병 비율로 인해 기금의 두 회사에 대한 지분에서 발생하는 “손실”에 대한 어떠한 추정도 필연적으로 주관적이고 불확실한 것이었으며, 어찌되었든 (1) 합병으로 기대되는 상당한 장기적 이익과 (2) 합병 실패로 인해 기금의 전체 포트폴리오에 예상되는 손실도 함께 고려해야 했습니다. 국민연금공단은 청구인과 달리 단기적 이익 극대화를 추구하기보다는 주주 가치에 대한 장기적 이익과 안정적인 수익을 우선시해야 할 의무를 지고 있었다는 점을 강조할 필요가 있습니다. 또한, 국민연금공단의 결정은 (가상의 시나리오에서도 마찬가지였을 것이지만) 합병 가치분 결정이라는 배경 하에 내려진 것으로, 해당 결정은 무엇보다도 삼성물산이 합병을 추진할 타당한 근거를 가지고 있으며 합병의 위법성 및 부당성에 대한 주장이 입증되지 않았음을 확인한 바 있습니다.
112. 요약하면, 객관적 증거는 관련 요인들의 균형이 합병 찬성 결정에 유리하게 작용했음을 입증합니다.
113. 다음 절에서 대한민국은 가상의 시나리오에서 예상되는 의사 결정 과정을 입증하는 증거를 분석합니다.

²¹³ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 599-602, 634.

2. 실제 시나리오의 사건 전말은 독립적인 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높다는 결론을 뒷받침합니다

a. 어떤 위원회가 결정을 내렸을지에 대한 불확실성

114. 우선, 가상의 시나리오에서 국민연금기금의 합병 관련 의결권 행사에 대한 최종 결정을 투자위원회가 내렸을지, 아니면 전문위원회가 내렸을지에 관해서는 불확실성이 존재합니다. 의결권 행사 지침에 따르면, “심의 및 결의”를 거쳐 기금이 보유한 주식의 의결권을 행사하는 주체는 투자위원회입니다.²¹⁴ 의결 지침 제 8조 제 2항은 투자위원회가 “찬성과 반대의 선택이 어려울 경우” 전문위원회에 결정을 요청할 수 있다고 규정하고 있습니다.²¹⁵
115. SK 합병 사건(2015 년 6 월)의 경우, 투자위원회는 결정의 타당성에 관하여 자체적으로 먼저 심의하지 않은 채 전문위원회에 결정을 회부했습니다.²¹⁶ 당시 회부의 근거는 해당 거래가 논란의 여지가 있었고 결정을 내리기가 “어려웠다”는 점이었습니다.²¹⁷ 보건복지부의 불법적 개입 이전에, 홍완선 본부장이 해당 합병 건에 관해서도 동일한 절차를 따르려 했을 가능성을 시사하는 증거가 있습니다. 즉, 의결 지침 제 8조 제 2항에 따라 합병 결정을 전문위원회에 회부할지 여부를 묻는 안건을(찬성/반대) 투자위원회에 상정하려 했을 수 있다는 것입니다.²¹⁸
116. 그러나 보건복지부가 이 절차에 이의를 제기함에 따라 해당 절차는 이행되지 않았습니다.²¹⁹ 대신, 국민연금공단의 투자관리본부(“기금운용본부”)는 대체적인 “공개 투표 방식(open voting)” 절차를 마련했는데, 이 절차에 따라 합병 결정안이 우선 투자위원회에 상정되었으나, 각 위원회 위원은 여러 선택지(국민연금공단이 찬성 투표, 국민연금공단이 반대 투표, 국민연금공단이 기권; 국민연금공단이 기권; 또는 해당 투자위원회 위원이 기권) 중에서 선택할 수 있도록 하였으며, 투자위원회에서 처음 네 가지 항목 중 어느 것도 과반수 득표를 얻지 못할 경우

²¹⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 223 (서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본)) 인용).

²¹⁵ RLA-194, 중재판정, ¶ 223 (, 서증 R-057, 국민연금 의결권행사지침, 2014. 2. 28.(서증 C-309 수정 번역본)) 인용).

²¹⁶ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 44 참조.

²¹⁷ RLA-194, 중재판정, ¶ 226.

²¹⁸ 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 15, 17-18, 33 참조.

²¹⁹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 7 참조.

해당 결정이 전문위원회로 회부된다는 점을 명시적으로 이해한 상태에서 진행되었습니다.²²⁰ 중요한 점은, 한국 법원이 문형표/홍완선 사건에서 이 공개 투표 방식의 개발 및 채택이 종전 관행보다 의결권 행사 지침을 더 잘 준수하는 것으로서, 전문위원회 회부를 회피하거나 합병에 대한 찬성표를 확보하려는 의도나 효과가 없었으며, 법적 검토를 거쳐 채택된 것이므로 불법적이거나 부적절하다고 볼 수 없다고 판시했다는 점입니다.²²¹ 실제 시나리오에서, 8 명의 투자위원회 위원 중 과반수가 합병에 찬성표를 던졌으며, 이에 따라 해당 결정은 전문위원회로 회부되지 않았습니다.²²²

117. 협정을 준수한 가상의 상황에서 기금운용본부가 결정을 전문위원회에 직접 회부하는 비공개 투표 방식을 채택했을지, 아니면 실제 시나리오와 같이 투자위원회가 먼저 심의하고 해결을 모색하는 공개 투표 방식(open voting)을 채택했을지 단정하기는 어렵습니다.²²³ 후자의 시나리오에서는, 부당한 간섭이 없었다면 투자위원회가 해당 사안에 관하여 다수결 결정을 내렸을지, 아니면 결론을 내리지 못했을지에 대한 추가적인 의문이 당연히 제기됩니다. 아래에서 대한민국은 먼저 결정이 전문위원회로 회부되었을 것이라는 가정 하에(제 III 편 제 B 장 제 2.b 절) 가상의 시나리오를 다루고, 그 다음으로 투자위원회가 해당 사안을 직접 결정했을 것이라는 가정 하에(제 III 편 제 B 장 제 2.c 절) 가상의 시나리오를 다룹니다.

²²⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 238; 서증 R-128, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, pp. 13-15; 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 49, 60-61; 서증 C-499, [RESP011118], 2017년 4월 3일, p. 38; 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13.

²²¹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 49, 60-61, 68; 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, pp. 44-45. 또한 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 38 참조.

²²² RLA-194, 중재판정, ¶ 238.

²²³ 이러한 어려움이 발생한 이유 중 하나는, 보건복지부가 SK 합병 사건에서 채택된 절차(투자위원회의 심의 없이 경제자문위원회에 직접 회부한 점)에 관해 제기한 이의 중 일부가 본질적으로 부당하지 않았으며, 한국법이나 조약을 위반하지 않는 범위 내에서 제안 형태로 제기될 수도 있었기 때문입니다. ‘청와대 조치’와는 전혀 별개로, 경제자문위원회의 SK 합병 처리 방식은 각계각층으로부터 혹독한 비판을 받아왔습니다. 서증 C-499, [RESP011118], 2017년 4월 3일, p. 10(이러한 비판을 설명하는 투자위원회 위원 증언); 서증 C-518, [RESP013167], 2017년 6월 27일, pp. 24-25 (동일).

b. 전문위원회는 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높음

118. 관련 증거들은, 해당 사안이 전문위원회에 회부되었다면 전문위원회가 거의 확실히 합병에 반대하거나 기권하기로 결정했을 것이라는 결론을 뒷받침하지 못합니다. 오히려 실제 상황의 전개는 전문위원회의 결정 결과가 불확실했으나, 부결보다는 가결될 가능성이 더 높았다는 결론을 뒷받침합니다. 비록 보건복지부가 당시 전문위원회의 투표 행태에 관하여 예측한 내용을 신뢰할 수 있다고 하더라도, 보건복지부는 조영길의 반대표를 던질 가능성이 높다고 판단했기 때문에 4대4대1의 분할 결과를 예측하였습니다. 그러나 조영길 위원에 대한 반박되지 않은 증거에 따르면, 그는 합병에 반대할 계획이 없었으며, 오히려 당시 최근에 내려진 합병 가처분 결정(합병의 위법성 주장을 기각한 결정)이 전문위원회가 존중해야 할 매우 중요한 부분이라는 것이 그의 잠정적인 의견이었습니다. 실제로, 해당 결정의 선고는 이번 합병 결정을 전문위원회의 이전 SK 합병 결정과 뚜렷이 구별하는 몇 가지 상황 중 하나입니다.

(i) 전문위원회 표결에 대한 보건복지부의 당시 예측

119. 다시 말해, 중재판정에서 중재판정부는 문형표 장관이 기금운용본부에 투자위원회가 합병을 결정하도록 지시한 배경과 관련하여, ‘문형표/홍완선 사건’에서 서울중앙지방법원이 내린 판단을 다음과 같이 요약했습니다:

앞서 SK/SK C&C 합병을 결정한 전문위원회에 사안을 부의하는 것이 **본건 합병의 승인을 “보증”하지 않는다**는 것이 명백해지자, 문형표 장관은 2015년 7월 8일 오전 “[조남권]에게 사건 합병 안건을 전문위원회에 부의하지 말고 기금운용본부 투자위원회에서 찬성 결정하도록 하라는 취지로 말하였다”.²²⁴ (강조 추가)

120. 가정적 시나리오에서 전문위원회가 이 사안을 어떻게 결정했을지에 대한 문제는 본 환송 절차에서 중재판정부가 직접 다루고 있는 사안이므로, 이러한 사건들과 관련된 기초 증거를 보다 상세히 검토해 볼 필요가 있습니다.

²²⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 587 (서중 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 8 인용). 또한 CLA-222, 취소 판결, ¶ 62 참조 (“조남권 등이 7월 6일/7일경에 도달한 결론은 합병에 대한 전문위원회의 승인이 보장되지 않는다는 것이었다.” (강조 추가)).

121. 2015 년 7 월 초, 기금운용본부 관계자들은 합병을 투자위원회에서 결정하도록 하라는 보건복지부의 지시에 저항하고 있었습니다.²²⁵ 해당 사안이 전문위원회로 회부될 가능성을 감안하여, 보건복지부는 “전문위원회에서 이 합병을 성공적으로 완료할 수 있는 방안을 모색하기 시작했습니다.”²²⁶ 이러한 노력에는 보건복지부와 기금운용본부가 공동으로 태스크포스를 구성하여 전문위원회 위원 개개인의 예상 성향을 분석하고, 전문위원회 위원 및/또는 그들을 지명한 기관에 대한 직간접적인 접촉을 바탕으로 전문위원회의 투표 결과를 예측하며, 그 결과를 확실한 승인으로 이끌기 위한 방안 모색 등이 포함되었습니다.²²⁷ 태스크포스가 작성한 문서에 따르면, 2015 년 7 월 7 일 저녁까지 진행된 “투표 의향 사전 조사” 결과, 전문위원회 위원 5 명(조영길 포함) 중 다수가 합병에 찬성하고, 3 명은 반대할 것으로 예상되며, 1 명은 기권할 가능성이 있는 것으로 나타났으며, 이에 따라 태스크포스는 전문위원회가 합병을 승인할 것으로 예상했습니다.²²⁸
122. 그러다 2015 년 7 월 7 일 어느 시점에, 태스크포스가 예측한 조영길의 입장이 “찬성”에서 “반대”로 바뀌면서, 예상 투표 결과는 찬성 4 표, 반대 4 표, 기권 1 표로 남게 되었습니다.²²⁹ 그날 저녁, 이태한 차관은 문형표 장관에게 전문위원회와 관련된 상황이 “다소 불안정해졌다”고 보고했습니다.²³⁰ 이 보고를 받은 후 “이러한 분석만으로는 합병 승인을 100% 보장하기에는 부족하다고 판단”(강조 추가)한 문형표 장관은 투자위원회가 이 사안을 결정할 수 있는 방안을 모색해야 한다고 지시했습니다.²³¹ 다음 날인 2015 년 7 월 8 일에 작성된 문서들은

²²⁵ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 45.

²²⁶ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 45.

²²⁷ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, pp. 45-46.

²²⁸ 서증 C-409, [보건복지부], “전문가 의결권 행사 위원회 논의에 대한 대응 시나리오” [RESP015135], 2015 년 7 월 6 일, p. 2; 서증 C-420, [redacted], “투자위원회가 삼성물산 합병에 관해 의결할 경우의 쟁점” [RESP015129], 2015 년 7 월 7 일 또는 8 일, p. 4.

²²⁹ 서증 C-586, [보건복지부], “각 위원별 대응 전략” [RESP015134]; 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 8, 46-47.

²³⁰ 서증 C-496, 이태한 증인신문조서 (문·홍, 서울중앙지방법원) [RESP010835], 2017 년 3 월 22 일, p. 14; 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 30.

²³¹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 8. 또한 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 30 참조.

전문위원회가 결정하는 것의 단점으로 “[결론 예측이 불확실하다]”는 점을 설명하고 있습니다(강조 추가).²³²

123. 위의 일련의 사실관계는 전문위원회가 합병에 찬성표를 던질 것을 보장할 수 없었기 때문에 문형표 장관이 투자위원회가 합병 표결을 결정하도록 고집하기로 결정했음을 보여줍니다. 해당 자료는 전문위원회 위원들이 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 결론을 뒷받침하지 않습니다. 이는 “충분한 확신의 정도” 기준은 말할 것도 없고, “개연성의 교량” 기준에서도 마찬가지입니다.
124. 합병 지지자들에게 보건복지부가 상상했던만큼 상황이 실제로는 그리 어렵지 않았다는 점을 고려하면 이는 더욱 그러합니다. 보건복지부가 합병에 반대할 것이라고 예측했던 조영길은 본 증재에서 자신이 아직 합병 찬반을 결정하지 않았으며, “결코 합병에 반대할 계획은 없었다”고 증언했습니다.²³³ (실제로 다음 절에서 논의하겠지만, 조영길의 증언 – 전적으로 합리적인 – 에 따르면, 당시 그의 경향은 청구인이 합병을 금지해 달라고 요청한 것을 기각한 서울중앙지방법원의 합병 가처분 결정에 큰 비중을 두는 것이었습니다.) 더욱이 보건복지부가 예상된 찬성표 가운데 한 명이 과거 삼성과의 자문 계약²³⁴ 을 이유로 기피 대상이 될 수 있다고 우려한 점도 설득력이 떨어집니다. 보건복지부는 알지 못했지만, 전문위원회의 유일한 변호사이자 위원장의 측근인 조영길이 이미 위원장에게 그러한 사정만으로 기피를 요구할 필요는 없다는 취지의 조언을 한 상태였기 때문입니다.²³⁵
125. 따라서 보건복지부가 전문위원회의 표결 결과를 보장할 수 없다는 점은 옳았으나, 이것이 전문위원회가 합병에 반대할 가능성이 높다는 것을 – 어떤 정도의 확실성이라도 가지고 – 시사하는 것은 결코 아닙니다. 오히려 그 반대입니다.

²³² 서증 C-416, [보건복지부], “국민연금공단의 의결권 행사에 대한 대응 방안 보고” [RESP020749], 2015년 7월 8일, p. 2; 서증 C-583, [보건복지부, 초안], “각 단계별 의결권 행사 장단점 분석” [RESP015145], p. 1.

²³³ RWS-1, 제 1 차 조 증인 진술서, ¶ 30.

²³⁴ 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 17; 서증 C-420, [redacted], “투자위원회가 삼성물산 합병에 관해 의결할 경우의 쟁점” [RESP015129], 2015년 7월 7일 또는 8일, p. 4.

²³⁵ 서증 C-469, 조영길의 특별검사 진술서 [RESP015303], 2016년 12월 28일, p. 17.

(ii) 합병 가치분 결정의 중요성에 관한 조영길의
반박되지 않은 증언

126. 본 중재에서의 증언에서, 조영길은 합병에 찬성할지 반대할지 아직 결정하지는 않았으나(관련 자료 가 아직 그에게 제시되지 않았기 때문), 전문위원회는 합병 가치분 결정에서 “본건 합병에 합병비율이나 절차 등에 위법이 없다는 법원의 판단”을 내린 서울중앙지방법원의 결정을 “준중”해야 한다는 “잠정적인 의견”을 이미 형성했다고 설명했습니다.²³⁶ 그는 또한 당시 “본건 합병에 관하여 반대를 주도했던 엘리엇 측이 제기한 각종 주장들에 관하여 가치분 진행 과정에서 법원으로부터 심리 판단을 받은 자료인 가치분 결정문은 전문위원회가 본건 합병에 대한 의결권 행사 방향을 심의할 경우 중요한 자료가 될 것으로 판단하고 있었”다고 증언했습니다.²³⁷

127. 그는 또한 다음과 같이 재차 강조했습니다:

저는 서울중앙지방법원의 가치분 결정 내용이 상당히 중요하다고 생각하였기에, 만약 전문위원회 회의가 열렸다면 저는 전문위원회 회의 자료로 이 결정문 내용을 복사하여 모든 전문위원들에게 공유해 줄 것을 요청하고, 모든 전문위원들이 이 결정문을 검토한 후 결정하는 것이 바람직할 것이라고 생각하고 있었습니다. 법원의 결정문보다 권위 있는 자료가 제출되지 않는다면 법원과 달리 판단하는 것이 쉽지 않을 것이라는 것이 잠정적인 저의 개인적인 의견이었습니다. ²³⁸
(강조 추가)

128. 앞서 언급된 증언은 당시 국민연금공단이 이해한 바와 같이 전문위원회의 주된 기능이 바로 법적·정책적 논란이 제기되는 사안을 결정하는 데 있었기 때문에 특히 중요합니다.²³⁹ 청구인은 이틀에 걸친 긴 반대신문을 진행했음에도 불구하고, 조영길에게 합병 결정과 관련하여 그가 형성한 잠정적 견해나 합병 가치분 결정의 중요성에 관하여 어떠한 질문도 하지 않기로 선택했습니다. 따라서 그에 대한 증거는 여전히 반박되지 않은 채 남아 있습니다.²⁴⁰ 게다가 위 가치분 결정이

²³⁶ RWS-1, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, ¶ 21.

²³⁷ RWS-1, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, ¶ 21.

²³⁸ RWS-1, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, ¶ 34.

²³⁹ RWS-1, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, ¶¶ 7, 11, 19; 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, pp. 26-27 참조.

²⁴⁰ 중재판정부는 판정서 제 820 항에서 조영길의 증거가 “결정적이지 않다”고 진술했습니다. 이 진술의 맥락을 강조하는 것이 중요합니다. 이는 “[중재판정부에 제출된] 증거 중에는 중재판정부가 한국 법원의 판단을 재고하게 만들 만한 것이 없다”는 결론을 뒷받침하기 위한

전문위원회의 여러 구성원들의 의사결정에 상당히 큰 영향을 미쳤을 것이라는 점은 지극히 논리적인 귀결입니다.

(iii) SK 합병 '선례'

129. 앞서 언급한 바와 같이, 2015 년 6 월 전문위원회(조영길의 참여 하에)는 국민연금공단이 제안된 SK 합병에 반대 투표를하기로 결정했습니다. 청구인은 본 합병과 SK 합병 사이의 추정된 유사성에 상당한 비중을 두었습니다.
130. SK 합병에 대한 전문위원회의 심의 및 결정 과정에 적극적으로 참여했던 조영길은 그러한 예측의 정확성을 평가하기에 유리한 입장에 있었습니다. 그는 본 중재에서 전문위원회가 합병에 관해서도 SK 합병 때와 동일한 결정을 내릴 것이라고 가정하는 것은 잘못된 것이라고 증언했습니다:

전문위원회는 모든 합병을 각 사안 고유의 사실관계와 합병에 따른 실질적 이익을 고려하여 심의합니다. 저는 SK 합병과 본건 합병의 사정이 달랐던 것으로 기억합니다. 예를 들어, 제가 알기로는 SK 합병 당시 [전문위원회는 이 때문에 해당 거래에 관하여 반대표를 행사하게 된 ²⁴¹] 자사주 문제가 본건 합병에서는 존재하지 않았습니다. 또한, 본건 합병에 대한 주주 표결이 있기 이전에 본건 합병에서 논란이 제기되었던 사안들에 관한 법원 결정이 있었습니다. 해당 결정에서 서울중앙지방법원은 본건 합병 절차 또는 합병회사 주식으로 교환될 삼성물산 및 제일모직의 주식 수를 결정하는 데 있어 어떠한 위법도 없었다고 판단하였습니다. 그런데 SK 합병의 경우, 이와 같이 합병 조건의 적법성을 확인한 법원의 판단은 없었던 것으로 기억합니다.²⁴²

131. 반대신문에서 조영길은 SK 합병 사건이 “삼성그룹 창업 가문의 지배력 강화와 관련 있다는 점에서 삼성물산과 제일모직의 합병과 동일하다”고 한국 검찰에 진술한 내용에 관하여 장시간 추궁을 받았습니다.²⁴³ 그러나 조영길의 증언에는 모순된 점이 없습니다. 그는 이전에 두 상황이 모든 면에서 동일하다고 말한 것이

것이었습니다. RLA-194, 중재판정, ¶ 820. 여기서 언급된 한국 법원의 인정된 사실은 바로 앞 문장에서 설명된 바와 같이, 즉 “NPS 가 결정권을 행사했으며, 따라서 NPS 의 합병에 대한 투표와 NPS 가 입은 손실 사이에 직접적인 인과관계가 있었다”는 인정된 사실입니다. RLA-194, 중재판정, ¶ 819. 즉, 이는 전문위원회 결과가 달라질 가능성이 있었다는 주장을 고려하는 맥락에서 조영길의 증거를 평가한 것이었습니다. 그러나 현재의 쟁점은 ‘청와대 조치’가 국민연금공단의 투표를 초래했다고 볼 수 있는지 여부이며, 이에 대한 증명 책임은 청구인에게 있습니다.

²⁴¹ RWS-1, 조영길의 첫 번째 증인 진술서, ¶¶ 15, 33 참조.

²⁴² RWS-2, 조영길의 두 번째 증인 진술서, ¶ 6.

²⁴³ 심리기일 3 일차 속기록, 193:2-194:1, 194:16-197:3 참조.

아니라, 자신이 지적인 특정 측면에서 동일하다고 말한 것입니다. 또한 조영길이 설명했듯이, 두 사건은 결정적인 측면에서도 달랐습니다.²⁴⁴ 그 외에도 국민연금공단이 SK 합병 건에서 캐스팅 보트를 행사하지 않았다는 점²⁴⁵, 그리고 SK 합병 실패 시 기금의 전체 포트폴리오에 미칠 위험이 해당 합병 건에서 문제된 위험과는 비교할 수 없을 정도로 작았다는 점 등 다른 중요한 차이점들도 있었습니다.²⁴⁶ 이 후자의 중요성은 아무리 강조해도 지나치지 않습니다.

132. 요컨대, 해당 사안이 전문위원회에 회부되었다면 전문위원회가 합병에 반대표를 던졌을 것이라는 결론을—어떠한 정도의 확실성이라도—뒷받침할 증거는 없습니다.

c. 부당한 간섭이 없었다고 하더라도, 투자위원회는 여전히 합병에 찬성표를 던졌을 것입니다

133. 이 절에서 대한민국은 해당 사안이 여전히 투자위원회에 의해 결정되었을 것이라는 가설 하에, ‘만약 그렇지 않았다면’ 어떤 일이 일어났을지에 관하여 다루고 있습니다.
134. 실제 상황에서는, 투자위원회 위원 12 명이 2015 년 7 월 10 일에 회의를 가졌으며, 중재판정에 기술된 바와 같이, “3 시간 동안 본건 합병 비율, 본건 합병의 경제적 이익 전망, 본건 합병에 대한 반대 의견(엘리엇의 입장 포함) 및 본건 합병 발표에 따른 시장 반응에 관하여 심의하였습니다.”²⁴⁷ 이러한 심의를 원활히 진행하기 위해 위원회 위원들에게는 합병을 지지하는 의견과 비판하는 의견을 포함한 다양한 자료와 의견이 제공되었습니다.²⁴⁸ 비판적인 견해가 제기되고 논의된 끝에, 최종적으로 공개 투표 방식이 진행되었으며, 위원들은 찬성, 반대, 중립,

²⁴⁴ 심리기일 3 일차 속기록, 193:2-194:1, 194:16-197:3 참조.

²⁴⁵ 서증 C-444, NPS, “김재원 의원 요청 자료” [RESP005690], 2015 년 10 월 2 일, p. 3.

²⁴⁶ 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, p. 39 (“A. SK 건이 올라갈 때 아까 말씀드렸지만 ‘이게 총수 관련된 일이라서 그냥 전문위로 넘기나 보다.’라고 생각을 했었고요. 삼성 건 관련해서는 아마 진행자가 설명하기를 SK 건의 경우에는 저희 지분율이 높지 않아서 사실은 위원회에서 가결되든 부결되든 별 영향이 없었다라는 부분과 삼성 건은 조금 신중하게 처리를 해야 된다는 설명을 한 것 같습니다.”).

²⁴⁷ RLA-194, 중재판정, ¶ 235.

²⁴⁸ 일반적으로 참조: 서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015 년 7 월 10 일; 서증 R-128, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일.

국민연금공단의 기권, 또는 본인의 기권 중 하나를 선택할 수 있었습니다.²⁴⁹ 회의의 앞서 언급된 측면들은 협정을 준수한 가상의 시나리오에서도 반드시 달라졌을 것이라고 볼 수는 없습니다.

135. 다른 점 중 하나는, 보건복지부의 압력이 없었다면 국민연금공단 리서치 팀이 왜곡된 시너지 전망을 작성하여 투자위원회에 보고할 이유가 없다는 것입니다. 하지만 그렇다고 해서 시너지 전망 자체가 전혀 없었을 것이라는 의미는 아닙니다. 앞서 논의한 바와 같이, 수많은 독립 분석가들이 합병으로 인한 시너지를 전망하고 있었으며, 합병 발표에 대한 주식 시장의 반응 또한 시너지에 대한 기대를 시사하고 있었습니다.²⁵⁰ 오히려 이는 단순히 왜곡된 시너지 전망 자체가 심의 과정에 제출되지 않았을 것이라는 점을 의미할 뿐입니다.
136. 원중재 절차에서 청구인은 투자위원회 위원 6 명이 문형표/홍완선 사건에서 왜곡된 시너지 전망이 없었다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것이라고 진술했다고 주장했습니다.²⁵¹ 대한민국이 당시 입증했듯이,²⁵² 그 주장은 증거의 왜곡에 근거한 것이었습니다. 투자위원회 위원들의 진술과 증언을 충실히 읽어보면, 그들은 리서치 팀이 시너지 전망치를 임의로 조작했다는 사실을 전해 듣고 단지 이에 반응하는 것에 불과하다는 사실을 알 수 있습니다. 이러한 맥락에서, 몇몇 투자위원회 위원들은 그 기만 행위를 알았다면 합병에 찬성표를 던지기 어려웠을 것이라고 진술했습니다.²⁵³
137. 이는 (왜곡된 시너지 전망과는 별개로) 합병이 기금의 포트폴리오에 포함된 삼성물산 및 기타 15 개 삼성그룹 계열사에서 장기적인 주주 가치를 보호하고 증대시킬 것이라고 믿을 만한 신뢰할 수 있는 근거가 존재했는지 여부와는 전혀 별개의 문제입니다. 시너지 수치가 조작되었다는 사실을 알았다면 투자위원회 회의에서 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것이라고 말하는 것은, 더 정확한 계산이

²⁴⁹ 일반적으로 참조: 서증 R-128, 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일; 서증 C-428, [REDACTED], 투자위원회 회의록 [RESP020541], 2015 년 7 월 10 일.

²⁵⁰ 제 III.B.1.b(iii)절 참조.

²⁵¹ 청구인 측 모두변론 프리젠테이션, 슬라이드 68 참조.

²⁵² 대한민국 측 모두변론 프리젠테이션, 설명 자료 C 참조.

²⁵³ 서증 C-502, [REDACTED] 증인신문조서, p. 15 참조. (“저 당시 제가 진술을 했을 때는 ”직원들이 조작을 했다. 그런 과정으로 만들어졌다. 그런 결과가 났을 때는 찬성을 했겠느냐.”라고 저한테 질문을 하셨습니다. 그래서 그런 과정에서 만들어진, 조작을 해서 만들어진 것이라고 하면 찬성을 하지 않았을 것이라고 제가 했습니다.”).

있었다면 다른 방식으로 투표했을 것이라고 말하는 것과 전혀 다른 문제입니다. 투자위원회 위원들은 (왜곡된 시너지 전망 외에도) 실제로 여러 요소를 고려했다고 일관되게 증언했습니다.²⁵⁴ 여기에는 합병 실패가 기금의 삼성그룹 지분²⁵⁵ 및 국가 경제에 미칠 잠재적 부정적 영향;²⁵⁶ 삼성그룹의 기업 지배 구조 개혁으로 기대되는 이점;²⁵⁷ 그리고 합병 가치분 결정에서 서울중앙지방법원이 내린 판결 내용²⁵⁸ 등이 포함됩니다. 또한 그들은 시너지 전망치가 본질적으로 주관적이고 부정확하다는 점을 이해하고 있었으며, KRW 2 조 1 천억이라는 수치가 정확한 시너지 효과로 제시된 적이 없음을 증언했습니다.²⁵⁹ 이러한 증언의 요지는 왜곡된 시너지 전망 수치 자체가 결정적인 요소가 아니었으며, 조작된 시너지 수치가 없다고 하더라도(객관적으로 도출된 수치로 대체하더라도) 투자위원회 표결 결과에 반드시 영향을 미쳤을 것이라고 볼 수 없다는 것입니다.

²⁵⁴ 예를 들어, 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서 p. 37 참조(“Q. 그것은 증인이 독자적인 판단에 의해서 합병이 무산되었을 경우 삼성물산이나 제일모직의 주가 향배, 삼성그룹 주가동향·경제금융시장에 미칠 파급효과로 인한 국민연금의 전체 포트폴리오도 감안하고, 거기에 더 나아가 합병 성사시의 바이오산업 등의 시너지효과 등이 고려하여야 될 하나의 요소로 검토해서 국민연금의 수익가치 증대와 주주가치 증대 등을 감안해서 찬성 표결을 하였다는 취지 아닌가요. A. 예, 제가 말씀드렸다시피 개별 기업의 시너지 효과, 그리고 또 우리가 가지고 있는, 저희들은 경영 참가를 못 하는 재무적 투자자이기 때문에 우리가 가지고 있는 포트폴리오 그런 효과, 주식시장에 미치는 영향들, 지배구조가 투명해지고 지주사로 가는 게 주가에 장기적으로 좋다 그런 부분들, 또 우리 회사 전체적으로 봤을 때는 주식도 있지만 채권도 있었습니다. 채권도 삼성물산이 신용 등급이 올라가면서 또 제일모직과 같이 더블에이가 되면서 이익 보는 부분들도 있었고, 그래서 그런 모든 부분들을 당연히 고려해서 의사결정을 하는 것이지요. Q. 시너지 효과라는 부분도 하나의 요소가 되기는 했지만 그보다 더 중요한 요소들이 많이 있다는 것인가요. A. 예, 특검에서 말씀드릴 때도 그런 부분들을 이야기했습니다. 다들 보고, 또 다음 삼성전자가 지주사로 가는 스템이 보여지고 이런 것들이 다 영향이 있을 것이라고 그런 말씀을 드렸습니다. 그런데 삼성전자는 이 건과 별로 상관이 없는데 그 부분은 빼자고 이야기를 하셔가지고 그때...”); 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, pp. 15-17, 29-31, 33-34, 41, 43 (투자위원회에 다양한 요소가 제시되어 논의를 통해 검토되었으며, 시너지 효과는 그중 하나의 요소에 불과했다는 취지로 증언하였습니다).

²⁵⁵ 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 23, 25-26; 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, pp. 27-28, 32-33; 서증 R-291, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), pp. 22-23, 31-32, 57-58, 65-66; 서증 R-292, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 17, 45.

²⁵⁶ 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 61; 서증 R-291, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 51.

²⁵⁷ 예를 들어, 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, pp. 53-54; 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, pp. 16-17; 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, pp. 32-33 참조.

²⁵⁸ 예를 들어, 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 27; 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, p. 7 참조.

²⁵⁹ 예를 들어, 서증 C-499, [redacted] 증인신문 녹취서 (문·홍 서울중앙지방법원) [RESP011118], 2017년 4월 3일, p. 20, 42-43; 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 47; 서증 C-502, [redacted] 법정 증언록, p. 51; 서증 R-292, [redacted] 증인신문 녹취서 (문형표/홍완선 사건 1 심), p. 27.

138. 중재판정부는 이와 관련하여 비단 대한민국의 주장에만 의존할 필요가 없습니다. 한국 법원은 문형표/홍완선 사건 (원문 언어로 된 투자위원회 위원들의 증언 전문 포함)의 완전한 증거 기록과, 해당 합병과 관련된 후속 민사 및 형사 사건의 증거 기록을 참고하여 이 정확한 쟁점을 면밀히 검토하였으며, 두 건의 별도 사건에서 왜곡된 시너지 전망을 포함한 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위가 투자위원회의 결정에 결정적인 영향을 미치지 않았다고 판단했습니다.

- a. **합병 무효의 소 판결 (서증 R-020).** 서울중앙지방법원은 문형표, 홍완선의 신임관계 위반으로 인해 투자위원회의 합병 찬성 결정 및 그에 따른 국민연금공단의 의결권 행사가 위법하다는 주장을 기각했습니다.²⁶⁰ 법원은 보건복지부가 국민연금공단의 의사결정 과정에 불법적으로 개입한 행위의 심각성을 경시하지는 않으나, 그러한 위법 행위가 증거 전체를 종합적으로 고려할 때 투자위원회의 결정 자체가 흠이 있다고 인정하기에는 불충분하다고 판시했습니다.²⁶¹ 법원은 다음과 같은 이유를 제시하였습니다: (i) 합병비율의 “공정성”은 주관적이며 광범위하게 차이가 나는 가치 평가에 달려 있었다;²⁶² (ii) 의결 지침에 따르면, 해당 사안을 전문위원회에 회부할지 여부는 개별 기금운용본부 임원이나 팀이 아닌 투자위원회 자체의 결정 사항이었다;²⁶³ (iii) 투자위원회 회의는 특정 결과에 유리하도록 표결을 유도하지 않는 공개 투표 방식을 채택하였으며, 법원은 ‘문형표/홍완선 사건’²⁶⁴에서 투자위원회의 표결 자체는 홍완선 본부장의 직무 위반의 일부로 간주될 수 없다고 판시하였다;²⁶⁵ (iv) 투자위원회 위원들은 기금의 투자 수익을 보장할 책임이 있는 경험 많은 전문가들이었으며, 비록 엘리엇이 각 위원에게 직무 위반을 이유로 협박을

²⁶⁰ 예를 들어, 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 36-40.

²⁶¹ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 37.

²⁶² 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 37.

²⁶³ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 38.

²⁶⁴ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 63 (결정 과정의 일부 측면이 독립성 원칙에 반하기는 했으나, 공개 투표 방식은 각 위원이 찬성, 반대, 기권, 또는 사안을 전문위원회에 회부하는 등 다양한 방식으로 투표할 수 있도록 허용하였으므로, 투자위원회의 찬성 투표 자체만으로는 홍완선 본부장의 직무 위반을 구성할 수 없다고 판시하였습니다).

²⁶⁵ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 38.

가했더라도, “투자위원회 위원들이 개인의 영향력에 휘둘리기보다는 수익이나 주주 가치를 바탕으로 결정을 내렸을 가능성이 더 높아 보인다”;²⁶⁶ (v) 투자위원회 위원들은 모두 합병 시너지 효과가 정확한 계산이 아닌 단순한 전망에 불과하다는 점을 이해하고 있었으며, 합병 시너지 효과의 존재 여부는 어찌되었든 기금의 수익 증진을 위한 삼성그룹 지배구조 안정화, 합병 이후 삼성물산이 삼성그룹의 사실상의 지주회사로서 장기적인 주주 가치를 증대시키는 것, 기금 포트폴리오의 약 4분의 1을 차지하는 삼성그룹 계열사 지분에 대한 손실을 방지하는 것 등이 고려된 수많은 기준 중 하나일 뿐이라는 점을 모두 이해하고 있었다;²⁶⁷ 그리고 (vi) 삼성바이오로직스와 같은 고성장 기업의 가치 평가는 어렵고 주관적이며, 투자위원회가 바이오기술 사업에 높은 가치를 부여한 것은 불합리하지 않았다.²⁶⁸

- b. **소액주주 국가배상 판결 (사건번호 R-389).** 서울중앙지방법원 역시 다음과 같은 사유를 들어 문형표와 홍완선의 범죄 행위가 투자위원회의 결정을 좌우했다고 볼 수 없다고 판시했습니다: (i) 공개 투표 방식은 투자위원회에서 “찬성” 표를 확보하기 위해 고안된 것이 아니었고; (ii) 투자위원회 위원 전원은 투자 전문가로서 시너지 수치를 정확히 정량화할 수 없다는 점을 충분히 인지하고 있었으며, 실제로 일부 위원이 제기한 우려로 인해 투자위원회 회의 중 이 문제에 대한 논의가 이루어졌고, 따라서 위원들이 합병비율로 인한 손실을 만회하기 위해 왜곡된 시너지 전망이 필요하다고 믿었다고 볼 수 없으며; 그리고 (iii) 시너지 효과 이외의 다양한 요인들, 즉 지배구조의 변화, 관련 증권 및 삼성그룹 계열사의 주가에 미치는 영향, 주식 시장에 미치는 영향, 경제에 미치는 영향, 그리고 합병이 무산될 경우 기금 운용에 미치는 영향 등이 투자위원회 위원들에 의해 포괄적으로 고려되었다.²⁶⁹

²⁶⁶ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 38-39.

²⁶⁷ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, pp. 39-40.

²⁶⁸ 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결, p. 40.

²⁶⁹ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13.

139. 앞서 언급한 한국 법원의 판결은, 협정에 부합하는 가상의 시나리오에서 제시된 바와 같이 보건복지부의 불법적 개입을 배제하고 왜곡된 시너지 전망을 객관적으로 도출된 수치로 대체했다 하더라도, 투자위원회 표결 결과가 “찬성”에서 “반대”로 바뀌지는 않았을 것이라는 견해를 뒷받침합니다.

3. 많은 전문 투자자들은 어떠한 간섭도 없는 상황에서 합병에 찬성표를 던졌습니다

140. 보건복지부의 부당한 간섭이 없었다면 국민연금공단의 의사결정이 어떤 결과로 이루어졌을지 평가하는 또 다른 방법은, 그러한 간섭을 받지 않은 다른 삼성물산 주주들의 투표 행태를 살펴보는 것입니다. 중재판정에서 언급된 바는 다음과 같습니다:

2015 년 7 월 17 일에 개최된 임시주주총회에서 삼성물산 주주들은 (같은 날 제일모직 임시주주총회에서의 제일모직 주주들과 마찬가지로) 본건 합병을 승인하였다. . . . 총 발행주식의 84.73% ... 가 회의에 참석하였다.

본건 합병은 임시주주총회에 출석한 주주 의결권 132,355,800 표 중 69.53% . . . 에 의해 승인되었으며, 그 중 13.23% . . . 의 찬성 투표가 국민연금의 지분에서 나왔다. 찬성표는 삼성물산의 총 발행주식의 58.91%에 해당하였다.

국내 기관 투자자들 대부분과 외국인 주주의 약 1/3 이 본건 합병에 찬성 표결하였다. 싱가포르 GIC(1.47% 지분), 사우디아라비아 통화청의 국부펀드인 SAMA Foreign Holdings(이하 “SAMA”)(1.11% 지분)와 Abu Dhabi Investment Authority(이하 “ADIA”)(1.02%

지분) 등의 국부펀드를 비롯한 외국인 주주들이 본건 합병에 찬성표를 던졌다. 발행주식의 24.43%를 차지하는 소액주주의 약 88%가 본건 합병에 찬성 투표하였다.²⁷⁰

141. 수치가 모든 것을 말해줍니다. 삼성이나 국민연금공단과 무관한 수많은 대·소규모 투자자들, 즉 다수의 국내 기관투자자와 여러 해외 국부펀드를 포함한 광범위한 투자자들이 청구인의 강력하고 적극적인 반대에도 불구하고 합병을 지지하는 독립적인 판단을 내렸습니다. 이러한 투자자들은 해당 사안을 신중히 검토한 끝에, 합병을 지지하는 것이 주주로서의 재정적 이익에 부합한다고 판단한 것으로 추론할 수 있습니다. 이러한 투표 행태는 불법적인 간섭 없이 합리적으로 행동하는

²⁷⁰ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 240-242.

국민연금공단이 반드시 합병에 반대했을 것이라는 청구인의 주장을 더욱 약화시킵니다.

C. 이에 반하는 뎀이슨 사건 중재판정부의 결정은 본 중재판정부에 제출된 증거와 모순됩니다

142. 서론에서 미리 언급한 바와 같이, 뎀이슨 사건 중재판정부는 해당 중재 사건의 청구인들이, 그 사건에서 발견된 조약 위반이 없었다면 국민연금공단이 합병에 기권하거나 반대 투표를 했을 것이라는 점을 충분한 정도의 확실성으로 입증했다고 판시했습니다.²⁷¹ 아래에 제시된 사유들로 볼 때, 그 한 결론은 본 중재판정부에 제출된 증거와 상반되며, 그 자체로도 설득력이 없습니다.
143. 우선, 뎀이슨 사건 중재판정부가 검토한 기록은 현재 본 중재판정부가 검토하고 있는 기록과 다릅니다. 중요한 차이점 중 하나는 뎀이슨 사건 중재판정부가 추가 판결문²⁷²의 채택을 거부하여, 한국 법원의 중요 쟁점에 대한 가장 최근의 포괄적인 분석 및 판단을 활용할 수 없었다는 점입니다. 유감스럽게도, 아래에서 입증되듯이, 이로 인해 뎀이슨 사건 중재판정부는 문·홍 사건에서 서울중앙지방법원이 한 특정 진술에 대한 잘못된 이해에 의존하고 이에 집착하게 되었습니다.
144. 본 절의 나머지 부분에서 대한민국은 뎀이슨 사건 중재판정부의 관련 판단 사항들을 각각 검토하고, 사실적 인과관계에 대한 뎀이슨 사건 중재판정부의 최종 결론이 본 중재판정부에 제출된 증거에 반하며, 그 밖의 측면에서도 설득력이 없음을 입증할 것입니다.
1. 합병 안전 표결이 거의 확실히 전문위원회에 회부되었을 것이라는 뎀이슨 사건 중재판정부의 판단
145. 뎀이슨 사건 중재판정부의 분석에서 첫 번째 요소는 중재판정 제 861 항부터 제 865 항에 걸쳐 “국민연금의 내부 의사결정 과정에 대한 피청구국의 개입이 없었더라면 본건 합병 표결이 의결권행사 전문위원회에 부의되었을 것임”이라고 결론지은 것입니다.²⁷³ 뎀이슨 사건 중재판정부는 다음과 같은 사정들을 근거로 삼고 있습니다. SK 합병 결정은 최근 전문위원회에 회부된 바 있었으며, 문형표

²⁷¹ CLA-219, *Mason Capital L.P. (미국) 및 Mason Management LLC (미국) v. 대한민국*, PCA 사건 번호 2018-55, 최종 판정, 2024 년 4 월 11 일 [“*Mason (중재판정)*”], ¶¶ 860-881.

²⁷² CLA-219, *Mason (중재판정)*, ¶¶ 102-103, 108-109.

²⁷³ CLA-219, *Mason (중재판정)*, ¶ 865.

장관은 전문위원회의 합병 승인 여부가 불확실해졌다는 보고를 받은 후에야 전문위원회를 거치지 않기로 결정하였고, 기금운용본부는 당초 합병 표결을 전문위원회가 결정해야 할 어려운 사안으로 간주하여 보건복지부에 우려를 표명했었습니다.²⁷⁴ 그러나 앞서 논의한 바와 같이, 기금운용본부가 SK 합병 결정을 전문위원회에 직접 회부한 절차는 투표 지침과 부합하지 않는다고 볼 수 있으며, 보건복지부 관계자들은 (한국 법률이나 협정을 위반하지 않으면서도) 특히 합병과 같이 재정적으로 중대한 결정을 내리는 데 있어 해당 절차의 적절성에 관하여 정당한 우려를 제기할 수 있었을 것입니다.²⁷⁵ 그러한 시나리오에서 기금운용본부가 어떻게 진행하기로 결정했을지 단정하기는 어렵습니다.

146. 어찌되었든, 앞서 논의한 바와 같이, 가상의 시나리오에서 국민연금공단의 어느 위원회가 합병을 결정했을 것인지는 중요하지 않을 가능성이 높습니다. 어느 위원회든 동일한 의결 지침에 따라, 동일한 요소를 고려하고, 동일한 정보와 데이터를 바탕으로 결정을 내렸을 것이기 때문입니다.²⁷⁶

2. 전문위원회가 합병에 관하여 기권하거나 반대표를 던졌을 것이라는 메이슨 사건 중재판정부의 판단

147. 중재판정 866~880 항에서 메이슨 사건 중재판정부는 전문위원회가 해당 사안을 심리했다면 어떻게 표결했을지 검토하며, “본 합병이 삼성물산 주식의 가치에 해를 끼쳤으며, 양측의 입장을 공정하고 독립적으로 고려했을 때 전문위원회는 반드시 본건 합병에 기권하거나 반대 표결하였을 것”이라고 결론 내린 이유를 설명합니다.²⁷⁷ 이에 대한 세 가지 이유가 제시되었으며, 아래에서 차례로 다룹니다.

a. 전문위원회 표결에 대한 보건복지부의 당시 예측

148. 868 항에서 메이슨 사건 중재판정부는 전문위원회 위원들의 예상 투표 행태에 대한 보건복지부의 평가—찬성 4 표, 반대 4 표, 기권 1 표로 예측한 내용—를 재차 언급하며, 문형표 장관이 해당 분석을 바탕으로 합병에 대한 결정권을 투자위원회에 위임하기로 결정했음을 지적하였습니다.²⁷⁸ (실질적인 이견이 없는 해당 사실에 대한 보다 상세한 설명은 위 제 III 편 제 B 장 제 2.b(i)절에 명시되어

²⁷⁴ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶¶ 862–864.

²⁷⁵ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.a 절 참조.

²⁷⁶ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.b 절 및 제 III 편 제 B 장 제 2.c 절 참조.

²⁷⁷ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 880.

²⁷⁸ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 868.

있습니다.) 메이슨 사건 중재판정부는 이에 따라 다음과 같은 추론을 도출했습니다:

의결권행사 전문위원회가 본건 합병을 승인할 것이라고 보건복지부가 충분히 확신하였다면, 보건복지부가 국민연금의 내부 의사결정을 방해할 이유가 없었을 것이다. 중재판정부가 보기에, 이는 의결권행사 전문위원회가 본건 합병에 기권하거나 반대 표결하였을 것이라는 강력한 징후이다.²⁷⁹
(강조 추가)

149. 두 번째 (굵게 표시된) 문장은 논리적으로 도저히 받아들일 수 없는 비약을 보여줍니다. 앞서 입증된 바와 같이, 문형표 장관은 전문위원회가 합병을 승인할 것이 “100% 보장되지 않는다”고 결론지은 후에야 개입하기로 결정했습니다.²⁸⁰ 결과가 보장되지 않았다는 사실은 전문위원회가 합병에 반대할 가능성이 높다는 징후는 커녕, “강력한” 징후도 아니며, 하물며 “거의 확실히” 그렇게 할 것이라는 징후는 더욱 아닙니다. 굵게 표시된 문장은 또한 보건복지부의 예측이 신뢰할 수 있고 정확했다는 의문스러운 전제에서 출발하고 있습니다.
150. 다음 단락에서 메이슨 사건 중재판정부는 “불확실성이 있었고 누구도 투표 결과를 예측할 수 없었다는 조영길 의원의 증언”²⁸¹ 을 다루며 다음과 같이 결론을 내립니다:

그러나 그는 (전직) 의결권행사 전문위원회 위원 1 명에 불과하며, 실질적으로 본건 합병에 대한 심의를 거치지 않고, 자신에 관하여 사후적으로 이야기할 수 있을 뿐이다. 중재판정부의 견해로는, 그의 증언은 실제 본건 합병 표결 직전에 보건복지부와 국민연금공단이 작성한 상기 분석과 모순되지 않는다.²⁸²

151. 이러한 결론은 본 중재판정부가 파악한 사실관계에 비추어 볼 때 타당하지 않습니다. 위 제 III 편 제 B 장 제 2.b 절에서 입증된 바와 같이, 보건복지부의 “분석”은 사실 단순한 예측에 불과했습니다. 또한, 반박되지 않았고 일관되며 신빙성 있는 조영길의 증언에 따르면, 보건복지부가 그의 예상 투표 성향—즉, 그가 합병에 반대할 것으로 예상되었다는 점—에 관하여 내린 예측은 두 가지

²⁷⁹ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 868.

²⁸⁰ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.b(i)절 참조.

²⁸¹ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 869.

²⁸² CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 869.

측면에서 잘못된 것이었습니다. 첫째, 그는 “결코 합병에 반대할 계획이 없었습니다.”²⁸³ 따라서 그는 합병에 반대할 것으로 예측될 수 있는 인물로 포함되어서는 아니 되었습니다. 둘째, 그는 최근 청구인의 합병에 대한 이의를 기각한 합병 가처분 결정이 매우 중요하다고 느꼈으며, 전문위원회가 법원의 결정과 다른 결정을 내리기는 어려울 것이라는 잠정적인 견해를 가지고 있었습니다.²⁸⁴

b. SK 합병 ‘선례’

152. *메이슨* 사건 중재판정부가 전문위원회 표결의 예상 결과에 대한 결론을 뒷받침한 두 번째 이유는 전문위원회가 “이미 SK 합병을 부결했다”는 점이었습니다.²⁸⁵ 이와 관련하여 *메이슨* 사건 중재판정부의 논리는 한 문장으로 요약됩니다:

두 합병 사이의 공통점, 시기의 일치, 본건 합병의 합병비율에 대한 우려의 확대와 국민연금의 삼성물산 지분이 상대적으로 높은 점을 고려할 때, 의결권행사 전문위원회도 본건 합병을 승인하지 않았을 가능성이 높아 보인다.²⁸⁶

153. 앞서 이미 밝힌 바와 같이, 이러한 추론은 본 중재판정부에 제출된 증거와 모순됩니다.²⁸⁷ 두 상황 간의 주요 차이점 중 하나는 다음과 같습니다: (a) 기금이 삼성그룹 계열사들에 보유한 지분의 규모로 인해, 합병이 무산될 경우 기금에 막대한 손실을 초래할 위험이 있었으나, 이는 SK 합병과 관련해서는 고려 대상이 아니었던 점;²⁸⁸ (b) 조영길은 해당 거래에서 자사주 처분과 관련된 부당함을 발견한 후 SK 합병에 반대했으나, 이번 합병과 관련해서는 그러한 문제가 존재하지 않은 점; (c) SK 합병을 심의할 당시, 전문위원회는 이번 합병과 관련하여 있었을 법한(합병 가처분 결정) 해당 거래에 대한 이의를 기각한 한국 법원의

²⁸³ RWS-1, 조영길 1 차 증인 진술서, ¶ 30.

²⁸⁴ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.b(ii)절 참조. 앞서 언급한 바와 같이, 투자위원회 역시 합병 금지 결정 내용을 인지하고 있었으며, 합병에 찬성하기로 결정하는 과정에서 이를 고려했습니다. 서중 C-500, [redacted] 증인신문조서, p. 27 (투자위원회는 합병 금지 결정의 내용을 알고 있었다); 서중 C-502, [redacted] 증인신문조서, p. 23 (동일); 서중 R-290, [redacted] 증인신문조서, p. 7 (합병 금지 결정이 “상장주식 관련되어서 상장주식 합병비율 산정 방식이 법에 정해져 있기 때문에 플러스, 미아너스의 일정 부분 조정 가감이 가능하지만 원칙상에서는 법적으로는 문제는 없다”는 점 등 여러 요인을 근거로 합병에 찬성표를 던졌음을 확인함).

²⁸⁵ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 870.

²⁸⁶ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 870.

²⁸⁷ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.b(iii)절 참조.

²⁸⁸ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.b(iii)절 참조.

판결문을 검토할 수 없었던 점; 그리고 (d) 본 사건에서 반박되지 않은 조영길의 증언에 따르면, 그는 합병 가치분 결정을 매우 중요하게 여겼으며, 이를 복사하여 전문위원회(법적 문제에 세심한 주의를 기울이는 것으로 알려진 기구²⁸⁹)의 다른 위원들에게 그 중요성을 설명하려 했음이 입증되는데, 이는 결정의 인정된 사실 및 논리를 고려할 때 합병 찬성 투표를 뒷받침했을 수밖에 없습니다.

154. 이러한 정황을 고려할 때, 전문위원회의 SK 합병에 대한 투표 결과를 근거로 전문위원회가 합병에 반대했을 가능성이 높다고 추론하는 것은 도저히 타당하지 않습니다.

c. 합병의 경제적 타당성

155. *메이슨* 사건 중재판정부의 세 번째 이유는 “국민연금공단이 본건 합병에 찬성 표결하기 위하여, 신뢰할 수 있는 자료에 의해 뒷받침되는 건전한 경제적 이유가 있었다고 생각하지 않는다”는 것이었습니다.²⁹⁰ 중요한 점은, *메이슨* 사건 중재판정부가 이러한 결론에 도달하는 과정에서, 증거로 채택하거나 고려하기를 거부했던 1심 판결인 ‘이재용 제 1심 형사판결’을 참고하지 않았다는 것입니다. 앞서 논의한 바와 같이,²⁹¹ 해당 판결문에는 *메이슨* 사건 중재판정부가 이번 판정의 이 부분에서 다루고 있는 바로 그 “합병의 경제적 타당성” 문제에 관해, 한국 법원이 방대한 증거 기록을 면밀히 검토한 끝에 내린 중요한 사실적 판단이 포함되어 있습니다.²⁹² 반면, 본 중재판정부는 이 사건 기록에 이재용 부당합병 판결을 채택하였으며, 해당 판결의 사실적 판단을 검토할 수 있는 이점을 갖게 될 것입니다.
156. *메이슨* 사건 중재판정부의 이 부분 분석은 세 단계로 진행됩니다. 첫째, *메이슨* 사건 중재판정부는 인수합병과 관련된 투표에 적용되는 ‘의결권 행사 지침’상의 기준을 설명합니다.²⁹³ 둘째, *메이슨* 사건 중재판정부는 합병비율이 삼성물산 주주들에게 객관적으로 불리하여 결과적으로 손해를 초래했다는 판단의 근거를

²⁸⁹ 서증 R-290, [REDACTED] 증인신문조서, pp. 26-27; 서증 C-501, [REDACTED] 증인신문조서 (문·홍 서울중앙지방법원) [RESP011408], 2017년 4월 10일, p. 10.

²⁹⁰ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 871.

²⁹¹ 위의 제 III 편 제 B 장 제 1.c 절 참조.

²⁹² CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 879.

²⁹³ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 872.

설명합니다.²⁹⁴ 셋째, *메이슨* 사건 중재판정부는 합병비율로 인해 발생한 그러한 손해가, *메이슨* 사건 중재판정부가 추측적이라고 간주하는 합병의 예상 시너지 효과 및 기타 긍정적 효과로 장기적으로 상쇄될 수 있다는 점에 관하여 여전히 납득하지 못하는 이유를 설명합니다.²⁹⁵ 대한민국은 아래에서 이러한 각 논점에 관하여 반박합니다.

(i) *의결권 행사 지침*

157. 대한민국은 이미 상기 제 III 편 제 B 장 제 1.a 절에서 가상의 시나리오에서 국민연금공단의 의사결정을 이끈 관련 고려 사항들을 다루었습니다. *메이슨* 사건 중재판정부가 이 문제를 두 문장으로 처리한 것은 관련 고려 사항들을 단순히 “제안이 주주 가치를 훼손한다고 판단될 경우”라는 문제로 축소시킵니다.²⁹⁶ 다루지 않은 부분은 국민연금공단이 그러한 판단을 어떻게 내렸어야 했는지에 대한 것입니다. 앞서 논의한 바와 같이, 한국 법원은 국민연금공단이 합병 실패가 기금이 보유한 삼성물산, 제일모직 및 기타 15 개 삼성그룹 계열사(이들 기업은 기금의 전체 주식 포트폴리오의 거의 4 분의 1 을 차지함)의 주가에 부정적인 영향을 미칠 것으로 예상된다는 사실을 고려한 것이 정당하다고 확인했습니다.²⁹⁷ *메이슨* 사건 중재판정부는 이 중요한 요소를 전혀 고려하지 않은 것으로 보입니다.

(ii) *합병 비율*

158. 대한민국은 이미 위 제 III 편 제 B 장 제 1.c(i) 절에서 합병 비율이 기금의 삼성물산 및 제일모직 지분에 미치는 경제적 영향과 관련하여, 가상의 시나리오에서 국민연금공단이 입수할 수 있었을 데이터 및 정보에 관하여 다루었습니다.
159. *메이슨* 사건 중재판정부는 판정문에서 먼저, 국민연금공단이 ISS 와 KCGS 라는 두 대리투표 자문사의 보고서를 인지하고 있었으며, 해당 보고서들은 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불리하다는 결론을 내렸음을 지적합니다.²⁹⁸ 그러나 *메이슨* 사건 중재판정부는 국민연금공단이 정반대의 결론(즉, 합병비율이 합리적인 범위 내에 있다는 결론)을 내린 다른 제 3 자 평가 및 증권사들의 기준 합병비율 자료도

²⁹⁴ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶¶ 873-875, 878-880.

²⁹⁵ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶¶ 876-877, 879.

²⁹⁶ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 872.

²⁹⁷ 위의 제 III 편 제 B 장 제 1.a 절 참조.

²⁹⁸ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶¶ 873-874.

보유하고 있었다는 사실은 언급하지 않았습니다.²⁹⁹ 또한 *메이슨* 사건 중재판정부는 이러한 모든 기준치가 그 자체로 매우 주관적이고 범위가 넓었던 삼성물산과 제일모직에 대한 평가에서 도출된 것임을 인정하지도 않았습니다.³⁰⁰

160. *메이슨* 사건 중재판정부는 이어 국민연금공단 리서치 팀이 세 가지 서로 다른 기준 합병 비율을 산출했으며, 최종 산출 결과(1:0.46)는 국민연금공단에 KRW 1,388 억의 손실을 초래하는 것이었고, 리서치 팀이 이후 상쇄될 것으로 예상되는 시너지 효과를 제시했으나 이는 나중에 임의적으로 도출된 것으로 밝혀졌다고 지적합니다.³⁰¹ 이러한 사실들은 상기 제 III 편 제 B 장 제 1.c(i)절에서 이미 다룬 바 있습니다.
161. *메이슨* 사건 중재판정부는 다음으로, 본 사건의 기록에 포함되지 않았으며 본 중재판정부가 검토한 전문가 증거와 모순되는 것으로 보이는 특정 전문가 증거에 관하여 (단 한 문단의 간략한 내용으로) 논의합니다.³⁰²
162. 879 항에서 *메이슨* 사건 중재판정부는 합병 비율에 관한 서울중앙지방법원 형사부 및 민사부의 판단을 비교·대조함으로써 합병 비율이 미치는 경제적 영향에 대한 논의를 마무리합니다:

앞서 살펴본 사실관계를 바탕으로, 서울중앙지방법원 형사부는 문형표/홍완선 사건에서 “삼성이 발표한 합병비율이 불공정하고 삼성물산 주주들에게 불리하다고 객관적으로 볼 수 있는 여러 사례들이 있었다”고 결론내렸다.^[303] 이와 달리, 앞서 정리한 바와 같이 서울중앙지방법원 민사부는 엘리엇 가처분 사건에서 본건 합병비율이 한국법에 따라 산정되었다고 판단하였고, 합병 무효 사건에서 본건 합병의 목적이 불공정하다고 볼 수 없다고 판단하였다. 그러나 중재판정부는

²⁹⁹ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.c(i)절 참조 (서증 R-127, 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, p. 18; 서증 R-386, Deloitte, “삼성물산과 제일모직 간 합병 비율 검토 보고서”, 2015 년 5 월 25 일, p. 12”).

³⁰⁰ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.c(i)절 참조.

³⁰¹ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 875.

³⁰² CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 878.

³⁰³ 이 판정은 *메이슨* 중재 사건의 기록에 포함된 문형표/홍완선 사건에 대한 서울중앙지방법원 판결의 영어 번역본 p. 3 을 인용하고 있습니다. 본 사건의 기록에 포함된 해당 판결문의 해당 문장은 다음과 같은 것으로 보입니다. “삼성물산 주주들에게 삼성의 합병 비율이 불리하다는 합리적인 의심을 불러일으킬 만한 객관적인 정황이 있었다.” 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 4.

본건 합병의 경제적 타당성에 관한 민사법원의 결론에
찬성하지 않는다.³⁰⁴

163. 이 논의는 서울중앙지방법원 형사부가 문형표/홍완선 사건에서 내린 판결을 잘못 이해한 데서 비롯된 것으로, *메이슨* 사건 중재판정부가 같은 법원(서울중앙지방법원 형사부)이 이후 내린 이재용 부당합병 사건 판결을 검토했더라면 피할 수 있었던 오류입니다. 해당 사건에서 법원은 합병 비율이 삼성물산 주주들에게 불공정했다는 검찰의 주장을 기각하였으며, 그 결정의 일환으로 합병 비율의 불공정성이 이미 문형표/홍완선 사건에서 인정되었다는 검찰의 주장 또한 기각했습니다.³⁰⁵ 법원은 서울고등법원이 문형표/홍완선 사건에서 확정된 인정된 사실을 검토한 후 다음과 같이 결론지었습니다:

즉 위 항소심 판결은 이 사건 합병비율이 불공정하다고 의심할 만한 객관적인 사정이 있다고만 하였을 뿐이지 합병비율이 불공정하다고 판단하지 않았고, 오히려 이 사건 합병과 관련하여 ‘적정합병비율과 이 사건 합병비율의 차이에 해당하는 손해가 발생하였다는 점’을 인정할 수 없다고 판단하였고 이러한 판단은 대법원에서 그대로 유지되었다(대법원 2022. 4.14. 선고 2017도 19635 판결 참조). 따라서 검사의 위 주장은 이유 없다.³⁰⁶ (강조 추가)

164. 바로 위에서 인용한 이재용 부당합병 사건의 1심 판결은 2024년 2월 5일에 선고되었습니다. *메이슨* 중재판정은 그로부터 얼마 지나지 않은 2024년 4월에 선고되었습니다. 앞서 인용된 1심 판결에 대한 항소심에서 한국 검찰은 1심 법원이 합병비율에 부당함이 없다고 판단한 것이 오류라는 주장을 뒷받침하기 위해 *메이슨* 중재판정의 판시 내용(앞서 인용된 제 879 항 포함)을 근거로 삼았습니다.³⁰⁷ *메이슨* 중재판정의 관련 단락을 검토한 후, 서울고등법원은 *메이슨* 사건 중재판정부가 문·홍 1심 형사판결의 “배경 사실” 부분 중 일부를 인용했는데, 해당 부분은 (각주 3에서) 이후 대법원이 “해당 사실이 입증되지 않았다는 점에서 부적절하다”며 취소한 ‘합병 평가 가격’ 사건에 대한 서울고등법원의 판결을 근거로 삼고 있었다고 판시했습니다.³⁰⁸ 이에 서울고등법원은 *메이슨* 사건

³⁰⁴ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 879.

³⁰⁵ 서증 R-391, 이재용 제 1심 형사판결, pp. 396-397.

³⁰⁶ 서증 R-391, 이재용 제 1심 형사판결, p. 397.

³⁰⁷ 서증 R-392, 이재용 제 2심 형사판결, pp. 158-160, 162.

³⁰⁸ 서증 R-392, 이재용 제 2심 형사판결, pp. 161-162.

중재판정부가 합병 비율의 부당성에 관하여 내린 판단이 “충분한 검토 자료가 현출되지 아니한 상황에서 이루어진 것으로 볼 여지가 크다”고 결론지었습니다.³⁰⁹

165. 대한민국은 중재판정(취소되지 않음) 제 931 항에 명시된 중재판정부의 다음과 같은 판단을 존중합니다. “본건 합병의 승인은 삼성물산의 주가 디스카운트가 반영된 본건 합병비율을 ‘고착화’하여, 삼성물산 주주들로부터 제일모직 주주들에게 가치를 되돌릴 수 없게 이전시켰다...”³¹⁰ 그러나 이번 환송중재 절차에서, 가상의 시나리오에서 독립적인 국민연금공단이 그러한 가치 이전(국민연금공단은 양사 지분을 보유하고 있었으므로 양도인이자 양수인이 되었을 것임)으로 인해 발생하는 손실이 합병의 예상 이익 (시너지 및 지배구조상의 이점뿐만 아니라, 합병 실패로 인해 예상되었던 손실의 회피도 포함)이 상회한다고 판단했을지는 아직 밝혀지지 않았습니다. 이 문제에 있어, *메이슨* 사건 중재판정부가 문·홍 형사 판결에 대한 잘못된 이해에 의존한 점은 도움이 되지 않습니다.

(iii) 합병의 긍정적 효과

166. 마지막으로, 합병의 잠재적 시너지 효과 및 기타 긍정적 효과와 관련하여, *메이슨* 사건 중재판정부는 877 항에서 다음과 같이 언급하며 이를 일축했습니다:

중재판정부의 견해로는, 패션 회사와 건설 회사 간의 상당한 시너지는 명백하지 않으며 입증되지 않았습니다.³¹¹

167. 이 주장은 제일모직이 단순한 ‘패션 기업’이 아니었으며, 상당한 규모의 건설 사업을 영위하고 있었을 뿐만 아니라 삼성그룹의 가장 유망한 신규 사업 부문인 삼성바이오로직스의 지분을 대량으로 보유하고 있었다는 사실을 간과하고 있습니다. 게다가 앞서 설명한 바와 같이, 다수의 유력한 증권 애널리스트들과 국민연금공단 자체도 이번 합병이 다음과 같은 주주 가치 증대를 가져올 것이라고 평가했습니다. 즉, 합병을 통해 삼성그룹의 순환지분 구조가 부분적으로 해소됨에 따라 발생하는 주가 상승(즉, “코리아 디스카운트”의 예상 축소); 두 회사의 건설 사업부 통합으로 인한 매출 시너지; 두 회사의 삼성바이오로직스 지분 통합으로 가능해진 매출 성장; 그리고 합병 법인의 강화된 신용등급 및 재무 건전성에서

³⁰⁹ 서중 R-392, 이재용 제 2 심 형사판결, p. 162.

³¹⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 931.

³¹¹ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 877.

비롯되는 재무적 시너지 등, 그 밖에도 많은 이점이 있을 것으로 평가했습니다.³¹² 또한 앞서 입증된 바와 같이, 의사 결정에 있어 어떠한 정부 간섭도 받지 않은 정교한 국내외 투자자들은 합병에 찬성표를 던졌습니다.³¹³ 앞서 언급한 바와 같이, 한국 법원은 모든 증거를 종합적으로 검토한 후, 이재용 부당합병 판결에서 합병 혜택에 대한 당시의 전망이 선의에 기반한 합리적인 것이었을 뿐만 아니라,³¹⁴ 합병 이후의 사건들이 삼성물산과 그 주주들이 합병을 통해 막대한 이익을 얻었으며, 합병 외의 어떤 대안도 합병보다 더 나은 결과를 가져오지 못했을 것임을 입증한다고 결론지었습니다.³¹⁵

168. *메이슨* 사건 중재판정은 앞서 언급된 증거 중 어느 것도 진지하게 다루지 않고 있습니다. 대신, 합병으로 인한 모든 이익 예측을 근거가 없고 추측에 불과하다고 일방적으로 기각하며, ³¹⁶ “삼성물산 주주들에게 객관적으로 불리한 본건 합병비율로 인해 발생한 손실이 장기적으로 회복될 수 있음을 보여주는 충분하고 구체적인 증거에 의해 뒷받침되지 않는다”고 (이유나 분석 없이) 일방적으로 결론지었습니다.³¹⁷ 그러나 위에서 입증된 바와 같이, 합병 발표에 대한 주식 시장의 긍정적 반응과 참여 삼성물산 주주들 사이에서 합병 찬성표가 3분의 2를 넘긴 사실은, 합병 조건이 많은 업계 관련자들에게 삼성물산에 긍정적이라고 인식되었음을 뒷받침하는 여러 객관적 상황 중 일부입니다.
169. 외람되지만, *메이슨* 사건 중재판정부의 형식적인 분석은 앞서 여러 절에서 입증된 바와 같이, 독립적인 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높다는 결론을 결코 뒤집을 수 없습니다.

³¹² 위의 제 III 편 제 B 장 제 1.b 절 참조.

³¹³ 위의 III.B.3 항 참조.

³¹⁴ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 366-373; 서증 R-392, 이재용 제 2 심 형사판결, pp. 137-140.

³¹⁵ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 373-377, 896-897; 서증 R-392, 이재용 제 2 심 형사판결, p. 837-838.

³¹⁶ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶¶ 877, 879.

³¹⁷ CLA-219, *Mason* (중재판정), ¶ 879.

D. 사실적 인과관계에 대한 결론

170. 위와 같은 이유로, 청구인은 정부 행위가 자신의 손해에 대한 사실상의 원인이었다는 점을 요구되는 확실성 수준까지 입증해야 할 입증 책임을 다하지 못했습니다.

IV. 청구인은 법적 인과관계를 입증하지 못했습니다

171. 환송 명령에 따라 중재판정부가 법적 인과관계, 즉 (대한민국의 주장과 달리) 정부 행위가 청구인의 손해에 대한 사실적 원인으로 간주될 수 있다고 가정하더라도 법적 인과관계 요건이 충족되는지 여부를 판단해야 한다는 점은 양측이 인정하는 바입니다.³¹⁸
172. 청구인은 법적 인과관계를 입증할 책임이 자신에게 있음을 인정합니다.³¹⁹ 청구인은 또한 중재판정부가 직접성 또는 근접성 요건을 설정하였음을 인정합니다.³²⁰ 중재판정 제 815 항에서 중재판정부가 명시한 바와 같이, 법적 인과관계는 “청구된 손실 또는 손해가 주장된 위반과 충분히 밀접하게 연관되어 있는지 여부”에 관한 것입니다. 요구되는 연관성은 청구된 손실이나 손해가 주장된 위반의 “직접적인” 결과인지, 아니면 “주장된 위반에 의해 근접하게 야기된” 것인지에 따라 판단될 수 있으며, 이는 적용 가능한 기준을 설명하는 “기술적으로는 구별되지만 실질적으로는 동등한 두 가지 방식”입니다.³²¹
173. 우선 다음 세 가지 점을 주목할 필요가 있습니다:
- a. 첫째, 중재판정부는 법적 인과관계의 판단 기준이 예측 가능성으로 충족된다고 판시하지 않았으며, 예측 가능성 테스트를 적용하지도 않았습니다. 청구인에게 미칠 영향이 예측되었다는 사실은 법적 인과관계 요건이 충족된다는 것을 의미하지 않습니다. 청구인이 1차 준비서면에서

³¹⁸ CLA-222, 취소 판결, ¶ 266(ii); CLA-226, 환송 명령, ¶ 3 참조.

³¹⁹ 청구인의 재반박서면, ¶ 521; 청구인의 심리 후 주장서면, ¶ 179.

³²⁰ 청구인의 1차 준비서면, ¶ 21(b) 참조.

³²¹ RLA-194, 중재판정, ¶ 815. 또한 CLA-038, 국제법위원회, 국제불법행위에 대한 국가의 책임에 관한 조문 (해설 포함), *ILC 연감* 2001/II(2), 31, 제 31 조, 해설 10 항, (“사실상의 인과관계는 배상을 위한 필요조건이지만 충분조건은 아닙니다. 배상의 대상이 되기에는 너무 ‘간접적’이거나 ‘결과적’인 피해는 배제된다는 점과 관련된 또 다른 요소가 있습니다 [즉, 법적 인과관계]. 어떤 경우에는 ‘직접성’ 기준이 사용될 수 있고, 다른 경우에는 ‘예견 가능성’이나 ‘근접성’이 사용될 수 있습니다. 그러나 다른 요인들도 관련될 수 있습니다. 국가 기관이 해당 피해를 고의로 야기했는지, 또는 야기된 피해가 해당 규칙의 목적을 고려할 때 위반된 규칙의 범위에 속하는지 여부 등입니다.”).

예측 가능성을 반복적으로 근거로 삼은 것은 부적절하며,³²² 청구인에게 도움이 되지 않습니다.

b. 둘째, 법적 인과관계 요건이 존재하는 이유는, 특정 행위가 위반을 구성하고 그 행위가 해당 손해의 사실적 원인이라고 할 수 있다 하더라도, 법이 그 위반으로 인한 모든 손해에 관하여 법적 책임을 지우는 것이 법리상 적절하지 않다고 보는 상황이 존재하기 때문입니다.³²³

c. 셋째, 청구인은 법적 인과관계에 관한 문제는 손해가 지나치게 “간접적”이거나 “과생적”인지 여부, 그리고 관련 규정의 “범위”나 “목적”에 비추어 볼 때 국가가 청구된 손해를 부담하는 것이 적절한지 여부와 같은 문제들을 포괄한다는 점을 인정합니다.³²⁴

174. 설령 중재판정부가 본 사건에서 사실적 인과관계가 성립한다고 인정한다 하더라도(제 3 절에서 논의한 사유로 인해 인정될 수 없지만), 법적 인과관계는 입증되지 않았습니다. 청구인이 주장하는 손해는 적어도 다음과 같은 이유로 정부 행위와 너무 원격하여 배상 대상이 될 수 없습니다.

175. 첫째, 인과관계 사슬의 길이, 복잡성 및 불확실성을 고려해야 합니다. 중재판정부가 사실적 인과관계에 관한 청구인의 주장을 받아들인다는 가정을 할 때, 정부 행위와 주장된 손실 사이의 인과관계 사슬은 다음과 같을 것입니다:

a. 해당 정부 행위는 문형표 장관과 보건복지부가 국민연금공단 관계자들, 특히 홍완선 본부장과 [REDACTED]에게 국민연금공단이 합병안에 찬성표를 던지도록 지시하고 압력을 가한 것을 포함합니다.³²⁵ 그러나 국민연금공단은 추상적인 존재가 아닙니다. 공단의 결정은 수많은 개인의 판단에 달려 있으며, 각 개인은 ‘만약 그 행위가 없었다면’이라는 가정 하에서 복잡하고 다각적인 문제에 관하여 독립적인 평가를 수행하며,

³²² 청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 67, 72-74 참조. 청구인은 중재판정부의 예측 가능성에 관한 판단이 “원인 관계의 인과적 근접성이 충분히 있었는지 여부에 관해 대한민국이 본 절차에서 재론할 여지가 전혀 없다”는 것을 의미한다고 주장하는 것으로 보입니다. 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 74. 그러나 예측 가능성은 법적 근접성을 판단하는 결정적 기준이 아니므로 이는 잘못된 주장입니다.

³²³ 방어 진술서, ¶ 401 참조 (특히 RLA-022, Methanex Corporation v United States of America (UNCITRAL), 부분 판정, 2002 년 8 월 7 일, ¶¶ 137-139, 147 인용).

³²⁴ 청구인의 1 차 준비서면, 각주 104 참조 (CLA-038, 국제법위원회, 국제불법행위에 대한 국가의 책임에 관한 조문 (해설 포함), *ILC 연감* 2001/II(2), 31, 제 31 조, 해설 10 항).

³²⁵ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 586-603 참조.

유사한 입장에 있는 다른 많은 사람들도 합병에 찬성하기로 결정했습니다. 따라서 인과 사슬은 정부 행위에서 시작되어, 다양하고 서로 상충되는 고려 사항이 포함된 해당 개인들의 결정과 결과가 미리 정해지지 않은 투표절차를 거쳐 이어집니다. 제 3 절에서 논의한 바와 같이, 청구인이 주장하는 손실은 (사실적 측면에서, 실제 시나리오에서) 정부 행위, 국민연금공단의 내부 의사 결정, 다른 시장 참여자들의 결정, 그리고 합병 자체 등 수많은 사실적 사안들이 결합된 결과로 발생했습니다. 한국 법원 판결(민사 및 형사), 두 건의 투자협정 중재 판정(본 중재의 중재판정 및 뎀/스 사건 중재판정), 그리고 해당 판정을 검토한 후속 법원 판결에서 이러한 사안들을 서로 달리 취급한 점은 본건 인과관계의 복잡성과 불확실한 성격을 잘 보여줍니다.

- b. 본 합병은 삼성물산과 제일모직의 주주총회 승인을 필요로 했습니다. 해당 총회에는 다수의 주주가 참여하여 독립적으로 의결권을 행사했습니다. 합병은 참석한 삼성물산 주주의 3분의 2 이상의 찬성으로 승인되었으며, 상당수의 전문 기관 투자자가 찬성표를 던졌습니다.³²⁶ 따라서 인과관계는 또 다른 차원의 독립적이고 다자간 의사결정 과정을 거쳐 이어집니다.
- c. 게다가 중재판정에서 청구인의 손실은 합병 결과 자체를 기준으로 산정된 것이 아니라, 시장 변동—구체적으로는 합병 직전 기간과 청구인이 나중에 주식을 처분한 날짜 사이의 청구인 주식 가치 차이—을 기준으로 산정되었습니다. 시장 변동은 수많은 요인과 시간이 지남에 따라 많은 참여자들의 결정에 좌우되므로, 인과관계 사슬에 복잡성과 간접성을 한층 더 가중시킵니다.

176. 따라서 이 인과관계 사슬의 길이와 복잡성으로 인하여, 법적 인과관계를 충족시키기에는 지나치게 간접적이고 인과적 근접성이 부족합니다. 청구인이 주장하는 “직접적이고 단절되지 않은 인과 사슬”³²⁷은 국민연금공단의 표결과 합병 승인을 단순하고 이분법적인 사건으로 취급합니다. 그러나 이는 사실이

³²⁶ 위의 제 III 편 제 B 장 제 2.c 절 참조. 대한민국은 주주총회에서의 투표가 개입 행위에 해당한다고 주장하지는 않지만, 인과 사슬이 길고 복잡하다는 점을 지적합니다.

³²⁷ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 70.

아닙니다. 각각은 상당한 사실적 복잡성, 다수의 독립적인 행위자, 그리고 결과에 대한 진정한 불확실성을 수반합니다.

177. 청구인은 정부 행위와 투자자의 손실 사이의 인과관계가 직접적인지 여부가, 대한민국이 행위를 취할 당시 투자자가 합병에 반대하고 있음을 알고 있었는지 여부에 달려 있다고 주장합니다. 이는 올바른 판단 기준이 될 수 없습니다. 법적 인과관계의 요건은 인과 사슬의 객관적 성격—그 길이, 복잡성, 그리고 독립적인 의사결정을 거치는 정도—에 대한 객관적 검토이지, 위반 당시 국가가 투자자의 입장을 주관적으로 알고 있었는지 여부에 따른 것이 아닙니다. 중재판정부가 ‘대한민국이 청구인이 합병에 반대하고 있음을 알고 행동했다’고 판단한 점³²⁸은 최소기준대우 의무 위반의 존재 여부와 관련이 있습니다. 이는 정부 행위와 산정된 손실 사이의 인과관계를 단축하거나 단순화하지 않습니다. 해당 손실은 합병 이후의 시장 가격 변동을 기준으로 산정된 것으로, 이는 합병일 이후 주식을 처분한 모든 삼성물산 주주들이 공유하는 형태의 손실이며, 시간이 지남에 따라 시장 참여자 전체의 결정에 좌우되는 것입니다. 대한민국이 청구인의 합병 반대 입장을 알고 있었다는 사실은 위와 같은 시장 변동이 정부의 행위에 직접 기인한 것이라는 점과 무관합니다.
178. 둘째, 앞서 언급한 바와 같이, 청구인의 이와 배치되는 주장에도 불구하고, 예측 가능성은 법적 인과관계 분석의 한 요소일 뿐이며, 그것만으로는 법적 인과관계를 입증하기에 충분하지 않습니다. 게다가 당사자가 불리한 결과를 예측했다는 사실은 구체적인 특정 손실 자체를 예측했다는 것을 의미하지는 않습니다.
179. 셋째, 청구인은 “대한민국은 국민연금공단이 본건 합병에 찬성표를 행사하도록 보장하기 위해 실제로 의도적으로 협정상의 의무를 위반하였”다고 주장합니다.³²⁹ 중재판정부는 대한민국이 “의도적으로” 협정상 의무를 위반했다고 판단한 것이 아니라, 단지 청구인이 합병에 반대한다는 사실을 알고 있음에도 불구하고 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던지도록 보장하기 위한 행위를 취했다고 판단했을 뿐입니다.³³⁰ 이러한 판단만으로는 정부 행위가 청구인의 손실에 대한 직접적 또는 근인적 원인이 될 수 없으며, 앞서 논의한 바와

³²⁸ RLA-194, 중재판정, ¶ 360 참조.

³²⁹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 75 참조.

³³⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 602(a) 참조.

같이 청구인의 손실은 개인 및 기관으로 구성된 전체 시장의 결정과 행동이 복잡하고 불확실하게 상호작용한 결과로 발생한 것입니다.

180. 넷째, 청구인은 중재판정부가 이미 개입행위의 존재를 배척했다고 주장합니다.³³¹ 해당 주장은 위 제 II 편 제 C 장 제 5 절에서 다루었습니다.
181. 다섯째, 중재판정부의 법적 인과관계에 대한 원래의 판단은 귀속 원칙에 근거한 것이었습니다. 즉, 국민연금공단의 행위가 대한민국에 귀속될 수 있었기 때문에 중재판정부는 청구인의 손실이 “피청구국의 행위의 직접적인 결과”라고 판단한 것입니다.³³² 영국 법원은 해당 판단을 기각하였습니다. 따라서 중재판정부는 더 이상 국민연금공단의 자체 행위—시너지 수치 조작 및 투자위원회 위원들에게 찬성표를 던지도록 적극 권유한 행위—를 국가의 행위와 청구인의 손실을 연결하는 인과관계의 일부로 삼을 수 없습니다. 국민연금공단의 행위는 국가의 행위가 아닙니다. 오직 정부 행위만이 국가의 행위입니다. 따라서 법적 인과관계에 대한 문제는 이제 정부 행위만을 기준으로 재검토되어야 합니다.
182. 다시 말해, 정부 행위는 다음과 같이 구성되었습니다: (i) 박 대통령과 청와대가 보건복지부에 합병 표결에 개입하도록 지시한 것;³³³ (ii) 보건복지부가 국민연금공단에 간섭하여 합병 찬성표를 확보하도록 지시한 것;³³⁴ 및 (iii) 문형표 장관이 전술한 사항과 관련하여 공직자로서의 권한을 불법적으로 행사한 것.³³⁵ 이러한 행위들은 국민연금공단의 절차에 영향을 미쳤습니다. 그러나 이러한 행위들이 합병 결과나 청구인의 손실을 직접적으로 초래한 것은 아닙니다. 정부 행위와 청구인이 주장하는 손실 사이의 인과관계는 국민연금공단의 독립적인 심의 절차, 개별 임원 및 위원회의 결정, 두 차례의 별도 주주총회에서 다수의 주주들이 행사한 의결권, 그리고 그 이후의 시장 변동을 거칩니다. 이는 법적 인과관계를 입증하기에는 그 연결 고리가 너무 희박합니다.

³³¹ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 76 (청구인의 1 차 준비서면, ¶¶ 33-39 참조) 참조.

³³² RLA-194, 중재판정, ¶ 821.

³³³ RLA-194, 중재판정, ¶ 618 참조. 또한 CLA-222, 취소 판결, ¶ 244(v) 참조.

³³⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 602(a) 참조. 또한 CLA-222, 취소 판결, ¶¶ 244(i), 244(iv) 참조.

³³⁵ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 603, 624 참조. 또한 CLA-222, 취소 판결, ¶¶ 244(ii), 244(iv) 참조.

183. 여섯째, 정부 행위의 구체적인 맥락에서 법적 인과관계 문제를 검토함에 있어, 중재판정부는 소액주주 국가배상 판결과 이재용 부당합병 판결에서 한국 법원이 최근 내린 판단을 참고할 필요가 있을 것입니다. 중재판정에서 중재판정부는 문·홍 판결을 광범위하게 인용했으나, 그 과정에서 (당시에는) 중재판정부가 해당 판단을 재고하게 만들 만한 추가 증거가 없었다고 구체적으로 언급했습니다.³³⁶ 이번 환송중재 절차에 이르러서야 비로소 중재판정부는 해당 판단을 올바르게 이해하는 데 중요한 단서를 제공하는 추가 판결문을 검토할 수 있게 되었습니다:

- a. **삼성물산 소액주주 국가배상 판결:** 소액주주 국가배상 사건은 삼성물산의 일부 전 주주들이 대한민국을 상대로 제기한 민사 소송이었습니다.³³⁷ 해당 소송은 특히 현재 중재판정부가 심리 중인 사안과 매우 유사한 인과관계 문제를 다루었는데, 즉 문형표 장관이 국민연금공단에 대한 감독 권한을 남용한 것이 삼성물산 주주들이 합병 표결 결과로 인해 입었다고 주장하는 손실의 직접적이고 근접한 (법적) 원인이었는지 여부였습니다.³³⁸ 삼성물산 주주들은 장관의 위법 행위로 인해 자신의 주식 공정가치와 합병 대가 간의 차액에 해당하는 손해를 입었으며, 이에 관하여 대한민국이 배상할 의무가 있다고 주장했습니다.³³⁹
- b. 소액주주 국가배상 사건에 대한 지방법원 판결에서 서울중앙지방법원은 주주들의 청구를 기각했습니다. 법원은 독립적인 제 3 자의 행위, 즉 국민연금공단의 의결권 행사가 존재할 경우, 다음 세 가지 예외 중 하나에 해당하지 않는 한 일반적으로 법적 인과 사슬이 단절된다고 판시했습니다: (i) 대한민국과 국민연금공단의 공동 불법행위; (ii) 대한민국이 국민연금공단의 의사결정 자유를 박탈하여 국민연금공단이 단순히 그 도구로만 행동한 경우; 또는 (iii) 국민연금공단의 의사표시에 하자가 있는 경우(예: 대한민국의 기만이나 강압으로 인한 경우).³⁴⁰

³³⁶ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 819-820 참조.

³³⁷ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, pp. 1-2 참조.

³³⁸ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 10 참조.

³³⁹ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, pp. 7-8 참조.

³⁴⁰ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결 p. 12 참조.

- c. 서울중앙지방법원은 상기 예외 사항 중 어느 것도 입증되지 않았다고 판단했습니다. 본 중재판정부가 심리 중인 인과관계 문제와 가장 직접적으로 유사한 두 번째 및 세 번째 예외 사항에 관하여, 법원은 (i) 채택된 공개 기명 투표 방식은 (의도적이든 결과적이든) 투자위원회에서 찬성표를 확보하는 데 유리하지 않았고;³⁴¹ (ii) 투자위원회 위원 전원은 합병으로 인한 예상 시너지 효과를 정확히 수치화할 수 없다는 점을 인지하고 있었으며—이는 회의 중 직접 제기되고 논의된 문제였음—합병 비율로 인한 손실을 상쇄할 유일한 수단으로 왜곡된 시너지 전망에 의존하지 않았으며;³⁴² 그리고 (iii) 투자위원회 위원들은 시너지 분석을 넘어 지배구조의 변화, 관련 증권 및 삼성그룹 계열사의 주가에 미치는 영향, 주식시장 및 광범위한 경제에 미치는 영향, 그리고 합병이 실패할 경우 국민연금기금 포트폴리오 전체에 미칠 결과를 포함하여 다양한 요소를 포괄적으로 고려했다는 점을 검토할 때 문형표 장관과 홍완선 본부장의 행위가 투자위원회의 결의를 결정지었다고 결론짓기 어렵다고 판단했습니다.³⁴³ 이에 따라 법원은 문형표와 홍완선의 행위와 삼성물산 주주들이 주장한 손실 사이에 근인관계가 존재하지 않는다고 판시했습니다.³⁴⁴ 서울고등법원은 항소심에서 해당 결론을 유지했습니다.³⁴⁵
- d. 위 재판부는 문형표/홍완선 사건 재판부의 판단을 인정하고 이를 근거로 삼았음에도 불구하고 주주들의 청구를 기각했습니다.³⁴⁶ 중재판정부가 잘 알고 있듯이, 문형표/홍완선 사건 재판부는 특히 다음과 같이 판단했습니다. (i) 문형표 장관은 “홍완선 [본부장]에게 ... 합병 결의안이 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 결정될 것이라고 보고하게 하고, 투자위원회 일부 위원들에게 찬성표를 던지도록 제안하며, [redacted]에게 조작된 합병 시너지 수치를 근거로 설명하게 함으로써” 직권을

³⁴¹ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13 참조.

³⁴² 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13 참조.

³⁴³ 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 13 참조. 서울중앙지방법원의 판결에 대한 자세한 내용은 본 제출 문서의 부록에 명시되어 있습니다.

³⁴⁴ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 14 참조.

³⁴⁵ 서증 R-390, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 2 심 민사판결, p. 5 참조.

³⁴⁶ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, pp. 1-6, 10 참조.

남용했습니다.³⁴⁷ 그리고 (ii) 홍완선 본부장은 “캐스팅 보트를 적극적으로 활용함으로써 얻을 수 있었던 이익을 상실하게 함으로써 [국민연금공단]에 산정할 수 없는 금액의 손해를 입혔다”는 이유로 직무상 권한을 남용했습니다.³⁴⁸ 소액주주 국가배상 판결은 상기 형사 책임 인정 내용과 그 근거가 되는 인정된 사실 관계를 전부 받아들이면서도, 주주 원고들이 대한민국을 상대로 배상받을 수 있는 손해는 없다고 판시했습니다. 이러한 결과는 표면적으로 모순되는 것처럼 보일 수 있으나, 판결문을 면밀히 검토해 보면 그렇지 않음이 드러나는데, 이는 문형표/홍완선 사건에서 법원이 내린 판단의 한계에 직접적으로 관련된 두 가지 이유 때문입니다:

- i. 문·홍 판결에서 법원은 투자위원회가 합병을 승인하기로 결의한 바로 그 메커니즘인 공개 기명 투표 방식이 문형표의 직권 남용이나 홍완선의 의무 위반의 결과도 아니며, 이에 의해 영향을 받지도 않았다고 명시적으로 판단했습니다.³⁴⁹ 해당 사건에서 법원은 투자위원회 위원들의 증언을 철저히 검토한 끝에, 공개 투표가 “보건복지부 공무원들의 압력으로 인해 해당 사안이 전문위원회로 회부되는 것을 막기 위해 고안된 것으로 보이지 않는다”³⁵⁰ 는 결론을 내렸으며, 오히려 “지침을 더 충실히 따르기 위한” 것이었다고 판단했습니다.³⁵¹
- ii. 또한, 문형표/홍완선 사건에서 법원은 홍완선 본부장의 행위가 그가 소속된 기관(즉, 국민연금공단)에 손해를 입혔다는 점을 인정해야 했는데, 이는 업무상배임죄의 구성요건 중 하나인 ‘손해’에 해당하기 때문입니다.³⁵² 2심 법원(서울고등법원)은 그러한 손실의 위험성, 즉 국민연금공단이 캐스팅 보트(결정적 표)로서의 지위를 적극 활용하여 확보할 수 있었던 이익을 박탈당함으로써

³⁴⁷ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 5.

³⁴⁸ 서증 R-389, 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, p. 6.

³⁴⁹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 60; 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, pp. 44-45 참조.

³⁵⁰ 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 45.

³⁵¹ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 60.

³⁵² 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, p. 59.

입을 수 있는 잠재적 손해를 인정했으나, 그 손해액을 산정할 수는 없다고 판시했습니다.³⁵³

iii. 손해액을 산정할 수 없다고 판단함에 있어, 서울고등법원은 실제 합병비율과 “적절한” 합병비율 간의 차이를 국민연금공단의 손해로 인정해야 한다는 검사의 예비적 공소사실을 명시적으로 기각했습니다.³⁵⁴ 항소법원은 국민연금공단의 손해를 “합병 찬성이 되지 않았을 경우 국민연금공단의 재산 상태와 합병 찬성이 된 경우의 재산 상태의 차이”로 산정해야 한다는 1심 법원의 판단을 기각했습니다.³⁵⁵

iv. 서울고등법원이 문형표/홍완선 사건에서 국민연금공단에 손해 위험이 있었으나 그 손해액을 산정할 수 없다는 판단이 해당 사건의 재판부가 다룰 수 있는 범위의 한계입니다. 홍완선 본부장의 행위가 다른 삼성물산 주주들에게 손해를 초래했는지는 범죄 구성요소에 해당하지 않았으므로, 법원은 이를 다룰 필요가 없었습니다. 따라서 법원은 홍완선 본부장의 행위가 합병 성사 자체에까지 미쳤는지 여부를 판단하지 않았으며, 더 나아가 합병 성사로 인해 다른 삼성물산 주주들이 입었다고 주장되는 손해를 초래했는지 여부에 관해서는 더욱 판단하지 않았습니다.

e. **이재용 부당합병 판결:** 합병과 관련된 시장 조작 혐의로 이재용 등에게 제기된 형사 소송에서, 서울중앙지방법원은 “대통령의 부당 개입으로 [국민연금공단]의 합병에 대한 의사결정이 왜곡되었다고 볼 수도 없다.”고 판시했습니다.³⁵⁶ 서울고등법원과 대법원 모두 해당 판결을 확정했습니다.³⁵⁷

³⁵³ 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, p. 67.

³⁵⁴ 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결, pp. 65-66.

³⁵⁵ 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결, pp. 63-64.

³⁵⁶ 서증 R-391, 이재용 제 1 심 형사판결, p. 748 참조.

³⁵⁷ 서증 R-392, 이재용 제 1 심 형사판결, pp. 568, 856-857; 서증 R-393, 이재용 대법원 형사판결, pp. 3-4 참조.

184. 정부는 중재판정부가 소액주주 손해배상 판결이나 이재용 부당합병 판결에 구속되어야 한다거나 한국 법원의 논리를 전적으로 수용해야 한다고도 주장하는 것이 아닙니다. 해당 판결들은 일부 측면에서 중재판정에서 유지된 인정된 사실과 다른 근거에 기초하고 있습니다. 그러나 그 가치는 다른 데 있습니다. 즉, 동일한 기초가 되는 합병 및 국민연금공단의 의결에 관하여 유사한 상당인과관계 구조를 적용한 별도의 사법 기관이, 대한민국의 위법 행위와 삼성물산 주주들의 주장된 손해 사이의 인과관계가 법적 책임을 발생시키기에는 너무 희박하다고 결론지었다는 점을 보여주기 때문입니다. 본건의 배경이 되는 사건이 발생한 현장에 위치한 국내 법원이 방대한 증거 자료(본 중재판정부에 제출되지 않은 증거 포함)를 바탕으로 도출한 이러한 결론은, 정부 행위가 청구인들의 주장된 손실이나 손해의 직접적인 원인이 아니라는 대한민국의 주장을 뒷받침하며 이를 강화합니다. 따라서 소액주주 국가배상 판결과 이재용 부당합병 판결은 중재판정부의 면밀한 검토가 필요합니다.
185. 일곱째, 그리고 마지막으로, 정부 행위와 청구인이 주장하는 손해 사이에 법적 인과관계가 성립되지 않는 또 다른 이유는 그러한 손해가 협정에서 보호되는 범위를 벗어날 뿐만 아니라,³⁵⁸ 중재판정에서 인정된 바와 같이, 협정의 문언은 인과관계가 특정 위반과 관련하여 입증되어야 하기 때문입니다.³⁵⁹
186. 환송 명령에 따라, 관련 위반 사항은 정부 행위를 통해 협정의 최소기준대우 의무, 즉 “해당 투자에 관습 국제법에 따른 대우를 부여할” 의무를 위반한 것입니다.³⁶⁰ 대한민국은 이 의무를 위반했다는 사실에 이의를 제기하지 않습니다. 그러나 최소기준대우 의무를 위반했다는 사실이, 그 위반으로 인해 사실적으로 발생한 것으로 볼 수 있는 모든 손해가 보상되어야 할 손해라는 것을 의미하지는 않습니다. 합병 조건 자체로 인해 최소기준대우 의무가 위반된 것은 아닙니다. 즉 대한민국

³⁵⁸ CLA-038, 국제법위원회, 국제불법행위에 대한 국가의 책임에 관한 조문 (해설 포함), *ILC 연감* 2001/II(2), 31, 제 31 조, 해설 10 항 참조(“[법적 인과관계와 관련하여] 다른 요인들도 관련될 수 있다. . . . 발생한 피해가 해당 규칙의 목적을 고려할 때 위반된 규칙의 적용 범위에 속하는지 여부.”).

³⁵⁹ RLA-194, 중재판정, ¶ 813 참조; 서증 C-001, 2012년 3월 15일 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정, 제11.16조(1)(a)항 (“청구인은 본 조항에 따라 (i) 피청구국이 [조약상 의무]를 위반하였고, (ii) 그 위반으로 인해 또는 그 위반에서 기인하여 청구인이 손실 또는 손해를 입었다는 청구를 자체적으로 중재에 회부할 수 있다.” (강조 추가)).

³⁶⁰ 서증 C-001, 2012년 3월 15일 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정, 제 11.5(1)조.

은 그러한 조건으로 합병을 허용하는 한국 법률에 의거하여 협정을 위반한 것이 아닙니다. 취소소송 절차에서 영국 법원의 판결과 일관되게, 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던졌다는 사실 또한 협정 위반이 아니며, 이는 국민연금공단이 국가 기관이 아니며 협정에 따라 그 행위가 대한민국에 귀속되지 않기 때문입니다. 또한, 최소기준대우 의무는 국민연금공단의 투표 결과에 관하여 어떠한 특정 결과를 요구하지 않습니다. 또한 이 의무는 다른 주주들의 특정 결정을 요구하지 않으며, 삼성물산(및 제일모직) 주주 전체의 투표 결과에 관해서는 더욱 그러합니다. 대신 중재판정부는 정부 행위를 통해 정부 관료들이 청구인과 마찬가지로 삼성물산 지분을 보유한 또 다른 소수 주주(즉, 국민연금공단)의 내부 의사결정 과정에 간섭하였기 때문에, 대한민국이 최소기준대우 의무를 위반했다고 판시하였습니다.³⁶¹ 중재판정부가 적용한 조약 규정은, 삼성물산의 소수주주 중 하나인 국민연금공단의 의결 과정의 무결성에 대한 간섭이 있었으며, 이는 해당 주주의 삼성물산 주주총회에서의 의결 무결성에 영향을 미쳤다고 판단되어 위반된 것입니다. 국민연금공단의 의사결정 결과에 대한 중재판정부의 예측을 근거로 손해배상을 인정하는 것은, 정부의 절차 개입 및 청구인이 해당 절차에서 승리할 기회(즉, 다른 삼성물산 주주들을 설득하여 합병에 반대하도록 투표하게 할 기회)와 관련된 것으로서, 본건에서 위반한 행위의 성격과 위반 행위의 성격과 일치하지 않습니다. 해당 주주총회 결과에 대한 예측에 근거한 손해는 인정된 위반 행위와 근인관계가 없습니다. 청구인이 정부 행위로 인해 입은 손해는 기껏해야 정부의 간섭 없이 절차가 진행될 기회를 상실한 것에 불과합니다. 대한민국이 바로 아래(제 V 편)에서 논의하듯이, 인정된 위반 행위와 인과관계가 있을 수 있는 유일한 손해는 따라서 기회 상실이지, 특정 결과의 상실이 아닙니다.

V. 예비적으로, 중재판정부는 기회 상실 분석을 적용해야 합니다

187. 중재판정 취소 판결에서 영국 법원은 당사자들이 중재판정부에서 주장한 인과관계에 대한 접근 방식 중 하나로 “‘기회 상실’ 분석”을 지목했습니다.³⁶²
188. 대한민국의 주된 입장은 청구인이 사실적 인과관계에 대한 통상적인 입증 기준에 따라 입증해야 한다는 것이며, 이는 청구인이 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 점을 충분한 정도의

³⁶¹ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 602-603 참조.

³⁶² CLA-222, 취소 판결, ¶ 263(v).

확실성을 갖고 증명해야 할 것을 요구합니다.³⁶³ 제 III.B 절에서 입증된 바와 같이, 청구인은 이러한 증명 책임을 다하지 못하였으므로, 대한민국에 대한 청구인의 배상 청구는 전액 기각되어야 합니다.

189. 본 절에서 논의한 바와 같이, 기회 상실은 예비적 주장입니다. 아래에서 대한민국은 투자협정 판례에서 적용되어 온 기회 상실 구조를 설명하고, (대한민국의 주된 입장과는 달리) 중재판정부가 청구인에게 사실적 인과관계에 적용되는 통상적인 증명 기준을 적용하지 않기로 결정할 경우, 중재판정부가 대신 기회 상실 구조를 적용할 수 있는 이유를 설명합니다(제 V 편 A 장). 이어 대한민국은 그러한 시나리오에서 중재판정부가 본 사건의 사실관계에 해당 구조를 어떻게 적용할 수 있는지 논의합니다(제 V 편 제 B 장).

A. 기회 상실 구조 및 그 적용 가능성

190. 기회 상실은 (i) 외생적 요인으로 인해 청구인이 “충분한 기준의 확실성”에 따라 위반 행위와 주장된 손해 간의 인과관계를 입증할 수 없으나, 그럼에도 불구하고 (ii) 청구인이 더 낮은 증명 기준(후술)에 따라, 해당 위반으로 인해 잠재적으로 이익을 얻거나 손해를 피할 수 있었던 귀중한 기회를 상실했음을 입증할 수 있는 경우 적용될 수 있는 구조입니다.
191. *Bilcon v. Canada* 사건은 투자 중재판정부가 ‘기회 상실(opportunity lost)’ 구조를 적용한 사례를 잘 보여줍니다. 이 사건에서 청구인들은 피청구국인 캐나다가 채석장 및 해상 터미널 개발 프로젝트에 대한 승인을 거부함으로써 조약상 의무를 위반했다고 주장했습니다.³⁶⁴ 중재판정부는 “가상의 NAFTA 준수 절차가 있었다면 Whites Point Project 가 승인되었을 현실적인 가능성이 있었음에도 불구하고, 그러한 결과가 ‘거의 확실히’ 또는 ‘충분한 정도의 확실성으로’ 발생했을 것이라고 말할 수는 없다”는 이유로 손실 이익에 대한 배상을 기각했습니다.³⁶⁵ 그 후 중재판정부는 “투자자들이 피청구국의 NAFTA 위반으로 인해 상실한 것으로 판명된, Whites Point Project 의 환경적 영향을 공정하고 자의적이지 않은

³⁶³ 아래 제 III 편 제 A 장 참조.

³⁶⁴ CLA-003, *Clayton and Bilcon of Delaware Inc. v. Government of Canada* 사건 (PCA Case No. 2009-04) 2015. 3. 17.자 관할 및 책임에 관한 판정문, ¶¶ 8, 11 참조.

³⁶⁵ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 168.

방식으로 평가받을 기회의 가치”에 대한 손해배상을 청구인들에게 인정했습니다(강조 추가).³⁶⁶

192. *Bilcon* 사건에서 볼 수 있듯이, 기회 상실 구조는 예를 들어 (a) 투자자가 특정 결과에 대한 권리는 없으나, 그러한 결과를 달성할 공정한 기회에 대한 권리는 있는 경우;³⁶⁷ 또는 (ii) 가상의 시나리오가 제 3 자의 외생적 행위를 포함하는 등 본질적으로 입증하기 어려운 경우 등에 적용될 수 있습니다.³⁶⁸
193. 비록 기회 상실 구조가 특정 경우 청구인이 통상적인 “충분한 확실성” 기준을 충족하지 못했더라도 일정한 보상을 허용할 수 있지만, 추측성 청구는 여전히 허용되지 않습니다.³⁶⁹ 기회 상실 청구를 성공적으로 인정받기 위해서는, 투자자는 분쟁 대상 행위가 없었다면 원하는 결과가 달성되었을 것이라는 점에 관하여 적어도 “합리적인 가능성(reasonable possibility)”³⁷⁰ 을 입증해야 합니다.
194. 기회 상실에 대한 손해배상을 산정하는 데 있어 정해진 공식은 없습니다. 일반적인 산정 방식은 (i) 특정 결과를 얻지 못함으로써 발생한 전체 손해를 산출하고, (ii) 그 금액에 분쟁 행위가 없었다면 그러한 원하는 결과가 달성되었을 확률(백분율)을 곱하는 것입니다.³⁷¹ 그러나 중재판정부는 이 점에 관하여 재량권을 행사할 수

³⁶⁶ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 280.

³⁶⁷ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 280 참조 (기회 상실 분석을 적용하여 “[중재판정부]가 [피청구국]의 NAFTA 위반으로 인해 [청구인]들이 상실했다고 판단한, 화이트스 포인트 프로젝트의 환경적 영향이 공정하고 자의적이지 않은 방식으로 평가될 기회의 가치”를 산정함 (강조 추가)).

³⁶⁸ RLA-090, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada (UNCITRAL)*, 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일, ¶ 277 참조 (투자 프로젝트의 장기적인 미래 수익성이 “채석장 운영 및/또는 운송에 영향을 미칠 수 있는 새로운 환경 규제” 등으로 인해 불확실하다는 점 등 여러 요인을 고려하여, 이익 상실에 대한 배상 판정은 부적절하다고 판시함).

³⁶⁹ RLA-205, *Akgun Insaat Makina Sanayii ve Dis Ticaret Ltd. Sti. v. Federal Democratic Republic of Ethiopia*, PCA 사건 번호 2020-08, 최종 판정(비용 제외), 2025 년 8 월 29 일 (Hwang, Williams, McConnaughay), ¶¶ 1115, 1117-1118, 1127.

³⁷⁰ RLA-205, *Akgun Insaat Makina Sanayii ve Dis Ticaret Ltd. Sti. v. Federal Democratic Republic of Ethiopia*, PCA 사건 번호 2020-08, 최종 판정(비용 제외), 2025 년 8 월 29 일 (황, 윌리엄스, 맥코너헤이), ¶ 1111 (“기회 상실에 대한 청구라 하더라도 그 기회가 실현될 합리적인 가능성이 여전히 요구된다” (원문 강조)).

³⁷¹ RLA-206, *B-Mex, LLC, Deana Anthone, Neil Ayervais, Douglas Black and others v. United Mexican States*, ICSID 사건 번호 ARB(AF)/16/3, 최종 판정, 2024 년 6 월 21 일 (Verhoosel, Born, Vinuesa), ¶ 238 (“기회 상실에 기초하여 손해액을 산정하는 것은... 일반적으로 해당 기회가 가설적으로 창출했을 수 있는 이익의 현재가치(NPV)에 확률 비율을 적용하는 방식으로 이루어진다.”).

있으며, 해당 기회가 실현될 확률을 산정할 수 없는 경우에도 그 기회가 여전히 가치가 있다고 판단되면 기회 상실에 대한 손해배상을 인정할 수 있습니다.³⁷²

195. 따라서 기회 상실 구조는 일종의 “상충 관계(trade-off)”를 수반합니다: (i) 한편으로는, 투자자는 사실적 인과관계를 입증하기 위해 일반적으로 요구되는 “충분한 기준의 확실성” 보다 낮은 증명 기준의 혜택을 얻지만, (ii) 다른 한편으로는, 투자자는 이익 창출(또는 손실 회피) 기회의 상실에 상응하는, 더 낮은 수준의 보상만을 받을 자격이 있습니다.

196. 기회 상실 구조는 두 가지 측면에서 본 사건의 상황에 부합합니다:

a. *Bilcon* 사건과 마찬가지로, 청구인이 정부 행위로 인해 입은 손해는 기껏해야 합병에 반대하는 설득 활동에서 성공할 기회를 잃은 정도라고 할 수 있습니다. 청구인이 협정에 따라 삼성물산 및 제일모직 주주들의 합병 관련 투표나 합병에 대한 의결권 행사 방안에 관한 국민연금공단의 내부 투표에서 특정 결과를 얻을 권리가 없었다는 점은 논란의 여지가 없습니다. 반면, 청구인은 정부의 불법적인 간섭 없이 삼성물산의 다른 주주들을 설득하여 합병을 저지하기 위해 청구인과 함께 투표하도록 할 기회를 가질 권리는 있었습니다. 따라서 정부 행위는 청구인에게 특정 결과를 박탈한 것이 아니라, 단지 그러한 결과를 달성할 수 있는 기회를 박탈한 것에 불과합니다.

b. 정부 행위와 청구인이 주장하는 손해 사이의 인과관계는 외생적 요인, 즉 국민연금공단(제 3 자 의사결정 기구) 내 개인들의 행위에 의해 단절되었습니다. 제 III 편 제 B 장에서 논의된 바와 같이, 정부 행위가 없었다면 국민연금공단의 내부 의사결정 결과가 어떻게 되었을지를 필요한 수준의 확실성으로 입증하는 것은 본질적으로 어렵습니다. ‘~가 없었다면’이라는 가정 하의 상황에서, 국민연금공단의 의사결정 과정에는

³⁷² RLA-205, *Akgun Insaat Makina Sanayii ve Dis Ticaret Ltd. Sti. v. Federal Democratic Republic of Ethiopia*, PCA 사건 번호 2020-08, 최종 판정(비용 제외), 2025 년 8 월 29 일 (Hwang, Williams, McConnaughay), ¶ 1122 (“청구인은 기회 손실이 ‘가상의 최대 손실에 그 기회가 실현될 확률을 곱한 값’으로 산정되어야 한다고 주장하지만, 실제로 중재판정부가 기회 손실을 산정하는 것은 중재판정부의 재량에 기초한다는 점(특히 성공 확률을 판단할 수 없는 경우)을 인정하고 있다. 따라서 청구인 스스로도 기회 손실에 대한 손해배상을 인정해야 할지 여부를 결정할 수 있는 기준이 없으며, 이 청구 항목은 중재판정부의 재량에 달려 있음을 묵시적으로 인정하고 있다.” (강조 생략)).

다수의 공무원이 관여했을 것이며, 이들은 의결권을 행사함에 있어 독립적인 재량권을 행사할 법적 의무를 지고, 상충하는 이해관계가 얽힌 치열한 논쟁 속에서 복잡한 평가를 수행했을 것이며, 그 과정에서 서로 다른 전문가들이 서로 다른 견해를 가질 여지가 분명히 있습니다.

197. 따라서 본 사건은 투자자가 특정 결과에 대한 권리가 아니라 단지 그 결과를 달성할 기회를 가질 권리가 있었으며, 외생적 요인으로 인해 위반 행위가 없었다면 어떤 결정이 내려졌을지를 충분한 확실성으로 입증하기 어려운 상황의 한 예입니다. 그럼에도 불구하고, 중재판정부는 청구인이 합병에 반대하는 활동을 성공적으로 전개할 수 있었던 기회가 어느 정도 보상 가치가 있다고 판단할 수도 있습니다.

B. 기회 상실 분석의 적용

198. 중재판정(정정 결정에 따라 정정된 바와 같이)에서 중재판정부는 손해배상액을 USD 48,490,438.00 로 결정하였습니다.³⁷³ 중재판정부는 다음 두 금액 간의 차이를 계산하여 이 금액에 도달하였습니다:

- a. “만약 피청구국이 협정을 위반하지 않았더라면, 즉 국민연금공단이 합병에 찬성표를 던지지 않아 합병 승인이 이루어지지 않았을 경우”로 정의된 가정 시나리오(*but-for scenario*) 하에서 2015 년 7 월 16 일(즉, 합병 승인 직전) 기준 청구인의 삼성물산 주식 시가 (강조 추가);³⁷⁴ 및
- b. 청구인이 삼성물산 주식을 처분한 시점의 가치. 중재판정부는 “합병에 대한 시장의 반응이 엇갈렸다”고 보았으나,³⁷⁵ 청구인이 주식을 매각했을 때 “합병 승인으로 인한 청구인의 삼성물산 투자 가치 하락을 ‘확정’하거나 실현했다”고 판단했습니다(강조 추가).³⁷⁶

199. 따라서 앞서 언급한 약 USD 4,850 만은 중재판정부가 국민연금공단의 합병 표결로 인해 청구인이 입은 전체 손해(“전체 손해액”)로 산정한 금액이며, 이는

³⁷³ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 952, 995(b); 중재판정 정정 및 해석 요청에 대한 결정, ¶¶ 65(a)(12), 65(a)(13) 참조.

³⁷⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 929. 또한 RLA-194, 중재판정, ¶¶ 919, 932 참조.

³⁷⁵ RLA-194, 중재판정, ¶ 932.

³⁷⁶ RLA-194, 중재판정, ¶ 933. RLA-194, 중재판정, ¶¶ 919, 932 도 참조. 중재판정부는 산출된 원화 금액을 판정일 현재 환율로 미화 금액으로 환산했습니다. RLA-194, 중재판정, ¶ 952 참조.

중재판정부가 대한민국에 귀속시킨 국민연금공단의 행위이자 청구인의 손실 또는 손해의 근인으로 판단된 행위입니다.³⁷⁷

200. 제 3 절 및 제 4 절에서 논의한 바와 같이, 청구인은 정부 행위와 관련하여 사실적 인과관계 및 법적 인과관계를 입증할 책임을 다하지 못하였으므로, 손해배상을 받을 수 없습니다.
201. 그럼에도 불구하고, (대한민국의 주된 입장과는 달리) 중재판정부가 청구인에게 통상적인 “충분한 확실성”의 증명 기준을 적용하지 않기로 결정하는 경우, 중재판정부는 기회 상실 구조를 적용하여 청구인이 합병 반대 캠페인에서 성공할 수 있었던 기회에 관하여 배상할 수 있습니다.
202. 기회 상실 기준에 따른 손해배상액 산정에는 필연적으로 재량적 요소가 수반되는데, 이는 해당 구조 적용의 전제가 결과가 충분한 확실성으로 예측될 수 없다는 점에 있기 때문입니다. 대한민국은 중재판정부가 (i) 전체 손해액에 (ii) 정부 행위가 없었다면 국민연금공단이 합병에 반대하거나 기권했을 가능성이 높고, 그 결과 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점에 상응하는 적절한 비율을 곱하여 손해배상액을 산정할 수 있다고 주장합니다. 의심의 여지를 없애기 위해, 대한민국은 이러한 대체 시나리오 하에서도, 손해액 산정에 적용되는 그러한 백분율 수치는 합리적인 수준의 확실성으로 입증된 기회 또는 가능성에 근거해야 하며, 추측에 근거해서는 안 된다고 주장합니다. 그렇지 않으면, 기회 또는 가능성의 상실을 근거로 한 경우라 할지라도 청구인에게 어떠한 보상도 부여되어서는 안 됩니다.

VI. 취소소송 절차에 대한 청구인의 비용 청구 요청은 중재판정부의 관할권 밖이며, 기판력(*RES JUDICATA*)에 의해 배제됩니다

203. 청구인은 서면에서 “[대한민국이] 영국 법원에서의 취소절차와 관련하여 [청구인]이 부담한 비용을 [청구인]에게 지급할 것을 명할 것”을 요청하고 있습니다.³⁷⁸
204. 이 주장이 진지하게 제기된 것인지 여부는 불분명합니다. 이를 뒷받침하는 어떠한 제출 자료도 없으며, 단지 그러한 취지의 구체 청구가 있을 뿐이기 때문입니다.

³⁷⁷ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 821, 823 참조.

³⁷⁸ 2026 년 4 월 26 일자 청구인의 환송된 쟁점에 대한 서면(“청구인의 1 차 준비서면”), ¶ 82(f) 참조.

만약 진지하게 주장하는 것이라면, 이는 단지 놀라울 따름입니다. 중재판정부는 영국 법원에서 진행된 취소소송 절차의 비용을 배분할 관할권 및/또는 권한을 가지고 있지 않습니다. 게다가 청구인의 요청은 영국 법원이 대한민국에 유리하게 내린 최종 비용 명령을 재심리하려는 것이므로, 이를 받아들일 수 없습니다.

205. 중재판정부는 청구인이 요청한 명령을 내릴 관할권이 없습니다. 중재판정부는 UNCITRAL 중재규칙 제 40 조에 따라 “중재 비용”을 부과할 권한이 있습니다. 중재판정부가 중재판정에서 인정한 바와 같이, UNCITRAL 중재규칙 제 40 조 제 1 항에 따른 “중재 비용을 확정”할 권한은 제 40 조 제 2 항에 명시적으로 열거된 비용 범주로 제한됩니다.³⁷⁹ 이러한 범주에는 중재 비용 및 법률 비용이 포함되지만, 중재와 관련된 법원 소송 비용은 포함되지 않습니다. 마찬가지로, 1996 년 영국 중재법에 따르면 중재판정의 비용에 관한 권한은 “중재 비용”으로 한정됩니다.³⁸⁰ 법원 소송 절차의 비용 배분은 영국의 법률 규정 ³⁸¹에 따르며, 이는 해당 법원의 소관 사항입니다.³⁸² 영국의 취소소송 절차에서 비용 배분은 중재판정부에 위임된 권한의 범위에 속하지 않으며, (외람되지만) 중재판정부가 그러한 명령을 내리려 한다면 관할권을 초과하는 행위가 될 것입니다.

206. 게다가, 영국 법원은 이미 취소소송 절차에서 발생한 비용 분담을 최종적으로 결정했습니다. 해당 법원 절차와 관련하여 적절한 비용 명령을 내릴지에 대한 변론이 진행된 후, 법원은 대한민국에 유리한 일련의 비용 명령을 내렸으며, 예비쟁점과 관련하여 영국 상사법원 및 항소법원에서 발생한 모든 비용과, 고등법원에서 발생한 제 67 조 청구에 대한 비용의 70%를 대한민국에 지급하도록 판결했습니다. 구체적으로:

a. 2025 년 7 월 17 일자 항소법원 판결(대한민국의 항소를 인용하고 제 67 조 청구를 본안 심리를 위해 고등법원으로 환송함)에 따라, 항소법원은

³⁷⁹ RLA-194, 중재판정, ¶ 987 참조.

³⁸⁰ CLA-210, 1996 년 영국 중재법, 제 61 조(1). 이 법에 따르면, “[중재판정부는 당사자 간에 중재 비용을 배분하는 판정을 내릴 수 있다.]” 관련 비용에는 “(a) 중재인 보수 및 경비, (b) 관련 중재기관의 보수 및 경비, (c) 당사자의 법률 비용 및 기타 비용”이 포함된다. (동법, 제 59 조(1)) 중재판정부는 또한 “중재에서 회수 가능한 비용의 금액을 결정하기 위한 절차에 따른 비용 또는 그 부수적 비용”을 배분할 수 있으나(강조 추가) (동법, 제 59 조(2)), “회수 가능한 비용의 결정과 무관한 기타 중재 신청에 따른 비용”은 배분할 수 없다 (RLA-207, Sweet & Maxwell, RUSSELL ON ARBITRATION (24 판, 2015), ¶ 6-130 및 각주 462).

³⁸¹ RLA-208, 1981 년 영국 고등법원법, § 51 참조.

³⁸² RLA-209, 1998 년 영국 민사소송규칙, 규칙 44.2 참조.

청구인이 (i) “항소 절차에 소요된 [대한민국의] 소송비용을 부담할 것” 그리고 (ii) “상사법원에서의 예비 쟁점에 대한 [대한민국의] 소송 비용을 부담할 것”을 명하였습니다.³⁸³ 실제로 청구인은 영국 법정에서 원칙적으로 대한민국의 소송 비용을 부담해야 한다는 점을 인정하였으며, 단지 회수 범위에 관해서만 이의를 제기하고 상고의 한 가지 측면과 관련하여 일정 비율의 감액을 요청했습니다.³⁸⁴

- b. 고등법원의 본안 심리 후, 법원은 환송 명령에서 “[청구인]은 취소소송 절차에서 [대한민국]의 소송비용의 70%를 부담하여야 한다”고 판시하였습니다.³⁸⁵ 법원은 (i) 대한민국이 “한 가지 쟁점을 제외한 모든 쟁점에서 패소했다”는 청구인의 주장³⁸⁶, (ii) 대한민국의 “한 가지 쟁점에 대한 부분적 승리가 전체적으로 ‘승소한’ 당사자로 만들지는 않는다”는 주장³⁸⁷, 그리고 (iii) 따라서 당사자들은 각자의 소송비용을 부담하거나, 또는 대한민국은 소송비용의 50%만 회수해야 한다는 청구인의 주장³⁸⁸을 모두 명시적으로 기각했습니다. 법원은 대한민국이 “실질적으로 승소 당사자”라는 점에 “의심의 여지가 없다”고 판시하였으며,³⁸⁹ 이는 대한민국이 상당한 손해배상금 및 비용을 지급하도록 요구한 중재판정의 결정적 부분을 취소하는 데 성공했기 때문입니다.³⁹⁰

207. 영국 법원의 비용 명령은 국제법 및 영국법상 모두 기판력(*res judicata*)을 가집니다. 수많은 투자자-국가 중재판정부는 기판력의 원칙에 따라, 중재판정부가 동일하거나 관련 당사자 간의 이전 법적 절차에서 확정된 결론에 구속된다는 점을

³⁸³ RLA-210, *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2024-002080, 항소법원 명령, 2025년 7월 25일, ¶ 3 참조.

³⁸⁴ RLA-211, *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.*, [2024] EWHC 2037 (Comm), 엘리엇의 부대사항에 관한 주장서면, 2025년 7월 25일, ¶ 7을 참조.

³⁸⁵ CLA-226, 환송 명령, ¶ 5 참조.

³⁸⁶ RLA-199, *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2023-000395, 대한민국의 부대사항에 관한 답변서면, 2026년 3월 6일, ¶ 17 참조.

³⁸⁷ RLA-199, *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2023-000395, 대한민국의 부대사항에 관한 답변서면, ¶ 18 참조.

³⁸⁸ RLA-199, *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2023-000395, 대한민국의 부대사항에 관한 답변서면, 2026년 3월 6일, ¶ 16 참조.

³⁸⁹ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 8 참조.

³⁹⁰ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 8 참조.

확인해 왔습니다.³⁹¹ 영국법에 따르면, 기판력의 원칙은 소권에 관한 금반언(cause of action estoppel) 및 쟁점 금반언(issue estoppel)을 포함하며, 이는 당사자들이 관할 법원에 의해 이미 확정된 청구 또는 쟁점을 다시 소송하는 것을 방지합니다.³⁹² 청구인이 영국 법원이 발령한 최종 비용 명령을 중재판정부가 재검토하고 사실상 뒤집도록 시도하는 것은 이러한 원칙을 노골적으로 무시하는 것이며, 인정될 수 없습니다.

VII. 중재판정부는 대한민국의 상대적 승소에 상응하는 소송 비용을 대한민국에 지급하도록 판정해야 합니다

208. 영국 법원은 당사자들의 소송 비용 분배에 관한 중재판정부의 결정 및 명령을 취소하였습니다.³⁹³ 중재판정부의 결정이 원중재 절차에서 당사자들의 상대적 승소에 근거한 것이었고,³⁹⁴ 영국 법원이 중재판정부의 중재판정 중 중요한 부분을 취소하였으므로, 비용에 관한 기존 결정은 유지될 수 없습니다. 따라서 중재판정부는 소송 비용의 배분 방식을 다시 새롭게 검토해야 합니다. 이를 수행함에 있어 중재판정부는 중재 절차에서 당사자들의 상대적 성공 여부를 고려해야 합니다. 물론, 이러한 결정은 환송중재 절차의 결과를 고려하여 내려져야 할 것입니다.
209. 중재판정에서 중재판정부는 다음과 같이 결정하였습니다: (i) 각 당사자는 자신의 중재 비용을 부담해야 한다;³⁹⁵ (ii) 청구인의 대리인인 Kobre & Kim 이 부담한 USD 3,880 만의 법률 비용 중 USD 880 만을 인정할 수 있다;³⁹⁶ (iii) 당사자들의 상대적 승소 비율을 고려하여, 청구인에게 인정된 법률 비용의 78%(즉, USD 28,903,188.90)를 지급하고, 대한민국에게는 법률 비용의 22% (즉, USD 3,457,479.87)를 배상받아야 한다;³⁹⁷ (iv) 인정된 소송 비용에 대한 이자는 연 5%의

³⁹¹ CLA-001, *Apotex Holdings Inc v. United States of America 사건* (ICSID Case No. ARB(AF)12/1), 2014. 8. 25.자 판정문, ¶¶ 7.10-7.36 (중재판정부와 학계에서 기판력 원칙이 국제법의 적용 가능한 규칙으로 널리 인정되고 있음을 요약함)을 참조.

³⁹² RLA-212, *Virgin Atlantic Airways Ltd v Zodiac Seats UK Ltd* [2013] UKSC 46, ¶¶ 17-18 참조.

³⁹³ CLA-226, 환송 명령, ¶¶ 2(i)-(j) 참조 (중재판정의 ¶¶ 993, 995(b)-999(h)를 취소함).

³⁹⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 993 참조.

³⁹⁵ RLA-194, 중재판정, ¶ 990 참조. 또한 동 문서, ¶ 995(e) 참조.

³⁹⁶ RLA-194, 중재판정, ¶ 992 참조.

³⁹⁷ RLA-194, 중재판정, ¶ 993 참조. 또한 동 문서, ¶¶ 995(f)-(g) 참조.

복리 이율로 중재판정일로부터 30 일 후부터 발생한다.³⁹⁸ 이러한 결정 중 영국 법원은 당사자들의 소송 비용 분배와 관련된 (iii)번에 해당되는 결정만을 취소했습니다.³⁹⁹

210. 청구인은 서면에서 중재판정부가 대한민국에게 원중재 절차와 관련된 소송비용으로 청구인에게 “USD 28,903,188.90 이상”을 지급하도록 명령해 줄 것을 요청하고 있습니다(즉, 중재판정에서 청구인에게 지급하도록 판정된 금액과 동일한 금액).⁴⁰⁰ “이상”이라는 표현이 청구인에게 그 이상의 금액이 지급되어야 한다는 주장을 암시하려는 것인지 여부는 불분명합니다. 중재판정 취소 이후의 상황은 청구인이 사실 핵심 관할권 쟁점에서 패소한 것이며, 중재판정의 기존 비용 명령은 청구인이 승소한 것을 전제로 내려진 것이므로, 그러한 주장에 근거가 없다는 것은 자명합니다.
211. 중재판정에서 중재판정부는 비용 배분 결정을 정당화하며, “본 중재판정에서 다룬 네 가지 주요 쟁점, 즉 관할권, 본안, 인과관계 및 손해액에 관하여, 청구인은 이 중 첫 세 가지 쟁점(관할권, 본안 및 인과관계)에서 승소하였고, 피청구국은 네 번째 쟁점(손해액)에서 대체로 승소하였으며, 청구인은 청구 금액의 약 13~18%(적용되는 지주회사 할인율에 따라 다름)를 배상받게 되었습니다.”⁴⁰¹ 중재판정부는 이제 원중재 절차의 비용을 새롭게 결정해야 합니다. 이를 수행함에 있어, 중재판정부는 취소 결정 이후의 상황과 본 환송 절차 이후의 상황을 모두 고려해야 합니다. (i) 배상액 문제에 대한 정정절차 단계에서 대한민국의 승소 사실과, (ii) 관할권 관련 특정 쟁점에 대한 취소소송 절차에서의 승소 사실을 고려할 때, 기존의 비용 판정은 하향 조정되어야 합니다. 또한, (대한민국이 주장하는 바와 같이) 환송중재 절차에서 미결정된 인과관계 쟁점의 어느 부분에서든 대한민국이 승소하거나, 중재판정부가 청구인에게 지급해야 할 손해배상액이 0 이어야 한다고 판단하는 경우(또는 중재판정에서 인정된

³⁹⁸ RLA-194, 중재판정, ¶ 994 참조. 또한 동 문서, ¶¶ 995(f)-(g) 참조.

³⁹⁹ CLA-226, 환송 명령, ¶¶ 2(i)-(j) 참조 (판정의 ¶¶ 993, 995(b)-999(h)를 취소함). 법원은 판정의 실체적 부분의 거의 전부를 취소하였으나, 위에서 열거한 바와 같이 중재판정부가 (i), (ii) 및 (iv)의 결정을 내린 단락들은 취소하지 않았습니다.

⁴⁰⁰ 청구인의 1 차 준비서면, ¶ 82(d) 및 RLA-194, 중재판정, ¶ 995(g) 비교.

⁴⁰¹ RLA-194, 중재판정, ¶ 993.

손해배상액에 비해 감액되어야 한다고 판단하는 경우), 중재판정부는 당사자들의 소송비용 배분 비율을 이에 따라 대한민국에게 유리하게 수정해야 합니다.⁴⁰²

212. 대한민국은 환송 쟁점에 대한 심리가 종료된 후, 중재판정부가 당사자들에게 갹신된 비용 명세서를 제출하도록 요청할 것을 제안합니다.

VIII. 신청 취지

213. 본 서면에 명시된 사유에 따라, 대한민국은 중재판정부에 다음과 같이 정중히 요청합니다:

- a. 청구인이 인과관계를 입증할 책임을 다하지 못했으므로 어떠한 보상도 받을 자격이 없음을 선언할 것;
- b. 만약 중재판정부가 청구인에게 보상 권리가 있다고 판단할 경우, “기회 상실” 구조를 사용하여 관련 보상액을 결정할 것;
- c. 청구인에게 중재판정일로부터 30 일 후부터 연 5%의 복리로 계산된 이자를 포함하여, 중재 절차에서 대한민국이 거둔 상대적 승소에 상응하는 대한민국의 소송비용을 지급하도록 명하고;
- d. 청구인의 1 차 준비서면 제 82 항에 기재된 청구인 측의 모든 구제 요청을 기각하고;
- e. 중재판정부가 공정하고 적절하다고 판단하는 추가 구제 조치를 대한민국에 부여할 것.

⁴⁰² 적절한 비율을 결정함에 있어, 중재판정부는 청구인의 인정된 비용 감액 후에도 당사자들의 법률 비용 간에 존재하는 상당한 차이를 고려해야 합니다. 중재 초기 단계에서 청구인의 인정된 법률 비용은 USD 3,700 만을 초과한 반면, 대한민국의 법률 비용은 약 USD 1,700 만에 불과했습니다. RLA-194, 중재판정, ¶¶ 976, 981, 992 참조 (oanda.com 을 사용하여 판정일 환율로 환산한 금액).

정중히 제출합니다.



Kap-You (Kevin) Kim
John P. Bang
Mino Han
Saemee Kim
Sophie Oh
PETER & KIM LLP

Anton A. Ware
Jun Hee Kim
Charlotte Mallorie
Bart Wasiak
Joel Dahlquist
Grace Yang
**ARNOLD & PORTER KAYE SCHOLER
LLP**