

유엔국제무역법위원회 중재규칙 및
대한민국과 미합중국간의 자유무역 협정에 따른 중재

엘리엇 어쏘시어츠 엘.피.(ELLIOTT ASSOCIATES, L.P.)

엘리엇

대한민국

피청구국

환송된 쟁점에 관한 엘리엇의 답변서면

부록 A(ANNEX A)

2026 년 6 월 30 일

THREE CROWNS

KOBRE & KIM

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
1.	엘리엇은 사실적 인과관계를 “충분한 정도의 확실성” 또는 “거의 확실히”의 기준으로 입증할 책임을 부담하며, 단순한 “개연성의 우위” 만으로는 부족합니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 66-79 항	반박서면, 제 469 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 432-434 항; 중재기일 속기록 9 일차, 110:1-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 89, 91 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 56 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 506 항; 중재기일 속기록 1 일차, 151:25-152:17 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 168 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 43 항.	제 714, 717-719, 813-823 항
2.	사실적 인과관계와 관련하여, 엘리엇은 “청와대 조치”가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하지 않았을 것이고, 합병 표결이 필요한 정족수에 이르지 못하였을 것임을 입증하여야 합니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 7-8, 78 항	반박서면, 제 394, 399, 467-475 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 152-153, 159-161, 168-188, 425 항; 중재기일 속기록 9 일차, 110:13-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 87-97 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 50-54 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 505, 514-517 항; 중재기일 속기록 1 일차, 149:17-150:2, 157:6-158:25 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 160-174 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 43-51 항.	제 713, 754-757, 813-820 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
3.	가정적 상황에서도 다수의 핵심 요소는 변함이 없으며, 국민연금이 독립적으로 의결권을 행사하였더라도 본건 합병에 찬성 투표를 하였을 현실적 가능성이 적어도 존재하였습니다. 이러한 현실적 가능성은 충분한 확실성의 기준을 충족하지 못하게 합니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 9-12, 80 항	반박서면, 제 437-444, 468-475 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 435-452 항; 중재기일 속기록 9 일차, 110:12-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 91-93 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 50-53 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 507-517 항; 중재기일 속기록 1 일차, 151:25-153:10 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 163-171 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 44-49 항.	제 767-769, 779, 813-820 항
4.	국민연금의 지배 규정은 국민연금으로 하여금 삼성물산 단독의 지분 회석만이 아니라 기금 수혜자, 장기적 주주가치, 책임투자 및 기금이 보유한 삼성그룹 전반의 포트폴리오까지 고려할 수 있도록 하였습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 83-87 항	반박서면, 제 448-451 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 189-193, 197-211, 219-222, 438, 448 항; 중재기일 속기록 2 일차, 60:19-64:15 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 91-92 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 30 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 73-76, 508(a)항; 중재기일 속기록 1 일차, 23:12-24:11 (엘리엇 대리인), 157:18-158:5 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 165-166 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 39 항.	제 539-549, 766-767 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
5.	본건 합병의 지배구조, 구조조정 및 전략적 이익은 국민연금의 독립적인 승인을 뒷받침 할만한 근거였으며, 이후 법원의 판단 및 실제 결과 역시 이러한 이익을 확인하였습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 88-92, 99 항	중재통보에 대한 답변서, 제 4 항; 반박서면, 제 448-451 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 216(c), 448 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 9, 92 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 30 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 68-71, 542-543 항; 중재기일 속기록 1 일차, 159:23-160:8, 161:5-162:25, 165:6-167:21 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 175-176, 192(a)-(b)항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 53-54 항.	제 201, 932 항
6.	본건 합병이 무산될 경우 삼성물산 및 국민연금이 보유한 삼성그룹 전반의 포트폴리오가 하락할 위험이 있으므로, 국민연금은 독립적으로도 이러한 위험을 회피할 이유가 있었습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 92-98 항	반박서면, 제 449-450 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 448 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 59, 108 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 30 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 64, 73-79 항; 중재기일 속기록 1 일차, 35:21-36:25 (엘리엇 대리인), 157:18-158:8, 162:22-25 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 216-219 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 78, 85-86 항.	제 863-866 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
7.	합병비율 및 가치평가에 관한 우려는 주관적이고 부정확한 것이었으며, 독립적인 판단이 반드시 반대표로 이어지도록 한 것은 아니었습니다. 가치평가 기준 역시 상당히 다양하였습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 100-104, 159-165 항	반박서면, 제 442-444 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 219-222, 228-229, 447-450 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 4-5, 59, 92 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 29-32 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 65, 68-71, 73-76, 534-542 항; 중재기일 속기록 1 일차, 57:18-60:12 (Mr Partasides KC), 161:5-162:25 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 42, 190-192 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 53-54 항.	제 771, 924-932 항
8.	조작된 시너지 전망이 배제되는 가정적 상황 안에서도 국민연금은 여전히 독립적으로 다른 또는 객관적으로 도출된 시너지 분석 및/또는 그 밖의 상업적 요소를 근거로 승인을 지지할 수 있었습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 105, 135-139 항	반박서면, 제 445-452 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 219-223, 441, 444-450 항; 중재기일 속기록 2 일차, 130:22-131:9 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 92 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 31-32 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 75-76, 133-134, 509-510, 542(b)-(c) 항; 중재기일 속기록 1 일차, 61:20-63:14, 65:11-66:24 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 166, 169-171 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 46 항.	제 813-820 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
9.	합병금지가처분 결정을 포함한 법률적·절차적 우려가 있었다고 하더라도, 이것이 반드시 전문위원회 또는 국민연금으로 하여금 반대하도록 이끌지는 않았을 것입니다. 법원의 결정들은 오히려 승인 또는 반대하지 않는 방향으로 크게 작용하였을 것입니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 106-108, 128 항	반박서면, 제 172-175, 468-475 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 9 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 51 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 163-166 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 45-47 항.	제 293-299, 608-613, 813-820 항
10.	엘리엇은 본건 합병이 전문위원회에 회부되었더라도 전문위원회가 반대표결을 하거나 기권하였을 것임을 입증할 수 없습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 121-132, 148-151 항	반박서면, 제 472-475 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 451-457 항; 중재기일 속기록 2 일차: 134:8-135 8 (대한민국 대리인) 및 9 일차, 110:12-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 93 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 51-52 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 507-508 항; 중재기일 속기록 1 일차, 151:25-152:10 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 163-168 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 47 항.	제 767-770, 820-822 항
11.	SK 합병과의 유사성만으로는 본건 합병이 전문위원회에 회부되거나 전문위원회가	대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 439-440 항; 중재기일 속기록 2 일차, 135:9-20	제 226, 541, 554, 769 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
	반대했을 것임이 입증되지 않으며, 두 합병은 실질적으로 차이가 있었습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 129-132, 152-154 항	(대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 93 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 38 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 508(b)항; 중재기일 속기록 1 일차, 28:18-29:2, 51:18-55:11 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 32-33, 163 항.	
12.	투자위원회가 표결을 결정하였다 하더라도, 여전히 본건 합병에 찬성 투표하였을 가능성이 높습니다. 위원들은 여러 요소를 고려하여 심의하였으며, 단순히 조작된 수치만으로 결정을 내렸다는 점이 증명되지 않았습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 133-139 항	반박서면, 제 453-459 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 225-227, 231-234, 246- 252, 441, 444-450 항; 중재기일 속기록 2 일차, 128:21-129:25 (대한민국 대리인) 및 9 일차, 111:4- 9 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 91-92, 94 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 31-33 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 133-134, 509-510 항; 중재기일 속기록 1 일차, 64:16-66:24 (엘리엇 대리인), 152:11-17 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 166-171 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 46 항.	제 546-549, 602-603, 772-778, 813-820 항
13.	전문성을 갖춘 다수의 독립적 주주들이 아무런 간섭 없이 본건 합병에 찬성 투표하였으며, 이는	중재통보에 대한 답변서, 제 5 항; 반박서면, 제 415- 420, 463, 483-484 항; 대한민국의 본안 전 이의	제 546, 779, 789, 799 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
	합병에 대한 찬성 투표가 독립적인 판단으로서 충분히 개연성이 있었음을 확인해 줍니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 140-141 항	제기에 대한 재반박서면, 제 243-245 항; 중재기일 속기록 2 일차, 67:10-68:5 (대한민국 대리인) 및 9 일차, 110:3-11 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 54 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 77-78, 517-520 항; 중재기일 속기록 1 일차, 31:13-35:20 (엘리엇 대리인), 157:6-158:25 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 174 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 50-51 항.	
14.	사실적 인과관계가 인정된다 하더라도 엘리엇은 별도로 법률적 인과관계, 즉 “청와대 조치”와 엘리엇이 주장하는 손해 사이의 직접·근접한 연관성을 입증하여야 하며, 예견가능성만으로는 부족합니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 171-174, 178 항	반박서면, 제 400-407, 476, 620-625 항; 대한민국의 본안 전 이의 제기에 대한 재반박서면, 제 466-469, 481-486 항; 중재기일 속기록 9 일차, 110:12-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 98-104 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 56-57 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 521-532 항; 중재기일 속기록 1 일차, 149:11-15, 163:16-167:21 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 179-186 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 52-54 항.	제 713-719, 815 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
15.	“청와대 조치”로부터 시장 손실에 이르는 인과관계의 고리는 지나치게 길고 복잡하며 불확실할 뿐만 아니라, 국민연금 관계자 및 기타 시장 참여자들의 개입 행위로 인해 단절되었습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 14, 175-176, 182 항	반박서면, 제 407, 476-485 항; 대한민국의 본안 전이의 제기에 대한 재반박서면, 제 470-486 항; 중재기일 속기록 9 일차, 110:12-111:12 (대한민국 대리인); 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 99-101 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 56-57 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 517-532, 517-520 항; 중재기일 속기록 1 일차, 157:6-158:25, 163:16-164:25 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 174, 181-184 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 48-54 항.	제 787-790, 821 항
16.	인지, 예견가능성 또는 본건 합병을 지지하려는 목적이 있었다는 주장만으로는 엘리엇의 시장 손실이 “청와대 조치”로 인해 근접하게 발생하였다고 볼 수 없습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 177-179 항	대한민국의 본안 전이의 제기에 대한 재반박서면, 제 212-214, 484-486 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 104 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 56-57 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 528-532 항; 중재기일 속기록 1 일차, 165:6-167:21 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 181-186 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 52-54 항.	제 360, 790, 815, 821 항

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
17.	청구된 손해가 주장하는 위반은 인정된 최소기준대우(MST) 의무의 범위를 벗어납니다. 위반으로 인정된 것은 합병 조건, 국가행위로서의 국민연금의 표결, 또는 특정 주주 표결에 대한 권리가 아니었습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 185-186 항	반박서면, 제 398, 637-642 항; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 7, 97 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 반박서면, 제 359, 380-385 항; 중재기일 속기록 1 일차, 10:11-24 (엘리엇 대리인), 149:17-150:2, 165:6-167:21 (엘리엇 대리인); 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 181-186 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 52-54 항.	제 559, 811, 813-814 항
18.	사실적·법률적 인과관계가 완전히 입증되지 않았다면 엘리엇의 최대 손해는 본건 합병을 저지하기 위한 캠페인의 성공가능성에 불과하며, 합병으로 인한 손해 전액에 대한 배상을 받을 권리가 아닙니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 15, 187-197 항	대한민국의 심리 후 주장서면, 제 168-174 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 68 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 79-82 항.	엘리엇의 손해가 시장가격을 기초로 산정 가능하였다는 이유로 중재판정부는 이 부분을 판단하지 않았습니다(제 922-932 항).
19.	가정적 상황이 제 3 자의 결정에 달려있고 엘리엇에게 특정한 결과에 대한 권리가 없었다고 볼 때, 기회상실의 접근법이 적합합니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 187-196 항	대한민국의 심리 후 주장서면, 제 168-174 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 68 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 79-82 항.	

번호	환송 쟁점에 관한 대한민국의 준비서면이 다루는 인과관계 주장	대한민국이 원 중재절차에서 이미 주장을 제기한 부분	중재판정문에 명기된 대한민국의 주장 / 논의
20.	기회상실 접근법이 적용되는 경우 손해배상액은 “청와대 조치”가 없었더라면 국민연금이 반대투표를 하거나 기권함으로써 본건 합병이 무산되었을 확률을 손해 전액에 곱한 금액이어야 하며, 추측성 기회에 대해서는 손해배상이 인정되지 않습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 194-202 항	대한민국의 심리 후 주장서면, 제 168-174 항; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 68 항. 엘리엇의 답변 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 250-254 항; 엘리엇의 심리 후 재반박서면, 제 79-82, 86 항.	