

상설중재재판소(PCA)
앞으로

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

대

대한민국
을 피청구국으로 하는

PCA 사건 번호 2018-51

환송 쟁점에 관한 대한민국의 2 차 준비서면

2026 년 7 월 17 일

목차

I.	서론	1
II.	환송 쟁점의 적절한 범위	10
III.	청구인은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다	15
A.	사실적 인과관계가 가정적 분석을 요구하지 않는다는 청구인의 새로운 주장은 잘못되었습니다.....	15
1.	청구인의 주장은 중재판정에서 중재판정부가 제시한 사실적 인과관계에 대한 판단 기준과 상반됩니다.....	16
2.	국제법은 가정적 사실에 대한 조사를 요구합니다.....	17
3.	청구인이 제시한 새로운 판례(Amco II 사건)는 도움이 되지 않습니다.....	21
B.	사실적 인과관계는 충분한 확실성(“거의 확실히”)을 바탕으로 입증되어야 합니다	26
C.	청구인은 정부 행위가 국민연금의 투표에 대한 사실상의 원인이었음을 입증하지 못하였습니다.....	29
1.	청구인은 중재판정문 어디에서도 찾아볼 수 없는 중재판정부의 결정을 언급하고 있습니다	30
2.	청구인은 자신의 주장을 약화시키는 추가 판결문의 사실적 판단에 대해 고집스럽게 논의를 회피하고 있습니다.....	31
3.	정부 행위가 없었다면 국민연금이 거의 확실하게(또는 심지어 개연성의 우위 기준에서도) 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 판단을 뒷받침할 증거는 없습니다.....	41
D.	사실적 인과관계에 대한 결론	63
IV.	청구인은 법적 인과관계를 입증하지 못하였습니다	63
A.	청구인이 인정하는 바와 같이, 법적 인과관계는 예견 가능성만을 입증함으로써 성립되지 않습니다.....	64
B.	청구인은 정부 행위와 청구인의 손실을 연결하는 직접적이고 근접한 인과관계를 입증하지 못하였습니다.....	67
C.	추가 판결문은 법적 인과관계와 관련된 한국 법원의 사실인정 내용을 명확히 하고 있습니다	80

1.	추가 판결문에서 한국 법원이 내린 사실인정은 청구인이 근거로 삼고 있는 동일 법원의 사실인정과 동등한 비중을 부여받아야 합니다.....	80
2.	추가 판결문이 청구인의 “표적화” 주장에 대해 다루지 않았다고 해서, 해당 판결문이 관련성이 없는 것은 아닙니다.....	81
3.	추가 판결문이 “문형표 장관과 홍완선 본부장의 유죄 판결을 뒤집지 않았다”는 사실은 그 관련성을 배제하지 않습니다.....	82
4.	청구인은 ‘소액주주 국가배상 판결’에서 한국 법원이 제시한 상당인과관계에 대한 분석의 설득력을 반박하지 못하였습니다.....	83
5.	합병 무효 소송 판결을 구별한 중재판정의 중재판정부의 이유 설명은 소액주주 국가배상 판결에는 적용되지 않습니다.....	84
6.	추가 판결문이 박근혜 전 대통령과 청와대의 위법 행위에 대한 증거를 무시했다는 청구인의 주장은 근거가 없으며, 그 관련성도 설명되지 않았습니다.....	85
7.	청구인이 “중재판정 이후에 내려진” 한국 법원의 판결에 의문을 제기하려는 시도는 근거가 없습니다.....	86
V.	기회 상실에 관한 대한민국의 예비적 주장에 대해 청구인은 아무런 반박을 제시하지 못하였습니다	87
VI.	비용 및 이자	90
A.	당사자들은 중재절차의 법률 비용이 전체 절차에서 상대적 성공에 기초하여 재분배될 수 있으며, 재분배가 필요할 수도 있다는 점에 동의합니다.....	90
B.	청구인의 취소소송 절차 비용 청구는 기각되어야 합니다.....	93
C.	청구인은 중재판정의 판정 전 이자 계산 기준에 대한 수정 요청이 기각된 바, 이를 다시 제기할 수 없습니다.....	96
VII.	신청 취지	98

I. 서론

1. 2026년 6월 7일자로 제출된 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면¹에서 대한민국은 다음과 같은 주장을 제기하였습니다.
 - a. 본 환송중재절차에서 중재판정부가 수행해야 할 임무는, 청구인이 정부 행위가 청구인에게 발생한 손실 또는 손해의 사실적·법적 원인이었음을 입증할 책임을 다했는지 여부를 판단하고, 만약 그렇다면 어떤 구제 조치를 부여해야 할지를 결정해야 하며;
 - b. 청구인의 주장과 달리, 중재판정은 해당 질문들에 대한 답변을 제시하지 않았으므로, 중재판정부는 특정 결과에 대한 선입견 없이 새로이 해당 질문들에 답해야 하며;
 - c. 사실적 인과관계를 입증해야 할 청구인의 입증책임은, 정부 행위가 없었다면 국민연금이 실제와 달리 투표했을 가능성이 거의 확실하였음을 증명하는 것을 요구하며;
 - d. 중재판정부에 제출된 증거는 그러한 판단을 뒷받침하지 않으며;
 - e. 청구인은 정부 행위가 자신의 손실에 대한 직접적이고 근접한 (법적) 원인임을 입증하지 못하였으며, 청구된 손실은 정부 행위와 너무 멀리 떨어져 있어 배상 대상이 될 수 없으며;
 - f. 예비적으로, 중재판정부는 기회 상실 분석을 적절히 적용할 수 있으며;
 - g. 청구인의 취소소송 절차 비용 청구는 금지되며; 그리고
 - h. 중재에 소요된 법률 비용은 중재절차 전반에 걸친 당사자들의 상대적 승소에 상응하여 재분배되어야 합니다.
2. 2026년 6월 30일자 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면(이하 “**답변서면**”)에서, 청구인은 중재판정부가 이미 중재판정에서 사실적 및 법적 인과관계와 관련된

¹ 본 문서에서 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면에 대한 모든 언급은, 중재판정부의 허가를 받아 대한민국이 2026년 6월 23일에 제출한 정정본(“**환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면**”)을 가리킵니다.

모든 쟁점을 결정했고,² 중재판정부에게 남은 유일한 과제는 “기존 판정의 논리적 결론을 확인”일 뿐이라고 주장하며 입장을 더욱 공고히 하고 있습니다.³ 이러한 주장이 왜 잘못되었는지 이해하려면, 영국 법원의 취소 판결 및 결정문만 살펴보면 됩니다. 해당 판결에서 판사는 청구인이 제기한 상당히 유사한 주장을 기각하고, 원 중재절차에서 제기되었으나 중재판정에서 결정되지 않았던 사실적 및 법적 인과관계에 관한 쟁점을 결정하기 위해 본 사건을 중재판정부로 환송하기로 결정했습니다.⁴

3. 그러나 청구인이 답변서면에서 중재판정부가 특정 쟁점에 대해 “이미” 결정을 내렸거나 특정 주장을 기각했다고 반복적으로 주장한 점(총 30 여 건⁵)과 관련하여, 추가로 언급해야 할 사항이 있습니다. 놀라울 정도로 많은 사례에서, 청구인은 중재판정문 내 중재판정부의 실제 결정이나 판단을 제시하지 않은 채 주장을 펼치고 있으며, 이는 단순히 그러한 주장이 중재판정문에서 뒷받침되지 않기 때문에 그렇게 할 수도 없었던 것입니다.⁶ 예를 들어, 답변서면 31 페이지에서 청구인은 “중재판정부는... 중재판정문에서 다음과 같은 판단을 내렸”다고 주장하고 있습니다: “청와대와 보건복지부는 최근 SK 합병의 선례에 비추어 *전문위원회*가 *본건 합병을 반대할 것으로 보고* 본건 합병에 대한 투표가 *전문위원회*가 아닌 *투자위원회*에서 이루어지도록 하였습니다”(강조 추가).⁷ 전문위원회가 “합병을 반대했을 것”이라는 중재판정의 판단에 대한 인용은 제시되지 않았으며, 중재판정부가 그러한 판단을 내린 적이 없기 때문에 제시할 수도 없었습니다. 가정적 시나리오에서 전문위원회의 예상 표결 양상은 본

² 예를 들어, 2026 년 6 월 30 일자 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면 (이하 “**환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면**”) ¶1~9 참조.

³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 10.

⁴ 일반적으로 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, § II 참조.

⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 1, 3, 6-7, 9, 11, 14, 17, 26, 35, 37, 79, 96, 99, 104-106, 123, 125-126, 128, 134 및 pp. 11, 14, 36-37, 41-42, 48, 50, 68(소제목)을 참조.

⁶ 대한민국은 이와 같이 중재판정부가 한 적이 없는 사실인정 중 일부에 대하여는 본 답변서의 후속 편에서 답변하며, 나머지에 대하여는 심리에서 추가로 의견을 제시할 권리를 유보합니다.

⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 31 (소제목).

환송절차에서 여전히 확정되지 않은 쟁점 중 하나입니다.⁸ 청구인이 입증책임을 지는 해당 쟁점 및 기타 여러 중요한 사항에 관해, 청구인이 존재하지도 않는 중재판정부의 판정을 인용하고 있다는 사실은 상당히 의미심장합니다.

4. 답변서면 전반에 걸쳐 청구인은 대한민국이 “인과관계에 관한 이미 실패한 과거 주장을 재활용”하고 있다고 비난합니다.⁹ 청구인이 이 환송중재절차에서 인과관계에 대한 대한민국의 입장이 원 중재절차에서 제시한 주장과 일관된다는 점을 지적한 것은 옳습니다. 이는 당연한 일입니다. 반면, 청구인이 대한민국의 주장을 “실패한” 및 “이미 기각된” 것으로 반복적으로 규정하는 것은 근거가 없습니다.¹⁰
5. 대표적인 사례로, 청구인이 환송된 쟁점에 관한 답변서면에서 새로운 판례(*Amco II* 사건)를 인용하며 처음으로 제기한 새로운 주장을 들 수 있는데, 이는 사실적 인과관계의 맥락에서 부당한 행위가 없었다면 어떤 일이 일어났을지 검토하는 것은 “법리상 잘못된 것”이라는 주장입니다.¹¹ 이 주장은 적어도 두 가지 이유로 놀랍습니다. (1) 원 중재절차에서 청구인은 사실적 인과관계가 가정적 시나리오에 대한 조사를 필요로 한다는 점을 인정했었습니다;¹² 그리고 (2) 중재판정에서 중재판정부는 “[사실적 인과관계]는 ... 주장된 *위반이 없었더라면* 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단[한다]”고 (강조 추가)

⁸ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶¶ 118-132 참조.

⁹ 예를 들어, 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 5, 79 참조.

¹⁰ 청구인은 답변서면과 함께 부록(부록 A)을 제출했는데, 이는 대한민국이 원 중재절차에서 제기하고 이 환송 중재절차에서 “반복되는”, “재활용한” 또는 “되풀이”한 인과관계 주장에 대한 “종합적[인]” 요약본이라고 설명하고 있습니다. 청구인은 또한 “중재판정부는 ... 이러한 주장을 이미 배척한 바 있[다].”고 주장합니다. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 79. 그러나 청구인의 부록 A에서 눈에 띄는 점은, 여기에 나열된 인과관계 주장 중 전부는 아니더라도 상당수에 대해, 중재판정에서 중재판정부가 해당 주장에 대해 논의한 내용을 인용한 것으로 보이는 열에서 해당 주장에 대한 중재판정부의 실제 결정을 전혀 제시하지 못하고 있다는 사실입니다.

¹¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 5-6.

¹² 청구인의 재반박 및 본안 전 이의제기에 대한 반박서면, 2020년 7월 17일 (“청구인의 재반박”), ¶¶ 16, 504-505, 517; 청구인의 심리 후 주장서면, 2022년 4월 13일 (“청구인의 심리 후 주장서면”), ¶¶ 160-168 참조.

판시하였습니다.¹³ 이는 가정적 검토를 명확히 언급한 것입니다. 더욱 놀라운 점은 “가정적 시나리오에 의존하려는 대한민국의 시도는 중재판정부가 이미 판단한 바와 같이 법리적으로 잘못되었다”는 청구인의 잘못된 주장입니다.¹⁴ 중재판정부는 그러한 판단을 내린 적이 없으며, 앞서 언급한 바와 같이 사실적 인과관계가 바로 그러한 가정적 검토를 수반한다고 설명한 바 있습니다.¹⁵ 청구인이 *Amco II* 사건을 인용한 주장은 아래 제 III 편 제 A 장에서 논의된 바와 같이 법리적으로도 잘못되었습니다.

6. 청구인이 왜 가정적 분석을 피하고자 하는지 이해하는 것은 어렵지 않습니다: 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면에서 입증하고 아래 제 III 편 제 C 장에서 더 자세히 전개하듯이, 본 중재판정부에 제출된 증거—여기에는 현재 한국 법원의 추가 판결문에 담긴 광범위하고 상세한 새로운 사실인정 내용이 포함되어 있습니다—에 따르면, 청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대(또는 기권)했을 것이라고 입증할 수 없습니다. 이는 경제적 손실의 인과관계를 입증하기 위해 국제법이 요구하는 증명 기준[“거의 확실히(in all probability)”]을 적용하든, 심지어 청구인이 잘못 주장하는 더 낮은 기준인 “개연성의 우위(balance of probabilities)” 기준을 적용하든 마찬가지입니다.
7. 대한민국이 예상한 대로,¹⁶ 청구인은 답변서를 제출할 때까지 기다렸다가, 이번 환송중재절차의 핵심인 가정적 질문, 즉 ‘정부 행위가 발생하지 않았더라면 국민연금이 다른 방식으로 투표했을 것인가?’에 대한 본안 주장을 제기했습니다. 청구인은 사실적 인과관계에 관한 전체 쟁점이 이미 중재판정에서 결정되었다는 잘못된 주장을 되풀이하고, 발생 가능성에 대한 어떠한 검토도 “법리상 잘못되었다”고 논박하는 것을 넘어,¹⁷ 마침내 다음 사항들이 정부 행위가 없었다면

¹³ **RLA-194**, 중재판정(정정 및 일부 취소됨)(“중재판정”), 2023 년 6 월 20 일 ¶ 815.

¹⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 6.

¹⁵ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 814 참조. 중재판정부는 중재판정 제 822 항에서 “인과관계의 사슬은 잠재적 사건에 의해 단절되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 단절될 수 있다.”고 밝혔으나, 이는 법적 인과관계의 맥락에서 언급된 것이며, 어쨌든 해당 내용은 취소되었습니다.

¹⁶ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 11.

¹⁷ 예를 들어, 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 1-4, 8 참조.

국민연금이 합병에 반대 투표를 했을 것이라는 결정적인 증거를 구성한다고 주장합니다: (a) “정부의 개입 이전에 국민연금이 본건 합병을 지지하지 않을 것이라고 엘리엇에게 직접 통지한 증거”; (b) 한국기업지배구조원(Korea Corporate Governance Service, KCGS)이 국민연금에 “본건 합병으로 국민연금의 투자 가치를 현저히 훼손시킨다는 이유로” 합병에 반대하도록 권고한 사실; (c) 전문위원회가 최근 SK 합병에 반대 표결을 한 사실; 및 (d) “투자위원회 대다수가” 자신들에게 제시된 조작된 시너지 효과 산정이 없었다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것이라고 “인정”했다는 증거.¹⁸

8. 대한민국은 아래 제 III 편 제 C 장 제 3 절에서 이러한 각 주장에 대해 상세히 반박합니다. 요약하자면: 청구인은 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면에서 강조한 방대한 1 차 증거를 대체로 무시했으며, 청구인이 근거로 삼은 1 차 증거를 오인하고 왜곡하여 기술했으며, 청구인의 주장을 반박하는 한국 법원의 상세하고 구체적인 사실인정에 대해서는 이를 완전히 무시하거나 설득력 있게 반박하지 못했습니다. 대한민국은 청구인의 네 가지 주장을 차례로 살펴보면서 아래 제 III 편 제 C 장 제 3 절에서 다음과 같이 입증합니다:

- a. 국민연금 자체는 합병과 관련하여 청구인에게 어떠한 의도나 입장도 표명한 적이 없습니다. 게다가 청구인이 언급한 국민연금 개별 직원의 발언은, 국민연금이 합병에 대한 입장을 결정하기 거의 4 개월 전에 열린 회의에서 이루어진 것으로 주장된 점 등을 고려했을 때, 가정적 시나리오에서 국민연금의 예상 입장을 입증하는 증거가 될 수 없습니다. 실제로 이는, 합병이 발표되기도 전, 합병 비율이 결정되기도 전, 국민연금이 합병 조건을 검토하기 전, 그리고 무엇보다도 서울중앙지방법원이 삼성물산이 합병을 체결할 합리적 근거가 있다고 인정하고 청구인의 합병 금지 신청을 기각한 합병 금지 가처분 결정을 내리기 전이었습니다.¹⁹

¹⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 8(d).

¹⁹ 아래 제 III 편 제 C 장 제 3.a 절 참조.

- b. KCGS 의 의결권 행사 권고는 단순한 권고에 불과했습니다. 청구인의 주장과 달리, KCGS 는 합병이 “국민연금의 투자 가치를 현저히 훼손시킨다”고 권고한 적이 없으며—이는 청구인이 증거를 과장하여 해석한 전형적인 사례입니다—오히려 KCGS 는 제안된 합병이 주주 가치 측면에서 “우려”를 야기한다고 밝혔으며, 합병 비율을 소폭 상향 조정할 것을 제안했습니다. 그러나 중요한 점은, 국민연금이 2015 년 5 월 25 일 딜로이트 안진회계법인이 삼성물산을 위해 작성한 보고서(“**딜로이트 안진 보고서**”)를 포함하여 다양한 가치 평가 및 합병 비율 관련 자료를 입수할 수 있었으며, 해당 보고서는 합병 비율이 적정한 범위 내에 있음을 밝힌 바 있다는 것입니다. 한국 법원은 딜로이트 안진 보고서가 전문적으로 작성되었으며 부당한 영향 없이 작성되었음을 확인하였습니다.²⁰
- c. 대한민국은 이미 전문위원회 위원 조영길의 반박되지 아니한 증언 등을 근거로, SK 합병에 반대하기로 한 전문위원회의 결정이 본건 합병에 대해서도 동일한 방식으로 투표했을 것임을 증명하지 아니한다는 점을 입증했습니다. 이는 두 상황 간에 중대한 차이가 존재하기 때문이며, 여기에는 (i) SK 합병과 달리, 본건 합병은 기금의 삼성그룹 계열사 17 개사 지분을 포함하고 있었으며, 이는 기금 총 지분 보유량의 약 4 분의 1 을 차지하여, 합병이 무산될 경우 기금에 치명적인 결과를 초래할 수 있었다는 점; 그리고 (ii) 전문위원회가 본건 합병에 대해 심의했다면, 조영길이 전문위원회가 이를 존중해야 한다고 판단했던 ‘합병금지 가처분 결정’을 배경으로 삼았을 것이라는 점 등—두 상황 간에 중대한 차이가 존재한다는 사실을 포함하되 이에 국한되지 않는 사실들이 있었습니다. 주목할 점은 청구인의 답변서면이 이러한 점들을 전혀 다루지 않고 있다는 것입니다.²¹
- d. “투자위원회 대다수가”가 “조작된 시너지 효과 산정이 없었다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것”이라고 확인했다는 청구인의 주장은, 대한민국이 이미 원 중재절차에서 입증한 바와 같이 증거를 오인한

²⁰ 아래 제 III 편 제 C 장 제 3.c 절 참조. 또한, 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 97, 106-107, 159 참조.

²¹ 아래 제 III 편 제 C 장 제 3.b 절 참조.

주장입니다.²² 청구인이 의존하는 동일한 1 차 증거를 포함하여 증거를 신중하게 검토한 결과, 한국 법원은 문제가 있는 시너지 전망이 투자위원회의 결정에 있어 결정적인 요인이 *아니었다*는 사실을 인정했습니다. 청구인은 중재판정부가 이 문제에 대한 한국 법원의 합리적인 판단보다 청구인이 선별적으로 인용한 내용을 더 신뢰해야 할 이유를 제시하지 못하고 있습니다. 어쨌든, 투자위원회 위원들의 증언을 공정하게 해석해 보면, 해당 위원들이 문제가 있는 시너지 전망에 결정적으로 의존하지 않고 다양한 요소를 바탕으로 결정을 내렸다는 한국 법원의 판단이 확인됩니다.²³

9. 법적 인과관계에 관해, 청구인의 답변서면은 세 가지 주요 주장을 제기하고 있으나, 그 어느 것도 타당하지 않습니다.

a. 첫째, 청구인은 예견 가능성만으로도 법적 인과관계를 입증하기에 충분하다고 계속 주장하는 한편, 본 중재절차 전반에 걸쳐 제시해 온 판단 기준에는 (a) 위법 행위와 입은 피해 간의 직접성/근접성, 그리고 (b) 피해가 “위법행위에 의한 자연스러운 결과”여야 한다는 요건 등 두 가지 추가 요소가 수반된다는 점을 인정하고 있습니다.²⁴ 아래 제 IV 편 제 A 장에서 대한민국은 예견 가능성만을 입증하는 것만으로는 근접성 요건이 충족되지 않음을 재차 입증하고 있습니다.

b. 둘째, 청구인은 중재판정부의 기존 중재판정에서 이미 정부 행위와 청구인의 손실 사이에 근접하고 단절되지 않은 인과관계 사슬이 확립되어 있다고 주장합니다.²⁵ 아래 제 IV 편 제 B 장에서, 대한민국은 중재판정부가 정부 행위에서 시작하여 국민연금 의결, 합병 의결, 그 후의 시장 변동을 거쳐 중재판정에서 확인된 청구인의 손실에 이르는 주장된 인과관계

²² 대한민국의 모두진술, 시연자료 C; 피청구국의 심리 후 주장서면, 2022 년 4 월 13 일 (“피청구국의 심리 후 주장서면”), ¶¶ 18(d), 59, 92; 피청구국의 심리 후 재반박서면, 2022 년 5 월 18 일 (“피청구국의 심리 후 재반박서면”), ¶¶ 31-33.

²³ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 136-137 (및 그 안에 논의된 증거) 및 아래 제 III 편 제 C 장 제 3.e 절 (및 그 안에 논의된 증거) 참조.

²⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 111. 또한, 동 문서, 제 IV 편 제 A 장 참조.

²⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 편 제 B 장 참조.

사슬의 길이, 복잡성, 불확실성 및 원격성을 아직 평가할 기회를 갖지 못했음을 다시 한번 입증하며, 청구인이 “겨냥”됨에 대한 주장된 증거에만 집착하는 것은 직접성/근접성을 입증해야 할 청구인의 입증 책임을 충족시키지 못함을 입증합니다.

- c. 셋째, 청구인은 추가 판결문이 법적 인과관계와 무관하다고 주장합니다. 아래 제 IV 편 제 C 장에서 대한민국은 추가 판결문의 사실인정은 물론, 소액주주 국가배상 판결에서 한국 법원이 제시한 법적 인과관계 분석의 논리와 추론 역시 관련성이 있음을 입증합니다.

10. 특히, 청구인은 기회 상실 분석이 적용될 수 있다는 대한민국의 예비적 주장에 관하여, (a) 중재판정부는 “대한민국의 기회상실 주장을 이미 배척하였”²⁶고 잘못 주장하는 것 외에는 아무런 반박도 하지 못하고 있으며; 그리고 (b) 증거가 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병을 승인하지 않았을 것을 “확인”하고 있으므로, 기회 상실 분석은 어쨌든 “적절하지 않다”고 주장하는 것 외에는 없습니다.²⁷ 아래 제 V 편에서 대한민국은 다음과 같이 입증합니다:

- a. 중재판정부는 사실, 협정에 부합하는 가정적 상황(국민연금을 비국가 행위자로 간주하고 정부 행위가 전혀 발생하지 않았던 경우)에서 국민연금 투표 결과에 대한 불확실성이 기회 상실 분석을 통해 해결될 수 있다는 대한민국의 주장(엄밀히 예비적 주장)을 다루지 않았을 뿐만 아니라(배척한 것은 더더욱 아니며); 그리고
- b. 청구인이 정부 행위가 없었다면 국민연금의 합병 반대 투표가 확실했을 것이라고 주장할지 모르나, 증거는 그러한 주장을 전혀 뒷받침하지 않습니다.

11. 마지막으로, 청구인은 답변서면 서론의 마지막 단락에서 “약 3 년 전 내려진 중재판정의 집행을 지연시키는 데는 성공했[다]”고 언급하고 있습니다.²⁸ 그러나 이 같은 대한민국을 향한 비아냥은 본질에서 완전히 벗어나고 있습니다.

²⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 68 (소제목).

²⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 131-132.

²⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 10.

대한민국의 승소는 중재판정의 집행을 지연시킨 데 있는 것이 아니라, 해당 판정에 필요한 정정을 이끌어낸 데(반면 청구인이 요청한 정정은 기각되었습니다) 있으며, 그 후 (청구인의 강력하고 궁극적으로는 실패로 끝난 반대에도 불구하고 영국 법원이 해당 소송 비용의 대부분을 청구인이 부담하도록 명령한 바와 같이) 관할권을 초과하여 내려진 중재판정의 일부에 대해 필요한 취소 결정을 얻어낸 데 있습니다. 본 중재에서 남은 절차는, 청구인이 자신의 이익을 위해 주장하는 것처럼, 중재판정부가 “더 이상의 지체 없이” 단순히 이전의 손해배상 판정을 확인하는 것이 아닙니다. 오히려 남은 절차는 중재판정부가 “선입견 없이 열린 마음으로 새로운 과제에 임하는 것”입니다.²⁹ 대한민국은 중재판정부가 그렇게 할 것임을 확고히 믿습니다.

* * *

12. 본 환송 쟁점에 관한 2 차 준비서면의 나머지 부분에서, 대한민국은 다음과 같은 점을 입증합니다:
 - a. 청구인이 환송 쟁점의 범위를 계속해서 오인하고 있으며, 해당 범위는 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면에서 제시한 모든 질문을 포괄한다는 점(제 II 편);
 - b. 청구인은 사실적 인과관계를 입증하지 못한 점(제 III 편);
 - c. 청구인은 법적 인과관계를 입증하지 못한 점(제 IV 편);
 - d. 청구인은 기회의 상실에 관한 대한민국의 예비적 주장에 대해 아무런 답변도 제시하지 못하고 있는 점(제 V 편); 그리고
 - e. 청구인의 추가 비용 및 이자 청구는 절차상 기각되어야 하며, 어쨌든 그 근거가 없다는 점(제 VI 편).
13. 대한민국은 제 VII 편에서 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면에 명시된 바와 같이 신청 취지를 재차 제시하고 있습니다.

²⁹ RLA-213, *Sinclair Roche & Temperley & Ors v Heard & Anor* [2004] IRLR 763, 2004 년 7 월 22 일, ¶ 47.3.

14. 본 2 차 준비서면에는 법률 서증인 RLA-213 부터 RLA-227 까지와, 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면과 함께 제출한 추가 판결문 요약의 개정판(“**추가 판결문 부록**”)이 첨부되어 있습니다.

II. 환송 쟁점의 적절한 범위

15. 청구인은 (i) 환송 쟁점의 범위 및 (ii) 중재판정부가 이미 내렸다고 주장하며 환송중재절차에서 다툼의 대상이 되는 쟁점을 제한한다고 주장하는 사실인정과 관련하여 여전히 잘못된 입장을 고수하고 있습니다. 청구인이 답변서면 제 II 편에서 주장하는 내용의 상당 부분은 청구인이 이전 1 차 서면에서 제기했고, 대한민국이 이에 관하여 이미 1 차 준비서면에서 다른 내용을 반복하고 있습니다.³⁰ 대한민국은 이전의 서면을 참조하며, 논의 범위를 다음과 같은 추가 사항으로 한정합니다.
16. ~~첫째~~, 청구인은 “본 중재판정부에 제기된 유일한 쟁점은 지극히 좁고 명료하며, 대체로 기존 판단을 확인하는 것입니다: 국민연금을 국가기관으로 볼 수 없다는 영국 법원의 판단이 인과관계의 법적 요건이 충족되었다는 중재판정부의 판단을 변경시킬 수 있는가?”라는 주장을 고수하고 있습니다.³¹ 그러나 청구인의 주장이 잘못된 것임을 인식하기 위해서는, 청구인이 제시한 “중재판정부에 제기된 쟁점”의 표현을 영국 법원이 중재판정부에 회부한 ~~실제~~ 쟁점의 문구와 비교하기만 하면 됩니다:

다음과 같은 쟁점이 중재판정부에 회부된다. ‘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?’.³²

17. 간단히 말해, 영국 법원이 청구인이 제시한 “유일한”, “좁은”, “명료한” 쟁점만을 중재판정부에 제기할 의도였다면, 그렇게 했을 것입니다. 그러나 대한민국이 1 차

³⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 II 편 참조.

³¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 15 와 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, ¶¶ 10, 63 을 ~~비교~~.

³² **CLA-226**, *대한민국 v. Elliott Associates, L.P.*, CL-2023-000395, Foxton LJ 의 명령, 2026 년 3 월 18 일 [“**환송 명령**”], ¶ 3.

준비서면의 제 II 편에서 설명한 바와 같이, 환송 쟁점의 실제 범위는 청구인이 인정하고자 하는 것보다 더 광범위하고 복잡합니다.

18. 둘째, 청구인은 중재판정부가 이미 중재판정에서 취소되지 않은 사실인정을 내렸으며, 이는 정부 행위가 청구인에게 손해를 초래했음을 확인하는 것이라고 반복해서 주장합니다.³³ 대한민국은 아래 제 III 편에서 사실적 인과관계의 맥락에서 이러한 주장에 대해 보다 상세히 다루고 있습니다. 그러나 청구인이 중재판정의 특정 두 단락³⁴, 즉 제 602 항 및 제 623 항에 부여하는 비중을 고려할 때, 대한민국은 우선 다음과 같이 지적합니다. 해당 단락에서 중재판정부는 책임 문제를 다루었으며, 실제로 발생한 사실에 대해서만 판단을 내렸습니다. 해당 단락에는 가정적 상황(“but-for”)에서 어떤 일이 일어났을지에 대한 어떠한 사실인정도 포함되어 있지 않습니다. 대한민국은 이미 1 차 준비서면에서 중재판정 취소 판결과 결정문을 인용하여 이 점을 다룬 바 있습니다.³⁵ 청구인은 이에 관하여 아무런 반박도 제시하지 않았습니다.
19. 셋째, 청구인은 답변서면 제 16 항 내지 제 21 항에서 환송 쟁점의 범위에 대한 대한민국의 입장을 중재판정 취소 판결 제 265 항에 대한 특정 해석에 근거한 것으로 묘사하고자 합니다. 해당 대목에서 판사는 “중재판정을 공정하게 해석할 때, 국민연금의 행위가 한국에 귀속되지 않더라도 정부 행위만으로 구성된 위반 사항에 대해서는 법적 및 사실적 인과관계가 성립된다고 중재판정부가 판단했다고 결론지을 수 있다고는 생각되지 않는다”고 언급했습니다.³⁶ 청구인은 해당 단락이 “문맥에 비추어 이해되어야” 한다고 주장합니다.³⁷ 청구인이 근거로 삼는 “문맥”은 다음과 같습니다: (i) 1996 년 영국 중재법 제 67 조는 “법원이 관할권 문제에 대해 중재판정부와 다른 견해를 가지고 있더라도, 관할권에 대한 법원의

³³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 14, 22, 25 (환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면 제 III 편 참조).

³⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 23, 70(c), 76, 112(a)-(b) 참조.

³⁵ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 40, 55(b)-55(d) 참조 (CLA-222, 대한민국 v. Elliott Associates, L.P. [2026] EWHC 368 (Comm) [“취소 판결”, ¶¶ 260, 264(i)-(ii); ¶ 5(c)).

³⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 16 (CLA-222, 취소 판결, ¶ 265 인용) 참조.

³⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 18.

다른 결정이 중재판정의 결과에 아무런 영향을 미치지 않았을 것이라고 판단하는 경우, 중재판정의 어느 부분도 파기하지 않을 재량권을 법원에 부여한다”(원문 강조)³⁸ 는 반면, (ii) 특정 영국 판례법(주로 *Integral Petroleum v Melars Group* 사건)에 따르면, “영국 법원 관할권에 대한 자체적인 다른 판단이 결과에 영향을 미치지 않았을 것이라는 점이 의심의 여지가 없는 경우에만 [판정의 일부를 취소하지 않을] 재량권을 행사한다”³⁹ (“*Integral Petroleum* 원칙”). 청구인은 이를 근거로, 판결문 제 265 항이 영국법의 해당 쟁점에 대한 결정을 반영하고 있다고 주장합니다. 즉, 해당 항에서 영국 법원은 중재 판정을 취소하지 않을 재량권을 행사할지 여부에 관한 결정을 명시했으며, 이는 관할권 초과가 중재 결과에 영향을 미치지 않았을 것이 “완전히 명확”하거나 “의심의 여지가 없음” 경우에만 이루어질 수 있다는 것입니다. 대한민국은 다음과 같이 답변합니다.

- a. 우선, 청구인의 주장과 달리,⁴⁰ 환송된 범위에 관한 대한민국의 주장은 중재판정 취소 판결 제 265 항에 의존하지 않습니다. 오히려 이는 (a) 부속된 결정 및 (b) 선행 판결과 함께 해석된 환송 명령의 문언 자체에 근거합니다.
- b. 청구인의 주장의 실체에 관해, 청구인이 중재판정 취소 판결 제 265 항이 영국 법원의 *Integral Petroleum* 원칙에 대한 심리를 반영한다고 주장하는 것은 잘못된 것입니다. 판결문 자체에서 명백히 드러나듯이, 영국 법원이 중재판정의 특정 사실인정이 관할권 초과로 이루어졌다고 판단한 후, 영국 법원이 다음으로 다른 문제는 그러한 사실인정이 중재판정의 다른 사실인정—즉, 위반에 대한 사실인정 및 (이번 환송 목적과 관련하여) 인과관계에 관한 사실인정—으로부터 “분리”될 수 있는지 여부였습니다. 이는 인과관계에 대한 판단이 관할권 초과에 영향을 받지 않고 유효한지, 아니면 관할권 초과로 인해 “오염”되었는지(이 경우 해당 판단은 파기되어야 함)를 결정하기 위함이었습니다. 영국 법원은 판결문 제 249 항 내지 제 253 항에서 분리(severance)에 관한 판례를 논의한 후,

³⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 18.

³⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 19 (CLA-239, *Integral Petroleum SA v. Melars Group Ltd* [2015] EWHC 1893 (Comm), ¶¶ 26-27 인용).

⁴⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 16-17.

제 254 항에서 “분리 기준(severance test)”을 제시했습니다. 그 후 제 255 항에서 *Integral Petroleum* 사건 및 다른 판례를 인용하며, 제 67 조에 따른 구제 조치는 재량적이며, 관할권 초과가 부여된 구제 조치에 아무런 영향을 미치지 않았다고 법원이 판단할 경우, 법원은 구제 조치의 부여를 거부할 수 있다는 점이 양측의 공통된 견해를 언급했습니다.⁴¹ 그 후 영국 법원은 다음 항들에서 분리 기준을 적용했습니다. 이는 제 256 항에서 영국 법원이 다음과 같이 명시한 바에서 분명하게 드러납니다: “대한민국 측은, 본 판사가 국민연금공단의 행위와 관련된 판단에서 관할권의 초과가 존재한다고 판단한 점이, 정부 행위와 관련된 위반 판정 및 인과관계 판정을 ‘오염한다’(이 동사는 분리성 테스트를 통과하지 못했다는 것을 간략히 표현하기 위해 사용됨)고 주장하였다.”⁴² 제 261 항 내지 제 265 항에서 영국 법원은 다음과 같이 질문했습니다: “중재판정부의 인과관계 및 손해에 대한 판단은 국민연금공단의 행위에 의존하는 판단들로 인해 ‘오염’된 것인가?”⁴³ 즉, 영국 법원의 분석은 중재판정부의 인과관계 및 손해에 대한 판단이 관할권을 초과하여 내려진 국민연금 관련 판단에 의해 “오염되었는지”(즉, 분리될 수 없는지) 여부에 초점을 맞추었습니다. 청구인이 주장하는 바와 달리, 제 265 항에 대한 영국 법원의 분석은 *Integral Petroleum* 사건의 쟁점을 중심으로 한 것이 아닙니다.

- c. 어쨌든, 설령 제 265 항이 *Integral Petroleum* 쟁점에 대한 결정이었다고 하더라도(사실이 아니지만), 그것이 왜 청구인의 입장에 도움이 되는지는 불분명합니다. 영국 법원은 이 사건에서 명백하게 그러한 재량권을 행사하지 않았습니다. 대신 영국 법원은 인과관계 및 손해에 관한 쟁점을 환송하고, 인과관계 부분 자체의 일부를 포함하여 중재판정의 특정 부분을

⁴¹ **CLA-222**, 취소 판결, ¶ 255 (“마지막으로, 제 67 조에 따른 구제 조치를 허용할지 여부는 재량에 달려 있으며, 관할권 초과가 허용된 구제 조치에 아무런 영향을 미치지 않았다고 판단될 경우 법원이 구제 조치 허용을 거부할 수 있다는 점은 양측이 공통으로 인정하는 사실이었다는 점을 기록해 두어야 한다: *Integral Petroleum SA v Melars Group Ltd* [2015] EWHC 189 (Comm), [26] 및 ...”).

⁴² **CLA-222**, 취소 판결, ¶ 256.

⁴³ **CLA-222**, 취소 판결, p. 70 (제 261 항 위의 질문 제목).

취소했습니다. 여전히 다음과 같은 질문을 제기해야 할 것입니다: (i) 환송된 쟁점의 범위는 무엇인가? 그리고 (ii) 판정문에서 유지된 사실인정사항들이 환송된 인과관계 문제와 어느 정도 관련이 있는가? 대한민국은 이미 이 두 가지 질문을 상세히 다루었으며, 두 번째 질문에 대해서는 아래 제 III 편 및 제 IV 편에서 더 자세히 다룹니다.

20. 청구인은 답변서면 제 20 항에서, 중재판정 취소 판결 제 265 항이 (i) 중재판정에는 국민연금 귀속에 대한 다른 결정이 중재판정부의 인과관계에 대한 판단에 영향을 미치지 않았을 것이라는 정황이 “다수 등장”하였으며, (ii) 영국 법원은 그러한 판단을 그대로 유지했으나, (iii) 구제 조치를 부여하지 않을 재량권을 행사하기를 거부했는데, 이는 영국 법원의 관할권 문제에 대한 다른 결정이 아무런 차이를 만들지 않을 것이 “완전히 명백”한 경우에만 그렇게 할 수 있다는 점을 인정했기 때문이라고 주장하고 있습니다.⁴⁴ 중재판정부는 중재판정 취소 판결에서 그러한 논리를 찾을 수 없을 것이며, 실제로도 존재하지 않습니다.
21. *마지막으로*, 청구인은 대한민국의 입장을 “중재판정문 그 어디에도 사실적·법률적 인과관계에 관한 판단은 존재하지 않으며, 중재판정부가 인과관계 쟁점을 전적으로 ‘새로이’ 검토할 수 있다”는 것으로 오해의 소지가 있게 묘사하고 있습니다.⁴⁵ 그러나 대한민국은 결코 그러한 주장을 한 적이 없습니다. 대신, 대한민국은 정부 행위가 합병을 초래했는지(정부 행위가 국민연금 투표를 초래했다는 판단이 존재하지 않음), 또는 정부 행위가 청구인에게 발생한 손실이나 손해(있는 경우)의 법적 원인으로 간주될 수 있는지에 대한 구체적인 문제에 대해 중재판정에는 현존하는 결정이 없다고 지적한 바 있습니다.⁴⁶ 중재판정부는 이제 특히 정부 행위와 관련된 인과관계에 관한 이러한 쟁점들을 새롭게 검토해야 합니다. 중재판정부는 (국민연금의 투표가 합병 및 청구인의

⁴⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 20.

⁴⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 17.

⁴⁶ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 6(b) 참조.

손실을 초래했는지 여부와 같은 다른 질문을 다뤘던 이전과 동일한 결론에 도달하려는 어떠한 선입견도 없이) 이를 검토해야 합니다.⁴⁷

III. 청구인은 사실적 인과관계를 입증하지 못하였습니다

22. 본 편에서 대한민국은 다음을 입증합니다: (A) 사실적 인과관계가 가정적 분석을 요구하거나 허용하지 않는다는 청구인의 주장은 잘못되었고; (B) 사실적 인과관계는 “충분한 정도의 확실성”/“거의 확실히”에 따라 입증되어야 하며; (C) 청구인의 주장과 달리, 증거는 정부 행위가 없었다면 국민연금이 거의 확실하게(또는 심지어 개연성의 우위 기준으로) 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 판단을 뒷받침하지 않습니다.

A. 사실적 인과관계가 가정적 분석을 요구하지 않는다는 청구인의 새로운 주장은 잘못되었습니다

23. 이전에 가정적(반사실적) 조사의 필요성을 인정했음에도 불구하고,⁴⁸ 청구인은 답변서면에서 사실적 인과관계 조사가 가정적(반사실적)인 협정 준수 시나리오에서 어떤 일이 일어났을지에 대한 분석을 요구하지도 않고 허용하지도 않는다고 처음으로 주장하고 있습니다.⁴⁹ 이 새로운 주장은 아래에서 설명하듯이 여러 가지 이유로 타당하지 않습니다.

⁴⁷ 잉글랜드 및 웨일스 항소법원은 *Sinclair Roche & Temperley v Heard* 사건에서, 항소가 성공한 후 해당 사안을 원래의 결정권자에게 환송해야 하는지 여부에 관한 문제를 다룬 바 있습니다. 이 사건에서 항소법원은 “이 중재재판소가 선입견 없이 열린 마음으로 재심사에 임할 것”이라고 판단하여 동일한 중재재판소로 사건을 환송하였습니다. **RLA-213**, *Sinclair Roche & Temperley & Ors v Heard & Anor* [2004] IRLR 763, 2004 년 7 월 22 일, ¶ 47.3 참조.

⁴⁸ **RLA-001**, *Trail Smelter Case (United States v Canada)*, 3 UN Rep 국제중재 판정, 1905 년, ¶¶ 16, 504-505, 517; 청구인의 심리 후 주장서면, ¶¶ 160-168 참조.

⁴⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 5-6, 29, 33-36, 77-78 참조. 청구인은 때때로 ‘but-for’ 또는 가설적 분석이 필요하다는 점을 인정하는 듯 보이지만, 다른 부분에서는 어떤 일이 일어났을지 고려하는 것(이는 가설적 분석의 본질임)이 불필요할 뿐만 아니라 사실상 부적절하다고 주장합니다. 대한민국이 청구인의 입장을 해석할 때 도출할 수 있는 가장 타당한 결론은, 청구인이 가설적 조사가 적절하지 않다고 주장하고 있다는 것입니다.

1. 청구인의 주장은 중재판정에서 중재판정부가 제시한 사실적
인과관계에 대한 판단 기준과 상반됩니다

24. 청구인의 주장은 중재판정과 상충됩니다. 중재판정 제 815 항에서 중재판정부는 “[사실상 인과관계]는 ... 위반 혐의가 없었다면 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부를 판단”하는 것이라고 판시하였습니다(강조 추가).⁵⁰ 청구인이 인정한 바와 같이,⁵¹ 이러한 판단 기준에 대한 진술은, 주장된 위반이 발생하지 않았을 가정적 반사실적 시나리오에서 어떤 일이 일어났을지에 대한 조사가 필요하다는 점을 올바르게 제시하고 있습니다.
25. 청구인이 중재판정부가 가정적 분석의 필요성을 “이미 면밀히 검토한 후 배척”했다고 주장한 것⁵²은 잘못되었습니다. 청구인이 이 주장을 뒷받침하는 유일한 근거는 중재판정 제 822 항을 인용한 것으로, 중재판정부는 해당 항에서 “잠재적 사건”이 인과관계를 끊지 않는다고 명시했습니다.⁵³ 그러나 해당 항은 사실적 인과관계가 아닌 법률상 인과관계와 관련된 것입니다(게다가 어쨌든 이미 파기된 바 있습니다).⁵⁴
26. 게다가 청구인이 중재판정 제 822 항을 근거로 삼은 것은 분석적으로 별개의 두 가지 문제를 혼동한 데 기인합니다. 사실적 인과관계는 이후의 가정적 사건이 이미 확립된 인과관계를 “끊었을” 수도 있는지 여부를 묻는 문제가 아니라, 애초에 위법 행위와 손실 사이에 인과관계가 존재한다는 사실을 입증하는 문제입니다. 가정적 검토는 그러한 인과 사슬이 실제로 성립되었는지 여부를 검증하는 정립된 방법입니다. 제 822 항은 이와는 다른 문제, 즉 *이미 확립된* 인과 사슬(해당 사건에서는 국민연금의 의결에서 손실로 이어지는 사슬)이 가정적 전문위원회 의결이나 다른 주주들이 가정적으로 다르게 투표함으로써 단절되었다고 볼 수 있는지 여부를 다룬 것입니다.

⁵⁰ RLA-194, 중재판정, ¶ 815.

⁵¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, ¶ 21 참조.

⁵² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 35-36.

⁵³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 35.

⁵⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 822.

27. 또한 대한민국은 청구인이 주장하는 바와 같이, 사실적 인과관계를 입증하기 위해 청구인이 국민연금에 합병을 승인했을 수도 있는 모든 상상 가능한 협정 준수 시나리오를 가정하고 배제해야 한다고 주장하지도 않습니다.⁵⁵ 대한민국의 입장은 보다 절제되어 있으며, 전적으로 정통적인 것입니다. 즉, *청구인이* 스스로 가정해 놓은 *하나의* 가정적 시나리오 – 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대 투표를 했을 것이라는 가정 – 가 거의 확실하게 실제로 발생했을 것이라는 점을 충분한 정도의 확실성 수준으로 입증할 책임은 청구인에게 있습니다.

2. 국제법은 가정적 사실에 대한 조사를 요구합니다

28. 중재판정부가 이미 채택한 관련 검토 기준 – 즉, 사실적 인과관계는 “*위반 혐의가 없었다면* 청구인이 주장하는 손실 또는 손해를 입었을지 여부”에 대한 분석을 필요로 한다는 점(강조 추가)⁵⁶ – 은 국제법상 올바른 판단 기준입니다. 해당 기준은 새로운 것이 아니며, ‘*Chorzów Factory*’ 공식과 국제법위원회(ILC) 조문 제 31 조 및 제 36 조를 해석하는 중재판정부가 일관되게 적용해 온 관습 국제법의 완전 배상 기준이 일반적으로 작동하는 방식입니다.⁵⁷ 인과관계 문제에는 첫째, 사실적 인과관계와 둘째, 법률상 인과관계라는 두 가지 요소가 포함된다는 점은 – 본 중재판정부를 포함하여⁵⁸ – 널리 인정되고 있습니다.⁵⁹ 중재판정부는 먼저 주장된 손해가 협정 위반과 무관하게 발생했을 것인지 여부를 묻지 않고서는, 위법

⁵⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 34 참조 (“이러한 분석은 가능한 모든 사실적 시나리오를 가정한 뒤 이를 하나씩 배제할 것을 요구하지 않습니다 가정적(but-for) 분석은 중재판정부로 하여금 대한민국의 위법한 개입이 없었을 경우 투자위원회 위원이 어떠한 근거로 본건 합병을 지지하였을지를 추측하도록 요구하는 것이 아니라, 투자위원회 위원이 실제로 대한민국의 위법한 개입 때문에 본건 합병을 지지하였다는 증거를 심리하도록 요구하는 것입니다”).

⁵⁶ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 815.

⁵⁷ 국제법위원회(ILC) 조문에 따르면, 배상은 국제불법행위로 인해 실제로 초래된 손해에 대해서만, 그리고 그 범위 내에서만 이루어져야 한다. **CLA-017**, 국제법위원회, 국제적 위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정(ILC 규정), ILC 연감 2001/II(2), 26, 제 31 조(1) 참조 (“책임국은 국제위법행위로 인한 피해에 대하여 완전한 배상의무를 진다” (강조 추가)), 제 36 조(2) (“금전배상은 **확정될 수 있는 범위 내의** 상실이익을 포함하여 금전적으로 산정될 수 있는 모든 손해를 포괄한다” (강조 추가)).

⁵⁸ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 815.

⁵⁹ **CLA-125**, H. Hart 및 T. Honoré, *Causation in the Law* (제 2 판, 1985) (발췌문), p.110 참조.

행위에 대해 “지급되어야 할” 배상금이 얼마인지 결정할 수도 없고, 그 배상액을 산정하는 데 필요한 가정적 상황을 구성할 수도 없습니다. 이 주장을 뒷받침하는 판례는 *Chorzów Factory* 사건 자체를 비롯해 *Bosnian Genocide* 사건에 대한 국제사법재판소(“ICJ”)의 판결에 이르기까지, 그 사례는 수없이 많으며, 신뢰할 수 있는 정통성을 지니고 있습니다.⁶⁰

29. *Bosnian Genocide* 사건에서⁶¹ ICJ 는 세르비아가 집단살해죄의 방지와 처벌에 관한 협약 제 1 조에 따른 집단학살 방지 의무를 위반했다고 판시했습니다. 해당 위반에 대해 세르비아가 배상 책임을 지는지 여부를 결정함에 있어, 재판소는 엄격한 ‘가정적(but for)’ 인과관계 분석을 수행했으나, 사실적 인과관계가 성립되지 않았다는 이유로 배상을 기각했습니다:

문제는 **위법 행위**, 즉 피청구국의 집단학살 방지 의무 위반과, 집단학살 행위로 인해 발생한 모든 유형의 물질적·정신적 손해로 구성된 신청인이 입은 **피해 사이에 충분히 직접적이고 확실한 인과관계**가 존재하는가 하는 점이다. 이러한 인과관계는 법원이 사건 전체를 종합하여, **피청구국이 법적 의무를 준수하여 행동했다면**

⁶⁰ **CLA-097**, *Chorzów Factory* 사건 (Germany v. Poland), 본안 판결, PCIJ Rep. Series A. - No. 17, 1928 년 9 월 13 일 참조; **CLA-024**, 집단학살 범죄의 예방 및 처벌에 관한 협약의 적용 (Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro), 판결, ICJ Rep 2007 [**“Bosnian Genocide 사건”**]. 또한, **RLA-214**, *Burlington Resources, Inc. v. Republic of Ecuador*, ICSID 사건 번호 ARB/08/5, 재심 결정 및 중재판정, 2017 년 2 월 7 일 (Kaufmann-Kohler, Stern, Drymer), ¶¶ 177, 357-358, 366 (중재판정부는 “버링턴을 수용이 없었다면 처해 있었을 위치에 놓아야 한다”) 참조; **RLA-215**, *Masdar Solar & Wind Cooperatief U.A. v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건 번호 ARB/14/1, 중재판정, 2018 년 5 월 16 일 (Beechey, Born, Stern), ¶¶ 549, 564-565 (완전한 배상은 “투자자를 위반이 없었다면 존재했을 위치에 두는 것”을 요구함); **RLA-216**, *Petrobart Limited v. The Kyrgyz Republic (II)*, SCC 사건 번호 126/2003, 중재판정, 2005 년 3 월 29 일 (Danelius, Bring, Smets), p. 78 (청구인은 “위반이 발생하지 않았더라면 처해 있었을 재정적 상황에 가능한 한 근접하게 놓여야 한다”); **RLA-217**, *UAB Energija (Lithuania) v. Republic of Latvia*, ICSID 사건 번호 ARB/12/33, 중재판정, 2017 년 12 월 22 일 (Patocchi, Reinish, Wordsworth), ¶¶ 1129, 1136 (*Chorzów Factory* 기준을 적용하여, 손실이 국가의 계약 위반으로 인해 발생했다는 점을 입증하지 못했다는 이유로 이익 손실 청구를 기각함); **RLA-218**, *Irmgard Marboe*, 『국제투자법상 보상 및 손해배상 산정』 (2 판, 2017) *발췌*, pp. 37-38, ¶¶ 2.102-2.106 (완전한 배상을 위해서는 위법 행위가 없었던 경우 청구인의 재정적 상황에 대한 가설을 수립해야 함).

⁶¹ 청구인은 *Bosnian Genocide* 사건을 다른 논점, 즉 인과관계 사슬에 제 3 자가 존재한다고 해서 그 자체만으로 국가가 국제적 책임을 면할 수 없다는 점을 입증하는 근거로 삼고 있습니다. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, ¶ 77; 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 121. 대한민국은 이 논란의 여지가 없는 명제에 대해 이의를 제기하지 않습니다.

스레브레니차에서 발생한 집단학살이 실제로 방지되었을 것이라고 충분한 확신을 가지고 결론 내릴 수 있는 경우에만 성립된 것으로 간주될 수 있다. 그러나 법원은 분명히 그렇게 할 수 없다. 앞서 언급한 바와 같이, 피청구국은 보스니아 세르비아군 및 정치 당국에 영향을 미칠 수 있는 상당한 수단을 보유하고 있었으며, 이를 통해 잔혹 행위를 방지하기 위해 노력할 수 있었고 따라서 그렇게 했어야 했으나, 해당 사건의 구체적인 맥락에서 그러한 수단이 피청구국이 추구했어야 할 결과를 달성하기에 충분했을 것이라는 점은 입증되지 않았다. 따라서 법원은 피청구국이 예방 의무를 위반한 것과 스레브레니차에서 발생한 집단학살로 인한 피해 사이의 인과관계를 입증된 것으로 간주할 수 없으므로, 금전적 배상은 적절한 배상 형태가 아니다.⁶² (강조 추가)

30. 다시 말해, ICJ 는 (i) 세르비아가 협정상 의무를 위반했다고 판시하고, (ii) 세르비아가 피해를 직접 초래한 독립 행위자에 대해 (통제까지는 아니더라도) “상당한 영향력”을 행사할 수 있었다고 인정하였으며, (iii) 그럼에도 불구하고 협정상 의무를 준수했다면 결과가 달라졌을 것이라는 점을 입증하라고 요구하고 결국 이 점이 “충분한 정도의 확실성”⁶³있게 입증되지 않았다고 판단하였습니다. 이러한 근거에 따라, 법원은 어떠한 배상도 인정하지 않고, 대신 협정 위반에 대한 선언적 판결에 그쳤습니다.⁶⁴
31. *Bosnian Genocide* 사건에서 명확하게 시사하는 바는, 국제 위법 행위에 대한 손해배상 청구가 포함된 사건(본 사건과 같은)에서는 가정적 분석이 실제로 필요하다는 것입니다.
32. 반면, 청구인이 주장한 명제—즉, “‘but-for’ 분석은 중재판정부가 무엇이 ‘일어났을 수도 있었는자’에 대해 추측하도록 요구하는 것이 아니라, 대신 실제로 일어난 일에 대한 증거를 면밀히 검토하도록 요구한다”⁶⁵는—어떠한 권위 있는

⁶² CLA-024, *Bosnian Genocide* 사건, ¶ 462.

⁶³ 아래 제 III 편 제 B 장 참조.

⁶⁴ CLA-024, *Bosnian Genocide* 사건, ¶¶ 462-463.

⁶⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 34 (“but-for 분석은 중재판정부로 하여금 대한민국의 위법한 개입이 없었을 경우 투자위원회 위원이 어떠한 근거로 본건 합병을 지지하였을지를 추측하도록 요구하는 것이 아니라, 투자위원회 위원이 실제로 대한민국의 위법한 개입 때문에 본건 합병을 지지하였다는 증거를 심리하도록 요구하는 것입니다”).

근거로도 뒷받침되지 않습니다. 이 명제 자체가 이례적이고 비논리적인 성격을 띠고 있다는 점을 고려하면 이는 놀라운 일이 아닙니다.

33. 청구인의 근거 없는 입장은 확립된 국제법에 위배될 뿐만 아니라, 여러 법체계에서 인정되는 인과관계의 원칙에도 위배됩니다. Hart 와 Honoré 가 인과관계에 관한 선구적인 비교 연구에서 설명했듯이, 법은 일반적으로 동일한 피해를 초래하기에 충분한 실제로 발생한 사건인 “추가적” 원인 과 가정적인 “예비적” 원인⁶⁶ 을 구분합니다. *예비적* 원인이 입증된 경우에도, 해당 행위가 경제적 이익의 박탈이 아니라 보호되는 상태의 침해에 그 기원을 두기 때문에, 형사 책임의 목적상 가해자의 행위는 여전히 손해의 원인으로 간주될 수 있습니다.⁶⁷ 그러나 본 사건과 같이 경제적 손실에 대한 배상을 청구하는 경우에는 분석이 달라집니다. 청구인은 가해자의 행위가 없었다면 자신이 손해보았다고 주장하는 경제적 이익을 누렸을 것임을 입증함으로써만 배상 청구권이 있음을 증명할 수 있습니다.⁶⁸ 예비적 원인은 사실적 인과관계가 성립되지 않음을 입증하는 데 사용될 수 있습니다.
34. Hart 와 Honoré 는 루이지애나 바지선 사건을 통해 이러한 구분을 설명하고 있는데, 해당 사건에서 피고는 수로를 막아 원고의 바지선 운항을 지연시킨 다리를 불법적으로 유지·관리한 혐의를 받았습니다.⁶⁹ 법원은 동일한 수로 더 하류에 합법적으로 유지·관리된 다리가 어쨌든 동일한 지연을 초래했을 것이므로 손해배상 청구를 기각했습니다.⁷⁰ 의혹을 받는 불법 다리가 사실상 지연을 초래한 것은 의심의 여지가 없으나, 원고는 피고의 위법 행위가 없었다면 손해를 피할 수 있었음을 입증하지 못했습니다.⁷¹ 따라서, 예비적 원인인 합법적으로 유지·관리된 다리가 사실적 인과관계의 사슬을 끊어버렸습니다. Hart 와 Honoré 는 이 원칙의 기원을 로마법으로 거슬러 올라가며, 『Digest』 에 대한 Paul 의 주석에서 동일한 화물을 실은 대체 선박이 같은 폭풍 속에서 똑같은 운명을 맞았을 경우, 난파로

⁶⁶ RLA-143, HLA Hart 및 T Honoré, 『법률상의 인과관계』 (Causation in the Law, 제 2 판, 1985 년)(“Hart & Honoré, 법률상의 인과관계”) 발췌, p. 249.

⁶⁷ RLA-143, Hart & Honoré, 법률상의 인과관계, p. 249.

⁶⁸ RLA-143, Hart & Honoré, 법률상의 인과관계, p. 250.

⁶⁹ RLA-143, Hart & Honoré, 법률상의 인과관계, p. 250.

⁷⁰ RLA-143, Hart & Honoré, 법률상의 인과관계, p. 250.

⁷¹ RLA-143, Hart & Honoré, 법률상의 인과관계, pp. 250-251.

인해 선주가 입은 화물 손실에 대한 배상을 거부한다고 지적하고 있습니다.⁷² 원칙은 영미법 및 로마법 전통뿐만 아니라 독일 판례법에서도 나타나는데, 독일 법원은 합법적인 행위에서도 동일한 피해가 발생했을 경우와 동일한 가정적 추론을 적용하여 배상을 거부해 왔습니다.⁷³ 마찬가지로, 한국 대법원은 “위법행위가 있었다 하더라도 그로 인한 재산상태와 그 위법행위가 없었더라면 존재하였을 재산상태 사이에 차이가 없다면 다른 특별한 사정이 없는 한 위법행위로 인한 손해가 발생하였다고 할 수 없다”고 판시한 바 있습니다.⁷⁴

35. 이러한 법리적 일치는 *Chorzów Factory* 및 *Bosnian Genocide* 사건에서 요구되고 ISDS 판례에서 적용된 가정적 검토가 다양한 법체계에서 인정되는 인과관계 원칙을 반영하고 있음을 확인해 줍니다.⁷⁵

3. 청구인이 제시한 새로운 판례(*Amco II* 사건)는 도움이 되지 않습니다.

36. 청구인은 답변서면의 서론에서 새로운 판례인 *Amco v. Indonesia II* (“*Amco II* 사건”)를 제시하며, 이를 통해 “국가가 스스로 의사결정 절차를 왜곡한 경우 ‘정직한’ 또는 ‘공정한’ 의사결정자였더라도 동일한 결론에 이르렀을 것이라고 주장하며 인과관계를 부정하는 것은 허용되지 않”는다는 주장을 뒷받침하고자 합니다.⁷⁶ *Amco II* 사건은 여러 가지 이유로 본 사건에 적용하기에는 부적절한 판례입니다.
37. 첫째, *Amco II* 사건 – 협정이 아닌 인도네시아의 투자법 및 임대차 계약을 근거로 한 1990 년 중재판정 –의 상황은 본 사건과 실질적으로 달랐습니다.

⁷² **RLA-143**, Hart & Honoré, *법률상의 인과관계*, p. 251.

⁷³ **RLA-143**, Hart & Honoré, *법률상의 인과관계*, p. 249, 각주 16-17 및 p. 252, 각주 29-30.

⁷⁴ **RLA-219**, 대법원 2009. 9. 10. 선고 2009 다 30762 판결, ¶ 1.

⁷⁵ 국내법상 경제적 손실에 대한 배상 청구에 가설적 분석이 적용된 사례는 수없이 많습니다. 예를 들어, **RLA-220**, Andrew Tettenborn & Michael Jones (eds.), 『CLERK & LINDSELL ON TORTS』 (24 판 2025 년) 발췌, ¶¶ 2.14-2.15 참조.

⁷⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 6 (**CLA-237**, *Amco Asia Corporation and others v. Republic of Indonesia*, ICSID 사건 번호 ARB/81/1, 재제출된 절차에 대한 중재판정, 1990 년 3 월 31 일, ¶¶ 74-75, 139, 174 인용).

- a. *Amco II* 사건에서, 국가의 행정기관(BKPM)은 악의에 물든 절차 속에서 청구인의 면허를 자의적으로 취소함으로써 사법부인을 저질렀다고 판단되었습니다. 면허 취소로 인해 손해가 발생했다고 판단되었습니다. 국가 측은 비록 악의와 사법부인이 배제된다 하더라도 어쨌든 면허를 취소한 실질적 근거가 있었으며, “공정한” 절차에서도 여전히 취소 결정이 내려졌을 수 있으므로 인과관계가 성립하지 않는다고 주장했습니다. 중재판정부는 이 주장이 인과관계를 잘못 다루고 있다고 판단하며, “‘공정한 BKPM’이 어떻게 행동했을지에 대해서는 판단할 수 없다”고 밝혔습니다.⁷⁷
- b. 아래에서 별도로 논의하겠지만, *Amco II* 사건 중재판정부가 제시한 인과관계에 대한 관련 판단 기준은 국제법 및 관련 판례와 일치하지 않습니다. 그러나 설령 해당 사건에서 제시된 사실에 대해 법을 올바르게 적용한 것이라 하더라도, 두 사건의 사실 관계가 실질적으로 다르다는 점을 고려할 때, 이는 본 사건의 청구인에게 도움이 되지 않을 것입니다. *Amco II* 사건과 본 사건의 핵심적인 차이점은, *Amco* 사건은 단 한 단계로 구성된 단순한 인과관계 사슬을 특징으로 한 반면(즉, 비국가 행위자에 의한 개입 행위가 없음), 당사자들은 본 사건이 비국가 의사결정 기구인 국민연금을 거치는 다단계 인과관계 사슬을 보여준다는 점에 동의하고 있다는 것입니다.⁷⁸ 위에서 인용된 “공정한 BKPM”이라는 표현은 투자자의 손실을 직접 초래한 위법 행위를 저지른 국가 행위자(비국가 행위자의 개입 없이)가 대신 합법적으로 행동했을 경우를 가정한 시나리오를 중재판정부가 구성해야 했는지에 대해서만 다루고 있습니다. 이는 국가의

⁷⁷ CLA-237, *Amco Asia Corporation and others v. Republic of Indonesia*, ICSID 사건 번호 ARB/81/1, 재제출된 절차에 대한 중재판정, 1990 년 3 월 31 일, ¶ 174.

⁷⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 37 참조 (“대한민국의 위반행위와 엘리엇의 손해 사이[의] ... 세 가지 인과관계 연결고리”를 다음과 같이 명시함: (i) 청와대, 문형표 장관 및 보건복지부의 행위(중재판정부가 협정 위반으로 판단한 행위)로 인해 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하였다는 점; (ii) 국민연금이 본건 합병의 승인을 야기하였다는 점; 및 (iii) 본건 합병으로 인해 엘리엇의 손해가 발생하였다는 점), 제 III 편 제 B 장 (청구인의 사실적 인과관계 주장을 이 동일한 세 가지 연결고리를 중심으로 구성함), ¶ 123 (“본건에서 ... 인과관계에는 세 개의 연결고리가 있었습니다”고 재차 강조함).

위법 행위(정부 행위)가 궁극적인 손실 유발 사건(합병)으로부터 여러 단계 떨어져 있고, 그 중간 단계에 비국가 심의 기구(국민연금)의 결정이 포함된 본 사건과 같은 시나리오에 대해서는 아무런 언급도 하지 않습니다.

- c. 만약 국민연금이 대한민국의 기관이었고, 국민연금의 의결 자체가 협정 위반에 해당했다면(중재판정의 입장과 같이), *Amco II 사건*은 국민연금이 합법적으로 행동했을 가정적 시나리오를 고려할 필요가 없다는 견해를 뒷받침할 수 있을 것입니다(비록 아래에서 논의하겠지만, *Amco II 사건*은 그러한 상황에서도 국제법상의 입장을 정확히 반영하지는 않는다). 그러나 중재판정 취소 판결에 따르면, 국민연금은 대한민국이 *아니며*, 그 의결권 행사 자체가 협정 위반이 *아닙니다*. 위반 행위가 그보다 상류 단계인 청와대 및 보건복지부 차원에서 발생했음을 감안할 때, 중재판정부는 자신의 이익을 추구할 권리가 있었으며 다른 삼성물산 주주들(예: 청구인)에 대해 어떠한 의무도 지지 않았던 제 3자인 국민연금이, 협정을 준수한 가정적 시나리오에서 어떻게 행동했는지를 고려해야 합니다.

38. 둘째, *Amco II 사건*에 대한 1990 년 중재판정에서 관련 국제법 원칙에 대한 논의는 국제법을 정확하게 반영한 것이 아닙니다. 해당 판정이 내려졌을 당시에도 그 타당성은 의심스러웠으며(대한민국은 이를 잘못된 것이라고 주장합니다), 수십 년이 지난 오늘날의 국제법이나 투자협정 판례상의 입장을 정확히 반영한 것도 아닙니다.

- a. 현재, 적법 절차의 결함으로 인해 발생한 것으로 주장되는 재정적 손해에 대한 배상은, 피해 당사자가 해당 위반이 없었다면 의사결정 과정의 결과가 달라졌을 것이라는 점을 입증하지 않는 한 인정되지 않는다는 점이 널리 인정되고 있습니다.⁷⁹ 즉, 본 사건과 같이 위반 행위가 재판적 또는 심의적

⁷⁹ 예를 들어, **RLA-090**, *Bilcon of Delaware, Inc. and others v The Government of Canada* (UNCITRAL), 손해배상 판정, 2019 년 1 월 10 일 ("**Bilcon (손해배상 관련 중재판정)**"), ¶¶ 168-169; **RLA-221**, *Chevron Corporation and Texaco Petroleum Company v. The Republic of Ecuador* (II), PCA 사건 번호 2009-23, 트랙 III 에 관한 제 4 차 부분 중재판정, 2025 년 11 월 17 일 (van den Berg, Grigera Naón, Lowe) ("**Chevron, 트랙 III 에 관한 제 4 차 부분 중재판정**"), ¶¶ 381-395 (청구인들의 "부당재판 사건에서는 'but-for 분석'이 부적절하다"는 주장을 명시적으로 기각하고, 대신 *Chorzów Factory* 사건에서 그러한 분석이 필요하다고 판시하였으며, 궁극적으로 청구인들의 손해배상액을 "피청구국의 협정 위반

절차의 왜곡으로 이루어진 경우, 청구인이 실제로 해당 절차의 결과로 나온 결정으로 인해 손해를 입었다는 사실만을 입증하는 것만으로는 충분하지 않습니다. 오히려 배상 법리는 사실적 인과관계가 성립되어야 함을 요구하며, 이는 절차 위반이 발생하지 않았더라면 거의 확실하게 다른 결과가 도출되었을 것임을 입증해야 함을 의미합니다.⁸⁰

- b. Zachary Douglas 교수가 설명했듯이, *Amco II* 사건 중재판정부는 인과관계 분석의 첫 번째 단계인 사실적 인과관계를 생략함으로써 오류를 범한 것으로 보입니다:

인과관계에는 사실적 문제와 법적 문제라는 두 가지 요소가 있다는 것이 일반적으로 인정된다. 첫째, ‘X가 발생하지 않았더라면 Y가 발생했을 것인가?’ 둘째, ‘법적 목적상 Y를 X의 결과로 간주하는 것을 배제하는 원칙이 있는가?’

[*Amco II* 사건] 중재판정은 인과관계에 대한 테스트의 두 번째 단계에서 인과관계를 법적 문제로 접근한 것으로 보이며, 그 선행되는 사실적 문제를 판단하는 데 소홀했던 것으로 보인다.⁸¹

- c. Jan Paulsson 역시 *Amco II* 사건의 분석에 비판적입니다. 그는 해당 사건의 손해액 산정 방식에 대해 다음과 같이 지적합니다.

‘BKPM의 결정이 ... PT Amco로 하여금 인도네시아에서 사업 활동을 영위할 수 있는 면허를 상실하게 했다’는 전제에서 출발하여, 투자자들이 그로 인해 잃은 것의 가치를

행위가 발생하지 않았더라면 거의 확실히 존재했을 상황을 복원하기 위해” 감액해야 한다고 결론 지음); **RLA-222**, *WWM v Kazakhstan (II)* [2025] EWHC 452, 28 February 2025, ¶¶ 75–76, 114, 126–130, 143 (이 사건에서 고등법원은 피고가 주장된 손해가 실제로 위반으로 인해 입거나 야기되었는지 여부를 검증하기 위해 가설적 분석을 활용할 권리가 있음을 확인하였으며, 카자흐스탄의 가설적 주장을 “인과관계에 대한 핵심 쟁점”이자 “손해배상 청구에 대한 완전한 답변”이 될 수 있는 잠재적인 “결정적” 방어 수단으로 규정하였고 또한 중재재판부가 가설적 쟁점에 대한 결정을 내리지 못했다는 이유로 카자흐스탄의 제 68 조의 제기를 인용하였음).

⁸⁰ **RLA-221**, *Chevron*, Track III에 대한 제 4차 부분 중재판정, ¶¶ 381–395.

⁸¹ **RLA-223**, Zachary Douglas, 『투자 청구 관련 국제법』 (2009) 발췌, pp. 102–103 (¶¶ 188–190) (**CLA-125**, H. Hart 및 T. Honoré, 『법률상의 인과관계』 (제 2 판, 1985) (발췌), p. 110 인용).

지체 없이 평가하는 방식으로 진행되었다. 이는 분명 너무
성급한 접근이었다.⁸² (강조는 원문에서 추가됨)

39. 셋째, 앞서 논의한 바와 같이, *Amco II* 사건보다 17 년 후에 내려진 *Bosnian Genocide* 사건에 대한 ICJ 의 판결은 경제적 손실에 대한 배상청구가 포함된 사건에서 국제법이 가정적 사실관계에 대한 조사를 요구함을 확인해 줍니다.⁸³ 간단히 말해, *Amco II* 사건은 오늘날의 국제법상 사실적 인과관계에 대한 판단 기준과 관련하여 유효한 판례가 아닙니다.
40. 또한 청구인은 앞서 언급한 *Amco II* 사건의 동일한 구절에서 도출된, “의사결정 절차를 왜곡한” 국가는 그로 인해 발생한 증거상의 불확실성을 근거로 인과관계를 부정할 수 없다는 주장을 내세워 자신의 입장을 구제할 수도 없습니다.⁸⁴ 그 원칙을 논리적으로 끝까지 밀어붙인다면, 국가 책임의 요건으로서의 사실적 인과관계는 아예 사라지게 될 것입니다. 즉, 의사결정 과정에 대한 부당한 간섭 혐의를 받는 피청구국은, 그 간섭이 실제로 그렇지 않았더라면 내려졌을 결정을 변경했는지 여부와 관계없이, 간섭 사실만 입증되면 해당 과정의 결과에 대해 전액 배상해야 할 수도 있습니다. 이는 법리가 아니며, 앞서 논의한 바와 같이 적법 절차 위반을 주장하는 사건에서 청구인이 해당 위반이 결과에 결정적인 영향을 미쳤음을 입증해야 한다는 널리 인정된 규칙과도 모순됩니다. 의미심장하게도, 청구인은 *Amco II* 사건 자체를 제외하고는 자신의 주장을 뒷받침할 어떠한 판례도 인용하지 않았으며, 이번 환송중재절차에서 처음으로 이 주장을 제기한 것으로 보입니다.

⁸² **RLA-224**, Jan Paulsson, 『국제법상 사법부인(DENIAL OF JUSTICE IN INTERNATIONAL LAW)』 (2005) *발췌*, p. 222 에서. Paulsson 은 이어 p. 225 에서 “[만약] 외국인이 국내 법원에 제기한 청구가 사법부인으로 인해 좌절된 경우, 그 피해는 종종 ‘기회의 상실’로 분석되어야 한다. 즉, 재판 및 항소 과정에서 승소할 가능성(확실성이 아닌)과, 신용도가 의심스러울 수 있는 잠재적 판결 채무자에 대해 효과적인 집행 조치를 확보할 가능성의 상실을 의미한다. *Amco II* 사건에서 미해결로 남은 문제들은 이러한 조사 차원이 간과되었음을 시사한다”고 지적합니다(강조 추가). 대한민국은 본 사건에서 ‘기회 상실’ 분석의 적절성을 아래 제 V 편에서 다룹니다.

⁸³ **CLA-024**, *Bosnian Genocide* 사건, ¶ 462.

⁸⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 6 참조 (*Amco Asia Corporation and others v. Republic of Indonesia*, ICSID 사건 번호 ARB/81/1, 재제출된 절차에 대한 중재판정, 1990 년 3 월 31 일, ¶¶ 74-75, 139, 174 인용).

B. 사실적 인과관계는 충분한 확실성("거의 확실히")을 바탕으로 입증되어야 합니다

41. 청구인은 중재판정부가 이미 단순한 '개연성의 우위'보다 높은 인과관계에 대한 증명 기준을 이미 배척했다고 주장합니다. 청구인은 중재판정의 판단을 다음 세 가지 방식으로 잘못 해석함으로써 이러한 주장을 펼치고 있습니다: (i) 중재판정 제 266 항 및 제 581 항이 "단순한 개연성의 우위"보다 높은 기준을 배척한 것이라고 주장하고, (ii) 중재판정 제 581 항에 중재판정부가 채택한 적이 없는 문구를 부여하며, (iii) 중재판정 제 931 항에서 중재판정부가 더 높은 기준을 인정했다는 판단은 인과관계와 무관한 별개의 손해액 산정에 국한되었다고 주장합니다.⁸⁵ 이 주장들 중 어느 것도 엄밀한 검토를 통과하지 못합니다.
42. 첫째, 제 266 항과 제 581 항은 가정적 사실상의 인과관계 조사에 적용되는 증명 기준에 대해서는 전혀 다루지 않고 있습니다. 제 266 항은 국제중재에서 역사적 사실, 즉 실제로 무슨 일이 일어났는지에 대한 긍정적 판단을 내릴 때 적용되는 증명 기준에 관한 당사자들의 합의를 명시하고 있습니다.⁸⁶ 제 581 항 역시 증거 전체가 위반(책임)의 인정을 뒷받침하는지 여부를 판단하기 위한 증명 기준에 관한 당사자들의 합의를 재차 명시하고 있습니다.⁸⁷ 두 항 모두 사실적 인과관계에 적용되는 증명 기준을 다루거나, 더 나아가 이를 해결하려는 의도를 전혀 담고 있지 않습니다. 해당 문제에 대해 당사자들은 합의에 이르지 못했으며, 이는 청구인이 답변서면에서 인정한 바와 같습니다.⁸⁸

⁸⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 29-32 참조.

⁸⁶ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 266 ("중재판정부가 한국 법원의 사실관계 판단과 관련하여 이와 반대되는 증거가 제시되어 중재판정부가 사실관계 결정을 위해 증거를 형량하여야 하는 경우에 해당하지 않는 한, 법원의 사실관계 판단을 원용할 수 있음은 당사자들 간에 다툼이 없다. 또한, 한국 법원의 형사재판에서 **사실인정에 도달함에 있어서** 본 중재에서 적용되는 기준(즉, 개연성의 우위)보다 더 높은 입증 기준(즉, 합리적인 의심을 넘어섬)을 적용한다는 사실에도 이견이 없다 (강조 추가, 각주 생략).")

⁸⁷ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 581 ("중재판정부는 사실관계상 피청구국의 행위가 **협정에 따른 MST 의무의 위반에 해당한다고 할 수 있는지 여부**를 판단하는 출발점이 국민연금의 본건 합병 승인으로 발생한 형사재판을 다루는 한국 현지 법원의 판결이라고 판단한다... 당사자들은 이러한 결정을 함에 있어 적용되는 입증 기준이 개연성의 우위이며, 대한민국의 형사절차에서 적용된다고 당사자들의 의견이 일치하는 합리적인 의심을 넘어선 입증이 아니라고 합의한다." (강조 추가; 각주 생략).)

⁸⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 30 및 각주 37 참조.

43. 중재판정에서 언급된 바와 같이, 대한민국은 국제법상 사실적 인과관계를 입증하기 위해서는 높은 수준의 사실적 확실성이 요구된다는 입장을 일관되게 유지해 왔습니다.⁸⁹ 청구인의 주장과 달리, 중재판정부는 중재판정에서 이 점에 대해 명시적으로 판결하지 않았습니니다(다만, 아래에서 논의하듯이, 배상 목적상 ‘가정적(but for)’의 상황을 입증하는 문제에 대해서는 “거의 확실히” 기준을 적용하기는 했습니다).⁹⁰ 따라서 청구인이 대한민국의 입장을 이전에 배척된 주장⁹¹으로 곡해하고 있습니다.
44. 둘째, 청구인은 중재판정을 인용하는 방식에서 이러한 잘못된 묘사를 더욱 심화시키고 있습니다. 청구인은 환송된 쟁점에 관한 답변서면 제 31 항에서, 중재판정부가 “위법행위와 인과관계 모두에 단일한 입증 기준이 적용된다는 엘리엇의 답변서면상의 각주를 인용하였”다고 주장하며 인용문을 제시하고, 인용된 문구를 중재판정 제 581 항에 귀속시키고 있습니다. 이러한 귀속은 오해를 야기할 수 있습니다. 중재판정부의 제 581 항 인용은 청구인의 (본안에 관한) 답변서면 각주 1501 호만을 가리키며, 해당 각주에는 역사적 사실에 대한 증명 기준을 다른 판례들이 연쇄적으로 인용되어 있습니다. 이는 오로지 중재판정부가 “당사자들은 이 결정을 내리는 데 적용되는 증명 기준이 ‘개연성의 우위’라는 점에 동의한다”고 밝힌 자체 진술을 뒷받침하기 위한 것입니다.⁹² 중재판정부는 각주 1501 이 첨부된 청구인의 답변서면(실체적 쟁점에 관한) 제 95 항에 등장하는 문구를 인용하지 않았을 뿐만 아니라, 더욱이 이를 채택하지도 않았습니다. 청구인은 중재판정부가 다른, 보다 좁은 목적으로 사용한 인용문에 인용문을 덧붙이는 방식으로, 자신의 이전 주장 내용을 중재판정부의 판단으로 전환할 수 없습니다.

⁸⁹ RLA-194, 중재판정, ¶ 719.

⁹⁰ CLA-222, 취소 판결, ¶¶ 264(i)-(ii) 참조 (청구인이 인과관계의 인정에 해당한다고 주장했던 중재판정 제 602 항 내지 제 603 항 및 제 623 항에 대해, “정부 행위로 인한 협정 위반이 없었다면 어떤 결과가 발생했을지를 입증할 의무가 있었는지(그리고 있었다면 누구에게 있었는지), 그리고 그 입증 책임이 이행되었는지 여부에 대한 문제를 다루지 않았다”고 판시함).

⁹¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 29 참조.

⁹² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 31 (청구인의 답변서면, ¶ 506 인용; RLA-194, 중재판정, ¶ 581 참조).

45. 셋째, 청구인은 제 931 항의 중요성을 잘못 해석하고 있습니다. 중재판정부는 해당 조항에서 좁고 독립적인 “배상액” 심사에만 적용되는 기준을 제시한 것이 아닙니다. 중재판정부는 “*Chorzów Factory*” 원칙—즉, 배상은 위법 행위가 없었더라면 “거의 확실히” 존재했을 상황을 복원해야 한다는 원칙—을, 합병이 거부되었다는 가정적 전제를 바탕으로 삼성물산의 주가 상승이 과연 발생했을지 여부에 대한 문제에 적용했습니다. 이는 좁은 의미에서의 손해액 산정(즉, 확정된 손실에 달리 금액을 매기는 것)이 아니라, 현재 중재판정부가 심리 중인 사실상의 인과관계 문제와 동일한 성격을 지닌 가정적 조사입니다. 즉, 정부 행위가 없었다면 국민연금이 다른 방식으로 투표했을지 여부입니다. 두 조사 모두 위법 행위가 없었던 가정적 상황에서 어떤 일이 일어났을지를 묻는 것이며, 무엇보다도 두 조사 모두 동일한 국제법 원칙에 근거하고 있습니다. 즉, 경제적 손실에 대한 완전한 배상 의무는 청구인이 가정적 분석을 통해 위법 행위로 인해 발생했음을 입증한 손실로만 제한된다는 원칙입니다.⁹³
46. 마지막으로, 청구인의 주장과 달리, 이 기준은 *Bilcon* 사건에 대한 단 한 건의 고립된 인용만으로 뒷받침되는 것이 아닙니다.⁹⁴ 이 기준은 일관되고 설득력 있는 일련의 판례에 의해 확인됩니다. 즉, *Chorzów Factory* 사건의 국제상설사법재판소, *Bosnian Genocide* 사건의 ICJ, 그리고 *Bilcon v. Canada* 및 *Nordzucker v. Poland* 사건의 투자협정 중재판정부가 각각 사실적 인과관계를 “충분한 정도의 확실성” 기준에 따라 입증할 것을 요구하고 있는데, 이는 기준이 단순한 “개연성의 우위” 기준보다 실질적으로 훨씬 더 엄격한 기준입니다.⁹⁵ 이 점에 관한 청구인 측이 제시한 판례들—*Glencore*, *Gold Reserve*, *Bear Creek*, 및 *Kardassopoulos*—는 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면에서 이미 제시된 사유로 인해 본 사안과 무관합니다. 해당 판례들은 역사적 사실을 입증하는 기준이나 손해가 입증된 후

⁹³ 위의 제 III 편 제 A 장 참조.

⁹⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 31, 청구인의 심문 후 답변서면, ¶ 506 인용.

⁹⁵ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 70-77 참조. 또한, **RLA-221**, *Chevron*, Track III 에 대한 제 4 차 부분 중재판정, ¶¶ 384, 394 참조. 이 판정은 협정을 준수한 ‘만약 그렇지 않았다면(but-for)’ 시나리오에서 “거의 확실하게” 발생했을 손해를 입증할 것을 요구하고 있음.

손해액을 산정하는 기준을 다루고 있을 뿐이며, 이 중 어느 것도 본 사안에서 제기된 쟁점이 아니기 때문입니다.⁹⁶ 청구인은 이에 대해 답변하지 않았습니다.

C. 청구인은 정부 행위가 국민연금의 투표에 대한 사실상의 원인이었음을 입증하지 못하였습니다

47. 대한민국은 1 차 준비서면에서, 현재 추가 판결문을 포함하는 본 중재판정부에 제출된 증거만으로는, 정부 행위가 없었다면 국민연금이 거의 확실하게(또는 심지어 개연성의 우위 기준으로도) 합병에 반대하거나 기권했을 것이므로, 합병 및 그에 따른 청구인의 손실이 방지되었을 것이라는 판단을 뒷받침하지 못함을 입증하였습니다.⁹⁷
48. 청구인은 답변서면에서, 중재판정부가 이미 정부 행위가 국민연금의 투표에 영향을 미쳤다고 판단했다고 주장하고;⁹⁸ 원 중재절차의 증거 기록이 그러한 주장된 판단을 뒷받침한다고 주장하며;⁹⁹ 중재판정부가 이미 이에 반하는 대한민국의 주장을 배척했다고 주장하고;¹⁰⁰ 추가 판결문이 중재판정에서 중재판정부가 내린 판단을 뒤집지 않는다고 주장합니다.¹⁰¹
49. 아래에서 대한민국은 다음을 입증합니다: (1) 청구인은 중재판정부가 실제로 내린 적이 없는 소위 사실인정 및 결정을 인용하고 있습니다; (2) 청구인은 사실적 인과관계에 관한 자신의 주장을 반박하는 추가 판결문의 사실적 인정 사항에 대해서는 논의를 회피해 왔습니다; (3) 청구인은 여전히 사실적 인과관계를 입증해야 할 입증 책임을 다하지 못했으며, 본 중재판정부에 제출된 증거 기록상 이를 입증할 수도 없습니다.

⁹⁶ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 77 및 각주 101 참조.

⁹⁷ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 제 1 차 준비서면, 제 III 편 제 B 장, 제 III 편 제 C 절.

⁹⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 III 편 제 B 장 제 1.ii 절.

⁹⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 III 편 제 B 장 제 1.i 절.

¹⁰⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 III 편 제 B 장 제 1.iii 절.

¹⁰¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 III 편 제 B 장 제 1.iv 절.

1. 청구인은 중재판정문 어디에서도 찾아볼 수 없는 중재판정부의 결정을 언급하고 있습니다

50. 서론에서 언급한 바와 같이, 답변서면은 중재판정부가 실제로 결정하지 않은 사안에 대해 중재판정부가 이미 결정했다고 하는 청구인의 주장으로 가득합니다.
51. 단순한 예시로서, 청구인은 사실적 인과관계와 관련하여 중재판정부의 판정에 대해 다음과 같은 잘못된 주장을 하고 있습니다:
- a. “중재판정부는... 중재판정문에서 다음과 같은 판단을 내렸다”: “청와대와 보건복지부는 최근 SK 합병의 선례에 비추어 전문위원회가 본건 합병을 반대할 것으로 보고 본건 합병에 대한 투표가 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 이루어지도록 하였습니다”(강조 추가).¹⁰² 중재판정 어디에서도 중재판정부가 전문위원회가 “합병을 반대했을 것”이라고 인정한 바는 없습니다. 전문위원회의 예상 투표 행태는 본 환송중재절차에서 여전히 결정되어야 할 문제이며, 이에 대한 입증책임은 청구인에게 있습니다.
 - b. “중재판정부는... 중재판정문에서 다음과 같은 판단을 내렸다”:¹⁰³ “홍완선 본부장은 합병 대상 회사들의 가치평가를 조작하고 시너지 효과를 조작하도록 지시함으로써 달리 본건 합병을 지지하지 않았을 투자위원회 위원들을 기망하여 이를 달성하였습니다”(강조 추가).¹⁰⁴ 중재판정 어디에서도 중재판정부가 홍완선 본부장이 “달리 본건 합병을 지지하지 않았을” 투자위원회 위원들을 기망하기 위해 행동했다고 인정한 바는 없습니다. 국민연금의 관련 의사결정권자들이 조작된 시너지 전망이 없었다면 합병을 지지했을지 여부는 이번 환송중재절차에서 여전히 결정되어야 할 미결 문제이며, 이에 대한 증명 책임은 청구인에게 있습니다.
 - c. “여러 요인들이 ‘[본건] 합병 승인을 지지하는 근거가 되었고’ 어떠한 경우에도 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하였을 것이라는 주장을 이미

¹⁰² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 68 (및 그 다음 소제목).

¹⁰³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 68.

¹⁰⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 33 (소제목).

제기한 바 있으며, 중재판정부는 이를 배척하였습니다.”¹⁰⁵ 이 주장에 대한 어떠한 근거도 제시되지 않았으며, 중재판정문 어디에서도 중재판정부의 그러한 결정을 찾을 수 없습니다.¹⁰⁶

- d. “대한민국은 일부 의결권 자문기관이 본건 합병 지지를 권고하였다는 주장을 이미 제기한 바 있으며, 중재판정부는 이를 이미 배척하였습니다.”¹⁰⁷ 이 주장에 대한 근거는 제시되지 않았으며, 중재판정문에서도 중재판정부의 그러한 결정을 찾을 수 없습니다.¹⁰⁸

52. 청구인이 입증책임을 지는 앞서 언급한 사항 및 기타 중요한 점들에 대해, 청구인이 존재하지 않는 중재판정부의 판단을 인용하고 있다는 사실은 매우 의미심장합니다.

2. *청구인은 자신의 주장을 약화시키는 추가 판결문의 사실적 판단에 대해 고집스럽게 논의를 회피하고 있습니다*

53. 대한민국은 1차 준비서면에서, 추가 판결문에서 한국 법원이 협정 준수 시나리오 하에서 국민연금의 예상되는 분석 및 의사결정에 영향을 미치는 여러 가지 긍정적 판단을 내렸음을 입증했습니다. 이러한 긍정적 판단에는 다음 사항 등이 포함됩니다:

- a. *본 합병은 삼성물산 및 그 주주들의 관점에서 볼 때 정당한 목적을 가지고 있었습니다.* 합병 전, 삼성물산은 정체된 성장을 극복하기 위한 새로운 성장 동력이 필요했고, “불안정한” 기업 지배 구조로 인해 적대적 인수합병의 표적이 되었으며, 합병을 통해 기업 지배 구조상의 이점을 얻을 수 있는 입장에 있었습니다.¹⁰⁹ 기업 지배 구조 관점에서 볼 때, 본 합병의 목적과 예상되는 효과에는 그룹의 삼성물산에 대한 지배력을 강화하여 삼성물산에 대한 기업 지배의 안정성을 제고하고, 삼성물산의 사실상의

¹⁰⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 41 (소제목).

¹⁰⁶ 근거가 되는 증거와 관련된 청구인의 주장에 대해서는 아래 제 III 편 제 C 장 제 3 절 참조.

¹⁰⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 42 (소제목).

¹⁰⁸ 청구인이 제시한 관련 증거에 대한 주장에 대해서는 아래 제 III 편 제 C 장 제 3 절 참조.

¹⁰⁹ 서증 R-391, 서울중앙지방법원 2024. 2. 5. 선고 2020 고합 718, 920(병합) 판결 (“이재용 1심 형사판결”), pp. 292-296, 370-371.

지주회사로서의 지위를 공고히 하며, 순환지분을 해소하고, 기업 지배 구조 체계를 단순화하는 것이 포함되었습니다. 이러한 모든 효과는 삼성물산 및 그 주주들의 이익과 부합하는 것으로 간주될 수 있습니다.¹¹⁰ 합병을 추진하기로 한 결정은 삼성물산과 이사회가 충분한 검토와 심의를 거친 끝에 내려진 것입니다.¹¹¹ 삼성물산의 이사들(독립이사 포함)은 합병이 사업 다각화, 시너지 효과, 생명공학을 포함한 새로운 성장 기회를 통해 삼성물산과 주주들에게 이익이 될 것이라는 경영 판단에 따라 합병을 만장일치로 찬성했습니다.¹¹²

- b. **당시 시장 데이터 및 기타 입수 가능한 정보만으로는 합병과 관련된 의사결정권자들이 법에 근거하여 산정된 합병비율이 합병 대상 기업들의 객관적인 공정시장가치를 반영하지 못했다고 믿을 만한 근거가 되지 못했습니다.** 시장 증거는 합병 발표 당시 제일모직 주가가 과대평가되어 하락할 가능성이 높았던 반면, 삼성물산 주가는 저평가되어 상승할 가능성이 높았다는 주장을 뒷받침하지 않습니다.¹¹³ 삼성물산의 부진한 주가 실적의 원인으로는 거시경제적 요인, 저조한 매출 실적, 그리고 재무 건전성이 악화되고 있던 삼성엔지니어링에 대한 삼성물산의 대규모 지분 보유 등이 포함되었습니다.¹¹⁴ 증거는 삼성물산의 주가가 제일모직과의 합병에 대한 투기적 기대감으로 인해 억눌렸다는 주장을 뒷받침하지 않습니다.¹¹⁵ 삼성물산의 낮은 주가순자산비율(P/B ratio)은 시장이 삼성물산의 전망을 부정적으로 평가했음을 반영한 것이었습니다;¹¹⁶ 순자산가치 대비 삼성물산의 저평가는 반전될 것으로 예상되지 않았던

¹¹⁰ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, p. 369.

¹¹¹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 334-365, 874-879. 또한 서증 R-392, 서울고등법원 2025. 2. 3. 선고 2024 노 635 판결 (“이재용 2 심 형사판결”), pp. 124-128, 830, 834 참조.

¹¹² 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 354-356.

¹¹³ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 322, 382-389.

¹¹⁴ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 390-391.

¹¹⁵ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 397-405.

¹¹⁶ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 391-393.

장기적인 상황이었습니¹¹⁷ 합병이 이루어지지 않았다면, 삼성물산의 주가는 더 하락했을 것으로 예상되어, 합병 시기가 지연되었다라면 합병 비율이 더 낮아졌을 가능성이 큼¹¹⁸ 합병 발표 시기가 제일모직에 유리하거나 삼성물산에 불리하도록 조작되었다는 주장을 뒷받침할 증거는 없습니다.¹¹⁹ 합병 비율을 결정하는 데 사용된 삼성물산과 제일모직의 주가가 시장 기능을 저해할 수 있는 주가 조작과 같은 부적절한 수단에 의해 영향을 받았다고 결론지을 근거는 없으며, 합병 비율이 부적절하거나 삼성물산 주주들에게 불리하다고 볼 수 있는 객관적인 증거도 없습니다.¹²⁰ 합병 금지 결정에 비추어 볼 때, 삼성물산의 이사들은 합병 비율이나 시기가 불공정하다고 생각하지 않았을 것입니다.¹²¹

- c. **합병 비율이 합리적인 범위 내에 있다고 판단한 딜로이트 안진 보고서가 조작되거나 날조되었다는 주장은 증거로 뒷받침되지 않습니다.** 또한 (2015 년 5 월 25 일 삼성물산을 위해 작성된) 딜로이트 안진 보고서가 날조되거나 조작된 결과를 반영했다는 검찰의 주장 역시 증거로 뒷받침되지 않습니다: 딜로이트 안진은 시장 정보와 회사가 제공한 자료를 바탕으로, 양사의 주가를 고려하면서 다양한 평가 지침과 방법론을 검토하고 적용하여 결과에 도달했으며, 이는 평가와 관련된 회계 기준 및 관행에 위배되지 않았습니¹²² 삼성그룹은 딜로이트 안진에게 특정 평가 지침을 사용하도록 요구하지도 않았습니¹²³ 삼성그룹은 2015 년 7 월 1 일 국민연금에 참고용 평가 자료로 딜로이트 안진 보고서 사본을 제공했을 때, 국민연금에 대한 허위 진술을 한 것이 아¹²³

¹¹⁷ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 407-408, 882. 또한, 서증 R-392, 이재용 2 심 형사판결, p. 156 참조.

¹¹⁸ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 391-396, 885-887.

¹¹⁹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 419-422.

¹²⁰ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 880, 882-883. 또한 서증 R-389, 서울중앙지방법원 2022. 11. 25. 선고 2020 가합 600079 판결 (“소액주주 국가배상 1 심 판결”), p. 14 참조.

¹²¹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, p. 888.

¹²² 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 602, 725, 881.

¹²³ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 725-737.

- d. **삼성그룹의 6 조 원 합병 시너지 목표는 임의적이거나 허위이거나 조작된 것이 아닙니다.** 합병 통합 태스크포스가 제시한 합병 후 삼성물산의 5년 매출 목표는 합병 당사자들의 기존 사업 계획을 반영하여 보수적으로 산출된 것으로, 임의적이거나 허위이거나 조작된 것으로 간주될 수 없습니다.¹²⁴ 2015년 6월 24일 국민연금에 제공되고 별도의 공개 웹사이트에 게시된 태스크포스의 6조 원 시너지 목표치는 방대한 자료와 각 사업부 담당자들에 대한 면담을 바탕으로 한 철저한 검토를 통해 도출된 것이며, 해당 수치를 접한 주주들은 이를 불확실한 전망 및 예측으로 이해했으며, 이러한 전망은 임의적이거나 허위이거나 조작된 것으로 간주될 수 없습니다.¹²⁵
- e. **삼성그룹이 합병과 관련된 증권 애널리스트 보고서나 언론 보도에 불법적으로 개입했다는 주장을 뒷받침할 증거는 없습니다.** 삼성그룹이 한화투자증권이나 한국투자증권이 발행한 보고서 작성에 개입했거나, 두 애널리스트 중 어느 한 명에게 합병에 유리한 방식으로 보고서를 작성해 줄 것을 요청했다는 증거는 없습니다.¹²⁶ 또한 삼성그룹이 언론에 불법적인 압력을 행사했다는 증거도 없습니다.¹²⁷
- f. **이재용이나 삼성그룹이 국민연금의 찬성표를 얻기 위해 불법적인 수단을 동원했다는 주장은 증거로 뒷받침되지 않습니다.** 2015년 7월 7일 이재용과 홍완선 본부장(및 기타 참석자) 간의 회의에서, 이재용은 합병 시너지 효과가 기대된다는 점을 포함하여 합병의 배경과 목적을 사실대로 설명했습니다.¹²⁸ 또한 해당 회의에서 이재용은 삼성그룹의 법률 자문단이 합병 비율에 대한 프리미엄이나 할인을 적용하는 것은 법적으로 불가능하다고 조언했다는 사실을 홍완선 본부장에게 설명할 때 어떠한

¹²⁴ 서증 R-391, 이재용 1심 형사판결, pp. 350-351. 또한 서증 R-392, 이재용 2심 형사판결, pp. 139-140 참조.

¹²⁵ 서증 R-391, 이재용 1심 형사판결, pp. 599-602, 634, 724-725. 또한 서증 R-392, 이재용 2심 형사판결, pp. 294-295 참조.

¹²⁶ 서증 R-391, 이재용 1심 형사판결, pp. 643-655.

¹²⁷ 서증 R-391, 이재용 1심 형사판결, pp. 655-666.

¹²⁸ 서증 R-391, 이재용 1심 형사판결, pp. 739-740.

기만 행위도 하지 않았습니다.¹²⁹ 증거에 따르면 합병 비율에 프리미엄이나 할인을 적용하는 것은 실제로 어려웠을 뿐만 아니라 전례가 없는 일이었음이 입증됩니다.¹³⁰ 홍완선 본부장의 합병 찬성 투표는 삼성그룹의 어떠한 청탁에 의한 것이 아니었습니다. 오히려 홍완선 본부장은 외부 청탁과 무관하게 이미 합병에 찬성할 의사가 있었으며, 문형표/홍완선 사건에서 합병 찬성 투표와 관련하여 어떠한 의무 위반 혐의도 무죄 판결을 받았습니다.¹³¹ 이재용은 국민연금이 합병에 찬성하도록 표결권을 확보하기 위해 대통령의 부당한 개입을 유도하는 명시적 또는 묵시적 행위를 한 바 없습니다.¹³²

- g. **문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위는 투자위원회의 결정 결과에 영향을 미치지 않았습니다.**¹³³ (해당 판단에 대해서는 아래에서 더 자세히 다루고 있습니다.¹³⁴)
- h. **삼성물산과 그 주주들은 합병으로 인해 이익을 얻었으며, 합병으로 인해 손해를 입었다고 볼 수 없습니다.** 예상대로, 합병 후 삼성물산의 생명공학 사업은 강력한 성장을 달성하여 건설 및 무역 부문의 손실을 상쇄했으며, 합병 후 삼성물산의 부채 비율과 재무 구조는 합병 전 삼성물산에 비해 상당히 개선되었고, 합병은 삼성그룹의 순환지분 구조를 해소하고 기업 지배 구조를 개선하는 데 기여하여 합병 후 삼성물산에 이익이 되었으며; 합병 후 삼성물산의 신용등급은 합병 전 삼성물산에 비해 향상되었으며; 합병 후 삼성물산은 삼성물산 건설 사업부가 입은 막대한 손실을 인식하고

¹²⁹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 743-744.

¹³⁰ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 883-884, 895-896.

¹³¹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 741-743. 또한 서증 R-392, 이재용 2 심 형사판결, p. 413 참조. 또한 서증 R-153, 서울고등법원 2017. 11. 14. 선고 2017 노 1886 판결 (“문형표/홍완선 2 심 형사판결”), pp. 66-67 참조; 서증 C-069, 서울중앙지방법원 2017. 6. 8. 선고 2017 고합 34, 183(병합) 판결 [“문형표/홍완선 2 심 형사판결”], 2017 년 6 월 8 일, p. 63.

¹³² 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 745-749. 또한 서증 R-392, 이재용 2 심 형사판결, pp. 421-422 참조.

¹³³ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-14. 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 748-749 참조.

¹³⁴ 아래 제 54 항 내지 제 55 항 참조.

흡수할 수 있었는데, 이는 단독 법인으로 남아 있었다면 주가 급락 없이는 감당할 수 없었을 것입니다.¹³⁵ 삼성물산과 그 주주들이 합병으로 인해 손해를 입었다고 결론 짓기는 어렵고, 합병 대신 다른 대안이 삼성물산과 그 주주들에게 더 유리했을 것이라고 볼 합리적인 근거도 없습니다.¹³⁶

54. 청구인은 문형표/홍완선 사건에서 한국 법원의 판결 내용을 열렬히 지지했던 것과는 대조적으로, 위에서 요약한 판결 내용에 대해서는 극력 논의를 회피하며, 대신 추가 판결문을 “서로 다른 청구원인을 다루는 다른 재판소의 사법적 결정으로서, 서로 상이한 증거 기록에 상이한 법적 기준이 적용된 것”이라고 일축하려 시도합니다.¹³⁷ 청구인은 나아가 추가 판결문과 대한민국이 이를 근거로 삼은 점을 왜곡하여 다음과 같이 주장합니다:

- a. 답변서면 제 94(a)항에서 청구인은 소액주주 국가배상 1 심 판결(서증 R-389)을 다음과 같이 설명합니다. “대한민국의 주장과 달리, 법원은 국민연금이 보건복지부의 개입과 무관하게 독립적으로 의결권을 행사하였다고 판단하지 않았습니다. 오히려 법원은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결 행위가 ‘독립적인 주주권을 행사한 것’이므로 문형표 장관을 비롯한 대한민국 공직자들의 행위와 ‘공동’ 불법행위를 구성할 수 없다고 판시하였습니다”(원문 강조).¹³⁸ 이러한 설명은 부정확하며 오해를 불러일으킬 수 있습니다. 공동 불법행위 문제에 대한 판결과 별개로, 법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위가 투자위원회의 결정 결과에 영향을 미쳤는지 여부에 대해 다음과 같은 긍정적 판단을 내렸습니다:

(3) 문형표 등이 [국민연금]의 기금운용본부장 홍완선에게 이 사건 합병에 대한 찬반 여부를 투자위원회에서 할 것을 지시하였고, 홍완선은 합병 안건을 투자위원회에서 결정하기로 하면서 합병시너지 효과에 대한 분석자료를 작성하도록 하고

¹³⁵ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 373-377, 879.

¹³⁶ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 890-898.

¹³⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 91.

¹³⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 94(a) (원문에서 강조).

투자위원회 위원들의 찬성투표를 유도하는 등 *피고의 공무원이 [국민연금]의 투자위원회 결정 과정에 일정 부분 영향력을 행사한 점은 인정된다.*

그러나 (i) 참가인의 투자위원회에서 의결한 의결 방식은 투자위원들이 ‘찬성/ 반대/ 중립/ 기권/ 표결기권’ 중 하나를 선택하여 기명투표하는 방식으로 찬성, 반대, 중립, 기권 중 어느 하나도 과반수에 이르지 못하거나 표결기권이 과반수로 나오면 안건을 전문위원회에 부의하는 방식인바, *투자위원회에서 찬성 의결을 이끌어내는 데 반드시 유리한 표결 방식으로 볼 수는 없는 점*, (ii) 합병시너지 자료와 관련하여 합병시너지라는 것이 미래가치를 현재기준에서 산정하는 것으로 *정확한 산정이 불가능하다는 것을 전문가인 투자위원들이 모두 알고 있었고, 실제로 일부 투자위원의 문제제기로 인해 투자위원회에서 그에 관한 토의도 이루어진바, 투자 위원들이 이 사건 합병으로 인한 지분 감소로 입을 손실을 합병시너지 분석자료만으로 보전될 것으로 믿었다고 보이지는 않는 점*, (iii) 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 자금운용에 미칠 영향 등이 전반적으로 고려되었던 점* 등에 비추어 보면, *문형표와 홍완선의 행위가 참가인 투자위원회의 의결권 행사를 좌우한 것으로 보기 어렵다.*

(4) 위와 같이 이 사건 합병 안건에 찬성한 [국민연금]의 행위가 *피고의 행위지배에 의한 것으로서 피고가 [국민연금]을 도구로 이용하여 위법행위를 한 것이라고 볼 수 없고, 피고 공무원이 [국민연금]에게 지시나 권유를 넘어 기망이나 강박 등으로 [국민연금]의 의사결정을 좌우하여 [국민연금]이 자유로운 의사에 기하지 않은 주주권 행사를 하였다고 보기 어렵다. [국민연금]이 독자적으로 자신의 주주권을 행사한 이상 피고가 다른 주주들의 의결권 행사의 자유나 단체*

의사형성의 자유를 침해하였다고 보기도 어렵다.
(강조 추가)¹³⁹

청구인은 이러한 사실인정사항에 대해 아무런 반박도 하지 못하고 있습니다.

- b. 답변서면 제 94(b)항에서, 청구인은 판결의 중요성을 축소하려는 명백한 시도로, 대한민국이 이재용 부당합병 1심 판결의 “한 구절”만을 근거로 삼고 있다고 주장합니다.¹⁴⁰ 이러한 주장은 잘못된 것입니다—대한민국의 1차 준비서면은 위에서 요약한 내용을 포함하되 이에 국한되지 않는 이재용 부당합병 형사 판결문의 수십 개 구절을 인용하고 있습니다.¹⁴¹ 청구인은 환송중재절차에서 대한민국의 주장을 뒷받침하는 판결문의 모든 측면을 단순히 무시하기로 선택했습니다.

55. 마지막으로, 청구인의 주장과 달리, ¹⁴² 대한민국은 추가 판결문을 통해 중재판정에서 취소되지 않은 중재판정부의 판단을 재검토하고자 하는 것이 아닙니다. 오히려, 위의 요약에서 알 수 있듯이, 추가 판결문에는 본 환송중재절차에서 여전히 결정되어야 할 가정적 질문, 즉 “정부 행위가 없었다면 국민연금(비국가 행위자)이 합병에 대해 어떻게 투표했을 것인가?”에 대한 답변과 관련된 수많은 사실인정이 포함되어 있습니다.

56. 대한민국은 소액주주 국가배상 판결(이재용 부당합병 1심 판결에서도 인용됨)에서 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위가 사실적 측면에서 투자위원회의 결정 결과에 영향을 미치지 않았다는 사실적 판단이, 중재판정에서 중재판정부가 내린(취소되지 않은) 다음과 같은 사실적 판단과 표면적으로는 상충되는 것처럼 보일 수 있음을 인정합니다:

- a. 중재판정 제 602 항에서 중재판정부는 다음과 같이 판시했습니다(강조 추가): “따라서 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 사실판단과 법원이

¹³⁹ 서중 R-389, 소액주주 국가배상 1심 판결, pp. 12-13.

¹⁴⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 94(b).

¹⁴¹ 예를 들어, 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶¶ 13, 91, 95, 98-99, 105, 109-110, 163-164, 167, 183 및 첨부된 부록 참조.

¹⁴² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 90-95.

인용한 주요 증거들은 다음과 같이 입증한다: . . . (b) 국민연금은 보건복지부의 지침과 지시에 따라, 전문위원회가 아니라 투자위원회가 투표를 하도록 하고, 실제로 근거가 없는 본건 합병의 시너지 효과를 조작하고 투자위원회 위원들과 만나는 등, 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 투자위원회의 투표에 영향력을 행사하기 위한 조치를 취하였다.”

- b. 중재판정 제 623 항에서 중재판정부는 다음과 같이 판시하였습니다(강조 추가): “앞서 확인한 바와 같이, 국민연금은 본건 합병에 대한 의결권 행사에서 독자적으로 상업적 목적으로 행위하지 않았다; 한국 법원이 판단하였듯이, 국민연금은 본건 합병의 상업적인 장점을 이유로 독립적으로 결정하지 않고 보건복지부의 지침과 지시에 따라 행동하였으며, 이에 따라 정부 정책의 실행에 있어서 실질적으로 보건복지부의 기관으로 행위하였다. 이러한 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 본건 합병의 의결권 행사와 관련된 국민연금의 행위가 정부 권한(공적 권한)의 행사에 해당한다고 판단한다.”

57. 대한민국은 다음과 같이 의견을 제시합니다:

- a. 우선, 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면¹⁴³에서 설명한 바와 같이, 또한 영국 법원이 명시적으로 지적한 바와 같이, ¹⁴⁴ 앞서 인용된 중재판정부의 사실인정은 실제로 일어난 일을 기술한 것이며, ‘가정적(but for)’ 상황에서 어떤 일이 일어났을지(구체적으로는 정부 행위가 없었다면 국민연금이 다른 방식으로 투표했을지 여부)에 대해서는 다루지 않습니다. 따라서 중재판정 제 602 항 및 제 623 항과 대한민국이 ‘가정적(but for)’ 인과관계에 관해 제기한 주장 사이에는 어떠한 모순도 존재하지 않습니다.
- b. 게다가, 앞서 인용된 사실인정은 위반(책임)과 관련하여, 그리고 이에 관한 관련 증거기준에 따라 이루어진 것입니다. 이는 인과관계의 맥락에서 또는

¹⁴³ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 55.

¹⁴⁴ CLA-222, 취소 판결, ¶¶ 264 (i)-(ii), 260.

인과관계에 요구되는 관련 증거 기준에 따라 이루어진 것이 아닙니다. 요컨대, 이는 인과관계에 대한 사실인정이 아닙니다.

- c. 반면, 앞서 상세히 인용한 소액주주 국가배상 1 심 판결의 사실인정은 인과관계를 구체적으로 다루며, 중재판정부의 사실인정과는 달리 가정적 질문을 다룹니다. 구체적으로, 법원은 중재판정부가 중재판정에서 인용한 문형표/홍완선 판결의 동일한 사실적 판단을 인정했으며,¹⁴⁵ 나아가 대한민국이 “[국민연금] 투자위원회의 의사결정 과정에 어느 정도 영향력을 행사했다”는 점을 인정했습니다(강조 추가).¹⁴⁶ 법원은—중재판정에서 중재판정부가 그랬던 것과 달리—인과관계 문제를 다루고 있었기 때문에, 한 걸음 더 나아가 다음과 같은 질문에 대한 분석을 진행했습니다: 문형표 장관과 홍완선 본부장이 행사한 불법적 영향력이 투자위원회의 결정 결과를 좌우할 정도로 광범위했는가? 이 질문에 답하기 위해 법원은—청구인이 본건에서 근거로 삼은 증거에 기반한—문형표/홍완선 사건의 사실인정 내용을 면밀히 검토한 끝에, 확인된 사실만으로는 긍정적 답변을 뒷받침할 수 없다고 결론지었습니다.¹⁴⁷ 오히려 증거에 따르면 투자위원회는 (1) 위원들이 양심에 따라 투표할 수 있도록 하고, 해당 사안을 전문위원회에 회부할 가능성도 허용하는 투표 방식을 채택하였으며, (2) 문제가 있는 시너지 효과 전망이 본질적으로 불확실하다는 점을 인지하고 이에 결정적으로 의존하지 않았으며, (3) 정량화된 시너지 효과를 넘어서는 다양한 요소를 적극적으로 고려하여 최종적으로 결정을 내렸음이 드러났습니다.¹⁴⁸

- d. 대한민국은 영국 법원이 회부한 인과관계 문제를 다루는 맥락에서, 중재판정 제 602 항 및 제 623 항의 판단을 재검토할 필요 없이, 중재판정부가 한국 법원의 상기 사실인정 내용을 고려할 수 있다고 정중히 제출합니다. 해당 중재판정 제 602 항 및 제 623 항의 판단은 서로 다른

¹⁴⁵ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 3-6.

¹⁴⁶ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, p. 12.

¹⁴⁷ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-13.

¹⁴⁸ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-13.

문제를 다루었으며, 다른 목적과 다른 일반성 수준, 그리고 다른 증명 기준에 따라 내려진 것이기 때문입니다. 달리 말해, 이 두 가지 사실인정은 조화될 수 있습니다. 게다가 중재판정의 해당 단락에 있는 사실인정은 (적어도 부분적으로는) 한국 법원의 사실인정을 명시적으로 전제로 하고 있었으므로, 중재판정부가 인과관계 분석의 관점에서 동일한 사실을 검토한 동일한 법원의 후속 사실인정을 고려하는 것이 도움이 될 수 있다는 점은 지극히 자연스러운 일로 보입니다.

3. *정부 행위가 없었다면 국민연금이 거의 확실하게(또는 심지어 개연성의 우위 기준에서도) 합병에 반대하거나 기권했을 것이라는 판단을 뒷받침할 증거는 없습니다*

58. 대한민국은 1 차 준비서면에서 다음을 입증하였습니다: (1) 국민연금 의결권 행사 지침에 따라 합병과 관련된 요인을 객관적으로 분석해 보면, 표결이 투자위원회에서 이루어지든 전문위원회에서 이루어지든 상관없이 합병 찬성 결론에 이르렀을 것임이 드러납니다;¹⁴⁹ (2) 실제 당시 벌어진 사건들에 미루어 보면, ‘가정적(but-for)’ 시나리오에서 국민연금이 합병에 찬성하였을 것임이 상당합니다;¹⁵⁰ 그리고 (3) 어떠한 간섭도 없었던 상황에서 많은 정통한 투자자들이 합병에 찬성표를 던졌습니다.¹⁵¹ 청구인은 이 중 첫 번째 및 세 번째 주장에 대해서는 거의 논하지 않고(중재판정부가 이미 대한민국의 입장을 검토하여 기각했다는 잘못된 주장을 제외하면), 대신 답변서면(즉 제 III 편 제 B 장 제 1(i)절)의 대부분을, 청구인이 “국민연금이 실제로 왜 그러한 의결을 하였고 본 건 의결 과정에 대한 대한민국의 위법한 개입이 없었다면 국민연금이 과연 어떻게 의결하였을지에 관한 당시의 증거를 포함하여 가장 관련성이 높은 기초 증거”에 대해 편향적이고 여러 면에서 부정확한 설명에 할애하고 있습니다.¹⁵²

¹⁴⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편 제 B 장 제 1 절

¹⁵⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편 제 B 장 제 2 절

¹⁵¹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편 제 B 장 제 3 절

¹⁵² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 40.

59. 이하에서 대한민국은 청구인의 답변서면 제 III 편 제 B 장 제 1(i)절에 포함된 주요 주장들을 하나씩 검토하고, 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대 투표를 했을 것이라는 청구인의 주장을 뒷받침할 증거가 없다는 점을 재차 입증합니다.

a. 국민연금은 “엘리엇에게 해당 합병에 반대할 것이라고 알리지 않았습니니다.”

60. 청구인은 2015 년 3 월 18 일 서울에서 열린 회의에서 국민연금 대표들이 “엘리엇에게도 본건 합병에 반대할 예정임을 이미 통보하였”다고 주장하며,¹⁵³ “엘리엇에게 직접” “합병에 대해 행사할 것으로 예상되던 의결권의 방향[을]... 명확히 전달되”었다고 주장합니다.¹⁵⁴ 청구인은 2015 년 6 월 3 일 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한을 (서증 C-187) 언급하고 있는데, 이 서한에서 엘리엇은 2015 년 3 월 18 일 회의에서 국민연금 대표들이 당시 시세를 기준으로 한 삼성물산과 제일모직 간의 전액 주식 합병이 삼성물산 주주들에게 유리하지 않을 것이라는 견해를 “인정”했다고 주장했습니다.¹⁵⁵ 국민연금은 2015 년 6 월 15 일 엘리엇의 서한에 답변하며, “국민연금은 귀하에게 제안된 합병에 관한 의도나 입장을 어떠한 방식으로든 표명한 바 없다”고 명확히 밝혔으며, 엘리엇에게 “국민연금은 제안된 합병과 관련된 국민연금의 입장에 대해 오해의 소지가 있거나 부정확한 정보가 유포되는 것을 매우 심각하게 받아들이고 있다”고 경고하고, 다음과 같이 단호하게 결론지었습니다. “모든 면에서 볼 때, 귀하가 서한에서 표명한 견해는 제안된 합병에 대한 국민연금의 공식 입장이 아니며, 그렇게 해석되어서도 안 됩니다.”¹⁵⁶ 따라서, 설령 2015 년 3 월 국민연금 관계자가 엘리엇에게 삼성물산과 제일모직 간의 주식 교환 합병 가능성에 대한 부정적인 견해에 동의하는 발언을 했다고 하더라도 (Foxton 판사가 그럴 가능성이 높다고 결론지은 바와 같이¹⁵⁷), 그러한 발언이 국민연금의 공식 입장을 반영한다고

¹⁵³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, p. 15 (소제목).

¹⁵⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 44.

¹⁵⁵ 서증 C-187, 엘리엇이 국민연금에 보낸 서신 (편집됨), p. 3.

¹⁵⁶ 서증 C-201, 국민연금에서 엘리엇에게 보낸 서신, 2015 년 6 월 15 일, p. 1.

¹⁵⁷ CLA-222, 취소 판결, ¶ 39.

공정하게 말할 수는 없으며, 더구나 아직 발표되지도 않은 가정적 합병에 대한 국민연금의 “의결권 방향”에 대한 공식 성명이라고 볼 수는 더욱 없습니다.

61. 어쨌든, 문제의 발언이 이루어진 시점(2015 년 3 월 18 일)을 고려할 때, 협정에 부합하는 시나리오에서 약 4 개월 후(2015 년 7 월 중순) 국민연금의 예상 투표 행태를 판단하는 데 있어 해당 발언은 무관하며, 그 이유는 적어도 두 가지입니다:

- a. 첫째, 2015 년 3 월 시점에서 합병은 아직 발표되지 않았으며, 국민연금은 삼성물산, 제일모직 및 기금 포트폴리오에 포함된 기타 삼성그룹 15 개의 계열사에 대한 기금의 지분 가치에 미칠 잠재적 합병의 영향을 아직 검토하지 않은 상태였습니다.¹⁵⁸
- b. 둘째, 그리고 무엇보다 중요한 점은, 합병 비율에 관한 국민연금 내 주요 의사결정권자들의 견해가 3 월 회의보다 훨씬 후인 2015 년 7 월 1 일 내려진 합병 금지 결정의 발령이라는 사건에 의해 실질적으로 영향을 받았으며(만약 그 사건이 없었다면 영향을 받았을 것입니다), 대한민국이 1 차 준비서면에서 입증한 바와 같이, 해당 결정은 투자위원회 다수 위원과 전문위원회의 조영길의 합병에 대한 입장을 형성하는 데 중추적인 역할을 했습니다.¹⁵⁹

62. 따라서 청구인이 2015 년 3 월의 진술로 추정되는 내용을 협정에 부합하는 가정적 시나리오에서 국민연금의 예상 입장을 입증하는 증거로 사용하려는 시도는 타당하지 않습니다.

- b. SK 합병에 반대하기로 한 전문위원회의 결정은 국민연금이 해당 합병에 대해 어떻게 투표했는지에 대한 “기준”이나 “시그널”이 아니었습니다

63. 청구인은 전문위원회가 SK 합병에 반대하기로 한 결정을, 해당 사안이 전문위원회에 회부되었더라면 전문위원회가 합병을 어떻게 다뤘을지에 대한

¹⁵⁸ 일반적으로 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 87, 90, 94, 97-98, 101-102 (및 그 안에 인용된 증거) 참조(국민연금이 합병에 대해 실시한 포괄적인 검토를 설명함).

¹⁵⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 107, 126-128, 130, 137, 151, 153 (및 그 안에 인용된 증거)를 참조. 또한 서증 C-419, [보건복지부], “투자위원회 논의 개시를 위한 실행 계획” [RESP010084], 2015 년 7 월 8 일, p. 1 (“법원은 또한 합병의 적법성, 합병 비율의 공정성, 시장 조작 등과 관련하여 아무런 문제가 없다고 판단했다.”) 참조.

“기준”이자 “시그널”로 간주해야 한다고 주장합니다.¹⁶⁰ 대한민국은 1 차 준비서면에서 조영길의 증언 및 기타 증거를 인용하여, 두 상황 간에 다음과 같은 중대한 차이점¹⁶¹이 존재하므로 전문위원회의 SK 합병 반대 결정이 해당 합병에 대한 전문위원회의 예상 결정을 입증하는 증거가 될 수 없음을 입증하였습니다.

(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; (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 가치분 결정) 해당 거래에 대한 이익을 기각한 한국 법원의 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 기구)의 다른 위원들에게 그 중요성을 설명하려 했음이 입증되는데, 이는 결정의 인정된 사실 및 논리를 고려할 때 합병 찬성 투표를 뒷받침했을 수밖에 없습니다.¹⁶²

64. 주목할 점은 청구인의 답변서면이 이러한 주장들에 대해 전혀 논하지 않고 있다는 사실입니다. 대신 청구인은 세 가지 문서를 인용하고 있으나, 그 어느 것도 본 사안에 도움이 되지 않습니다:

a. 2015 년 6 월 10 일자 국민연금 문서로, 투자위원회가 SK 합병 안전을 전문위원회에 회부해야 하는지 검토한 내용이며, “향후 재벌기업의 지배구조 변화시 겪어야 할 합병관련 의결권행사의 명확한 기준을 설정할 필요성을 고려할 때” 그러한 회부가 필요하다고 언급하고 있습니다.¹⁶³ 이러한 문서는 합병에 대한 전문위원회의 심의 결과가 어떻게 나올지에 대한 증거가 되지 못합니다.

¹⁶⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 41-43.

¹⁶¹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 129-132, 152-154 참조.

¹⁶² 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 153.

¹⁶³ 서증 C-385, [국민연금 IM], “SK-SK C&C 합병의 전문위원회 회부 검토” [RESP014059], 2015 년 6 월 10 일, p. 1.

- i. ‘의결권 행사지침’에 따라, 제안된 합병과 관련된 의결권 행사는 사례별로 결정되어야 합니다.¹⁶⁴
 - ii. SK 합병과 달리, 본 합병은 기금의 삼성그룹 계열사 17 개사에 대한 지분을 포함하고 있었으며, 이는 기금의 총 지분 보유량의 약 4 분의 1 을 차지했으므로, 합병이 실패할 경우 기금에 치명적인 결과를 초래할 수 있었습니다. ¹⁶⁵ 실제로 문형표/홍완선 사건에서 서울고등법원은 “이 사건 합병 안건이 기존의 선택이 없고 중요한 사항”이라고 언급했습니다(강조 추가).¹⁶⁶
 - iii. 만약 전문위원회가 합병에 대해 심의했다면, 합병 비율의 불공정성과 합병의 진정한 목적이 삼성물산 주주들을 희생시켜 제일모직의 지배주주(이재용 일가)에게 이익을 주는 데 있다는 이유로 엘리엇의 합병 금지 가처분 신청을 기각했던 합병 금지 가처분 결정이라는 배경 하에서 심의했을 것입니다.¹⁶⁷ 앞서 언급한 바와 같이, 조영길의 반박되지 않은 증언에 따르면, 그는 합병 금지 결정이 매우 중요하다고 여겼으며, 나아가 전문위원회가 법원의 결정과 다른 결정을 내리기는 어려울 것이라고 생각했다고 합니다.
- 168
- b. SK 합병 안건 표결 당일(2015 년 6 월 24 일) 삼성그룹 직원들 간에 오간 문자 메시지에서, 전문위원회가 SK 합병에 반대표를 던진 것이 “삼성건에 대한 시그널일 수 있으니”라는 내용이 언급되어 있습니다.¹⁶⁹ 청구인은 해당 대화 기록에서 바로 다음 메시지는 언급하지 않았는데, 그 내용은

¹⁶⁴ 서증 R-057, 『국민연금기금 의결권 행사지침』, 2014 년 2 월 28 일, 제 7 조.

¹⁶⁵ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 제 1 차 준비서면, ¶¶ 87, 94, 111, 131 (및 그 안에 인용된 증거).

¹⁶⁶ 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, p. 45.

¹⁶⁷ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 107-109, 126-131 (및 그 안에 인용된 증거) 참조.

¹⁶⁸ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 126-128 (및 그 안에 인용된 증거) 참조.

¹⁶⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 43 및 각주 56 (서증 C-421, [REDACTED] 와 여러 수신자 간의 문자 메시지 기록 [RESP016329], 2015 년 6 월 24 일-7 월 9 일, p. 13231 인용).

다음과 같습니다. “국민연금이 SK 합병은 반대하지만 **물산합병건은 케이스가 달라 찬성하기로 내부의견을 정했다고 믿을만한 소식통을 통해 확인했다.**”(강조 추가).¹⁷⁰

- c. 청와대 관계자가 한국 검찰에 “[전문위원회에서 SK 합병 건에 반대하는 것으로 결정되었던 점]을 고려할 때, 제일모직과 삼성물산 합병 역시 별다른 조치가 없었다면 [국민연금]이 합병 반대를 할 수 있는 상황”이었다고 진술한 것으로 알려진 피의자신문조서가 있습니다.¹⁷¹ 이러한 진술은 전문위원회의 합병 결정 결과가 불확실했다는 견해를 전달할 뿐 그 이상의 의미를 지니지 않습니다.

65. 대한민국은 1 차 준비서면에서 관련 증거를 인용하여, 보건복지부가 투자위원회에서 합병 결정을 내리도록 추진한 이유는 전문위원회의 결과가 불확실하고 **보장하기 어렵다고** 판단했기 때문임을 입증하였으며, 이러한 입장은 전문위원회가 합병에 반대할 가능성이 높았음을 시사하는 것이 결코 아닙니다.¹⁷² 답변서면에서 청구인은 증거를 “그러나 보건복지부는 내부 검토 결과, 전문위원회의 독립성 및 과거 의결 전례(특히 최근 유사한 SK 합병에 대해 반대한 전례)에 비추어 볼 때 **전문위원회를 통하여 본건 합병의 승인을 확보하기는 어려울 것이라고 결론지었[다]**”고 (강조 추가) 설명하고 있습니다.¹⁷³

¹⁷⁰ 서증 C-421, [REDACTED]와 여러 수신자 간의 문자 메시지 기록 [RESP016329], 2015 년 6 월 24 일-7 월 9 일, p. 13231.

¹⁷¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 43 (서증 C-488, 김진수의 특별검사 제 2 회 피의자신문조서 [RESP015896], 2017 년 1 월 9 일, p. 8 인용).

¹⁷² 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 119-125.

¹⁷³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 50. 답변서면의 후반부에서 청구인은 “관련 기록은 보건복지부와 국민연금이 전문위원회가 **본건 합병에 반대할 것으로** 판단하였다”고 주장하며 다른 입장을 취하고 있습니다(강조 추가). 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 82(f) 참조. 청구인은 두 가지 증거를 인용합니다: (1) 보건복지부 공무원의 법정 증언. 공무원은 전문위원회 위원 4 명이 합병에 찬성하고, 4 명(조영길 포함)이 반대하며, 1 명은 기권할 것으로 예상된다는 보건복지부의 당시 예측과 관련하여 다음과 같은 질문에 “예”라고 답했습니다: “전문위원회로 갔을 때 찬성이 결정되기 어려운 상황이었던 것으로 보이는데, 맞는가요?”, 서증 C-497, 조남권 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원) [RESP010896], pp. 26-27; 그리고 (2) 한국 검찰에 제출된 “진술조서”에서, “당시 상황을 정확히 기억하기 어렵다”고 인정한 한 청와대 관계자는, “[전문위원회] 위원 중 반대 성향을 가진 이들이 많았기 때문에” 전문위원회에서 찬성표를 얻기 어려울 것이라고 누군가에게 들었다고

c. 국민연금은 “인수로 인해 막대한 가치를 상실할” 처지에 있지 않았습니다

66. 대한민국은 1 차 준비서면에서 합병 비율에 대한 당시의 평가가 매우 다양했으며, 보건복지부의 어떠한 압력과는 무관하게 국민연금이 (1) 합병으로 인한 주주가치의 장기적 상승 전망 및 (2) 합병이 무산될 경우 예상되는 국민연금 포트폴리오의 막대한 손실의 회피 두 가지 요소가 합쳐져 합병으로 인한 국민연금의 지분가치 하락을 상쇄할 것이라고 판단할 합리적인 근거가 있었습니다.¹⁷⁴
67. 청구인은 답변서면에서, 대한민국이 합병 승인을 뒷받침하는 요인으로 제시한 사항 중 어느 것도 “설령 그러한 요소들이 존재했다라도 국민연금이 본건 합병으로 인해 막대한 가치의 손실을 입게 된다는 단순한 문제를 해결하지 못한다”고 주장합니다.¹⁷⁵ 청구인은 또한 주요 증거를 잘못 해석한 데 근거하여, 보건복지부와 국민연금이 국민연금 리서치팀의 가치평가 자료가 “그대로” 투자위원회에 전달할 경우 국민연금은 본건 합병에 대한 지지를 “거부할 것”이라고 “인식하였[다]”고 주장하며,¹⁷⁶ 이것이 바로 문제가 있는 시너지 효과 전망치가 작성된 이유라고 주장합니다.¹⁷⁷ 청구인은 더 나아가—다시 한번 잘못된 주장을 펼치며—중재판정부가 홍완선 본부장이 국민연금 리서치팀에게 “국민연금의 의결권행사지침에 따[라] 본건 합병에 반대 표결을 해야 할 정도의 국민연금에 대한 경제적 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과를 조작하도록”고

진술한 것으로 보고되어 있으며, 서증 C-481, 김기남 특별검사 진술조서 [RESP020645], pp. 12-13. 두 증거 모두 보건복지부와 국민연금이 전문위원회가 “합병에 반대할 것”이라고 고려했다는 주장을 뒷받침하지 않습니다. 오히려 두 증거 모두 대한민국이 제출서에서 상세히 검토한 동일한 기초 증거를 언급하고 있으며, 이는 보건복지부가 전문위원회의 결정 결과를 불확실하고 보장하기 어렵다고 간주했음을 보여줍니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 119-125 참조.

¹⁷⁴ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 88-105, 111-112. 대한민국은 각주 116 에서 환송 쟁점에 관한 제출서의 제 86 항을 인용할 때 “RLA-127, pp. 7-8, 12”가 아니라 “서증 R-127, pp. 7-8, 12”로 표기되어야 함을 지적합니다.

¹⁷⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 84.

¹⁷⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 58 (서증 C-506, 2015 년 7 월 2 일 오후 5 시 52 분경 [REDACTED] 팀장과 백진주 부국장 간의 통화 녹취록 [RESP016234] [“[REDACTED]/백진주 통화 녹취록”), 2017 년 4 월 25 일 인용).

¹⁷⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 59.

지시했다고 “판단”했다고 주장합니다(강조 추가).¹⁷⁸ 이러한 주장의 함의는 의결권 행사 지침에 따라 국민연금이 부정한 시너지 전망 없이는 합병에 찬성표를 던질 수 없었을 것이라는 점으로 보입니다. 그러나 아래에서 입증되듯이, 한국 법원의 판단이나 그 근거가 되는 증거 어느 것도 청구인의 주장을 뒷받침하지 않으며, 중재판정부는 청구인이 주장하는 바와 같은 판단을 내린 바 없습니다.

(i) 한국 법원의 판단은 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다

68. 청구인은 합병 비율로 인해 국민연금이 경제적 손해를 입을 수 있었다는 주장을 뒷받침하기 위해, 문형표/홍완선 사건에 대한 한국 법원의 판결 및 해당 판결을 그대로 인용한 중재판정의 문단들을 광범위하게 인용하고 있습니다.¹⁷⁹ 그러나 중재판정부는 해당 사건의 항소심 단계에서 서울고등법원이 “합병이 성사되지 않은 경우의 주식가치와 합병이 성사된 경우의 주식가치 간 차이에 해당하는” 주주 가치 손실을 국민연금이 입었다는 지방법원의 판단을 *짜기했다*는 점에 유의해야 합니다.¹⁸⁰ 또한 검찰 측이 주장한, 국민연금이 (A) 합병 비율에 따른 지분 가치와 (B) “적절한” 합병비율(예: 국민연금 리서치팀이 산정한 비율)에 따른 지분 가치의 차이에 상응하는 손실을 입었다는 주장을 *기각했습니다*.¹⁸¹

¹⁷⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 73 (RLA-194, 중재판정, ¶¶ 286, 595-597 인용).

¹⁷⁹ 예를 들어, 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 각주 93, 95, 134, 135, 173 및 관련 본문 참조. 답변서면(p. 18)의 각주 65에서 청구인은 대한민국의 제출서와 함께 제출된 한국 법원 판결문의 특정 문구 및 구절에 대한 대한민국의 수정 사항을 채택하지 않았다고 밝히고 있습니다. 그 결과, 청구인은 여전히 실질적으로 부정확한 번역본에 의존하고 있습니다. 한 가지 예를 들면, 청구인은 문형표/홍완선 1 심 형사판결을 인용하여 홍완선 본부장이 투자위원회 위원들에게 합병에 찬성하도록 “적극적으로 유도(actively induced)”했다고 판단했다고 주장하고 있습니다. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 64 (원문에서 강조) 실제로 법원이 사용한 관련 용어는 “유도(encourage)”입니다. 서증 C-069, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, p. 17 참조.

¹⁸⁰ 서증 C-069, 문형표/홍완선 1 심 형사판결, p. 18; 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 2, 67-69; 추가 판결문 부록, ¶ 10(vi). 대한민국은 지방법원 판결문의 비편집본과 편집본 간에 페이지 번호가 다르기 때문에, ‘문형표/홍완선 2 심 형사판결’(서증 R-153)에 있는 ‘문형표/홍완선 1 심 형사판결’에 대한 페이지 참조가 서증 C-069의 해당 페이지 번호와 항상 일치하지는 않는다는 점을 밝힙니다.

¹⁸¹ 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 65-66. 이에 따라 서울고등법원은 (i) 홍완선 본부장이 소위 적절한 합병 비율과 ‘합병 비율’ 간의 차액에 해당하는 최소 1,387억 원의 손실을 국민연금에 입혔다고 주장한 검찰의 수정된 주된 혐의, (ii) 동일한 근거로 홍완선

69. 실제로, 한국 법원 중 어느 곳도 국민연금이나 그 밖의 삼성물산 주주들이 *합병이나 합병비율로 인해* 경제적 손해를 입었다고 판시한 바가 없습니다. 반대로, 앞서 언급한 바와 같이, 이재용 부당합병 사건에서 서울중앙지방법원은 삼성물산과 그 주주들이 합병이 이루어지지 않았을 경우보다 합병 시나리오에서 궁극적으로 더 유리한 처지에 있었으며, 합병 비율로 인해 손해를 입었다고 볼 수 없다고 판단했습니다.¹⁸² 이러한 판단은 항소심에서도 번복되지 않았습니다.¹⁸³ (중재판정 제 931 항에서 중재판정부가 합병이 삼성물산 주주로부터 제일모직 주주로의 (정량화되지 않은) 가치 이전을 수반했다고 판단한 점에 대해서는, 대한민국은 이미 그러한 판단이, 가정적 시나리오에서 국민연금이 그러한 가치 이전으로 인해 발생하는 손실을 (a) 합병으로 인해 국민연금 포트폴리오에 예상되는 장기적인 주주 가치 증가, 및 (b) 합병 실패로 인해 국민연금 포트폴리오에 예상되는 손실과 어떻게 비교 평가했을지에 대해서는 다루지 않는다고 설명한 바 있습니다.¹⁸⁴)
70. 청구인이 국민연금 리서치팀의 가치 평가 및 벤치마크 합병 비율 산정¹⁸⁵의 신뢰성에 대해 반복적으로 제기한 비판은 적어도 다음과 같은 이유로 타당하지 않습니다:

본부장이 국민연금에 최소 50 억 원(가중처벌 기준액)의 손실을 입혔다고 주장한 제 1 대체공소사실; 및 (iii) 홍완선 본부장이 소위 적정한 합병 비율과 ‘합병 비율’ 간의 차이에 해당하는 정량화할 수 없는 손실을 국민연금에 입혔다고 주장한 제 2 대체공소사실의 일부를 기각하였습니다. 서울고등법원은 결국 홍완선 본부장이 합병에 대한 국민연금의 결정권을 “적극적으로 활용”하여 기금을 위해 더 큰 이익을 얻으려 할 기회를 상실함으로써 국민연금에 정량화할 수 없는 손실을 입혔다고 주장한 혐의 부분만을 유죄로 인정하였습니다. **서중 R-153**, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 49-50, 61, 64-66 참조. 이러한 노력(만약 있었다면)이 기금에 추가 이익을 가져다주었는지, 또 어느 정도였는지를 판단할 객관적인 근거가 없었기 때문에 해당 손실은 산정 불가능한 것으로 간주되었습니다. **서중 R-153**, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 65-66; **서중 R-391**, 이재용 1 심 형사판결, pp. 896-897; **서중 R-392**, 이재용 2 심 형사판결, p. 838.

¹⁸² **서중 R-391**, 이재용 1 심 형사판결, pp. 373-377, 889-898. 또한 **서중 R-389**, 소액주주 국가배상 1 심 민사 판결, p. 14 참조.

¹⁸³ 서울고등법원은 이재용 1 심 형사판결의 관련 부분에 대한 모든 항소를 기각하였음. **서중 R-392**, 이재용 2 심 형사판결, pp. 137-140, 834-835, 837-838 참조.

¹⁸⁴ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 165.

¹⁸⁵ 예를 들어, 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 57-59, 72.

- a. 대한민국은 합병 발표 당시 삼성물산과 제일모직의 가치를 평가하는 신뢰할 수 있는 근거로 국민연금 리서치팀의 추정치를 의존하지 않았으며(그리고 결코 의존한 적이 없다), 오히려 대한민국의 입장은 항상 해당 기업들의 상장 시장 가격이 공정 시장 가치를 측정하는 가장 신뢰할 수 있는 기준이라는 것이었습니다.¹⁸⁶ 반면, 국민연금 리서치팀의 추정치는 당시 작성된 여러 가지 주관적인 가치 평가 중 하나에 불과합니다.¹⁸⁷
- b. 더 중요한 점은, 합병을 심의할 당시 투자위원회가 딜로이트 안진 보고서를 비롯한 다양한 가치 평가 및 합병 비율 관련 자료를 검토할 수 있었다는 사실입니다. 해당 보고서는 공정한 합병 비율 범위를 1:0.31 에서 1:0.49 로 산정했는데, 이는 실제 합병 비율을 포함하는 범위입니다.¹⁸⁸ 앞서 언급한 바와 같이, 한국 법원은 국민연금 리서치팀의 자료¹⁸⁹와 달리 딜로이트 안진 보고서가 평가 전문가들에 의해 독립적으로, 그리고 일반적으로 적용되는 평가 기준에 따라 작성되었다고 판시했습니다.¹⁹⁰ 또한 앞서 언급된 바와 같이, 한국 법원은 딜로이트 안진 보고서가 조작되거나 날조되었다는 주장을 기각했습니다.¹⁹¹

¹⁸⁶ 예를 들어, 대한민국의 심문 후 답변서, ¶ 71; 대한민국의 심문 후 서면, ¶¶ 126, 171; 대한민국의 답변서, 2019 년 9 월 27 일, ¶ 626(a); RER-1, 제 1 차 다우 보고서, 제 III 편 제 B 장.

¹⁸⁷ 한국 법원은 국민연금 리서치팀이 산출한 기준 합병비율이 공정하거나 중립적인 합병비율을 결정하기 위한 신뢰할 수 있고 객관적인 근거가 되지 않는다고 판시한 바 있습니다. 서증 C-069, 문형표/홍완선 1 심 형사판결, p. 69; 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 65-66 참조.

¹⁸⁸ 서증 R-386, Deloitte, “삼성 C&T 와 제일모직 간의 합병비율 검토 보고서”, 2015 년 5 월 25 일, p. 12. 국민연금의 의결권 자문사인 KCGS 의 보고서에 따르면, 유사 기업 분석 결과 합병 비율은 최소 1:0.429 이어야 한다고 명시되어 있으며, 서증 C-402, KCGS, “국내 상장사 의안 분석 보고서 (2015) - 삼성 C&T” [RESP000162], 2015 년 7 월 3 일, p. 33. 이는 딜로이트 안진 보고서가 제시한 범위 내에 있음. 또한 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, p.20 을 참조.

¹⁸⁹ 서증 C-069, 문형표/홍완선 1 심 형사판결, p. 69; 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 65-66; 서증 R-020, 서울중앙지방법원 2017. 10. 19. 선고 2016 가합 510827 판결 (“합병 무효 판결”), p. 37.

¹⁹⁰ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, p. 602 (“[딜로이트 안진]은 회사 제공 자료와 함께 시장 정보를 토대로 가치평가 관련 회계기준 및 실무례에 어긋나지 않게 양사의 주가를 염두에 두면서 다양한 평가방향과 평가방법론을 검토. 적용하여 결과를 도출하였[다].”).

¹⁹¹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp.602, 725, 881.

71. 게다가, 국민연금 리서치팀이 합병 비율로 인해 주주 가치가 “손실”을 입을 것으로 전망했다는 이유로, 가정적 시나리오에서 의결 지침이 합병에 반대하도록 지시했을 것이라는 청구인의 반복된 주장을 뒷받침하는 한국 법원의 판결이나 관련 증거는 없습니다.¹⁹² 청구인은 (a) 합병 반대가 기금 포트폴리오 가치에 *훨씬 더* 큰 손실을 초래할 것으로 예상되었다는 점,¹⁹³ 및 (b) 국민연금이 신뢰할 수 없는 시너지 전망과는 별개로, 합병을 통해 주주 가치의 장기적 상승을 전망하고 있었다는 점을 간과하고 있습니다.¹⁹⁴ 한국 법원은 투자위원회가 실제로 이러한 광범위한 고려 사항들을 반영했으며,¹⁹⁵ 그러한 조치가 정당했다고 일관되게 인정해 왔습니다.¹⁹⁶ 따라서 문제가 있는 시너지 효과 전망이 없었더라도 합병에 찬성하는 표결은 의결권 행사 지침에 부합하는 것이었습니다.
72. 요컨대, 한국 법원의 판단은 합병이 기금의 포트폴리오에 미친 순효과가 부정적이었을 것이라는 주장을 전혀 뒷받침하지 않으며, 하물며 국민연금이 “합병으로 인해 막대한 가치의 손실을 입게 된다” 것이라는 주장은 더더욱 뒷받침하지 않습니다.¹⁹⁷

(ii) 근거가 되는 증거는 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다

73. 리서치팀의 합병 비율 산정 과정에 대한 “조작” 증거를 과장한 후, 청구인은 다음과 같이 진술합니다:

따라서 보건복지부와 국민연금은 투자위원회 회의에서 합병 비율에 초점을 맞출 경우 본건 합병에 대한 반대가 불가피할 것이며, 국민연금이 당시 산정한 중립적 합병 비율을 별다른 보완 없이 투자위원회에 그대로 전달할 경우 국민연금은

¹⁹² 예를 들어, 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 73, 84 참조.

¹⁹³ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 93-94 (및 그 안에 인용된 증거) 참조.

¹⁹⁴ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 89-90, 95-98 (및 그 안에 인용된 증거) 참조.

¹⁹⁵ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, p. 13; 서증 R-020, 합병 무효 판결, pp. 39-40.

¹⁹⁶ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, p. 13; 서증 R-020, 합병 무효 판결, p. 40.

¹⁹⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 84.

**본건 합병에 대한 지지를 “거부할 것”이라고
인식하였습니다.¹⁹⁸ (강조 추가)**

74. 인용된 문구(국민연금이 “거부할 것”이라는 점)는 국민연금 리서치팀의 [REDACTED] 팀장과 보건복지부 국민연금기금정책과 백진주 부과장 간의 전화 통화 녹취록에서 발췌한 것입니다(서증 C-506). 그러나 청구인은 인용된 녹취록의 의미를 명백히 오해하고 있습니다. 통화 도중 백진주는 국민연금이 합병을 지지하지 않겠다고 말하지 않았습~~니다~~**니다**. 오히려 백진주는 리서치팀의 자료가 (합병의 “전체적인 상황”¹⁹⁹에 대한 심도 있는 검토 없이) 있는 그대로 투자위원회에 제출될 경우, 투자위원회가 (SK 합병 사건에서 그랬던 것처럼) 합병에 대한 심도 있는 논의 없이 해당 사안을 전문위원회로 회부할 수도 있다고 말했으며, 보건복지부의 백진주의 상급자인 국장 (“국장님”)은 보건복지부가 *그러한 절차를* 거부할 것이라고 시사한 바 있습니다(“국장님께서 ‘그거는 우리는 거부하겠다’라고까지도 말씀을 해놓은 상황이었어서”).²⁰⁰ 백진주가 통화 후반부에 재차 강조한 요지는, 보건복지부가 “우리가 지금 합병 관련된 거는 이때까지는 충분히 그 본부에서도 검토를 하지 않았던 것 같다는 생각이 들어서 좀 그거를 좀 치밀하게 좀 할 필요가 있을 것 같[다]”는 것이었습니다.²⁰¹ 요컨대, 백진주는 보건복지부가 투자위원회 위원들이 펀드 운용, 주주 가치, M&A 관련 사안에 대한 전문가로서 합병 결정의 실체에 대해 심의할 수 있도록 충분한 검토 자료를 갖추기를 원한다고 밝혔으며, 그러한 전문성이 부족한 전문위원회에 단순히 결정을 회부하는 것을 원치 않았다는 것입니다.²⁰²

¹⁹⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 58 (서증 C-506, [REDACTED]/백진주 통화 녹취록 인용).

¹⁹⁹ 서증 C-506, [REDACTED]/백진주 통화 녹취록, p. 7.

²⁰⁰ 서증 C-506, [REDACTED]/백진주 통화 녹취록, p. 7.

²⁰¹ 서증 C-506, [REDACTED]/백진주 통화 녹취록, p. 9.

²⁰² 전문위원회와 투자위원회의 각각의 전문성 비교와 관련하여, 예를 들어 서증 C-524, 백진주 증인신문조서(문형표/홍완선 2 심 법원) [RESP012738], 2017년 9월 26일, p. 20; 서증 C-499, [REDACTED] 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원) [RESP011118], 2017년 4월 3일, pp. 6, 32, 40; 서증 C-511, 홍완선 피고인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원) [RESP021565], 2017년 5월 17일, p. 113. 특히, 문형표/홍완선 사건 법원은 국민연금이 최종적으로 채택한 방안, 즉 5 가지 투표 안건 중 어느 하나에 대해서도 과반수 합의에 도달하지 못할 경우 해당 사안을 전문위원회에 회부할 수 있도록 허용하는 공개 투표 제도에

75. 청구인은 “거부할 것”이라는 표현의 주체를 보건복지부 국장에서 “국민연금”으로 잘못 변경함으로써 증거의 의미를 왜곡하고, 문제가 있는 시너지 전망이 없는 가정적 시나리오에서 국민연금의 예상 투표 행태에 관한 보건복지부와 국민연금 간의 존재하지 않는 “이해”를 조작해 냈습니다.

(iii) 중재판정부의 중재판정 내 판단 내용은 청구인의 주장을 뒷받침하지 않습니다

76. 청구인은 중재판정부가 이미 홍완선 본부장이 국민연금 리서치팀에게 “국민연금의 의결권 행사지침에 따르면 본건 합병에 반대 표결을 해야 할 정도의 국민연금에 대한 경제적 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과를 조작하도록 지시하였다고 판단”했다고 잘못 주장함으로써 오류를 더욱 심화시키고 있습니다(강조 추가).²⁰³ 인용된 중재판정문 단락(제 286 항 및 제 595 항 내지 제 597 항)을 검토해 보면, 중재판정부가 국민연금이 합병으로 인해 경제적 손해를 입을 처지에 있었으며, 의결지침에 따라 합병에 반대 투표를 해야 했을 것이라는 판단을 내린 사실은 없습니다. 오히려 인용된 단락들은 독립적인 사실인정을 하지 않은 채, 문형표/홍완선 사건에서 지방법원이 내린 특정 판단들을 단순히 인용하고 있을 뿐입니다. 특히, 중재판정에 인용된 지방법원 판결문 중 일부는 *항소심에서 기각된* 내용입니다. 예를 들어, 중재판정 제 597 항에서 중재판정부는 지방법원의 양형 결정문을 인용하여 “국민연금은 삼성물산 합병에 관한 캐스팅보트를 상실하고 *보유 주식의 가치가 감소*하는 등의 손해를 입게 되었다”고

따라 투자위원회가 합병에 대해 실질적인 심의를 수행하도록 한 것이, 투표 지침을 *보다* 충실히 준수하기 위한 노력이었다고 판시하였습니다. **서증 R-153**, 문형표/홍완선 2 심형사판결, p. 45; **서증 R-020**, 합병 무효 판결, p.38 참조. 답변서면 제 82(c)항에서 청구인이 주장한 바와 같이, 전문위원회 위원장이 해당 사안이 투자위원회가 결정하기에 “어려운” 사안이라고 판단했기 때문에 기금 운영 지침에 따라 전문위원회에 회부되어야 했다는 주장은 잘못된 것입니다(또한 대한민국이 이전에 지적한 바와 같이, 이는 잘못된 번역에 근거한 것입니다. **RLA-194**, 중재판정, ¶ 766 및 각주 1217 참조). 난이도를 이유로 의결 사항을 전문위원회에 회부하기로 한 결정은 국민연금 기금운용본부 운용전략실 재량에 속합니다. **서증 C-583**, [보건복지부, 초안], “각 단계별 의결권 행사 장단점 분석” [**RESP015145**], p.3 참조. 이는 기금 운영 지침에 따라 국민연금 기금운용본부 운용전략실이 전문위원회에 결정을 “요청할 수 있다”는 보건복지부의 당시 이해를 반영하고 있습니다.

²⁰³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 73 (**RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 286, 595-597 인용).

밝혔습니다 (강조 추가).²⁰⁴ 그러나 앞서 논의한 바와 같이, 항소심에서 서울고등법원은 국민연금이 주가 하락을 입었다는 지방법원의 판단을 *파기하였으며*,²⁰⁵ 대신 홍완선 본부장이 직무상 의무를 위반함으로써 “[국민연금]에 캐스팅보트의 적극적 활용을 통하여 추가적으로 얻을 수 있었던 이익을 상실함으로 인한 가액불상의 손해를 가[했다]”는 점을 근거로 그에게 형을 선고했습니다.²⁰⁶

77. 게다가 앞서 논의한 바와 같이, 국민연금은 합병 비율만을 기준으로 “손해”를 고려한 것이 아니었으며(가정적(but-for) 상황에서 또한 그런 식으로만 고려하지는 않았을 것입니다), 오히려 의결권 행사 지침 적용을 위한 주주 가치의 증감은 합병 유무에 따른 기금 전체 포트폴리오 가치의 비교를 통해 고려되어야 했습니다.
78. 따라서 청구인이 중재판정부가 인용한 지방법원의 사실인정에서 도출하고자 하는 함의는 잘못된 것입니다.

d. 합병은 시너지 효과를 창출할 것으로 예상되었습니다

79. 청구인은 리서치팀이 “국민연금에 예상되는 1,388 억 원의 손실을 메우고 합병비율을 정당화하기 위하여 “약 2 조 원” 규모의 본건 합병 “시너지 효과”를 조작하라는 지시를 받았[다]”고 주장합니다.²⁰⁷ 대한민국은 1 차 준비서면에서 분명히 밝혔듯이, 문제가 있는 시너지 전망치가 임의적인 방식으로 역설계되었다는 사실에 대해서는 이의를 제기하지 않습니다.²⁰⁸ 그러나 청구인이 국민연금 리서치팀이 국민연금이 합병이 시너지 효과를 창출할 것이라고 진심으로 믿지 않았던 상황에서 “시너지 효과”를 조작해 냈다고 주장하는 한, 그러한 주장은 증거 및 한국 법원의 판단과 상반됩니다. 대한민국이 입증한 바와 같이, 투자위원회 위원들을 포함한 국민연금이 합병이 주주 가치에 대한 다른 중요한 이익 외에도 시너지 효과를 창출할 것이라고 믿었다는 점(그리고 합병이

²⁰⁴ RLA-194, 중재판정, ¶ 597 (서증 C-069, 문형표/홍완선 제 1 형사판결, p. 67 인용).

²⁰⁵ 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, pp. 2, 67-69.

²⁰⁶ 서증 R-153, 문형표/홍완선 2 심 형사판결, p. 72.

²⁰⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 59.

²⁰⁸ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 104(b).

실패할 경우 기금의 삼성그룹 지분 포트폴리오 가치에 심각한 위험을 초래할 것이라는 점)을 뒷받침하는 충분한 증거가 존재합니다.²⁰⁹ 국민연금 리서치팀이 직면한 과제는 예상 시너지 효과를 정량화하기 어렵다는 점이었으며, 바로 이러한 어려움을 수치를 역공학적으로 조작하는 (부당한) 편법으로 극복한 것이었습니다.²¹⁰

80. 국민연금 리서치팀이 추산한 2.1 조 원의 시너지 효과는 그 규모 자체가 문제가 있다고 여겨졌기 때문이 *아니라*, 임의적이고 역추론적인 방식으로 도출되었기 때문에 신뢰성이 떨어집니다. 이에 대한 가장 명확한 증거는, 앞서 언급한 바와 같이, 한국 법원이 이재용 부당합병 사건에서 삼성그룹이 발표한 6 조 원 규모의 합병 시너지 목표치(신뢰성 결여된 시너지 전망치의 3 배에 달하는 규모)가 성실하게 산출되었으며 가 임의적이거나 조작된 것, 혹은 허위라고 볼 수 없다고 판시한 점입니다(특히 그러한 수치를 접하는 누구라도 이를 불확실한 전망 및 예측으로 이해할 것이라는 점을 감안할 때).²¹¹
81. 앞서 언급한 바와 같이, 사실적 인과관계를 규명하기 위한 가정적 시나리오를 구성할 때 핵심적인 질문은 (A) 시너지 효과에 대한 기대가 전혀 없었던 상황에서 국민연금이 합병에 대해 어떻게 투표했을 것인가가 아니라, 오히려 (B) 보건복지부의 간섭과 압력이 없었던 상황에서 시너지 효과를 고려했다면 국민연금이 어떻게 투표했을 것인가 하는 점입니다. 대한민국이 입증한 바와 같이, 그 답은 국민연금이 다른 많은 기관 투자자들(국내 및 해외 모두)과 마찬가지로 합병에 찬성표를 던졌을 가능성이 높다는 것입니다.²¹²

²⁰⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 89-90, 94-98, 104(a).

²¹⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 104(b) 및 그 안에 인용된 증거를 참조.

²¹¹ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 599-602, 634, 724-725, 877. 또한 서증 R-392, 이재용 2 심 형사판결, pp. 294-295 참조.

²¹² 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편 제 B 장.

- e. 부정확한 시너지 효과 전망은 투자위원회의 결정에 있어 결정적인 요인이 아니었습니다

82. 청구인은 원 중재절차에서 그랬던 것처럼 답변서면에서도 “[투자위원회가] “조작된 시너지 효과 때문에 본건 합병에 찬성 투표하였다”(원문 강조),²¹³ 고 반복해서 주장하며, “확정적인 수의 국민연금 투자위원회 위원들이 본인들에게 제시된 조작된 시너지 효과 산술치가 아니었다면 본건 합병을 지지하지 않았을 것이라고 확인해주었[다]”고 주장합니다 (강조 추가).²¹⁴ 대한민국은 이미 – 원 중재절차와 이번 환송중재절차 모두에서 – 이러한 주장이 증거를 왜곡하고 있음을 입증했습니다.²¹⁵

83. 몇 가지 점을 강조할 필요가 있습니다:

- a. 청구인은 2015 년 7 월 10 일 투자위원회 회의록에서 발췌한 일부 인용문에 큰 비중을 두며 “투자위원회 회의록에는 위원회가 ‘시너지 등을 고려하여 합병에 찬성’하기로 결정하였다고 기재되어 있다”고 주장합니다. ²¹⁶ 회의록의 전체 인용문은 “본 안건의 의결 결과, 합병 비율은 적법한 절차를 거쳤고, 시너지 등을 고려하여 합병에 찬성”한다고 되어있습니다. ²¹⁷ 청구인이 “등(etc.)”이라는 단어(“inter alia”로도 번역될 수 있음)를 생략한 것은 중요한데, 이 단어는 한국어 문장에서 명시적으로 열거되지 않은 추가 항목이 있음을 암시하는 데 사용되기 때문입니다. 즉, 회의록은 위원회가 시너지 효과 등 여러 요인을 고려하여 합병에 동의했다고 명시하고 있습니다. 게다가, 이 “시너지 효과”에 대한 언급이 합병의 광범위한

²¹³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 85.

²¹⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 88.

²¹⁵ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 136-139 및 그 안에 인용된 증거. 또한 대한민국의 모두진술, 시연자료 C (청구인의 모두진술 슬라이드 68 이 증거를 왜곡했음을 체계적으로 입증함) 참조.

²¹⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 63 (서증 R-128, 국민연금 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, p. 16 인용) (원문 강조). 또한 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 85 참조.

²¹⁷ 서증 R-128, 국민연금 기금운용본부 운용전략실, “2015-30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, p. 16 (강조 추가).

의미에서의 유익한 효과라기보다는 오류가 있는 시너지 전망만을 전달하기 위한 것이었다는 추론을 뒷받침할 근거는 없습니다.²¹⁸

- b. 청구인은 제네바 본안심리에서 청구인이 제출한 개시 진술서의 슬라이드 68에 대해 대한민국이 “여전히 이에 대하여 아무런 반론을 내놓지 못하고 있[다]”고 주장하는데, 해당 슬라이드는 “조작된 시너지 효과 산정이 없었다면 합병에 찬성표를 던지지 않았을 것이라고 확인한 투자위원회 위원 수”를 보여주기 위한 것이었습니다.²¹⁹ 그러나 대한민국은 이미 해당 슬라이드(대한민국의 모두진술과 시연자료 C)에 대한 답변을 제출한 바 있으며, 이 답변에서는 기록상의 문자 그대로의 인용문을 근거로 해당 슬라이드에 담긴 주장을 체계적으로 반박하였습니다.²²⁰
- c. 투자위원회의 결정에 있어 문제가 있는 시너지 전망이 결정적인 요인이 아니었다는 한국 법원의 명백한 사실인정에 대해 반박할 근거가 없는 쪽은 청구인입니다.²²¹ 법원은 청구인이 근거로 삼는 증거의 상당 부분을 포함하는 방대한 증거 기록을 신중하게 검토하고 평가한 끝에 이러한 사실인정을 내렸습니다.²²² 특히 법원은 (i) 투자 분야의 전문가로서 투자위원회 위원들이 합병으로 인한 예상 시너지 효과를 정확히 수치화할 수 없다는 점을 인지하고 있었으며 – 이는 2015년 7월 10일 회의에서 제기되고 논의된 우려 사항이었습니다²²³ – 합병 비율로 인한 손실을 상쇄할 유일한 수단으로 문제가 있는 시너지 전망치에 의존하지 않았으며;

²¹⁸ 예를 들어, 서증 C-500, [redacted] 증인신문조서 (문형표/홍완선 1심 법원) [RESP011343], 2017년 4월 10일 [“[redacted] 증인신문조서”], p. 54 (투자위원회 위원 [redacted]의 증언으로, 국민연금 내부에서 해당 합병이 삼성그룹의 상호지분 보유 체제에서 지주회사 체제로의 전환을 촉진할 것이며, 이로 인해 “큰 의미에서 시너지”가 발생할 것이라는 데 일반적인 합의가 있었다는 점을 확인함).

²¹⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 66.

²²⁰ 대한민국의 모두진술, 시연자료 C.

²²¹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶ 138 및 그 안에 논의된 한국 법원의 판단(서증 R-389, 소액주주 국가배상 1심 판결, p. 13 및 서증 R-020, 합병 무효 판결, pp. 36-40) 참조.

²²² 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶ 138 및 그 안에 논의된 한국 법원의 판단(서증 R-389, 소액주주 국가배상 1심 판결 및 서증 R-020, 합병 무효 판결) 참조.

²²³ 서증 R-020, 합병 무효 판결, p. 39.

그리고 (ii) 투자위원회 위원들은 시너지 전망을 넘어 지배구조의 변화, 관련 증권의 주가에 미치는 영향, 주식시장 및 광범위한 경제에 미치는 영향, 그리고 합병이 실패할 경우 기금 포트폴리오 전체에 미칠 결과를 포함하여 다양한 요소를 포괄적으로 고려했습니다.²²⁴ 청구인은 한국 법원의 다른 판단들에 크게 의존해 왔으므로, 이제 환송 쟁점에 대한 자신의 주장을 약화시키는 바로 그 법원들의 판단을 무시하거나 외면할 수는 없습니다.

- d. 문형표/홍완선 사건에서 투자위원회 위원들의 증언은 위 판단을 완전히 뒷받침합니다. 예를 들어, 청구인은 투자위원회 위원인 ■■■이 “법정에서 자신의 본건 합병 찬성 투표는 국민연금 리서치팀이 제시한 시너지 효과에 대한 신뢰에 결정적으로 근거했다고 증언했다”고 주장합니다(강조 추가).²²⁵ 그러나 이러한 주장을 ■■■의 증언 중 다음 발췌문과 비교해 보면, 그가 합병에 찬성표를 던진 것은 사실 문제가 있는 시너지 전망 이외의 요인들에 주로 근거한 것이었음이 드러납니다:

Q. 그때 이러한 여러 가지 부정적 요소에도 불구하고 삼성 합병에 찬성하게 된 이유가 무엇인가요?

A. 가장 크게는 여러 차례 말씀드렸지만, 삼성의 보유 주식을 국민연금이 상당히 다수 전체적 주식 포트폴리오 분의 을 가지고 있는 상황에서, 특히 삼성이 당시에 미래성장 동력을 일정하게 발굴해야 된다는 입장이 있다는 판단도 있었고, 그랬을 때 합병을 해서 뭔가 전체 그룹차원의 어떤 역량을 모아서 뭔가 새로운 미래먹거리를 발굴하는데 필요한 상황이라고 했을 때 그런 것들이 기금의 장기적 주가에 좋은 영향을 줄 수 있을 것이다, 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.²²⁶ (강조 추가)

²²⁴ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, p. 13.

²²⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, ¶ 65(c) (서증 C-500, ■■■ 증인신문조서, p. 8 인용).

²²⁶ 서증 C-500, ■■■ 증인신문조서(대한민국의 추가 번역본), p. 53. 대한민국은 ■■■ 증언의 이 부분을 시연자료 C 에 발췌하여 제시했음에도 불구하고, 청구인은 이를 계속 무시하고 있습니다. 대한민국의 모두진술, 시연자료 C, p. 2 참조. ■■■의 증언 중 다른 수많은 부분들도 환송된 쟁점에 대한 대한민국의 입장을 뒷받침합니다. 예를 들어, 서증 C-

- e. 또 다른 예를 들면, 청구인은 투자위원회 위원인 ■■■이 한국 검찰에 한 것으로 보도된 두 가지 진술을 인용하고 있으나, ■■■이 법정에서 (선서 하에) 검찰이 자신의 진술을 요약한 내용이 실질적으로 불완전하다고 증언한 사실은 언급하지 않고 있습니다.²²⁷ ■■■은 법정 증언에서 합병에 찬성표를 던질 당시 “시너지 효과라는 부분도 하나의 요소가 되기는 했지만 그보다 더 중요한 요소들”을 고려했다고 밝혔습니다:

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 경영참가를 못 하는 재무적 투자가이기 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.

500, ■■■ 증인신문조서, p. 23(삼성그룹 계열사들의 주가 하락이 “국민연금의 치명적 손실로 이어질 수밖에 없[다]”는 점을 확인함), p. 24(합병이 성사되지 않을 경우 삼성그룹 전체의 주가가 하락할 위험이 있었음을 확인하고, 합병 찬성 결정의 또 다른 “중요한 근거”가 삼성그룹 보유 지분에 미치는 영향, 주식시장 및 경제에 미치는 영향, 그리고 국민연금의 500 조 원 규모 자산 포트폴리오에 대한 고려였음을 확인함), p. 25 (자신이 “합병의 성사와 무산 시에 국민연금이 보유한 삼성그룹 계열사 전체 주식에 대한 영향 등까지 신중하게 고려하여 표결했[다]”고 확인함; 또한 합병 무산으로 인한 국민연금의 손실이 합병 비율로 인한 손실보다 훨씬 더 클 수 있었다는 점에 동의함), p. 37 (국민연금의 수익성에 대한 자신의 전문적 판단에 근거하여, 홍완선 본부장이나 그 밖의 누구로부터도 어떠한 압력도 받지 않은 채 합병에 찬성표를 던졌음을 확인함), p. 54 (합병으로 인한 기업 지배구조 변화가 “큰 의미에서 시너지”를 가져올 것이라는 데 “컨센션스가 있었다”고 확인함).

²²⁷ 서증 C-502, ■■■ 증인신문조서, pp. 37-38.

Q. 시너지 효과라는 부분도 하나의 요소가 되기는 했지만 그보다 더 중요한 요소들이 많이 있다는 것인가요?

A. 예, 특점에서 말씀드릴 때도 그런 부분들을 이야기했습니다. 다들 보고, 또 다음 삼성전자가 지주사로 가는 스텝이 보여지고 이런 것들이 다 영향이 있을 것이라고 그런 말씀을 드렸습니다. 그런데 삼성전자는 이 건과 별로 상관이 없는데 그 부분은 빼자고 이야기를 하셔가지고 그때….

Q. 진술한 것을 다 적지는 않았던 것인가요?

A. 말씀드렸다시피 다는 아니고 조금 빠진 부분도 있고요.²²⁸
(강조 추가)

- f. 대한민국이 줄곧 인정해 온 바와 같이,²²⁹ 투자위원회 위원 몇 명이 리서치팀의 시너지 전망이 조작되었고 근거가 없다는 사실을 알았다면 그 사실이 자신들의 투표에 영향을 미쳤을 것이라는 취지의 진술이나 증언을 한 것은 사실입니다. 그러나 대한민국이 설명한 바와 같이,²³⁰ 이는 가정적 분석이 제기하는 문제와는 완전히 별개의 문제이며, 이 분석은 보건복지부의 간섭 없이 국민연금이 합병의 시너지 효과 및 기타 효과를 자유롭게 평가하고(합병이 실패할 경우 기금 포트폴리오에 미칠 영향과 비교할 수 있는) 상황에서 국민연금이 어떻게 투표했는지에 초점을 맞추고 있습니다. 그 시나리오에서, 관련 의사결정자들은 동료들이 분석의 일부를 조작하거나 역공학적으로 재구성했다는 사실을 알게 된 것에 반응하지 않았을 것입니다.

84. 간단히 말해, 청구인은 오염된 시너지 전망이 투자위원회의 결정에 결정적인 요인이 아니었다는 한국 법원의 명시적인 판단에 중재판정부가 이의를 제기할 만한 근거나 이유를 제시하지 못했습니다.

²²⁸ 서증 C-502, [redacted] 증인신문조서, pp. 37-38.

²²⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 55(e), 136.

²³⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 55(e), 137.

- f. 청구인은 정부 행위의 영향을 받지 않은 기관 투자자들의 투표 행태가 이 사안과 어떤 관련이 있는지에 대해 아무런 답변을 제시하지 못하고 있습니다.

85. 대한민국은 제출서에서, 어떠한 불법적 간섭도 없었음에도 불구하고 다수의 정교한 기관 투자자들(외국인 투자자 포함)이 합병에 찬성표를 던졌음을 입증했습니다. 청구인은 답변서면에서 이를 “배척된 주장”이라고 규정했으나, 그러한 규정을 뒷받침할 중재판정부의 어떠한 판단이나 판결도 제시하지 않았습니다.²³¹ 청구인의 유일한 실질적인 반론은 특정 국내 투자자들이 “국민연금의 행보를 따랐을 가능성”이 있다는 점을 시사하는 것뿐이지만, 실제로 그러한 일이 발생했음을 입증할 증거는 제시되지 않았습니다.²³² 중요한 점은, 청구인이 대규모 국부펀드를 포함한 다수의 정통한 외국인 투자자들이 정부의 개입 없이, 또한 국민연금의 “선례를 따를” 어떠한 이유도 없이 합병에 찬성표를 던졌다는 사실에 대해 아무런 반박도 하지 못하고 있다는 것입니다. 현실은 이렇습니다. 만약 합병이 청구인이 주장하는 것처럼 삼성물산과 그 주주들에게 명백히 해로운 것이었다면, 이러한 정통한 투자자들은 그와 같이 투표하지 않았을 것입니다.
86. 청구인이 “주요 의결권 자문기관”²³³의 권고에 의존한 주장은 유사한 이유로 타당하지 않습니다. 많은 정통한 국내외 기관투자자들이 그러한 권고에도 불구하고 합병에 찬성표를 던졌으며, 이러한 기관투자자들의 투표 양상은 위임자문사의 권고보다 협정에 부합하는 가정적 시나리오에서 국민연금의 예상 투표 행태를 훨씬 더 잘 입증해 주기 때문입니다. 게다가, 당시 한국 증권 애널리스트들 사이에서 지배적이었던 합병 찬성 의견이 삼성그룹의 부당한 영향력을 받았을 수 있다는 청구인의 주장은, 앞서 언급한 바와 같이 이재용 부당합병 형사 판결에서 검토된 후 기각된 바 있습니다.²³⁴

²³¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 87.

²³² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 87(a).

²³³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 86.

²³⁴ 위의 제 III 편 제 C 장 제 2 절 참조.

g. 청구인의 증거에 대한 접근 방식에는 신중함이 요구됩니다

87. 위에서 입증된 바와 같이, 청구인은 이번 환송중재절차에서 증거 및 판례를 인용하는 데 있어 상당한 자유를 행사해 왔습니다.
88. 또 다른 대표적인 예는 답변서면 제 50 항에서 찾을 수 있는데, 청구인은 보건복지부 문서 중 일부 내용을 선택적으로 인용하고 오해의 소지가 있는 방식으로 제시함으로써 그 내용을 왜곡하고 있습니다. 청구인은 “보건복지부는 투자위원회의 경우 보건복지부가 더 큰 압력과 영향력을 행사할 수 있다는 이유로 이를 ‘목적에 부합하는’ 기구로 묘사하였다”고 주장합니다(강조 추가).²³⁵ 그러나 ‘목적에 부합하는’이라는 표현의 출처인 서증 C-583 및 C-419 를 읽어보면, 보건복지부가 투자위원회를 ‘목적에 부합’한다고 간주한 이유는 청구인이 주장하는 내용과 정반대임을 알 수 있습니다. 두 문서 모두 투자위원회의 결정이 “기금 수익 관점에서 전문적이고 합목적적인 판단이 가능”하다고 명시하고 있습니다(강조 추가).²³⁶ 투자위원회 위원들은 기금 자산 운용 분야의 전문가들이었으며, 금융, 주식 실적, M&A 등에 대한 전문 지식이 부족했던 전문위원회 위원들보다 기금의 장기적 수익성 문제를 결정하는 데 더 적합했습니다.²³⁷

²³⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 50.

²³⁶ 서증 C-583, [보건복지부, 초안], “각 단계별 의사결정시 장단점 분석” [RESP015145], p. 1; 서증 C-419, [보건복지부], “투자위원회 논의 추진방안 검토” [RESP010084], 2015 년 7 월 8 일, p. 1.

²³⁷ 서증 R-291, [redacted] 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 4 월 5 일, pp. 36-37 (“Q: 의결권행사전문위원회와 투자위원회를 비교했을 때, 투자나 합병과 관련한 의결권행사에 있어서 어느 쪽이 더 전문성이 높다고 증인은 생각하는가요. A: 자산운용과 관련된 전문성은 투자위원회의 구성원들이 좀 더 있지 않나 생각합니다. Q: 합병도 자산운용과 밀접한 관련이 있는 것이지요. A: 예. Q: 의결권 전문위원회 위원들은 증인과 같은 전문성을 가지고 있는 공단 내 임직원들로 구성되어 있는 것이 아니라 민주노총, 한국노총, 전국경제인연합회, 한국경영자총협회 등 사회단체가 추천한 교수나 변호사 등 외부 위원으로 구성되어 있지요. A: 예.); 서증 R-292, [redacted] 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원), 2017 년 4 월 5 일, p. 28. 실제로 광범위한 비판을 받았던 전문위원회의 SK 합병 결정에서 도출된 교훈 중 하나는 전문위원회가 M&A 문제를 결정하는 데 적합하지 않다는 점이었습니다. 서증 C-518, [redacted] 증인신문조서 (서울중앙지방법원) [RESP013167], 2017 년 6 월 27 일, pp. 25; 서증 R-290, [redacted] 증인신문조서, pp. 19-20; 서증 C-499, [redacted] 증인신문조서 (문형표/홍완선 1 심 법원) [RESP011118], 2017 년 4 월 3 일, p. 32.

89. 청구인의 증거에 대한 접근 방식은 유감스럽습니다. 이는 중재판정부가 청구인이 제시한 증거에 대한 어떠한 해석도 신뢰할 수 없음을 의미합니다—심지어 직접 인용문조차 오해의 소지가 있는 방식으로 사용되었을 수 있습니다. 각 사례마다 인용된 증거를 직접 검토할 필요가 있습니다.

D. 사실적 인과관계에 대한 결론

90. 앞서 언급한 사유와 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면에 상세히 명시된 사유들로 인해, 청구인은 정부 행위가 국민연금 투표의 사실상의 원인이었음을 입증해야 할 입증 책임을 다하지 못하였습니다.

IV. 청구인은 법적 인과관계를 입증하지 못하였습니다

91. 대한민국은 제출서면에서 청구인이 정부 행위에 대한 법적 인과관계를 입증하지 못했음을 보여주었습니다.²³⁸ 답변서면에서 청구인은 법적 인과관계에 대해 기본적으로 다음 세 가지 주장을 제기합니다: (1) 첫째, 청구인은, 중재판정에서 중재판정부가 채택한 법적 인과관계의 판단 기준이 예견 가능성의 인정만으로는 충족되지 않는다는 대한민국의 입장에 대해 동의하지 않는다고 주장합니다(청구인은 법적 인과관계가 손해의 예견 가능성뿐만 아니라, 그 손해가 “지나치게 멀지 않아야” 하며 “부당한 행위의 자연스러운 결과”여야 한다는 점을 인정하고 있음에도 불구하고, 청구인이 왜 이러한 주장을 하는지는 불분명합니다);²³⁹ (2) 청구인은 (자신이 주장하듯) 중재판정의 사실인정 내용을 근거로, 정부 행위가 국민연금 투표 및 청구인의 손실에 대한 상당인과관계를 제공했다고 주장합니다;²⁴⁰ 그리고 (3) 청구인은 추가 판결문이 “법적 인과관계와 무관하다”고 주장합니다.²⁴¹ 이하에서 대한민국은 이러한 주장들을 차례로 다룹니다.²⁴²

²³⁸ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, 제 IV 장.

²³⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 편 제 A 장(특히 ¶ 111).

²⁴⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 112-126.

²⁴¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 127-129.

²⁴² 청구인은 또한 답변서면의 제 IV 편에 대한 대한민국의 대체적 기회 상실 주장에 관한 논거를 포함하고 있습니다. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 편 제 B 장 제 4 절 해당 쟁점은 아래 제 V 편에서 별도로 다루어집니다.

A. 청구인이 인정하는 바와 같이, 법적 인과관계는 예견 가능성만을 입증함으로써 성립되지 않습니다

92. 청구인은 답변서면 제 IV 편 제 A 장에서 “중재판정부는 ... 예견 가능성이 법적 인과관계와 관련이 있다고 판단하였[다]”는 자신의 주장을 뒷받침하려 시도하며,²⁴³ “중재판정부는 법적 인과관계의 판단 기준이 예견 가능성으로 충족된다고 판시하지 않았으며, 예견 가능성 테스트를 적용하지 않았다”는 대한민국의 지적에 이의를 제기합니다.²⁴⁴ 그러나 청구인은 자신이 의도한 바를 달성하지 못하였습니다. 제 IV 편 제 A 장에 대한 청구인의 논증은 중재판정에서 중재판정부가 법적 인과관계에 대해 논의할 때 예견 가능성이 배제되었다는 대한민국의 입장을 오히려 확인해 줄 뿐입니다. 게다가 청구인 스스로도 법적 인과관계에 대한 3 가지 요건을 모두 누적하여 충족해야 하는 기준을 지지하고 있으며, 이는 (i) 예견 가능성, (ii) 근접성·직접성, 그리고 (iii) 손해가 위반의 “자연스러운 결과”임을 입증할 것을 요건으로 합니다.²⁴⁵
93. 다시 말해, 중재판정부는 중재판정 제 815 항에서 법적 인과관계에 적용되는 기준을 제시했습니다. 중재판정부는 “위반혐의와 청구된 손실 또는 손해 간의 관계는 상기 청구된 손실 또는 손해가 위반혐의의 “직접적” 결과인지 또는 위반혐의에 의해 “근접하게” 발생된 것인지를 관점에서 결정될 수 있[다]”고 언급했습니다.²⁴⁶ 영국 법원은 이 단락이 “인과관계에 대한 일반적인 법적 판단 기준”을 다루고 있으며 “환송된 쟁점과 관련이 있다”고 언급하며, 이를 취소하지 않았습니다.²⁴⁷
94. 대한민국은 제출서면에서 중재판정부가 법적 인과관계가 예견 가능성만으로도 충족될 수 있다고 판단하지 않았으며, 예견 가능성 기준을 적용하지도 않았다고 지적했습니다. 청구인은 대한민국의 이러한 지적을 “중재판정문의 특정 한 개

²⁴³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 104.

²⁴⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 106 참조 (환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 173(a) 인용).

²⁴⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 111 참조.

²⁴⁶ RLA-194, 중재판정, ¶ 815.

²⁴⁷ CLA-227, 대한민국 v. Elliott Associates, L.P., CL-2023-000395, 부대사항에 관한 결정 결정, 2026 년 3 월 18 일 [“부대사항 결정”], ¶ 5(l)(i).

항에 대한 지나치게 억지스럽고 잘못된 해석”이라고 설명합니다.²⁴⁸ 그러나 청구인은 자신의 주장을 뒷받침할 근거를 제시하지 못하고 있습니다. 다음과 같은 상황에서 대한민국의 입장을 억지스럽거나 잘못된 것으로 규정하기는 어렵습니다. (i) 중재판정부가 법적 인과관계를 논의하는 과정에서 예견 가능성에 대해 명백히 언급하지 않았고, (ii) 청구인이 원 중재절차에서 예견 가능성이 법적 인과관계와 관련이 있다고 주장했음에도 불구하고 중재판정부가 이를 언급하지 않았으며,²⁴⁹ (iii) 아래에서 더 자세히 논의하겠지만, 중재판정부가 중재판정의 다른 부분에서 예견 가능성을 언급했습니다.

95. 청구인은 (*Lemire v. Ukraine* 사건의 다수 의견 판정을 인용하여) “다수의 중재판정부”가 ‘근접성과 예견가능성은 서로 관련된 개념’이라고 “명확히 하였다”고 주장합니다.²⁵⁰ 그 이유는 “위법행위자가 그 불규칙적인 행위들이 연속적인 연결고리를 거쳐 궁극적으로 손해를 야기할 것임을 예견할 수 있었다면, 그 인과관계의 연결고리는 근접한 것으로 간주되어야 하기” 때문이라고 주장합니다.²⁵¹ 대한민국은 다음과 같이 이를 지적합니다.

- a. 청구인이 지칭한 “다수의 중재판정부”가 어느 판정부를 지칭하는지는 명확하지 않은데, 이는 청구인이 단지 *Lemire* 사건과 *Kardassopoulos v. Georgia* 사건의 판정만을 언급하고 있기 때문입니다.²⁵²
- b. *Kardassopoulos* 판정은 청구인의 상기 입장을 전혀 뒷받침하지 않으며, 청구인이 왜 해당 판정을 인용하는지는 명확하지 않습니다.

²⁴⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 106.

²⁴⁹ 청구인의 답변서면, ¶¶ 528-531; 청구인의 제 1 차 심문 후 의견서, ¶¶ 179-180; 청구인의 답변서면 (심문 후 의견서), ¶ 52 참조.

²⁵⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 107.

²⁵¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 107.

²⁵² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 107, 각주 232 참조. 또한, 동 문서, ¶ 107 (“다른 중재재판소에서 통상적으로 채택하는” 접근 방식을 언급) 참조.

- c. 따라서 (장문의 반대 의견을 무릅쓰고 다수결로 내려진)²⁵³ *Lemire* 판정만이 예견 가능성이 *Lemire* 사건의 중재판정부가 말하는 ‘근접성’과 동일시되어야 한다는 청구인의 주장을 뒷받침하는 유일한 판례입니다. 그러나 다른 판례들이 손해가 충분히 직접적이어야 한다는 요건을 강조하고 있는 점²⁵⁴ 과 청구인 스스로도 예견 가능성, 근접성·직접성, 그리고 “자연스러운 결과”라는 세 가지 별개의(누적적) 요소를 포함하는 판단 기준을 지지해 온 점을 고려할 때, 청구인이 왜 이 판정이 자신의 입장을 뒷받침한다고 보는지 불분명합니다.²⁵⁵
96. 청구인은 중재판정부가 중재판정의 다른 부분(즉, 협정의 “관련성” 요건의 충족 여부를 논의한 중재판정 부분)에서 예견 가능성에 대해 언급한 점을 언급합니다.²⁵⁶ 그러나 앞서 언급한 바와 같이, 중재판정부가 중재판정의 다른 부분에서 예견 가능성에 대해 언급했으나(법적 인과관계의 맥락에서는 언급하지 않았다는) 사실은 청구인의 입장을 뒷받침하기보다는 오히려 약화시킵니다.
97. 어쨌든, 앞서 언급한 바와 같이, 청구인은 답변서면 제 111 항에서 법적 인과관계에 관한 자신의 주장이 결코 예견 가능성만을 근거로 한 적이 없으며, 오히려 법적 인과관계가 성립하기 위해서는 다음 세 가지 요소가 충족되어야 한다는 입장을 항상 고수해 왔음을 확인하고 있습니다. 즉, 손해는 (1) 예측 가능해야 하고, (2) 지나치게 멀지 않아야 하며, (3) 위법 행위의 자연스러운 결과여야 합니다.²⁵⁷

²⁵³ **RLA-056**, *Joseph Charles Lemire v Ukraine* (ICSID 사건 번호 ARB/06/18), 중재판정, 2011년 3월 28일, ¶¶ 32-33 참조 (한 중재위원의 “긴 별도 반대 의견”을 언급하고, 다수 의견이 해당 별도 의견에 대응하여 판정문 전반에 걸쳐 각주를 첨부했음을 지적함).

²⁵⁴ 아래 ¶ 98의 논의(및 그곳에서 인용된 판례) 참조.

²⁵⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 111.

²⁵⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 108 (**RLA-194**, 중재판정, ¶ 360 인용) 참조.

²⁵⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 111. 청구인은 2020년 7월 17일자 예비이의에 대한 답변 및 방어 진술서(“**답변서**”)의 제 504 항 내용을 인용하고 있으며, 중재판정부는 이를 중재판정문 제 707 항에 재인용하였습니다. 청구인의 재반박에 포함된 관련 문장은 다음과 같습니다: “법적인 인과관계와 관련하여, 국제법상 요구되는 것은 손실이 법적으로 보았을 때 위법행위로 발생할 수 있는 손실의 범위에 속하는지, 즉 그러한 손실이 예측가능 하고, 과도하게 동떨어진 것이 아니며 위법행위에 의한 자연스러운 결과인지 여부입니다. 이러한 인과관계는 “상당” 인과관계로 지칭됩니다.” (내부 번호 추가). 이 문장을 뒷받침하기 위해 청구인은 답변서에서, 특히 미국의 ‘비분쟁 당사자 제출서’ 제 10 항 내지 제 11 항을 인용하였으며, 해당 부분에서 미국은 다음과 같이 언급했습니다: “[어떠한]

청구인은 또한 이러한 누적적 3 가지 요건이 ‘ILC 국가책임조항(ILC’s Articles on State Responsibility)’ 및 ‘미합중국 비분쟁당사자 서면(United States’ Non-Disputing Party Submission)’에 명시된 기준과 일관된다고 주장합니다.²⁵⁸ 따라서 당사자들은 근접성·직접성 요소가 예견 가능성의 입증과는 별개이며, 예견 가능성 입증만으로는 충족되지 않는다는 점에 동의하는 것으로 보입니다.

98. 또한 직접성 요건을 언급한 판정부의 접근 방식은 ICJ 의 법리와 일치한다는 점도 주목할 필요가 있습니다. *Bosnian Genocide* 사건에서 재판소는 “충분히 직접적이고 확실한 인과관계”를 요구했으며,²⁵⁹ 이러한 접근 방식은 *Armed Activities in the Congo* 사건,²⁶⁰ *Costa Rica v. Nicaragua* 사건²⁶¹ 및 *Diallo* 사건²⁶²에서도 채택되었습니다.

B. 청구인은 정부 행위와 청구인의 손실을 연결하는 직접적이고 근접한 인과관계를 입증하지 못하였습니다

99. 청구인은 답변서면 제 IV 편 제 B 장에서 “대한민국의 위반과 엘리엇의 손해 간에는 근접하고 단절되지 않은 예견 가능한 인과관계가 존재[한다]”는 입장을 주장하고 있습니다.²⁶³ 아래에서 입증하듯이, 청구인은 이 주장을 입증하지 못했습니다.
100. 청구인은 제 112 항에서 중재판정부의 다섯 가지 사실인정을 제시하며, 이를 통해 “중재판정부는 대통령, 문형표 장관 또는 보건복지부의 위법행위간의 연결고리가

손실이나 손해라도 주장된 위반 행위에 기인하지 않는 행위, 사건 또는 상황에 대한 평가를 근거로 할 수 없다. 충분히 ‘직접적’, ‘예견 가능’ 또는 ‘근접적’이 아닌 손해는, 적용 가능한 국제법 규칙에 따라 손해배상액을 산정할 때 고려될 수 없다.”

²⁵⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서, ¶ 111.

²⁵⁹ **CLA-024**, *Bosnian Genocide* 사건, ¶ 462.

²⁶⁰ **CLA-215**, *Armed Activities on the Territory of the Congo (Democratic Republic of the Congo v. Uganda)*, 판결 (배상), ICJ Rep 2022, ¶ 93.

²⁶¹ **RLA-225**, *Certain Activities Carried Out by Nicaragua in the Border Area (Costa Rica v. Nicaragua)*, ICJ, 배상 판결, 2018 년 2 월 2 일, ¶ 32.

²⁶² **RLA-226**, *Ahmadou Sadio Diallo (Republic of Guinea v. Democratic Republic of the Congo)*, 국제사법재판소, 배상 판결, 2012 년 6 월 19 일, ¶ 14.

²⁶³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 편 제 B 장 (절 제목).

엘리엇의 손해에 대한 근접적 원인임을 확인하였[다]"고 주장합니다.²⁶⁴ 이러한 사실인정들은 정부 조치와 관련된 법적 인과관계를 입증하지 못합니다.

- a. (a)부터 (c)까지²⁶⁵에서 인용된 사실인정은 (다시) 중재판정의 제 602 항 및 제 623 항입니다. 앞서 논의한 바와 같이,²⁶⁶ 이러한 사실인정은 책임 여부를 판단하는 맥락에서 이루어진 것이며, 주장된 인과관계 사슬의 특정 연결 고리나 인과관계 사슬 전체에 관해 인과관계가 입증되었다는 점을 다루지 않을 뿐만 아니라, 이를 입증하지도 않습니다. 게다가, 이러한 사실인정은 중재판정부가 문형표/홍완선 사건에 대한 한국 법원의 사실인정을 인용한 것일 뿐이며, 추가 판결문의 내용을 반영한 것은 아니라고 명시되어 있습니다.²⁶⁷ 그러나 앞서 언급한 바와 같이, 문형표/홍완선 사건에서 서울고등법원은 홍완선 본부장의 행위가 국민연금의 주가 하락을 초래했다는 지방법원의 판단을 *파기하였으며*,²⁶⁸ 또한 문형표/홍완선 판결은 (A) 문형표 장관이나 홍완선 본부장의 행위와 (B) 삼성물산 주주들이 주장하는 주가 손실을 인과관계의 관점에서 검토하지 않았을 뿐만 아니라, 이러한 질문의 요건을 다루는 데 필요한 판단도 포함하지 않았습니²⁶⁹다. 반면, 한국 법원은 소액주주 국가배상 판결에서 기존의 문형표/홍완선 판결을 *고려하여* 그러한 판단을 수행하였으며, 최종적으로 인과관계가 입증되지 않았다고 판단했습니다.²⁷⁰ 삼성물산 국가배상 판결에서 한국 법원이 현재 중재판정부가 다루고 있는 유형의 인과관계

²⁶⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 112.

²⁶⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 112(a)-(c) (**RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 602(a), 602(b), 623 인용) 참조.

²⁶⁶ 위의 ¶¶ 56-57 참조.

²⁶⁷ 청구인이 답변서면 제 112 항에서 인용한 이 단락들에는, 당시 존재하던 기록을 바탕으로 중재판정 당시 중재판정부가 이해한 바와 *같이*, 그 안에 기술된 사실인정이 한국 법원의 사실인정을 전제로 하고 있음을 나타내는 문구가 생략되어 있습니다. 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 112와 **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 602 (“따라서 서울중앙지방법원과 서울고등법원의 사실판단과 법원이 인용한 주요 증거들은 다음과 같이 입증한다”), 623 (“한국 법원이 판단하였듯이...”) 비교.

²⁶⁸ **서중 R-153**, 문형표/홍완선 2심 형사판결, pp. 2, 67-69.

²⁶⁹ 위의 ¶¶ 56-57 참조.

²⁷⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 제 1차 준비서면, ¶¶ 183-184 참조.

문제를 다뤘다는 점을 감안할 때, 해당 판결의 사실인정 및 논리는 고려할 가치가 있습니다.

- b. 사실인정 (d) 및 (e)는 국민연금의 의결이 초래한 후속 결과와 관련이 있습니다.²⁷¹ 물론, 인과관계 분석은 이제 정부 행위에서 시작하여 국민연금의 의결, 합병 의결을 거쳐 청구인의 손실에 이르기까지 주장되는 인과관계의 전체 사슬을 포괄해야 합니다.

101. 제 113 항 및 제 114 항에서 청구인은 일련의 사실적 주장을 제기하며, 주로 손해의 예견 가능성과 고의적 위반 주장을 다루고 있습니다.

- a. 중재판정부가 예견 가능성을 법적 인과관계의 관련 판단 기준으로 인정하지 않았다는 점을 고려할 때, 청구인이 예견 가능성을 반복적으로 언급하는 것은 청구인의 주장에 도움이 되지 않습니다. 게다가 청구인이 제시한 법적 인과관계 판단 기준에 따르면, 예견 가능성은 입증되어야 할 세 가지 누적 요건 중 (원인과의 원격성·직접성 및 손해가 위법 행위의 자연스러운 결과여야 한다는 점과 함께 고려되어야 하는) 하나의 요건에 불과합니다.²⁷²
- b. 제 114 항에서 청구인은 “중재판정부가 ... 청와대, 장관 및 보건복지부의 행위로 인한 엘리엇의 손해는 예견 가능했을 뿐만 아니라 실제로 예견되었던 것이라고 판단”하였다고 주장합니다(강조 추가; 그 외 강조 생략). 그러나 협정의 “관련성” 요건이라는 다른 맥락에서 내려진 중재판정부의 실제 판단은 달랐습니다. 중재판정부는 다음과 같이 판시했습니다. “본건의 경우, 본 ‘관련성’ 기준이 명백히 충족된다. 개입이 이루어질 당시 국민연금의 표결에 대한 피청구국의 개입이 청구인의 투자에 영향을 줄 것이 합리적으로 예상되었을 뿐만 아니라, 실제로 청구인이 본건 합병에 반대하였음이 널리 공개되어 청와대, 보건복지부 및 국민연금이 이를 잘 알고 있었으므로 피청구국은 당시에 청구인의 투자가

²⁷¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 112(d)-(e) (RLA-194, 중재판정, ¶¶ 819-820, 821 인용) 참조.

²⁷² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 111 참조.

개입으로 인해 악영향을 받을 것을 예견하였다”(강조 추가).²⁷³ 청구인의 투자에 미칠 것으로 예견된 “부정적 영향”의 성격에 대해서는, 합병이 청구인이 반대했던 사안이라는 점 외에는 구체적으로 설명되어 있지 않습니다. 합병이 삼성물산 주주들에게 손실이나 피해를 초래할 것이라는 청구인의 견해에 대해 대한민국이 동의했다는 증거는 없으며, 대한민국이 청구인에게 경제적 손실을 초래할 것을 고려하거나 의도했다는 중재판정의 판단도 없습니다. 하물며 중재판정에서 최종적으로 배상하도록 인정한 구체적인 손실(이는 합병 후 삼성물산 주가의 변동에서 비롯된 것)에 대해서는 더욱 그러합니다.

중재판정부에서 (정부가)구체적으로 “청구인을 겨냥”하였다는 점²⁷⁴ 및 청구인에게 손실을 입히려는 의도가 있었다고 인정하였다는 청구인의 주장과 관련하여,²⁷⁵ 중재판정은 (정당하게도) 청와대에 의해 성립된 위반행위가 해당 청구인을 “겨냥”한 것이거나 청구인에게 해를 끼칠 의도로 이루어졌다는 판단을 내리지 않았습니다. 이러한 주장들에는 근거가 없으며, 두 주장 모두 부인되었습니다. 중재판정부가 판단한 바와 같이, 청와대가 청구인의 합병 반대 입장을 인지하고 있었으며, 청구인이 합병에 대해 공개적으로 반대하고 있다는 점을 고려할 때 합병 승인이 청구인에게 불리할 것임을 예견했다는 사실은,²⁷⁶ 정부 행위가 청구인에게 손해를 입히려는 의도로 이루어졌음을 의미하지 않으며, 더욱이 중재판정부가 청구인이 입은 것으로 판정한 구체적인 손실을 입히려는 의도로 이루어졌음을 의미하지도 않습니다. 따라서 ‘손실을 입히려는 의도’가 있었다고 판단할 근거는 없습니다. 이것이 바로 청구인이 현재 자신의 손실이 “대한민국에 의해 의도되었거나 적어도

²⁷³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 114 와 **RLA-194**, 중재판정, ¶ 360 비교.

²⁷⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 113(c) (“엘리엇을 구체적으로 겨냥[하였다]”고 주장함).

²⁷⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 114 (“엘리엇의 손실 ... 은 의도되었거나 적어도 예상되었[다]”고 주장함).

²⁷⁶ **RLA-194**, 중재 판정, ¶¶ 359-361.

감수하였다”(강조 추가)고 부차적으로 주장하는 이유일 수 있습니다.²⁷⁷ 그러나 그보다 낮은 수준의 주장조차 입증되지 않았으며, 어떠한 경우에도 청구인이 제시한 법적 인과관계 판단 기준에 비추어 볼 때 충분하지 않을 것입니다.

102. 제 115 항부터 제 120 항에 걸쳐, 청구인은 중재판정 취소 판결이 중재판정의 사실인정에 미치는 영향에 관한 대한민국의 주장에 대해 반박하고 있습니다.

a. 제 118 항에서 청구인은 “대한민국은 법률적 인과관계에 관한 중재판정부의 모든 판단이 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속된다는 전제에서 출발한다는 이유로 이를 모두 배척해야 한다고 잘못 주장하고있[다]”고 주장함으로써 본론과 무관한 논점을 제기하고 있습니다.²⁷⁸ 대한민국은 중재판정부의 법적 인과관계에 관한 모든 판단을 무시해야 한다고 주장한 바 없으며, 오히려 중재판정부가 이미 법적 인과관계에 적용할 기준을 제시했다는 점을 인정하고 있습니다.²⁷⁹

b. 청구인은 제 120 항에서 국민연금의 의결과 청구인의 손실 간의 연관성에 대한 판단이 기각되지 않았음을 강조합니다. 이에 대해서는 이의가 없습니다. 그러나 청구인이 도출한 결론은 정확하지 않습니다. 청구인은 이러한 판단을 근거로, “이제 확인되어야 할 것은 대통령, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 위법행위가 국민연금의 본건 합병 투표의 근접한 원인이었는지 여부”라고 주장합니다.²⁸⁰ 이는 관련된 질문이 아닙니다. 중재판정부가 중재판정에서 인정한 바와 같이, 협정의 문언은 *위반행위와*

²⁷⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 114.

²⁷⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 118.

²⁷⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면의 제 46 항(중재판정 제 815 항이 적용 가능한 법적 판단 기준을 제시하고 있음을 인정함), 제 172 항 내지 제 173 항(법적 인과관계에 대한 적용 기준으로 중재판정 제 815 항에 명시된 틀을 적용하고 이에 의존함), 제 181 항(국민연금 귀속을 명시적으로 전제로 하였으나 기각된 중재판정 제 821 항의 중재판정부의 구체적인 판단만을 더 이상 적용할 수 없는 것으로 지목하고, “법적 인과관계에 대한 문제는 이제 **정부 행위만을 기준으로** 재검토되어야 [한다]”고 주장함(강조 추가)).

²⁸⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 120.

관련하여 인과관계가 입증되어야 함을 확인하고 있습니다.²⁸¹ 따라서 법적 인과관계와 관련하여 중요한 질문은 정부 행위가 청구인의 손실에 대한 “근접한 원인”이었는지 여부입니다. 청구인은 위반 행위가 A 의 근접한 원인이었고, A 가 B 의 근접한 원인이었으며, B 가 손실의 근접한 원인이었다는 사실을 입증함으로써 특정 조치와 관련된 법적 인과관계를 입증할 수 없습니다. 대신, 청구인은 위반 행위 자체가 손실의 근접한 원인임을 입증해야 합니다. 다시 말해, 정부 행위에서 청구인의 손실에 이르는 주장된 인과관계에 대해 근접성이 입증되어야 합니다.

103. 청구인은 제 121 항에서, 인과관계에 제 3 자의 행위가 포함되었다고 해서 국가가 자동으로 책임을 면할 수는 없다고 주장합니다.²⁸² 대한민국은 이에 대해 이의를 제기하지 않았습니다. 오히려 대한민국의 입장은, 정부 행위와 청구인의 손실 사이에 주장된 인과관계—각각 판단을 행사할 의무를 지닌 수많은 개인 및 기관의 순차적인 의사결정을 거치는—이 법적 인과관계 요건을 충족하기에는 너무 멀고, 너무 희미하며, 너무 우연적이라는 것입니다.
104. 청구인은 제 122 항에서 본 사건의 인과관계 사슬이 “특별히 멀다고 볼 수 없[다]”고 주장하며, “그 길이는 중재판정부가 인과관계가 명확히 성립하였다고 판단하는 데 장애가 되지 않았[다]”고 밝혔습니다.²⁸³ 물론, 중재판정부는 이전에 국민연금의 행위에 대해서만 인과관계를 인정했을 뿐이며, 반면 현재 제기된 문제는 정부 행위와 중재판정부가 인정된 것으로 판단한 손실 사이에 인과관계 사슬이 존재하는가 하는 점입니다. 따라서 청구인이 현재 입증해야 할 인과관계 사슬에 대해 중재판정부가 이미 인과관계가 성립되었다고 판단했다고 주장하는 것은 옳지 않습니다.

²⁸¹ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 813; 서중 **C-001**, 2012 년 3 월 15 일 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협, 제 11.16(1)(a)조 참조 (“청구인은, 자기자신을 위하여, 다음의 청구를 이 절차에 따른 중재에 제기할 수 있다. 1) 피청구국이 [협정상의 의무]를 위반하였다는 것, (2) 청구인이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것” (강조 추가)).

²⁸² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 121 (*CME v. Czech Republic and the Bosnian Genocide* 사건).

²⁸³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 122.

105. 또한 제 122 항에서 청구인은 1923 년 미-독 혼합위원회(US-German Mixed Commission)의 결정문 중 한 구절을 근거로 삼고 있습니다(이 구절은 Lemire 중재판정부의 2011 년 중재판정문에서 인용된 바 있습니다). 그러나 해당 결정은 법적 인과관계를 입증하기 위한 기준을 특히 높게 설정하고 있어 청구인에게 도움이 되지 않습니다. 즉, “손해는 국가의 불법행위와 **분명하고, 틀림없이, 그리고 명확하게 단계별로 연결되어야**” 합니다(강조 추가).²⁸⁴ 청구인은 정부 행위와 중재판정에서 확인된 손실 사이의 주장된 인과관계 사슬에 관하여 이 기준을 충족시키려 시도조차 하지 않았습니다. 대한민국의 1 차 준비서면²⁸⁵과 본 2 차 준비서면에 제시된 사유로 볼 때, 본 사건에서는 해당 기준이 충족되지 않습니다.
106. 청구인은 제 123 항에서, 본 사건에서 “본건에서 중재판정부가 인과관계의 세 개의 연결고리, 즉 (i) 대통령, 보건복지부 장관 및 보건복지부의 행위가 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 한 것; (ii) 본건 합병에 대해 캐스팅 보트를 가지고 있었던 국민연금이 본건 합병의 승인을 야기한 것; 및 (iii) 본건 합병이 엘리엇의 손해를 초래한 것을 어려움 없이 고려했다”고 주장합니다.²⁸⁶ 대한민국은 이에 이의를 제기하지는 않으나, 이러한 묘사 방식은 인과관계 사슬의 길이와 복잡성을 과소평가하고 있다는 이전의 견해를 재차 밝힙니다. 이는 사슬의 각 요소마다 수많은 개별 행위자가 관여했고 상당한 복잡성을 내포하고 있으며, 법적 인과관계에 대한 판단 기준은 위반 행위부터 손실에 이르기까지 전체 사슬의 근접성·원격성을 검토해야 하기 때문입니다.²⁸⁷
107. 제 124 항에서 청구인은 *때이* 중재판정부가 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속되지 않는다고 판단했음에도 불구하고 법적 인과관계가 성립한다고 판시한

²⁸⁴ **RLA-056**, *Joseph Charles Lemire v Ukraine* (ICSID 사건 번호 ARB/06/18), 중재판정, 2011 년 3 월 28 일, ¶ 166 (**RLA-002**, Administrative Decision No. II, 7 RIAA, 1923 년 11 월 1 일 인용). 또한 **RLA-056**, *Joseph Charles Lemire v Ukraine* (ICSID 사건번호 ARB/06/18), 판정, 2011 년 3 월 28 일, ¶ 166 (“피해자는 일련의 사건이 너무 멀리 떨어져 있거나 너무 우연적이지 않음을 증명해야 한다”고 언급) 참조.

²⁸⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 IV 편 참조.

²⁸⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 123.

²⁸⁷ “환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면”, ¶¶ 175-177 참조.

사실을 근거로 삼고 있습니다. 해당 지적은 사실이지만, 대한민국은 아래에서 논의할 사유로 인해 본 중재판정부가 제출된 (다른) 증거에 대해 동일한 결정을 내려서는 안 된다고 정중히 주장합니다.

- a. 청구인은 *메이슨* 중재판정부의 법적 인과관계에 대한 판단을 인용하고 있음에도 불구하고, 그 근거가 되는 논리에 대해서는 제대로 다루지 않고 있습니다. 이는 (i) 해당 논리가 법적 인과관계를 입증하기에 예견 가능성만으로도 충분하다고 보았기 때문일 수 있으며²⁸⁸ —이는 본 중재에서 중재판부가 채택한 기준이나 청구인 스스로가 주장해 온 기준과 일치하지 않는 명제이며, (ii) 메이슨 중재판부의 논리가 간략하고 — 존중하는 마음으로 말씀드리지만 — 설득력이 부족하기 때문일 수 있습니다.
- b. *메이슨* 중재판정부는: (i) 합병 비율이 삼성물산과 제일모직의 이사회에 의해 제안되었다는 사실이 인과관계의 사슬을 끊었는지 여부를 검토한 끝에, 그렇지 않다고 결론지었고; (ii) 단 한 단락(제 915 항)으로 국민연금이 다른 주주들에게 주의 의무를 지지 않았기 때문에 청구인의 손해가 너무 간접적이라는 (피청구인의) 주장을 기각하고, (청구인이) 입은 손해가 위반된 협정 규정의 적용 범위에 포함된다고 판시하였으며; 그리고 (iii) 역시 단 하나의 짧은 단락(제 916 항)으로 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속되지 않는다는 사실이 그러한 행위를 인과관계의 사슬을 끊는 단절 원인으로 간주할 수 있음을 의미하지는 않는다고 결론지었습니다. 중재판정부는 위반으로 인정된 대한민국의 행위가 국민연금의 의결권 행사에 영향을 미치기 위한 것이었으므로, 국민연금의 행위는 인과관계 측면에서 해당 위반 행위들과 분리될 수 없다고 결론지었습니다.
- c. 이러한 주장 중 일부는 본 소송에서 대한민국이 제출한 주장과 겹치지만 전부는 아니며, 앞서 언급한 바와 같이 (i) *메이슨* 중재판정부의 논리는 검토한 사항에 대해 간략하고 종종 결론만 내리는 데 그쳤으며, (ii) 무엇보다 중요한 점은, *메이슨* 중재판정부는 소액주주 국가배상 판결에서

²⁸⁸ **CLA-219**, *Mason Capital L.P. (U.S.A.) and Mason Management LLC (U.S.A.) v. Republic of Korea*, PCA 사건 번호 2018-55, 최종 중재판정, 2024 년 4 월 11 일, ¶¶ 913, 926 참조.

한국 법원이 내린 사실인정이나 분석을 고려하지 않았는데, 앞서 논의한 바와 같이 해당 판결은 본 사건에서 주장된 것과 매우 유사한 인과관계 사슬을 정면으로 다루었으며, 본 사건에서 쟁점이 되는 것과 동일한 사실 관계 및 상당 부분 동일한 1차 증거를 바탕으로 결론을 내렸고—결국 해당 증거로는 주장된 인과관계를 뒷받침할 수 없다고 결론지었습니다.²⁸⁹

108. 청구인은 제 125 항에서 “대한민국은 청와대 조치와 엘리엇이 입은 손해 사이의 인과관계가 단절되었다는 점을 입증하지 못하였[다]”는 주장을 시도하려 합니다.²⁹⁰ 그러나 청구인이 인정하듯이, 법적 인과관계를 입증할 책임은 청구인에게 있다는 점을 유의해야 합니다.²⁹¹ 게다가 청구인의 구체적인 주장은 설득력이 없습니다.

a. 청구인은 “가정적(but-for) 시나리오에서 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 독립적인 결정에 이를 수도 있었는지는 쟁점과 무관”하다고 주장합니다.²⁹² 그러나 제 III 편 제 A 장에서 설명한 바와 같이, 이 질문은 사실적 인과관계 측면에서 사실상 매우 중요합니다. 청구인이 가정적(but-for) 사실적 인과관계를 입증하지 못하면, 법적 인과관계 문제는 제기되지 않습니다. , 그럼에도 불구하고, 대한민국은 청구인이 제 125(a)항에서 제기한 주장에 대해 다음과 같이 답변합니다:

i. ‘만약 그렇지 않았다면’의 상황에서 국민연금이 어떻게 투표했을지에 대한 질문은 법적 인과관계의 관점에서 인과 사슬을 ‘끊는’ 문제가 아닙니다. 오히려 이 가정적 질문은 사실적 인과관계의 맥락에서 제기되는 것입니다. 즉, 청구인은 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대하거나 기권했을 것임을 입증해야 합니다. 청구인이 이를 입증하지 못한다면, 사실적 인과관계는 성립되지 않으며, 법적 인과관계—그리고 원격성과 같은 다양한

²⁸⁹서증 R-389, 소액주주 국가배상 1심 판결, pp. 12-14; 서증 R-390, 소액주주 국가배상 2심 판결, p. 8 (지방법원 판결에 대한 모든 항소를 기각함).

²⁹⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125.

²⁹¹ 청구인의 재반박, ¶ 521; 청구인의 심리 후 주장서면, ¶ 179 참조.

²⁹² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(a).

측면에 대해서는 분석할 필요가 없습니다. 다시 말해, 청구인이 사실적 인과관계를 입증하지 않는 한, 대한민국이 너무 근접하지 않거나 단절될 수 있다고 주장할 수 있는 인과 사슬은 존재하지 않습니다.

- ii. 게다가 투자위원회가 수행한 것과 같은 심의 과정에 내재된 결과의 불확실성은, 주장되고 있는 (그러한 심의 절차 전반에 걸친) 인과관계의 사슬이 그만큼 희미하고 지나치게 많은 추론을 요구한다는 점에서 법적 인과관계와 관련이 있습니다.
- iii. 청구인은 “인과관계를 단절시킨 실체 사건이 발생하였다는 점을 증명할 책임은 다른아닌 대한민국에게 있[다]”고 주장합니다.²⁹³ 앞서 제시한 이유들로 볼 때, 이는 잘못된 주장입니다. 어떠한 경우에도, 청구인이 인용한 자료는 그 입장을 뒷받침하지 못합니다. 청구인은 ILC 조문 해설 제 31 조를 인용하고 있는데, 이 해설은 “손해 중 어느 부분이 국가의 행위로 귀속되지 *아니 하는지*를 증명할 부담은 책임 있는 국가에게 있다”는 주장을 뒷받침하기 위해 *Zafiro* 사건을 언급하고 있습니다(원문 강조).²⁹⁴ 그러나 해당 사건의 중재판정부는 손해가 분할 가능하고 “식별 가능한 손해 요소가 동시에 작용하는 여러 원인들 중 하나에만 적절히 귀속될 수 있는” 매우 다른 상황을 검토하고 있었습니다. 예를 들어, *Zafiro* 사건과 같이 재산에 대한 피해가 두 개의 집단에 의해 야기된 경우와 같습니다.²⁹⁵ 이는 본 사건에서 발생하는 유형의 상황이 아닙니다.
- iv. 청구인은 다시 중재판정을 인용하며, 중재판정(환송 명령 및 결정을 통해 취소된)의 제 822 항을 언급하고 있습니다.²⁹⁶ 해당 항에서

²⁹³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(a).

²⁹⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(a) (CLA-038, 국제법위원회, 국제적으로 부당한 행위에 대한 국가의 책임에 관한 조항(해설 포함)), ILC 연감 2001/II(2), 31 [“ILC 조항에 대한 해설”] 『, 제 31 조, ¶ 13 인용).

²⁹⁵ CLA-038, ILC 조항에 대한 해설, 제 31 조, ¶ 13 참조.

²⁹⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, 제 35 항 및 각주 61 참조.

중재판정부는 “인과관계는 잠재적 사건에 의해 중단되지 않으며; 실제로 발생한 사건에 의해서만 중단될 수 있다”²⁹⁷ 고 명시했고, 청구인은 “중재판정부가 이러한 판단을 확인하여 줄 것을 요청[한다]”²⁹⁸ 고 밝혔습니다. 대한민국은 이미 1 차 준비서면에서 이 문제를 다룬 바 있습니다. 대한민국이 지적했듯이, 중재판정부는 국민연금의 투표 자체가 협정 위반을 구성한다고 간주한 맥락에서 인용된 진술을 했으며, 전문위원회가 동일한 방식으로 투표했을 수도 있다는 사실(즉, 다른 상황에서는 국민연금이 협정을 위반하지 않았을 수도 있다는 점)이 위반 행위(즉, 국민연금의 투표)의 인과적 효력을 약화시키기에 충분한지 여부를 검토하고 있었습니다.²⁹⁹ 대한민국이 설명한 바와 같이, 현재 중재판정부가 심리하고 있는 쟁점은 이와 다릅니다. 즉, 정부 행위가 국민연금이 그러한 방식으로 투표하도록 유발했는지(이는 가정적 분석을 필요로 함), 그리고 정부 행위가 청구인의 손실에 대한 근접한 원인인지(이는 인과관계의 전체 사슬을 검토하여 근접성·원격성을 판단해야 함) 여부입니다.³⁰⁰

- b. 청구인은 제 125(b)항에서 ³⁰¹ (i) 취소되지 않은 중재판정 일부(구체적으로는 제 623 항)에서, 중재판정부가 국민연금이 독립적으로 행동한 것이 아니라 오히려 “정부 정책의 실행에 있어서 실질적으로 보건복지부의 기관으로 행위하였다”고 판단한 사실³⁰² 과 (ii) 이 판정이 이러한 사실인정 및 유사한 사실인정을 “국민연금이 무엇을 했는지, 그리고 누구의 지휘와 지시에 따라 행동했는지에 대한 사실적 판단”에

²⁹⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(a) 참조 (RLA-194, 중재판정, ¶ 822 인용).

²⁹⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(a).

²⁹⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 59(d) 참조.

³⁰⁰ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 59(d) 참조.

³⁰¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(b) 참조.

³⁰² RLA-194, 중재판정, ¶ 623.

해당하므로 유효하다고 규정한 점³⁰³ 을 근거로 삼고 있습니다. 대한민국은 앞서 언급된 중재판정 제 623 항에 대해 논의한 바 있으며, 해당 논의를 인용하고 있습니다.³⁰⁴ 대한민국은 다음 사항들을 강조합니다:

- i. 앞서 논의한 바와 같이, 중재판정 제 623 항의 판단은 인과관계와는 다른 문제에 대한 것이었습니다.³⁰⁵ 해당 항은 (한국 법원이 이후 수행한 것과 같이) 문형표 장관 및 보건복지부 내 다른 관계자들이 행사한 영향력의 정도가 투자위원회의 결정을 초래했다고 볼 수 있는지 여부를 실제로 검토하지 않습니다.
- ii. 게다가, 중재판정부가 제 623 항에서 내린 판단은 “한국 법원이 판단”한 부분을 명시적으로 따르고 있습니다.³⁰⁶ 앞서 논의한 바와 같이, 문형표/홍완선 판결은 문형표 장관이나 보건복지부의 행위가 법적 인과관계의 관점에서 삼성물산 주주들이 입은 손실이나 손해의 직접적 또는 근접적 원인으로 간주될 수 있는지 여부에 대해서는 다루지 않았습니 다. 반면, 한국 법원은 소액주주 국가배상 판결에서 이러한 쟁점을 다루고 판결을 내렸으며, 본 중재판정부는 현재 해당 판결을 검토 중이며 그 설득력을 고려할 수 있을 것입니다. 해당 사건에서 서울중앙지방법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위가 국민연금의 의사결정 과정에 영향을 미치기는 했으나, 그러한 행위가 투자위원회의 합병에 대한 검토 및 심의 결과에 궁극적으로 결정적인 영향을 미치지는 않았으며, 따라서 해당 행위가 삼성물산 주주들이 주장하는 손실의 법적 원인이었다고 판단하기에는 충분하지 않다고 판시했습니다.³⁰⁷

³⁰³ CLA-227, 부대사항 결정, ¶ 5(c).

³⁰⁴ 위의 제 III 편 제 C 장 제 2 절 참조.

³⁰⁵ 위의 제 III 편 제 C 장 제 2 절 참조.

³⁰⁶ RLA-194, 중재판정, ¶ 623.

³⁰⁷ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-14; 위의 제 III 편 제 C 장 제 2 절 참조.

- c. 제 125 항 (c) 및 (d)에서, 청구인은 대한민국이 근거로 삼는 두 가지 사항, 즉 (i) 합병과 관련된 주주총회에서 다른 주주들의 의결권 행사 및 (ii) 시장의 변동 사항이, 중재판정부의 인과관계 부분에서 (당연히) *국민연금의 의결권 행사가* 청구인에게 손해를 초래했는지 여부를 검토할 때 이미 고려된 바 있었다는 사실을 언급하고 있습니다. 전자의 경우, 청구인이 인정하듯이, 중재판정의 관련 단락(제 822 항)은 취소되었습니다.³⁰⁸ 또한, 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면에서 밝힌 입장은 주주총회에서 발생할 수 있는 사건들이 인과관계를 단절시킨다는 것이 아니라, 그러한 주주총회에는 다수의 주주들이 독립적으로 의결권을 행사했으므로, 이는 인과관계 사슬 내에서 독립적이고 다자간 의사결정의 또 다른 단계를 구성하며, 이는 인과관계의 원격성/근접성 평가와 관련이 있다는 것입니다. 후자에 관하여, 청구인은 “이미 가정적(but-for) 시나리오에서의 ‘시장 변동’에 관한 전문가 증거를 제출한 바 있으며, 본 절차에서 이 쟁점을 중재판정부 앞에서 다시 다룰 수 없[다]”고 주장합니다.³⁰⁹ 청구인의 주장은 틀렸습니다. 중재판정부는 중재판정에서 국민연금의 투표 행위 자체를 위반으로 간주하여 인과관계를 분석한 맥락에서 시장 변동의 관련성을 고려했습니다. 정부 행위에 대한 법적 인과관계가 성립되었는지 여부를 검토함에 있어, 중재판정부가 중재판정에서 확인된 손실이 시장의 작동 결과로 발생했다는 사실을 현재 고려할 수 없는 이유는 없습니다. 게다가 대한민국이 시장 변동에 관한 전문가 증거를 제출했다는 사실만으로 정부 행위에 대한 인과관계가 성립되지 않았다고 주장하는 것을 배제할 이유는 없으며, 청구인은 이에 대한 어떠한 근거도 제시하지 않았습니다.
- d. 마지막으로, 제 125(e)항에서 청구인은 다양한 판례 및 해설을 인용하며 “설령 실제로 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표한 데에 여러 이유가 있었거나 본건 합병에 찬성 투표한 다른 삼성물산 주주들이 있었거나

³⁰⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(c) 참조 (중재판정 제 822 항이 취소되었음을 인정함).

³⁰⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(d).

엘리엇이 보유한 삼성물산 주식의 공정시장가치에 영향을 미친 다른 시장 참여자들이 있었다 한들, 제 3 자나 자연적 사건 등 경합하는 원인이 존재한다는 이유로 국가의 위법행위에 대한 국제법상 책임이 경감되거나 약화되는 것은 아니”라고 주장합니다.³¹⁰ 그러나 이러한 주장은 대한민국의 주장, 즉 추정되는 인과관계 사슬의 각 단계에서 수많은 제 3 자의 개입과 상당한 복잡성이 존재한다는 점을 고려할 때, 정부 행위를 중재판정부가 확인한 손실의 근접적/직접적 원인으로 간주할 수 없다는 점에 대한 답변이 되지 합니다. 또한, 제 III 편 제 A 장에서 논의된 바와 같이, 국제적 책임(즉, 위반)의 인정과 배상 판정 사이에는 (이 사건에서 결정적인) 차이가 있습니다. 후자는 인과관계의 모든 요건을 충족해야 하는 반면, 전자는 그렇지 않습니다.

C. 추가 판결문은 법적 인과관계와 관련된 한국 법원의 사실인정 내용을 명확히 하고 있습니다

109. 청구인은 답변서면 제 IV 편 제 B 장 제 3 절에서, 추가 판결문이 “법적 인과관계와 무관하다”는 주장을 펼치는 데 무려 4 페이지 전체를 할애하고 있습니다³¹¹. 아래에서 대한민국은 청구인이 이러한 주장을 뒷받침하기 위해 제시한 7 가지 요점에 대해 차례로 반박합니다.

1. 추가 판결문에서 한국 법원이 내린 사실인정은 청구인이 근거로 삼고 있는 동일 법원의 사실인정과 동등한 비중을 부여받아야 합니다

110. 청구인의 첫 번째 주장은, 추가 판결문들이 “새로운 1 차 증거에 해당하지 않으며” 오히려 “서로 다른 증거관계에 기초하여 서로 다른 청구원인에 대해 서로 다른 인과관계 기준을 적용한 별도의 사법적 판단”에 해당하므로, 본 중재 사건의 법적 인과관계와 관련이 없다는 것입니다.³¹² 그러나 우선, 청구인이 중재절차 전반에 걸쳐 크게 의존해 온 문형표/홍완선 판결에 대해서도 정확히 동일한 주장이 성립합니다. 청구인은 추가 판결문에서 한국 법원이 내린 최근의 판단이 동일한

³¹⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 125(e).

³¹¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 장 제 B 절 제 3 편 (절 제목).

³¹² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(a).

법원이 이전 판결에서 내린 판단과 달리 취급되어야 하는 이유를 제시하지 못하고 있습니다. 새로운 판단은 관련성이 있으며 고려되어야 합니다. 이는 이전 문형표/홍완선 판결에 대한 법원의 판단을 명확히 해줍니다; 본 환송중재절차에서 쟁점이 되는 많은 근본적 사실들을 다루고 있습니다; 한쪽 당사자가 삼성물산과 그 주주들의 이익을 위해(즉, 소액주주 국가배상 사건에서는 주주들 자신, 이재용 부당합병 사건에서는 한국 검찰이) 적극적으로 변론한 대립적 절차를 통해 증거를 철저히 검토한 결과입니다; 서울고등법원에 대한 항소 및, 이재용 부당합병 형사 판결의 경우 한국 대법원에 대한 상고를 통해 다단계 심사를 거쳤으며, 최종적이고 구속력 있는 판결이 되었습니다; 또한 준거법 및 청구 원인의 차이는 있으나, 본 환송중재절차에서 다뤄지는 사실 및 법적 쟁점들과 매우 유사한 여러 사실적·법적 쟁점들을 다루고 있습니다.

111. 청구인의 주장과 달리, ³¹³ 대한민국은 중재판정의 중재판정부의 판단을 “대체”하거나 환송 쟁점을 다루는 “이 중재판정부의 권한과 책임”을 “대체”하기 위해 해당 추가 판결문에 의존하는 것이 아닙니다. 오히려, 해당 사실인정은 국민연금 투표 및 합병으로 인해 발생한 다양한 형사 및 민사 분쟁에 대한 한국 법원의 최종 처리에 대해 중재판정부가 보다 포괄적인 이해를 할 수 있도록 하기 위해 제시된 것입니다. 청구인이 문형표/홍완선 판결의 사실인정에 그토록 크게 의존해 왔음에도 불구하고, 동일한 법원이 그 이전 사실인정의 정확한 범위를 명확히 하고 조명해 주는 후속 사실인정을 중재판정부가 고려하지 못하도록 설득하려 한다는 점은 놀랍습니다. 대조적으로, 대한민국의 입장은 명료하고 일관적입니다. 한국 법원의 모든 관련 사실인정은 어느 당사자의 주장에 도움이 되는지와 관계없이 적절한 고려와 비중을 부여받아야 합니다.

2. *추가 판결문이 청구인의 “표적화” 주장에 대해 다루지 않았다고 해서, 해당 판결문이 관련성이 없는 것은 아닙니다*

112. 청구인은 추가 판결문이 대한민국의 국민연금 의사결정 개입이 청구인을 겨냥한 것이었다고 주장한 증거를 다루지 않았다고 주장합니다.³¹⁴ 그러나 추가 판결문이

³¹³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(a).

³¹⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(b) (환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 113 참조).

이 구체적인 문제를 다루지 않았다고 해서 해당 판결문이 관련성이 없다는 것을 의미하지는 않습니다. 소액주주 국가배상 사건에서 한국 법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위가 합병비율로 인해 삼성물산 반대 주주들이 입었다고 주장하는 손실로 이어지는 상당인과관계가 성립하는지 여부를 분석했습니다.³¹⁵ 이러한 분석은 적어도 두 가지 이유로 본 환송중재절차에서 중재판정부의 임무와 관련이 있습니다: (1) 해당 분석은 청구인이 중재판정에서 인정된 손실을 통해 정부 행위로 이어지는 상당인과관계를 입증했는지 여부에 대한 병행된 질문에 답하기 위해 본 중재판정이 검토해야 할 증거의 상당 부분을 이미 검토한 바 있으며; (2) 두 청구 건이 서로 다른 법 체계에 근거하여 제기되었음에도 불구하고, 본 중재판정이 설득력 있다고 판단할 만한 법적 추론과 논리를 포함하고 있기 때문입니다.

3. *추가 판결문이 “문형표 장관과 홍완선 본부장의 유죄 판결을 뒤집지 않았다”는 사실은 그 관련성을 배제하지 않습니다*

113. 청구인은 추가 판결문이 문형표 장관과 홍완선 본부장 또는 다른 이들의 유죄 판결을 “뒤집지 않았다”는 주장을 반복³¹⁶하고 있습니다.³¹⁷ 이 사실은 청구인에게 도움이 되지 않습니다. 추가 판결문이 매우 유용한 이유 중 하나는, 해당 판결문이 문형표/홍완선 판결문의 기존 판단을 확증하는 동시에, 그러한 판단이 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위로 인해 삼성물산 주주들이 경제적 손해를 입었다는 주장을 뒷받침하지 않는 이유를 설명하고 있기 때문입니다.³¹⁸
114. 청구인은 문형표·홍완선 판결에서 “한국 법원이 *상당인과관계를* 인정했다”고 주장합니다(강조 원문에서 추가).³¹⁹ 만약 청구인이 이를 통해 문형표/홍완선 판결이 문형표 장관이나 홍완선 본부장의 위법 행위와 합병 또는 합병비율로 인해 삼성물산 주주들이 입은 경제적 손실 사이에 상당인과관계를 인정했다고

³¹⁵ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 10-14; 서증 R-390, 소액주주 국가배상 2 심 판결, p. 8 (지방법원 판결에 대한 모든 항소를 기각함); 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면 부록, ¶¶ 13(c)-(d).

³¹⁶ 청구인의 대한민국의 신규 증거 제출 신청에 대한 답변서(2026년 5월 22일) 참조, ¶ 23.

³¹⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(c).

³¹⁸ 추가 판결문 부록, ¶¶ 12-13.

³¹⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(c).

주장하려는 것이라면, 그러한 주장은 틀린 것입니다. 앞서 설명한 바와 같이, 문형표/홍완선 판결은 그러한 인정을 하지 않았습니다.³²⁰ 또한, 앞서 설명한 바와 같이, 소액주주 국가배상 판결에서 법원은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 위법 행위와 합병 비율로 인해 삼성물산 주주들이 입은 가치 손실 사이에 상당인과관계가 결여되어 있음을 명시적으로 판시했습니다.³²¹ 이러한 판단은 문형표/홍완선 판결을 참고하고 이를 고려하여 내려진 것입니다.

4. 청구인은 ‘소액주주 국가배상 판결’에서 한국 법원이 제시한
상당인과관계에 대한 분석의 설득력을 반박하지 못하였습니다

115. 청구인은 소액주주 국가배상 사건에서 한국 법원이 “국제법상 적용되는 기준과 동일하지 않은” 법률적 인과관계의 판단기준을 적용했다고 주장합니다.³²² 그러나 대한민국이 환송 쟁점에 관한 1차 준비서면³²³에서 명확히 밝혔듯이, 대한민국은 중재판정부가 한국 법원의 논리를 전적으로 채택해야 한다고 주장하기 위해 해당 주가 판결문에 의존하는 것이 아닙니다. 대신, 대한민국이 지적했듯이, “동일한 기초가 되는 합병 및 국민연금의 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.”³²⁴ 대한민국은 이 입장을 고수하고 있으나, 청구인은 이에 대해 직접적인 답변을 하지 않았습니다.

116. 게다가 청구인은 한국 법원과 중재판정부가 각각 적용한 법적 인과관계 판단 기준에 있어 어떠한 중대한 차이도 지적하지 않았으며, 소액주주 국가배상

³²⁰ 위의 제 III 편 제 C 장 제 3.c.(i)항 참조.

³²¹ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, p. 14.

³²² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(d).

³²³ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶ 184 참조.

³²⁴ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1차 준비서면, ¶ 184.

사건에서 한국 법원이 수행한 분석에서도 그러한 차이가 명백히 드러나지 않습니다. 앞서 논의한 바와 같이, 해당 사건에서 상당인과관계를 분석함에 있어 서울중앙지방법원은 먼저 대한민국의 공무원이 “[국민연금]의 투자위원회 결정 과정에 일정 부분 영향력을 행사했다”는 점을 인정했습니다.³²⁵ 그 후 법원은 그러한 영향력이 투자위원회의 자유 의지를 무력화시켰는지 여부를 검토한 끝에, 그렇지 않다고 최종적으로 판단했습니다.³²⁶ 따라서 법원은, 대한민국의 의사결정 과정에 대한 불법적 간섭에도 불구하고 투자위원회의 개별 위원들이 독립적인 판단을 행사했기 때문에, 주주 원고들이 대한민국의 위법 행위와 그들이 주장하는 경제적 손해 사이에 근접하고 단절되지 않은 인과관계를 입증하지 못했다고 판단했습니다.³²⁷ 청구인은 이러한 분석의 어떤 측면이 국제법상 관련 분석과 실질적으로 다른지 밝혀내지 못했습니다.³²⁸

5. *합병 무효 소송 판결을 구별한 중재판정의 중재판정부의 이유 설명은 소액주주 국가배상 판결에는 적용되지 않습니다*

117. 청구인은 소액주주 국가배상 판결에서 도출된 인과관계에 대한 결론이 “중재판정부가 이미 검토하여 배척한 2017 년 10 월 합병무효 판결의 결론과 실질적으로 동일”하다고 주장합니다.³²⁹ 이 주장의 문제점은 중재판정이 합병 무효 판결을 구별하거나—청구인의 표현을 빌리자면 “배척”한—이유 중 어느 것도 소액주주 국가배상 판결에는 적용되지 않는다는 점입니다. 구체적으로, 중재판정에서 중재판정부는 (a) 법원이 합병 무효화에 적용되는 엄격한 기준을 적용했다는 점;³³⁰ (b) 법원이 국민연금의 의도를 판단함에 있어 “기술적 접근 방식”을 적용했다는 점(즉, 회사의 의도를 그 법정 대리인인 국민연금 이사회

³²⁵ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-13.

³²⁶ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-13.

³²⁷ 서증 R-389, 소액주주 국가배상 1 심 판결, pp. 12-14.

³²⁸ 소액주주 국가배상 사건에서 서울고등법원이 법적 인과관계에 대해 *때이*는 재판부가 내린 길보기에는 상반된 결론을, 후자의 재판부가 다른 법 체계에 따른 청구를 다루고 있었다는 사실을 근거로 구별한 것은 사실입니다. 서증 R-390, 소액주주 국가배상 2 심 판결, p. 7 참조. 이러한 설명은 국제법상 예외의 원칙과 일치합니다.

³²⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(e).

³³⁰ RLA-194, 중재판정, ¶¶ 606, 612, 614.

의장의 의도와 동일시함);³³¹ 그리고 (c) 법원이 후속 형사 판결을 고려하지 않은 채 판결을 내렸다는 점을 근거로 들어 합병 무효 판결과 구별을 두었습니다.³³² 이 세 가지 근거 중 어느 것도 소액주주 국가배상 판결에는 적용되지 않는데, 이 판결은 중재판정부가 중재판정에서 고려한 다른 모든 관련 사건들보다 후일 선고된 것이며, 국민연금의 의도를 판단함에 있어 엄격한 합병 무효화 기준이나 기술적 접근법을 적용하지 않았기 때문입니다. 그럼에도 불구하고 두 법원이 대한민국의 불법적 개입이 투자위원회의 결정 결과에 어느 정도 영향을 미쳤는지에 대한 사실적 쟁점에 대해 동일한 결론에 도달했다는 사실은, 그 결론에 더 큰 비중을 두어야 할 이유이지, 덜 두어야 할 이유가 아닙니다.

6. *추가 판결문이 박근혜 전 대통령과 청와대의 위법 행위에 대한 증거를 무시했다는 청구인의 주장은 근거가 없으며, 그 관련성도 설명되지 않았습니다*

118. 청구인은 “추가 판결들을 내린 법원은 박근혜 전 대통령과 청와대의 위법행위에 관한 증거를 대부분 검토하지 않았[다]”고 주장합니다.³³³ 이 주장은 입증되지도 않았고 설명되지도 않았습니다. 특히, 청구인은 어떤 사실인정이나 증거가 “검토하지 않았다”고 생각하는지 구체적으로 명시하지 않았을 뿐만 아니라, 자신의 주장이 법적 인과관계에 대한 추가 판결문의 관련성을 왜 약화시켜야 하는지에 대해서도 설명하지 않았습니다. 예를 들어, 청구인은 왜 인과관계의 “상위 단계”(즉, 박근혜 전 대통령이나 청와대와 관련된) 증거를 고려하는 것이 사슬의 “하위 단계”(즉, 보건복지부의 국민연금 의사결정 과정에 대한 개입과 관련된) 사건에 관한 소액주주 국가배상 판결의 결론에 어떤 식으로든 영향을 미칠 수 있는지 설명하지 않습니다. 어쨌든, 이재용 부당합병 사건의 법원들은 삼성그룹 “승계 계획” 및 합병과 관련된 혐의가 제기되었던 모든 관련 선행 형사 소송을 적절히 고려하였으며, 해당 사건들의 판결과 그 안에서 도출된 사실적·법적 결론을 명시적으로 인정했습니다.³³⁴ 특히, 박근혜 전 대통령이나 어느 청와대

³³¹ **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 606, 613, 614.

³³² **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 615-620.

³³³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(f).

³³⁴ 예를 들어, 서증 **R-391**, 이재용 1심 형사판결, pp. 377-380, 397, 739-749, 891-892, 897-898; 서증 **R-392**, 이재용 1심 형사판결, pp. 140, 838.

관계자도 합병과 관련된 국민연금의 의결권 행사와 관련해 어떠한 범죄 혐의도 받지 않았습니다.³³⁵ 이재용은 합병과 관련된 시장 조작 혐의로 기소되었으나, 법원에 제출된 방대한 1 차 증거뿐만 아니라 문형표/홍완선, 최순실(박근혜 전 대통령의 측근), 그리고 이재용이 연루된 관련 형사 사건에서 도출된 모든 관련 판단까지 꼼꼼히 검토한 포괄적이고 철저한 판결을 통해 모든 혐의에 대해 무죄를 선고받았습니다.³³⁶ 한편, 박근혜 전 대통령은 (삼성그룹의 광범위한 승계 계획의 일환으로) 해당 합병과 관련하여 이재용으로부터 부적절한 청탁을 받은 혐의로 기소되었으나, 합병에 대한 정부의 지원과 관련하여 대가 관계가 입증되지 않았다는 이유로 이 혐의는 기각되었습니다(단, 부적절한 청탁이 실제로 있었던 승계 계획의 후속 단계와는 별개입니다).³³⁷

7. 청구인이 “중재판정 이후에 내려진” 한국 법원의 판결에 의문을 제기하려는 시도는 근거가 없습니다

119. 마지막으로, 청구인은 “중재판정부는 중재판정 이후에 선고된 추가 판결들의 판단을 받아들이는 데 신중해야” 한다고 주장합니다.³³⁸ 청구인이 이러한 주장을 뒷받침하는 유일한 근거는 1,000 페이지가 넘는 이재용 부당합병 1 심 판결문에 포함된 단 한 문장인데, 이 문장에서 법원은 본 중재 사건의 원 중재절차에서 대한민국이 취한 입장을 고려한 바 있습니다.³³⁹ 청구인은 해당 쟁점에 대한 법원의 관련 사실인정이 전적으로, 혹은 주로 본 중재에서 대한민국의 소송 입장에 근거한 것이 아니라는 점을 간과하고 있습니다. 오히려 법원은 동일한 쟁점을 직접 다루고

³³⁵ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, p. 748 (“특검과 검사는 대통령과 청와대 참모진을 수많은 직권남용권리행사방해 범죄사실로 기소하였으나, [국민연금]의 의결권 행사와 관련해서는 대통령은 물론 청와대 참모진 그 누구도 기소하지 않았고, [보건복지]부장관만 기소하였다.”).

³³⁶ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 3, 377-378, 397, 739-749, 891-892, 897-898 참조; 서증 R-392, 이재용 2 심 형사판결, pp. 2, 161-162, 838; 서증 R-393, 이재용 대법원 형사판결, p. 3.

³³⁷ 서증 R-169, 서울고등법원 2018. 8. 24. 선고 2018 노 1087 판결, p. 112; 서증 R-180, 대법원 2019. 8. 29. 선고 2018 도 14303 전원합의체 판결 (박근혜 전 대통령), p. 6; 서증 R-314, 서울고등법원 2020. 7. 10. 선고 2019 노 1962, 2019 노 2657(병합) 판결 (파기환송 절차), pp. 47-48.

³³⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(g).

³³⁹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 128(g) (서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, pp. 748-749 인용).

판결한 서울중앙지방법원(민사부)의 소액주주 국가배상 판결에서 내린 최종적이고 구속력 있는 결론을 근거로 삼았습니다.³⁴⁰ 따라서 청구인이 추가 판결문에 의문을 제기하려는 시도는 타당성이 없습니다.

V. 기회 상실에 관한 대한민국의 예비적 주장에 대해 청구인은 아무런 반박을 제시하지 못하였습니다

120. 대한민국은 1 차 준비서면의 제 V 편에서, 중재판정부가(대한민국의 주된 입장과는 달리) 청구인에게 사실적 인과관계에 적용되는 통상적인 “충분한 정도의 확실성”의 증명 기준을 적용하지 않기로 결정할 경우, 대신 *기회 상실*(loss of chance) 프레임워크를 적용하여 정부 간섭 없이 합병에 반대하는 캠페인의 성패가 결정될 공정한 *기회*를 상실한 것에 대해 청구인에게 배상할 수 있다는 예비적 주장을 상당히 상세하게 제시했습니다.³⁴¹ 청구인은 대한민국의 입장에 대해 실질적인 반론을 제시하지 않고, 대신 단순히 “중재판정부는 대한민국의 기회 상실 주장을 이미 배척하였[다]”고 주장할 뿐입니다.³⁴² 그러나 이러한 주장은 명백히 틀린 것입니다. 중재판정은 중재판정문에서 대한민국의 기회 상실 주장, 특히 “청구인의 주장은 ‘어떠한 정부적 영향도 받지 않은 국민연금의 합병 결정’을 얻은 기회를 상실했다는 것에 불과하다”는 대한민국의 지적에 대해 판단하지 않았습니다.³⁴³ 중재판정부는 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속된다고

³⁴⁰ 서증 R-391, 이재용 1 심 형사판결, p. 748 (“실제로 최근 법원도 [문형표 장관] 등이 [국민연금] 투자위원회 결정 과정에 일정 부분 영향력을 행사한 점을 인정하면서도, 결과적으로 “[문형표 장관]과 [홍완선 본부장]의 행위가 [국민연금] 투자위원회의 의결권 행사를 좌우한 것으로 보기 어렵다”고 판단하였다.”).

³⁴¹ 중재판정부는 청구인이 관련 기회를 합리적인 수준의 개연성으로 입증했다고 판단되는 경우에만 기회 상실 프레임워크를 적용해야 합니다. 추측에 기반한 주장은 허용되지 않습니다. 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 193, 202 참조.

³⁴² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, 제 IV 편 제 B 장 제 4 절 (절 제목). 청구인은 법적 인과관계의 맥락에서 기회 상실을 논의합니다. 그러나 기회 상실 프레임워크는 중재판정부가 ‘만약 ~하지 않았다면(but-for)’ 시나리오에서 관련 결과에 대한 불확실성을 고려할 수 있도록 허용한다는 점에서 사실적 인과관계와도 관련이 있습니다.

³⁴³ 대한민국의 제 1 차 심문 후 서면 의견서, ¶ 174. 또한 대한민국의 심문 후 반박 서면 의견서, ¶ 68 참조. (“한국의 협정 위반이 없었다면 (a) 국민연금의 결정이 국민연금 리서치팀의 계산과는 별개로 투자위원회에 의해 내려졌기 때문에 국민연금은 여전히 본건 합병에 찬성 투표를 하였을 수도 있거나, 따라서, 청구인이 잃은 것은 정부의 개입 없이 의결권을 행사할 기회가 전부였습니다. 협정 위반 없이도 국민연금이 여전히 본건 합병에 찬성 투표를 하였거나 삼성물산 주주들의 표결이 여전히 본건 합병을 승인할 수 있었다면,

판단하고 이를 근거로 인과관계를 확립했기 때문에, 그러한 주장에 대해 판결을 내릴 필요가 없었습니다.³⁴⁴ 그러나 영국 법원이 귀속 판단을 취소함에 따라, 이제 기회 상실 프레임워크의 적용 여부를 재검토할 필요가 있습니다.

121. 대한민국의 기회 상실 주장과 관련하여, 청구인은 “대한민국의 위법한 개입이 없었더라면 국민연금 본건 합병을 승인하지 않았을 것”이라는 기존 입장을 재차 주장하고 있습니다.³⁴⁵ 그러나 이러한 주장은 중재판정부가 기회 상실 분석을 적용할 수 있다는 대한민국의 (부차적) 입장에 대한 반박이 되지 못합니다. 청구인이 가정적 시나리오에서 결과가 확실했다고 주장할지라도, 증거는 그 반대를 보여줍니다.³⁴⁶ 만약 중재판정부가 가정적 시나리오에서 국민연금의 투표 결과에 내재된 불확실성 – 제 3 자에게 기인하는 외생적 요인 – 이 존재한다는 점을 인정하고, 중재판정부가(대한민국의 주된 입장과는 달리) 청구인에게 가정적 시나리오를 충분한 정도의 확실성 수준으로 입증할 책임을 지우지 않으려는 경향을 보인다면, 기회 상실 분석 틀을 적용할 수 있을 것입니다.
122. 청구인은 기회 상실에 관한 대한민국의 입장에 대해 실질적으로 반박하지 못하였습니다. 특히, 청구인은 대한민국의 1 차 준비서면에 명시된 다음 사항들 중 어느 하나도 반박하지 않았습니다:
 - a. 기회 상실은 “외생적 요인으로 인해 청구인이 “충분한 정도의 확실성”에 따라 위반 행위와 주장된 손해 간의 인과관계를 입증할 수 없으나, 그럼에도 불구하고... 해당 위반으로 인해 잠재적으로 이익을 얻거나 손해를 피할 수

청구인이 잃은 것은 (청구인이 계량화하지 않은) 본건 합병이 부결될 가능성이 전부일 것입니다.”).

³⁴⁴ 예를 들어, **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 444-446, 623, 814 참조 (“따라서, 청구인은 피청구국이 국민연금으로 하여금 협정을 위반하도록 하였음을 입증할 필요가 없으며; 피청구국의 협정 위반 여부를 판단함에 있어서 국민연금의 행위는 피청구국에게 귀속된다.”), 821 (“법률상 인과관계에 관하여, 중재판정부는 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속될 수 있으므로, 청구인이 주장하는 손실 및 손해는 피청구국의 행위의 직접적 결과이며, 따라서 피청구국과 상당인과관계가 있다고 판단한다.”).

³⁴⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 131.

³⁴⁶ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편; 위 제 III 편 참조.

있었던 귀중한 기회를 상실했음을 입증할 수 있는 경우”에 적용될 수 있습니다.³⁴⁷

- b. *Bilcon v. Canada* 사건은 “이 프레임워크가, 예를 들어 (a) 투자자가 특정 한 결과에 대한 권리는 없으나, 대신 그러한 결과를 달성할 공정한 기회를 가질 권리가 있는 경우; 또는 (ii) 가정적 시나리오가 제 3 자의 외생적 행위를 포함하는 등 본질적으로 입증하기 어려운 경우”에 적용될 수 있음을 보여줍니다(강조 생략; 기타 강조 추가).³⁴⁸
- c. 이 프레임워크는 “본 사건의 상황에 부합”합니다. 그 이유는 첫째, *bilcon* 사건과 마찬가지로, 청구인이 정부 행위의 결과로 잃었다고 볼 수 있는 것은 기껏해야 합병에 반대하는 설득 캠페인에서 성공할 기회뿐이었다”는 점이며; 둘째, 정부 행위와 청구인이 주장하는 손실 사이의 인과관계는 독자적인 이해관계와 고려 사항을 가진 비국가적 심의 기구(국민연금)의 의사결정을 거치기 때문입니다.³⁴⁹
- d. 이러한 틀에 따라, “중재판정부는 (i) 중재판정에서³⁵⁰ 청구인에게 인정된 전체 손해액[즉, USD 48,490,438, 중재판정에서 중재판정부가 청구인에게 지급을 명한 금액]에 (ii) 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대하거나 기권했을 가능성이 높고, 그 결과 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점에 상응하는 적절한 비율을 곱하여 손해배상액을 산정할 수 있습니다.”³⁵¹

123. 대한민국의 1 차 준비서면 및 위에서 밝힌 바와 같이, 청구인은 “충분한 확실성” 기준에 따라 정부 행위가 없었다면 국민연금이 합병에 반대하거나 기권했을

³⁴⁷ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 190 (내부 번호 생략).

³⁴⁸ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 192 (인용 생략).

³⁴⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 196.

³⁵⁰ 중재판정부는 총 손실액을 원화로 산정한 후, 중재판정일 기준 환율을 적용하여 최종 금액을 미화로 환산하였습니다. **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 948, 952 참조. 중재판정부는 환송된 쟁점에 대한 중재판정에서 인정된 모든 배상금의 산정에도 동일한 접근 방식을 취해야 하며, 이때 해당 (향후 내려질) 추가 중재판정일 기준 환율을 적용해야 합니다.

³⁵¹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 202. 또한 동 문서, ¶¶ 198-199 참조.

것이라는 점을 입증할 수 없습니다.³⁵² 따라서 청구인의 배상 청구는 전액 기각되어야 합니다. 부차적으로, 중재판정부가 그럼에도 불구하고 청구인에게 일정한 배상을 인정하고자 한다면, *기회 상실* 원칙을 적용하여 정부 간섭 없이 합병 반대 캠페인의 성패가 결정될 수 있었던 공정한 *기회*를 상실한 점에 대해 청구인에게 배상할 수 있습니다.³⁵³ 청구인은 이 문제에 대해 논의를 진행하지 않았으며, 대한민국의 예비적 주장이 채택되어서는 안 되는 타당한 이유를 제시하지 않았습니다.

VI. 비용 및 이자

124. 본 편에서 대한민국은 다음을 입증합니다: (A) 당사자들이 합의한 바와 같이, 중재절차 전반에 걸친 당사자들의 상대적 성공 정도를 반영하기 위해 중재 비용을 재분배해야 할 필요가 있을 수 있습니다; (B) 청구인이 취소소송 절차에 소요된 비용을 청구하는 것은 허용되지 않습니다; 및 (C) 중재판정부는 중재판정의 판정 전 이자 산정 근거에 대한 청구인의 이전 이의 제기를 재심하려 하는 시도를 받아들이어서는 안 됩니다.

A. 당사자들은 중재절차의 법률 비용이 전체 절차에서 상대적 성공에 기초하여 재분배될 수 있으며, 재분배가 필요할 수도 있다는 점에 동의합니다

125. 대한민국은 1 차 준비서면에서, 영국 법원이 당사자들의 소송비용 배분에 관한 중재판정부의 결정 및 명령을 취소하기로 결정한 점³⁵⁴ 을 감안할 때, 중재판정부는 이제 해당 비용을 어떻게 배분해야 할지 재검토해야 하며, 그 과정에서 환송중재절차의 결과를 포함하여 중재에서 당사자들의 상대적 승소 여부를 고려해야 한다고 설명했습니다.³⁵⁵

³⁵² 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 III 편; 위 제 III 편 참조.

³⁵³ **RLA-090, Bilcon** (손해배상 관련 중재판정), ¶ 280 (유사한 상황에서 기회 상실 분석을 적용한 사례) 참조; **RLA-224, Jan Paulsson**, 『국제법상 사법부인』 (2005) 발췌, p. 225 (사법부인 청구에서, “피해를 종종 ‘기회의 상실’—승소할 ‘가능성’이지 ‘확실성’이 아닌—으로 분석해야 한다”(원문 강조)).

³⁵⁴ **CLA-226**, 환송 명령, ¶¶ 2(i)-(j) (중재판정의 ¶¶ 993, 995(b)-999(h)를 파기함); 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 208-209 참조.

³⁵⁵ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 VII 편 참조.

126. 청구인은 “법률비용에 관한 결정은 궁극적으로 어느 당사자가 승소하였는지를 고려해야” 한다고 인정합니다.³⁵⁶ 또한 청구인은 중재판정부의 소송비용 부담 결정이, 특히 “환송된 쟁점에 관한 중재판정부의 결정에 비추어” 재검토될 필요가 있을 수 있음을 인정합니다.³⁵⁷ 따라서 중재 전체에서 당사자들의 궁극적인 상대적 성공 정도를 반영하기 위해 중재 소송비용을 재분배할 수 있으며, 재분배가 필요할 수도 있다는 점은 당사자 간에 이견이 없습니다.
127. 위와 별개로, 청구인은 답변서면 제 138 항 및 제 139 항에서 당사자들의 소송비용과 관련하여 일련의 추가 주장을 제기하고 있습니다. 유감스럽게도 이러한 주장들은 이해하기 어렵고, 타당성이 부족합니다:
- a. 첫째, 청구인은 “중재판정부가 엘리엇의 법률비용에 관한 기존의 산정을 다시 검토할 근거도 없[다]”고 (강조 원문에서 추가) 주장합니다.³⁵⁸ 청구인이 왜 이러한 주장을 하는지 불분명합니다. 대한민국은 중재판정부가 원 중재절차에서 당사자들이 부담한 소송비용의 산정을 재검토해야 한다고 제안한 적이 없습니다. 오히려 대한민국은 영국 법원이 중재판정부의 소송비용 배분 결정만을 취소했다고 명시적으로 주장해 왔습니다.³⁵⁹
 - b. 둘째, 소송비용 배분과 관련하여, 청구인은 중재판정부의 중재판정 정정 결정으로 인해 배분을 재검토할 이유가 없다고 주장합니다. 청구인은 해당 결정이 오직 “중재판정부의 오류를 시정하기” 위한 것이었다고 주장합니다.³⁶⁰ 청구인은 정정 결정이 당사자들의 상대적 성공 여부 평가,

³⁵⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 139.

³⁵⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 138. 또한 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 133 참조(“중재판정부의 환송된 쟁점에 관한 결론이 당사자들 간의 비용 부담에 관한 판단에 영향을 미칠 수 있[다]”는 영국 법원의 지적을 인정한 부분).

³⁵⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 138.

³⁵⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 제 1 차 준비서면, ¶ 209 참조. 대한민국은 ‘환송된 쟁점에 관한 의견서’의 각주 402 에서, 비용 재분배 시 중재판정부가 청구인과 대한민국이 각각 부담한 총 비용 간의 현저한 차이를 고려할 필요가 있을 것이라고 언급한 바 있습니다. 대한민국은 비용의 산정이 아닌 배분과 관련된 이 입장을 고수하고 있습니다.

³⁶⁰ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 138.

나아가 소송비용 배분과 무관하다고 주장하는 것으로 보입니다.³⁶¹ 그러나 청구인은 대한민국이 중재판정 정정 요청에서 성공했다는 사실³⁶²을 부인할 수 없으며, 이러한 성공의 결과로 중재판정부는 청구인에게 지급될 배상금액을 감액했습니다.³⁶³ 이러한 결과는 필연적으로 중재에서 당사자들의 상대적 성공의 균형을 바꾸었습니다. 반면 청구인은 정정 요청에서 완전히 실패했습니다.³⁶⁴

- c. 셋째, 중재판정부의 비용 부담 결정이 환송 쟁점에 대한 판단에 비추어 재검토될 필요가 있을 수 있다는 점은 인정하지만, 청구인은 그럼에도 불구하고 그러한 조정이 오직 자신에게 유리하게만 작용할 수 있다고 주장하는 것으로 보입니다.³⁶⁵ 청구인은 그러한 입장에 대한 근거를 제시하지 못하고 있습니다. 대한민국이 1 차 준비서면에서 입증한 바와 같이, (대한민국이 주장하는 바와 같이) 중재판정부가 환송된 *인과관계* 쟁점 및/또는 이에 상응하는 *손해배상액*에 대한 대한민국의 입장을 어느 정도라도 수용한다면, 그러한 상황 변화는 필연적으로 전체 절차에 대한 중재판정부의 소송비용 부담 결정에 반영되어 대한민국에게 유리하게 작용해야 합니다.³⁶⁶
- d. 마지막으로, 청구인은 취소소송 절차에서 승소한 점을 고려하여 원 중재절차의 소송비용 부담을 대한민국에 유리하게 조정해야 한다는 대한민국의 입장에 동의하지 않습니다.³⁶⁷ 청구인은 대한민국이 “해당 절차에서 제기한 다섯 가지 쟁점 중 두 가지 쟁점”에 대해서만 승소했을

³⁶¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 138.

³⁶² 2023 년 9 월 1 일자 중재판정문 정정 및 해석 신청에 관한 결정(“정정 결정”), ¶ 65(a) 참조 (중재판정 정정을 요청한 대한민국의 신청을 인용함).

³⁶³ 예를 들어, 정정 결정, ¶ 65(a)(13) (중재판정에서 청구인에게 지급된 금액을 “USD 53,586,931.00”에서 “USD 48,490,438.00”으로 정정한 부분) 참조.

³⁶⁴ 정정 결정, ¶ 65(c) 참조 (청구인의 중재판정 정정 요청을 기각함).

³⁶⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 138 참조 (“오히려, 인과관계에 관한 대한민국의 주장이 엘리엇에 의해 다시 한번 배척된 만큼, 그 비율은 엘리엇에게 유리한 방향으로 상향 조정되어야 할 것입니다.”라고 주장함).

³⁶⁶ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 211 참조.

³⁶⁷ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 211 참조.

뿐이며, 영국 법원이 중재판정부에 회부한 쟁점은 극히 일부에 불과하다고 주장합니다.³⁶⁸ 청구인의 주장은 요점을 놓치고 있습니다. 대한민국은 중재판정부가 취소소송 절차에서 당사자들의 상대적 성공 여부를 근거로 중재비용을 재분배해야 한다고 주장하는 것이 아닙니다. 오히려, 대한민국이 1 차 준비서면에서 입증했듯이, 중재판정의 중요한 부분을 취소하는 데 성공하고 추가 심리를 위해 중재판정부에 환송을 확보함으로써, 대한민국은 원 중재절차의 결과를 변경시켰고, 결과적으로 중재판정부가 원 중재에서 당사자들의 상대적 성공 여부를 평가했던 근거도 변경시켰습니다.³⁶⁹ 따라서 취소소송 절차에서 대한민국이 거둔 성공은 중재판정부가 최종적으로 중재비용을 재분배할 때 고려해야 할 관련 사안입니다. 영국 법원이 대한민국의 다른 이의 제기 사유를 받아들였는지 또는 기각했는지는 무관합니다.

128. 대한민국은 환송 쟁점에 대한 심리가 끝난 후, 중재판정부가 당사자들에게 최신 비용 명세서 제출을 요청함으로써 중재판정부가 중재의 최종 결과에 기초하여 충분한 정보를 바탕으로 비용 결정을 내릴 수 있도록 해야 한다는 제안을 재차 강조합니다.³⁷⁰

B. 청구인의 취소소송 절차 비용 청구는 기각되어야 합니다

129. 대한민국이 1 차 준비서면에서 지적한 바와 같이, 청구인이 중재판정부에 취소소송 절차에 대한 소송비용을 지급하도록 명해 달라는 이례적인 요청은 사실상 영국 법원이 내린 최종 소송비용 명령을 뒤집으려는 것이며, 이는 기판력(*res judicata*)의 원칙에 의해 금지되며 중재판정부의 관할권 범위를 벗어납니다.³⁷¹ 청구인은 답변서면에서 “영국 법원의 결정을 파기하고자 하는 것이 아니”라고 주장하지만,³⁷² 그러한 입장과 정면으로 배치되게도, 영국 법원이 청구인이 취소소송 절차에서 대한민국의 비용 대부분을 부담해야 한다고

³⁶⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 139.

³⁶⁹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶¶ 210-211 참조.

³⁷⁰ “환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면”, ¶ 212 참조.

³⁷¹ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, 제 VI 편 참조.

³⁷² 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 137(a).

판결했음에도 불구하고, 중재판정부가 대한민국으로 하여금 청구인의 취소소송 절차 비용을 보상하도록 명령해야 한다고 고집하고 있습니다.³⁷³ 청구인은 네 가지 주장을 제기하고 있으나, 그 어느 것도 타당성이 없습니다.

- a. 첫째, 청구인은 자신이 “대한민국의 위반으로 인해 발생한 비용 전액을 지급받을 권리가 있[다]”고 주장하며, 여기에는 “취소 절차에서 발생한 비용을 포함”된다고 주장합니다.³⁷⁴ 그러나 관련하여 청구인이 취소소송 절차에서 부담한 소송 비용과 전혀 관련이 없습니다. 청구인의 요청은 사실상 위반에 대한 새로운 손해배상 청구에 해당하며 이는 받아들여질 수 없습니다. 예상대로 청구인은 국제투자중재판정부가 당사자에게 중재판정과 관련된 취소 절차에서 발생한 비용을 지급하도록 판정할 수 있다는 주장에 대한 판례나 기타 근거를 제시하지 못하고 있습니다.
- b. 둘째, 청구인은 취소소송 절차가 “이 사건의 결론에 결과적으로 아무런 영향을 미치지 않을 것”이라고 주장합니다.³⁷⁵ 이 절차가 최종 결과를 바꿀지 여부(대한민국은 청구인이 여기서 ‘최종 결과’란 (만약 있다면) 판정된 손해배상액을 의미한다고 이해합니다)는 아직 미지수입니다. 어쨌든, 환송중재절차의 결과와 무관하게, 대한민국은 취소소송 절차를 개시할 명백한 권한이 있었으며, 이로 인해 영국 법원은 대한민국에 광범위한 영향을 미칠 수 있었던 중재판정의 중요한 부분(즉, 국민연금이 사실상 국가의 기관이라는 판단)을 취소하게 되었습니다.
- c. 셋째, 청구인은 “중재판정부가 UNCITRAL 중재규칙 제 40 조 e 항에 따라 [원문 오기 – 분명히 제 40 조(2)(e)항을 지칭합니다] ‘중재와 관련하여 당사자가 지출한 법률비용 및 그 밖의 비용’을 지급하도록 명령할 권한”이 있으므로 중재판정부가 취소소송 절차에서 엘리엇에게 그 비용을 지급하도록 명령할 “관할권이 있[다]”고 주장합니다. (원문 강조).³⁷⁶

³⁷³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶¶ 137, 141(f).

³⁷⁴ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 137(a).

³⁷⁵ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 137(b).

³⁷⁶ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 137(c).

그러나 “중재와 관련하여 당사자가 지출한 법률비용”에는 중재 종결 후 당사자가 제기한 취소 절차와 관련하여 발생한 비용은 포함되지 않습니다. 청구인은 이와 달리 시사하는 어떠한 판례도 인용하지 않았습니다. 또한 청구인은 1996 년 영국 중재법에 따라 중재판정부의 비용에 관한 권한이 “중재 비용”으로 한정된다는 대한민국의 지적에 대해 아무런 반박도 제시하지 못하고 있습니다.³⁷⁷

- d. 마지막으로, 청구인은 “기관력에 관한 대한민국의 주장을 살펴보면, 이 사안은 3 중 동일성 기준을 충족하지 않습니다. 영국 법원에서의 취소절차와 본 중재절차는 당사자가 구하는 구제나 제기하는 청구 그 어느 것도 동일하지 않습니다.”라고 주장합니다.³⁷⁸ 그러나—“3 중 동일성” 기준이 *기관력(res judicata)*에 적용되는지 여부의 문제는 ³⁷⁹ 차치하더라도—논란의 대상이 되는 구체적인 청구, 즉 청구인이 취소소송 절차에 소요된 비용을 청구하는 점에 대해서는 3 중 동일성이 충족됩니다. 게다가 대한민국이 1 차 준비서면에서 지적했듯이, 영국법상 *기관력* 원칙은 청구원인에 대한 기관력 뿐만 아니라 쟁점에 대한 기관력도 포괄합니다: “후속 소송의 청구 원인이 선행 소송의 청구 원인과 동일하지 않더라도, 양 소송에 필연적으로 공통되는 특정 쟁점이 선행 소송에서 이미 결정되었으며, 이는 당사자들에게 구속력을 가집니다.”³⁸⁰ 어느 원칙을 적용하더라도, 청구인은 취소소송 절차에서 비용 분배에 관한 영국 법원의 구속력 있는 판단을 다시 다투는 것이 금지됩니다.

³⁷⁷ 환송 쟁점에 관한 대한민국의 1 차 준비서면, ¶ 205, 각주 379 참조.

³⁷⁸ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 137(d).

³⁷⁹ **CLA-001**, *Apotex Holdings Inc v. United States of America 사건* (ICSID Case No. ARB(AF)12/1), 2014. 8. 25.자 판정문, ¶ 7.15 참조 (“일부 국제 재판소 및 학자들은 [*res judicata* 의] *petitum* 과 *causa petendi* 간의 구분에 의문을 제기해 왔으며, 많은 사건에서 더 단순한 분석 방식을 사용해 왔다. 영국-미국 청구 중재 재판부는 이 원칙이 단 두 가지 요소만을 포함한다고 보았다: ‘*res judicata* 는 [i] 당사자와 [ii] 쟁점의 동일성이 있는 경우에만 적용된다.’”) (내부 인용 생략; 내부 번호 추가).

³⁸⁰ **RLA-212**, *Virgin Atlantic Airways Ltd v Zodiac Seats UK Ltd* [2013] UKSC 46, ¶ 17.

C. 청구인은 중재판정의 판정 전 이자 계산 기준에 대한 수정 요청이 기각된 바, 이를 다시 제기할 수 없습니다

130. 청구인은 답변서면에서 본 중재의 정정 단계에서 이전에 제기했으나 중재판정부가 기각했던 주장을 다시 제기하려 하고 있습니다. 구체적으로, 청구인은 1 차 준비서면에서 중재판정에서 청구인에게 지급된 원금(즉, 48,490,438 달러)에 대해 판정 전 이자를 적용해 줄 것을 요청했으나³⁸¹, 답변서면에서는 청구인은 이제 중재판정 전 이자를, 청구인의 삼성물산 지분 전체에 대한 주장된 가정적 공정시장가치(즉, 771,026,741,100 원, 약 493,991,436 달러³⁸²)를 반영한 훨씬 더 큰 금액에 적용해야 한다고 주장하며, 이는 청구인이 이후 회수한 금액을 고려하여 시간 경과에 따라 조정된 금액입니다.³⁸³ 청구인이 중재판정부가 기각되지 않은 ‘판정 전 이자’ 산정 근거에 관한 기존 판단을 재고해 줄 것을 요청한 것은 절차상 허용되지 않습니다.
131. 다시 말해, 청구인은 본 중재의 정정 단계에서 중재판정부가 청구인의 주식에 대한 주장된 가정적 공정시장가치에서 도출된 금액이 아닌, 판정된 손해액에 대해 판정 전 이자를 산정함으로써 “방법론적 오류”를 범했다고 주장하며, 정확히 동일한 주장을 제기한 바 있습니다.³⁸⁴ 중재판정부는 청구인이 “이자 계산 기준의 변경”을 요구하고 있으며, 실질적으로는 (계산 오류의 정정이 아닌) 중재판정의 수정을 요구하고 있다고 판단하여 해당 주장을 명백히 기각했습니다.³⁸⁵ 대한민국이 당시 설명했다듯이, 청구인의 부적절한 요청이 받아들여졌더라면 청구인은 중재판정부가 인정해 준 손해액의 일부를 구성하지 않는 금액에 대한 이자를 회수할 수 있게 되었을 것이며, 따라서 중재판정 전 이자 계산의 근거뿐만 아니라

³⁸¹ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 서면, ¶¶ 82(a)-(b) 참조.

³⁸² Oanda 환율 계산기(2026 년 6 월 7 일 마지막 접속)에서 확인한 1 KRW = 0.00064 USD 의 환율을 적용한 미국 달러(USD) 기준 추정 금액.

³⁸³ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변 서면, ¶ 141(b) 참조. 또한 2023 년 7 월 20 일자 청구인의 중재판정 정정 요청서, ¶¶ 17-20 참조.

³⁸⁴ 피청구국의 중재판정 정정 및 해석 신청, 2023 년 7 월 20 일, 제 III 편.

³⁸⁵ 정정 결정, ¶ 63.

청구인에게 지급해야 할 보상 원금을 산정하기 위해 중재판정부가 채택한 방법론까지 변경되었을 것입니다.³⁸⁶

132. 청구인은 이제 동일한 근거 없는 주장을 다시 제기하려 하고 있습니다. 청구인은 답변서면에서, 중재판정부가 다시 한번 “대한민국의 위반 행위가 초래한 결과”를 검토하고 있으므로, “이자의 적정한 산정에 관한 엘리엇의 주장을 검토하고 받아들일 권한”이 있다고 주장합니다.³⁸⁷ 이러한 주장은 잘못되었습니다. 영국 법원은 인과관계에 관한 특정 쟁점에 대한 중재판정부의 판단—그리고 결과적으로 인정된 구제 조치의 일부³⁸⁸—을 취소하였으나, 이자에 관한 중재판정부의 판단은 전혀 변경하지 않았습니다.³⁸⁹ 특히, 영국 법원은 중재판정부가 ‘배상액’ 만을 기준으로 판정 전 이자를 산정해야 한다는 결정을 파기하지 않았습니다.³⁹⁰ 따라서 이러한 결정들은 여전히 구속력을 가지며 환송중재절차의 범위를 벗어납니다.³⁹¹ 따라서 청구인이 중재판정의 판정 전 이자 산정 근거를 수정해 달라는 요청은 허용되지 않습니다.
133. 위 내용을 고려할 때, 설령 환송중재절차에 따라 중재판정부가 최종적으로 청구인에게 어떠한 배상금이라도 지급하기로 결정한다 하더라도, 이에 상응하는 판정 전 이자는 중재판정부가 중재판정에서 채택하고 영국 법원이 변경하지 않은 산정 방식에 따라, 중재판정부가 최종적으로 결정한 해당 배상금을 기준으로 산정되어야 합니다.

³⁸⁶ 예를 들어, 청구인 측 중재판정 정정 신청에 대한 답변서, 2023년 8월 4일, ¶ 9 참조.

³⁸⁷ 환송된 쟁점에 관한 청구인의 답변서면, ¶ 141.

³⁸⁸ **CLA-226**, 환송 명령, ¶ 2(j) (중재판정 ¶¶ 995(b)-999(h)를 파기) 참조.

³⁸⁹ **RLA-194**, 중재판정, ¶¶ 958-962 참조.

³⁹⁰ **RLA-194**, 중재판정, ¶ 961 (“중재판정부는 청구인이 배상 금액에 상응하는 자금을 빼앗긴 기간 동안 해당 자금을 투자하였다면 얻었을 금액을 기준으로 전부 배상을 받아야 한다는 원칙을 토대로 적용 이율을 결정해야 한다고 판단한다.”). 또한 정정 결정, ¶¶ 55-56 참조.

³⁹¹ **CLA-222**, 취소 판결, ¶ 254 참조 (“법원이 제 67조에 따라 판정의 일부를 취소하면서도, 나머지 판정은 그대로 유지하여 집행 가능하게 할 수 있다는 점에 대해 나는 납득한다...”); **CLA-226**, 환송 명령, ¶ 3 참조 (환송된 쟁점의 범위를 명시함).

VII. 신청 취지

134. 본 2 차 준비서면에 명시된 사유에 따라, 대한민국은 환송 쟁점에 관한 1 차 준비서면 제 213 항에 명시된 신청 취지를 정중히 재차 요청합니다.

이상과 같이 정중히 제출합니다.



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

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