

유엔국제무역법위원회 중재규칙 및
대한민국과 미합중국간의 자유무역협정에 따른 중재

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

청구인

대한민국

피청구국

청구인의 재반박서면

2026 년 8 월 13 일

THREE CROWNS



KOBRE & KIM

목차

I.	서론.....	1
II.	환송의 범위.....	5
III.	사실적 인과관계.....	8
	A. 적용 기준	8
	B. 입증 책임 및 입증 기준	10
	C. 청와대 조치가 없었더라면(but-for) 국민연금은 본건 합병에 반대 투표하였을 것입니다	10
	D. 가정적(but-for) 시나리오는 청와대 조치 자체를 통해 확인됩니다	18
	E. 중재판정부는 중재판정문에서 이러한 다툼 없는 사실을 반영하였습니다.....	21
	F. 추가 판결들은 중재판정문의 사실인정과 달리 판단할 아무런 근거를 제공하지 않습니다	23
IV.	법률적 인과관계.....	27
	A. 적용 기준	27
	B. 입증 책임 및 입증 기준	28
	C. 인과관계의 연결고리는 직접적이고 단절되지 않았으며 예견 가능하였습니다.....	28
	D. 대한민국의 근접성 결여 주장은 이유 없습니다	29
V.	신청취지.....	30
	중재판정부의 질문 1	5
	중재판정부의 질문 2	9
	중재판정부의 질문 3	11
	중재판정부의 질문 4	13

I. 서론

1. 이 사건 환송 절차에서 대한민국의 입장은 한 문장으로 요약될 수 있습니다. 대한민국은 찬반 투표 절차를 조작하여 그 결과가 찬성이 되도록 할 수 있고, 그것이 발각되더라도 엘리엇이 그 결과가 반대였을 것임을 입증할 수 없다고 주장하면 그만이라는 것입니다. 결국 대한민국의 논리대로라면, 앞면이 나오면 대한민국이 이기고 뒷면이 나오면 엘리엇이 지는 셈입니다.
2. 이러한 입장은 법리적으로도 잘못되었고, 사실관계에도 부합하지 않으며, 주권국가의 범죄행위를 만연히 허용하는 결과를 초래할 것입니다. 이는 영국 법원이 본 중재판정부에 환송한 좁은 쟁점에 대한 왜곡된 답변이 될 것입니다.
3. 영국 법원은 대한민국의 국민연금에 의한 협정 위반 부분을 제외한 모든 사항에 관하여 본 중재판정부의 관할권을 확인하였습니다. 영국 법원은 또한 청와대, 보건복지부 및 문형표 보건복지부 장관의 협정 위반에 관한 중재판정부의 판단을 확인하였습니다. 아울러 인과관계에 관하여 중재판정부가 내린 사실 및 법리에 대한 판단 대부분을 그대로 유지하였습니다. 실질적으로 영국 법원이 본 중재판정부가 판단하도록 요청한 것은 국민연금의 국제법상 지위에 관한 영국 법원의 상이한 판단이 대한민국의 위반행위로 인해 엘리엇의 손해가 발생하였다는 중재판정부의 기존 판단에 영향을 미치는지 여부입니다. 이러한 질문을 함에 있어 영국 법원은 국민연금이 보건복지부의 통제 하에 있었다는 점, 국민연금이 보건복지부로부터 독립적으로 행동하지 않았다는 점, 그리고 보건복지부가 투표에 개입하여 “[국민연금] 투자위원회가 본건 합병 찬성 투표에 이르도록” 하였다는 점을 포함한 중재판정부의 관련 사실인정을 취소하지 않았습니다.¹
4. 이러한 사실인정이 취소되지 않은 것은, 그러한 사실 관계가 국민연금의 국제법상 법적 지위에 관한 본 중재판정부의 판단과는 별개의 것이었기 때문입니다. 해당 판단은 중재판정문에 그대로 남아있으며 당사자들과 중재판정부를 여전히 구속합니다. 만약 이제 와서 동일한 결과가 어차피 발생하였을 것이므로 보건복지부의 개입이 투자위원회가 본건 합병 찬성 투표“에 이르도록” 한 것이 *아니었다*는 판단을 한다면, 이는 여전히 구속력이 있는 기존 판단을 완전히 번복하는 결과가 될 것입니다.²
5. 이러한 새로운 판단은 중재판정부가 기존에 내린 판단과 병존 시 모순적일 뿐만 아니라, 본 중재판정부에 제출된 증거와도 양립할 수 없습니다. 또한 이는 청와대, 보건복지부 및 문형표 장관의 위반행위로 인해 메이슨(Mason)에게 손해가 발생하였다고 판단한 *메이슨* 중재판정부의 결정과도 모순될 것입니다.³
6. 국민연금의 투표에 대한 정부의 위법하고 실로 범죄적인 개입에 관한 *사실적* 증거는 여전히 압도적이며, 그중 어느 것도 국민연금이 국제법상 *사실상* 국가기관에 해당한다는 중재판정부의

¹ 중재판정문, 제 602, 623 항(강조표시 추가) {A/28/177-178,185}.

² 환송 쟁점 심리 속기록(이하 “**환송 쟁점 속기록**”), 2 일차, 51:3-51:6 및 105:24-113:9(피청구국 대리인) 참조 {L/6/14,28-30}.

³ *Mason v. Republic of Korea*, Exh CLA-219, 제 859-889 항 참조 {H/219/261-267}.

법을 판단에 좌우되지 않습니다. 이러한 증거는 대한민국 자신의 특별검사가 수년에 걸친 형사수사를 통하여 성실하게 확보한 것입니다. 이는 청와대로부터 보건복지부로, 그리고 보건복지부로부터 국민연금으로 다음과 같은 지시가 하달되었음을 확인하여 줍니다: (i) 국민연금의 투표가 본건 합병을 지지하는 결과가 되도록 할 것; (ii) 국민연금이 당시 스스로 바로 이러한 이유 “때문에 생긴” 것이라고 밝힌 바 있는 전문위원회를 우회할 것;⁴ (iii) 국민연금이 보다 순응적인 투자위원회로 하여금 본건 합병에 대하여 투표하도록 할 것; 그리고 (iv) 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 할 것.

7. 증거는 또한 이러한 지시를 국민연금 내에서 실행하고 본건 합병으로 인해 주주들에게 발생할 중대한 손실을 은폐하기 위해 이례적인 수단이 동원되었음을 보여주는 바, (i) 전문위원회가 본건 합병 투표를 결정해야 한다는 국민연금의 기존 입장에도 불구하고 전문위원회가 우회되었으며; (ii) 본건 합병에 대한 국민연금의 내부 평가가 실제보다 가치 훼손이 적은 것처럼 보이도록 반복적으로 조작되었고; (iii) 조작된 평가에 근거하더라도 여전히 남아있는 국민연금의 가치 훼손을 외견상 지우기 위해 “임의대로 숫자만 곱해서” 산출되어 “누가 봐도 말이 안 되는” 방식으로 시너지 효과 계산을 조작하였으며;⁵ (iv) 국민연금의 기금운용본부장 홍완선(이하 “**홍완선 본부장**”)은 본건 합병에 대한 투표를 결정할 투자위원회 위원들을 이례적으로 직접 선정하고, 그들에게 찬성 투표를 하도록 압박하였습니다.
8. 정부의 지시는 명확하였습니다: “[본건] 합병 건이 찬성되어야 한다”는 것이었으며,⁶ 그 실행에 관한 증거는 압도적입니다.⁷ 뿐만 아니라 이러한 개입은 명백히 부적절하였기에 의도적으로 은폐되었는데, 보건복지부 조남권 국장의 표현을 빌리자면 “삼척동자도 다 그렇게 알겠지만” 이를 공개하여서는 “안 된다”고 하였습니다.⁸
9. 바로 이러한 이유로 대한민국은 앞서 문형표 장관 및 홍완선 본부장에 대한 형사절차(서울중앙지방법원 및 서울고등법원, 이하 “**문형표/홍완선 사건**”) ⁹ 에서 내려진 사실인정을 자인한 바 있으며, 그 사실 판단 자체가 이러한 정부의 지시 및 그 실행을 확인하여

⁴ 팀장과 백진주 사무관 간 전화통화 녹취서, 2017년 4월 18일, **Exh C-333**, 제 12면 {**C/333/6**}. 또한 환송된 쟁점에 관한 엘리엇의 답변서면(이하 “**환송 쟁점 답변서면**”), 제 50항 {**B/23/22-23**}; 재반박서면, 제 114(a)항 {**B/6/65**}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 41(b)항 {**B/10/20**} 참조.

⁵ 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, **Exh C-477**, 제 16면 {**C/477/10**}. 또한 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, **Exh C-478**, 제 12면 {**C/478/8**}; 환송 쟁점 답변서면, 제 60항 {**B/23/27**}; 재반박서면, 제 131항 {**B/6/98-99**}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 42(c)항 {**B/10/23**} 참조.

⁶ 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, **Exh C-497**, 제 12-15면 {**C/497/12-15**}. 또한 환송 쟁점 답변서면, 제 46-48항 {**B/23/19-21**}; 재반박서면, 제 108항 {**B/6/59-63**}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 41항 {**B/10/19-22**} 참조.

⁷ 환송 쟁점 답변서면, 제 46-67항 {**B/23/19-32**}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 40-43항 {**B/10/18-24**}; 재반박서면, 제 108-166항 {**B/6/59-134**} 참조.

⁸ 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 3월 22일, **Exh C-497**, 제 14-15면 {**C/497/14-15**}. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 14면 {**C/79/14**}; 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 44-45면 {**C/69/44-45**}; 중재판정문, 제 598항 {**A/28/175-176**} 참조.

⁹ 하기 제 130번 각주 참조.

주는 증거에 근거한 것이었습니다.¹⁰ 대한민국은 이제 와서 위 인정을 번복할 수 없는 바, 이는 제네바 심리에서 엘리엇이 인용한 *Chevron v. Ecuador* 중재판정부의 표현을 빌리자면, 국가는 “한 입으로 두 말 할 수” 없기 때문입니다.¹¹ 그럼에도 불구하고 대한민국은 이제 와서 그러한 자인을 번복하려 하고 있습니다. 그리고 이는 자신의 검찰이 작성한 진술조서가 부정확하다는 증거를 통해서가 아니라, 환송심리 당시 대한민국을 대표하여 출석한 검찰청 대표 5 인이 지켜보는 가운데 대한민국 소송대리인이 한 아전인수격 발언만을 통해서입니다. 대한민국이 이제 와서 대한민국의 검찰이 작성한 진술조서를 문제 삼는 것은 설득력이 없습니다. 그런 식으로 기존의 자인을 번복할 수는 더더욱 없습니다.

10. 이처럼 명백히 불가능함에도 불구하고, 대한민국은 이제 와서 문형표/홍완선 사건에서 내려진 사실 판단을 인정한 것과 그 사실 판단의 근거가 된 기초 증거를 구별하려 시도하고 있습니다. 그러나 이와 같은 구별은 터무니없는 것입니다. 문형표/홍완선 사건에서 내려진 사실 판단은 대한민국 검찰 진술조서에 근거한 것이었는 바, 이는 질문과 답변의 내용을 상세히 기록한 것으로서, 각 경우마다 진술을 한 증인이 그 정확성을 확인하여 서명한 것입니다.¹² 대한민국이 이제 와서 자신의 검찰 진술조서의 정확성에 의문을 제기하려 시도하는 것은 도저히 유지될 수 없고 온당치도 않은 것입니다. 이는 본 중재판정부가 이미 검토하고 판단을 내린 사실관계를 “재검토”하도록 유도하기 위해 대한민국이 어디까지 나아가야만 하는지를 여실히 보여줍니다.
11. 대한민국은 이제 와서 지금까지도 유효한 형사 유죄판결을 이끌어낸 자신의 검찰이 허위 증거를 만들어냈다고 주장하는 것인지 묻지 않을 수 없습니다. 물론 이와 같은 주장은 대한민국 내 모든 기소(더 나아가 검찰의 능력과 진실성)에 의문을 던지는 것이기에 그렇지는 않을 것이며, 그렇게 주장하지도 않을 것입니다. 추가 증거 제출의 기회가 이미 오래전에 종료된 본 중재절차의 현 단계에서 중재판정부가 이러한 번복을 받아들인다면, 이는 중대한 절차적 정당성의 문제를 낳을 것인 바, 청구인은 중재판정부가 이를 용인하지 않으시기를 정중히 요청드립니다.
12. 대한민국은 정부의 범죄적 개입이라는 사실관계를 진지하게 다룰 수 없기에 이를 사실상 인정하면서도, 인과관계에 관한 심리가 아닌 사고실험에 중재판정부를 끌어들이려 하고 있습니다. 대한민국은 자신의 위반행위로 인해 애초에 발생이 저지된 가상의 현실에서 본건 합병이 어차피 승인될 수 없었거나 승인되지 않았을 것이라는 점을 엘리엇이, 그것도 역사적 사실을 입증하는 것보다 더 높은 입증 기준으로, 입증해야 한다고 주장합니다. 이러한 태도는 법리 및 원칙의 측면에서 부당할 뿐만 아니라, 사실관계 자체가 이를 말해주고 있으므로 무익하기도 합니다.

¹⁰ 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 58-60 면 {**C/69/58-60**}; 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 54, 56 면 {**C/79/54,56**}; 문형표/홍완선에 대한 대법원 판결, 2022 년 4 월 14 일, **Exh C-781**, 제 9 면 {**C/781/9**} 참조.

¹¹ *Chevron v. Republic of Ecuador (II)*, 제 2 차 일부 판정문, 2018 년 8 월 30 일, **Exh CLA-183**, 제 7.106 항 {**H/183/444,451**}. 또한 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 104-110 항 {**B/10/44-46**} 참조.

¹² 예컨대, [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, **Exh C-467**, 제 16 면 {**C/467/7**}; [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, **Exh C-471**, 제 13 면 {**C/471/3**} 참조. 또한 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 104-110 항 {**B/10/44-46**} 참조.

13. 정부의 위법한 개입이 있기 전 국민연금의 향후 진행 방향은 명확하였습니다. 삼성의 합병 발표 이전 국민연금은 James Smith 의 반박되지 않은 진술과 같이, 삼성물산과 제일모직의 주가가 불리하게 왜곡된 점에 비추어 합병에 찬성하지 않을 것임을 엘리엇에게 직접 통보한 바 있습니다.¹³ 합병 발표 이후 국민연금은 본건 합병에 대한 투표와 관련하여 자문을 구하기 위해 특별히 위촉한 한국기업지배구조원으로부터 본건 합병에 반대 투표를 것을 명확히 권고하는 자문을 받았습니다.¹⁴ 이와 병행하여, 국민연금의 전문위원회는 청와대와 보건복지부가 본건 합병과 유사하다고 본 SK 그룹 계열사인 SK 씨앤씨와 SK 홀딩스 간의 합병안(이하 “SK 합병”)을 부결시켰습니다.¹⁵
14. 이러한 모든 정황이야말로 대한민국 정부 고위 관계자들이 발생 가능성이 더 높다고 판단한 결과를 회피하기 위해 이례적인 범행 계획에 가담하게 된 직접적인 동기였습니다. 개별 정부 관계자들에게 따르는 개인적 형사 처벌의 위험을 감수하면서까지(또한 실제로 중형의 실형이 선고되었습니다) 그와 같은 범죄적 계획에 가담하는 것은, 어차피 발생할 가능성이 높다고 생각하는 결과에 대하여 단지 “일말의 가능성도 남기지 않기”¹⁶ 위해서 하는 일이 아닙니다. 이것이 바로 2015 년 6 월 24 일 시작된 대한민국의 책략과 그로 인해 2015 년 6 월 30 일부터 국민연금의 절차에 대한 직접적 개입이 이루어지게 된 배경입니다.
15. 대한민국이 뒤늦게 구성해 낸, 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표를 할 수 있었거나 하였을 것이라는 온갖 그럴듯한 이유로 이루어진 가상의 세계는 결국 한 가지 단순한 사실의 무게에 눌러 무너집니다. 국민연금은 전문위원회나 투자위원회를 통하였는지를 막론하고, 본건 합병으로 인해 국민연금에 가치 손실이 발생하는 경우 법령상 이에 찬성 투표를 할 수 없었습니다.¹⁷ 실제로 국민연금은 2015 년 7 월 초 보건복지부에게 만약 본건 합병이 “주주가치의 감소를 초래”한다면 이에 “반대” 투표를 수밖에 없다고 명시적으로 확인하였습니다.¹⁸ 그리고 왜곡·조작된 평가와 시너지 효과가 없었다면 국민연금의 내부 계산은 본건 합병으로 인해 기금에 상당한 손실이 발생하였을 것이기 때문에 찬성 투표가 불가능하다는 점을 확인해주었을 것이라는 점 또한 명백합니다. 결국 투표에 참여한 투자위원회 위원 12 인 중 찬성 의결을 달성하기 위해 7 인 이상의 지지가 필요하였는데, 찬성 투표를 한 8 인 중 적어도 5 인은, 조작된 시너지 효과 계산이

¹³ 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015 년 6 월 3 일, Exh C-187, 제 3 면 {C/187/3}; 제 1 차 Smith 진술서, 제 27-29 항 {D1/1/11-12}; 제 2 차 Smith 진술서, 제 43 항 {D1/2/21-22} 참조. 또한 환송 쟁점 답변서면, 제 44 항 {B/23/19}; 재반박서면, 제 40-47, 450(b)항 {B/6/26-29,303-304}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 26 항 {B/10/11} 참조.

¹⁴ 한국기업지배구조원(KCGS) 보고서, 2015 년 7 월 3 일, Exh C-402, 제 1-3 면 {C/402/1-3} (“주주가치 훼손의 우려가 큰 이번 삼성물산과 제일모직 간합병계약 승인의 건에 반대투표를권고함.”) 참조. 또한 환송 쟁점 답변서면, 제 8(b)항 {B/23/5}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 192(b)항 {B/10/79}; 재반박서면, 제 69-70 항 {B/6/41-42} 참조.

¹⁵ 국민연금 보도자료, 2015 년 6 월 24 일, Exh C-204 {C/204/1} (“합병비율, 자사주소각시점 등을 고려할 때, [전문위원회는] 이 SK(주) 주주가치를 훼손할 우려가 있다고 판단하여 반대 의사결정을 하였다.”) 참조. 또한 [국민연금공단 기금운용본부(NPSIM)], “SK(주)와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015 년 6 월 10 일], Exh C-385, 제 1 면 {C/385/1}; 환송 쟁점 답변서면, 제 41-45 항 {B/23/17-19}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 32-33 항 {B/10/14-15}; 재반박서면, 제 98-103, 113-114 항 {B/6/53-55,64-78} 참조.

¹⁶ 환송 쟁점 속기록, 2 일차, 8:8-8:9(피청구국 대리인) {L/6/3}.

¹⁷ 하기 제 38-39 항 참조.

¹⁸ [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015 년 7 월 7 일 또는 7 월 8 일], Exh C-420, 제 1 면 {C/420/1}.

없었다라면 그렇게 투표하지 않았을 것이라고 이후 확인한 바 있습니다.¹⁹ 엘리엇의 주장과 증거가 제네바 심리 이전에 이미 이 쟁점을 직접적으로 제기하였음에도 불구하고, 대한민국이 그 투자위원회 위원 중 어느 누구도 본 중재판정부에 증인으로 제시한 바 없이 이제 와서 그들의 기존 진술을 재해석하려는 시도는 무의미합니다. 요컨대, 대한민국은 투자위원회 위원들이 가치 손실이 발생하는 경우에는 찬성 투표를 할 수 없도록 법령상 구속되어 있었다는 현실을 무시하고 있습니다. 이러한 뒤늦고 미흡한 책략은 배척되어야 합니다.

II. 환송의 범위

16. 영국 법원은 본 중재판정부의 995 개 문단으로 이루어진 중재판정문 중 단 13 개 문단만을 취소하였습니다.²⁰ 영국 법원은 국민연금의 법적 지위에 관한 부분을 제외한 관할권에 관한 중재판정부의 판단을 모두 그대로 유지하였습니다. 또한 국민연금의 귀속에 관한 부분을 제외한 대한민국의 책임에 관한 중재판정부의 모든 판단을 그대로 유지하였습니다. 나아가 영국 법원은 인과관계 및 손해에 관한 중재판정부의 판단 대부분을 유지하였는데, 국민연금의 귀속에 관한 법원의 판단은 해당 판단들에 아무런 영향을 미치지 않는다고 다시 한번 판단하였습니다. 또한 대한민국이 중재판정문의 인과관계 부분 전체를 취소하여 달라고 요청하였음에도 불구하고, 영국 법원은 대한민국의 이러한 요청을 기각하였습니다.
17. 영국 법원은 대한민국의 요청을 기각하고 인과관계에 관한 중재판정부의 판단 대부분을 유지하면서 후속 쟁점에 관한 결정 제 5(I)항에 당사자들에게 제시한 중재판정부의 질문 1의 근거가 되는 문단을 포함시켰습니다.²¹ 해당 질문에 대하여 엘리엇은 다음과 같이 답변합니다:
 - (i) 영국 법원은 해당 문단에서 중재판정문의 일부가 취소되었음에도 불구하고 인과관계의 판단 기준에 관한 중재판정부의 판단은 여전히 유효하다는 점을 인정하였습니다;
 - (ii) 그러면서 영국 법원은 환송된 쟁점에 비추어 인과관계의 판단 기준에 관한 추가적인 판단이 필요할 수도 있다는 가능성을 열어두었습니다;
 - (iii) 그러나 그러한 추가적인 판단이 있더라도 이는 그대로 유지된 인과관계의 판단 기준에 관한 중재판정부의 기존 판단을 대체하지는 않을 것입니다. 영국 법원의 표현을 빌리자면, “환송의 범위는 취소되지 않은 판단에 영향을 미치거나 대한민국이 이를 다시 다룰 수

¹⁹ ■■■■■ 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, Exh C-472, 제 10-11 면 {C/472/2-3}; ■■■■■ 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, Exh C-467, 제 7-8, 14 면 {C/467/3-4,6}; ■■■■■ 에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), Exh C-502, 제 14-16, 38 면 {C/502/5-6,10}; ■■■■■ 에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 10 일, Exh C-500, 제 8, 12, 48, 50 면 {C/500/2-3,8,10}; ■■■■■ 및 ■■■■■ 에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 6 월 20 일, Exh C-515, 제 6, 25-26 면 {C/515/10,12-13}; ■■■■■ 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, Exh C-471, 제 7 면 {C/471/2}; ■■■■■ 에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 5 일, Exh R-291, 제 55 면 {R/291/19}; ■■■■■ 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, Exh C-474, 제 17 면 {C/474/3} 참조. 또한 ■■■■■ 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, Exh C-473, 제 21-22 면 {C/473/4-5}; 엘리엇의 모두진술, 슬라이드 7 {L/1/7} 참조.

²⁰ Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P., CL-2023-000395, 후속 쟁점에 관한 결정, 2026 년 3 월 18 일, Exh CLA-227(이하 “결정문”), 제 5 항 참조 {H/227/2-4}.

²¹ 상기 결정문, 제 5(I)항 참조 {H/227/3-4}.

있도록 허용하는 것은 아[닙]”니다.²²

18. 대한민국이 영국 법원은 중재판정부가 이전에 ‘가정적(but for)’ 분석이나 ‘기회상실(loss of a chance)’에 기초한 손해배상 산정 방식을 검토하지 않았으므로 중재판정부의 판단을 이제 보완할 필요가 있음을 시사한 것이라고 주장한다면, 그러한 주장은 명백히 잘못된 것입니다.
19. 당사자들은 이 중재절차의 초기부터 정부의 개입이 어떠한 영향을 미쳤는지에 관하여 다투어 왔습니다.²³ 중재판정부는 중재판정을 내리기 전에 바로 이 쟁점에 관하여 당사자들의 주장을 심리하고 광범위한 증거를 제출받았습니다.²⁴ 그 과정에서 중재판정부는 국민연금의 어떠한 방식 및 어떠한 이유로 그와 같이 의결권을 행사하였는지에 관한 증거를 검토하였으며, 이는 필연적으로 국민연금의 의결권 행사 방향이 조작되었는지 여부에 대한 판단을 수반하였습니다.²⁵ 또한 중재판정부는 인과관계를 입증하기 위해서는 청구인이 위반행위가 없었더라면 ‘어떠하였을지’에 관한 불확실성을 배제해야 한다는 주장을 검토하고, 이를 배척하였습니다.²⁶
20. 마찬가지로 중재판정부는 손해에 대한 인과관계에 관한 논의에서 대한민국이 이전에 제기하였던 ‘기회상실’ 주장을 배척한 바 있습니다.²⁷ 중재판정부가 이전에는 이 쟁점을 판단할 필요가 없었다는 대한민국의 주장은 잘못된 것입니다. 이 쟁점은 국민연금이 이제 국가기관에 해당하지 않는다고 판단되었다고 하여 비로소 발생하는 것이 아닙니다. 이는 중재판정부가 국민연금을 사실상 국가기관으로 판단함과 동시에 국민연금이 그 기능을 수행함에 있어 정부로부터 독립적으로 의결권 행사 결정을 내려야 하였다는 점을 함께 인정하였기 때문입니다.²⁸ 따라서 중재판정부의 기존 판단은 엘리엇이 특정한 결과 자체를 얻을 권리를 가진 것이 아니라, 그러한 결과를 얻을 수 있는 공정한 기회를 가질 권리가 있다는 점을 전제로 한 것이었습니다. 따라서 만약 ‘기회상실’ 이론이 적절하였다면, 중재판정부의 기존 판단에 따른 상황에서도 이를 적용하는 것이 적절하였을 것입니다. 그러나 중재판정부는—*메이슨* 중재판정부가 그리하지 않은 것과 마찬가지로—이를 채택하지 않았고, 대신 엘리엇이 주장한 손해를 상당히 감액하는 다른 방법을 택하였습니다. 대한민국의 표현을 빌리자면, 이제 와서 기존 판단을 “다시 검토”할 근거나 이유는 없습니다.²⁹ 본 중재판정부와 *메이슨* 중재판정부는 모두 증거에 비추어 청와대 및 보건복지부의 지시가 없었더라면 국민연금이 본건 합병에 반대하였을 것이라는 점이 충분히 입증되었다고 보았습니다.

²² 상기 결정문, 제 7 항 {H/227/4}.

²³ 예컨대, 수정 청구서면(ASOC), 제 82–85 항 {B/3/41–44}; 재반박서면, 제 505–523 항 {B/6/331–351} 참조.

²⁴ 중재판정문, 제 724–823 항 참조 {A/28/213–245}.

²⁵ 상기 중재판정문, 제 602, 623, 816–819 항 참조 {A/28/177–178, 185, 242–243}.

²⁶ 상기 중재판정문, 제 822 항 참조 {A/28/244}. 이 쟁점에 관한 중재판정부의 판단은, 영국 법원이 그 판단이 국민연금을 사실상의 국가기관으로 본 중재판정부의 판단에 근거하였거나 그와 상호 연관되어 있지 않다고 확신할 수 없다는 제한적인 근거에서 취소되었음. 중재판정부로서는 제 822 항의 인과관계에 관한 문언이 국민연금의 법적 지위에 관한 판단에 좌우되지 않았음을 확인할 수 있음.

²⁷ 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 174, 182 항 {B/11/76–77, 79}; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 68 항 {B/13/33} 참조.

²⁸ 중재판정문, 제 602, 623 항 참조 {A/28/177, 185}.

²⁹ 대한민국의 환송 쟁점에 대한 재반론서면(이하 “환송 쟁점 재반론서면”), 제 120 항 {B/26/95–96}.

21. 인과관계(사실적 및 법률적)에 관한 법적 판단 기준의 충족 여부와 관련된 본 중재판정부의 사실인정은 여전히 중재판정문에 포함되어 있습니다. 재차 강조컨대, 해당 사실인정은 취소되지 않았으며, 마찬가지로 당사자들과 중재판정부를 여전히 구속합니다. 또한 영국 법원의 판결 그 어디에도 이와 달리 볼 어떠한 근거도 없습니다; 오히려 영국 법원은 취소되지 않은 판단은 여전히 구속력을 가지며 다시 검토될 수 없다는 점을 명확히 하였습니다.³⁰
22. 여기에는 다음과 같은 사실적 인과관계에 관한 판단이 포함됩니다. 중재판정부는, 제 602 항 및 아래 **Section III.E** 에서 보다 상세히 논의하는 바와 같이, 대한민국이 보건복지부를 통하여 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표“에 이르도록” 국민연금의 표결에 개입하였다고 판단하였습니다.³¹ 제 623 항에서도, 아래에서 더 상세히 논의하는 바와 같이,³² 중재판정부는 국민연금이 독립적으로 또는 본건 합병의 상업적인 이점을 이유로 행동한 것이 아니라, 정부 정책을 실행하기 위한 도구로서 보건복지부의 지침과 지시에 따라 행동하였다고 판단하였습니다.³³
23. 여기에는 다음과 같은 법률적 인과관계에 관한 판단 또한 포함됩니다. 아래 **Section IV.C** 에서 보다 상세히 논의하는 바와 같이, 중재판정부는 국민연금이 본건 합병에 대한 캐스팅 보트를 가지고 있었고, 이로써 국민연금의 본건 합병에 대한 표결과 국민연금 및 엘리엇을 포함한 다른 삼성물산 주주들이 입은 손실 사이에 “직접적인 인과관계”가 성립하였다고 이미 판단한 바 있습니다.³⁴ 또한 중재판정부는 국민연금의 표결과 청구된 손실 사이의 연결고리를 단절시키는 개입 행위가 없었다고 이미 판단하였습니다.³⁵
24. 심리 중에 대한민국은 영국 법원이 어떠한 방식으로든 본 중재판정부가 중재판정문의 해당 문단들을 가정적(but-for) 인과관계와 무관한 것으로 보도록 구속하였으며, 따라서 엘리엇이 이를 원용하는 것은 “허용되지 않는다”고 주장하려 하였습니다.³⁶ 반복하건대, 이는 잘못된 주장입니다.
- (i) 첫째, 판결문 제 264 항은 단지 중재판정문 제 602 항, 제 603 항 및 제 623 항이 “표면상으로는” 가정적 분석에 관련된 입증 책임을 배분하고 적용하는 것이 아니라고 판시할 뿐입니다.³⁷ 이는 중재판정부가 이제 해당 분석을 적용함에 있어 이미 인정된 사실들이 무관하다고 판시한 것이 아닙니다.
- (ii) 둘째, 판결문 제 265 항은 취소되지 않고 유지된 문단들이 “중재판정부의 판단에 대한 [엘리엇의] 해석을 뒷받침한다”는 점을 명시적으로 인정하였습니다.³⁸ 영국 법원은 귀속 여부와 무관한 인과관계에 관한 최종 결론을 내리기를 거부하였는데, 이는

³⁰ 결정문, **Exh CLA-227**, 제 7 항 참조 {**H/227/4**}.

³¹ 중재판정문, 제 602 항 {**A/28/178**}.

³² 하기 제 69-70 항 참조.

³³ 중재판정문, 제 623 항 {**A/28/185**}.

³⁴ 상기 중재판정문, 제 819 항 {**A/28/243**}.

³⁵ 상기 중재판정문, 제 818-821 항 참조 {**A/28/243-244**}.

³⁶ 환송 심리 속기록, 2 일차, 20:23-23:1, 23:15-24:25(피청구국 대리인) {**L/6/6-7**}.

³⁷ *Republic of Korea v. Elliott Associates, L.P.* [2026] EWHC 368 (Comm)(이하 “**판결문**”), **Exh CLA-222**, 제 264 항 {**H/222/72-73**}.

³⁸ 상기 판결문, 제 265 항 {**H/222/73**}.

중재판정문에서 인과관계를 다룬 제 814 항 및 제 821 항이 국민연금의 지위에 명시적으로 의존하였기 때문이며,³⁹ 바로 이러한 이유로 영국 법원은 인과관계 쟁점을 중재판정부에 환송한 것입니다. 요컨대, 영국 법원은 법원과 같은 제 3 자의 입장에서 중재판정문을 “공정하게” 해석한 것이며, 중재판정부 스스로가 *자신의* 중재판정문에 포함된 *자신의* 기존 판단의 의미와 효력을 확인할 수 있음은 명백합니다.

- (iii) 셋째, 이에 따라 취소 명령에도 불구하고 유지된 중재판정부 자신의 판단이 갖는 인과관계상의 의미를 설명하고 적용하는 것은, 영국 중재법 제 67 조에 따른 관할권을 행사하는 영국 법원이 아니라, 본 중재판정부의 몫으로 남아 있습니다. 중재판정문 제 602(b)항이 유지된 것은 바로 해당 항이 국민연금이 어떠한 행위를 하였으며, 누구의 지시에 따라 행동하였고 어떠한 “결과”를 가져왔는지에 관한 사실인정이기 때문입니다.⁴⁰ 이러한 사실들이 인과관계를 성립시킨다는 점을 확인하는 것은 취소된 귀속에 관한 판단을 되살리는 것도, 환송의 범위를 벗어나는 것도 아닙니다.

III. 사실적 인과관계

A. 적용 기준

25. 사실적 인과관계에 관한 기준은 중재판정문 제 815 항에서 실시된 바, 이는 취소되지 않았기에 그와 같이 그대로 유지됩니다: 즉, 대한민국의 위반행위가 없었더라면 엘리엇이 청구된 손해를 입었을 것인지 여부입니다.⁴¹ 본건에서 이는 두 가지 순차적인 질문을 수반합니다. 첫째, 본건 합병이 통과되기 위해 국민연금의 찬성 투표가 필요하였는지 여부인데, 이는 중재판정부가 이미 긍정적으로 답변한 바 있고, 이 판단은 취소되지 않았습니다.⁴² 그리고 둘째, 청와대 조치가 없었더라면 국민연금이 찬성 투표를 하였을 것인지 여부인데, 이와 관련된 판단에 있어서는 중재판정부의 기존 사실인정 중 상당수가 매우 밀접한 관련성을 가지며 사실상 결정적이라 할 것입니다.⁴³
26. 대한민국은 환송심리에서 가정적(but-for) 판단을 위해서는 사실관계에서 청와대 조치를 소거하여야 한다는 점을 인정하였습니다. 그러나 이에 따른 후속 분석은 이와 달리, 가상의 “왜곡되지 않은” 평가, 가상의 시너지 효과 계산, 그리고 실제로 일어난 적이 없는 가상의 투자위원회 심의를 추가하였습니다.⁴⁴ 이와 같은 접근은 잘못된 것입니다.
27. 가정적(but-for) 상황에 대한 심리는 소거에 의한 것입니다. 이는 위법행위만을 들어내고 역사적 정황은 그대로 보존하는 것이며, ‘어떠하였을 수도 있는지’에 관한 사고실험을 허용하지 않습니다. Hart 와 Honoré 가 언급한 *Louisiana Barge* 사건 및 *Chevron* 중재판정부의 판단은 이러한 구별을 확인합니다. *Louisiana Barge* 사건에서는, 위법하게 유지되던 도개교로 인해 강 항행이 막혀

³⁹ 상기 판결문, 제 265–266 항 참조 {H/222/73}.

⁴⁰ 결정문, Exh CLA-227, 제 5(c)항 {H/227/2}.

⁴¹ 중재판정문, 제 815, 817–820 항 참조 {A/28/241–243}.

⁴² 상기 중재판정문, 제 817–818 항 참조 {A/28/242–243}.

⁴³ 환송 심리 속기록, 1 일차, 65:15–66:9(엘리엇 대리인) 참조 {L/5/18}.

⁴⁴ 대한민국의 모두진술, 2026 년 7 월 29 일, 슬라이드 129–132 참조 {L/2/129–132}. 판결문, Exh CLA-222, 제 258–260 항 비교 참조 {H/222/69–70}.

발생한 지연에 따른 손해가 인정되지 않았는데, 이는 *이미 존재하던* 적법하게 유지된 도개교가 어차피 항행을 막았을 것이기 때문이었습니다. 이는 건설되지 않았으나 건설될 수도 있었던 *가상의* 다리를 근거로 인과관계가 배척된 것이 아니었습니다.⁴⁵ *Chevron* 중재판정부 또한 왜곡되지 않은 법원 절차의 결과에 관한 가정적 상황에 대한 판단을 함에 있어서 에콰도르 법원에 실제로 제기되지 않은 가상의 청구를 상정해야 한다는 주장을 배척하였습니다.⁴⁶

28. 본건에서 본건 합병을 지지하는 왜곡되지 않은 국민연금의 가치 평가는 존재하지 않았습니다. 부적절한 조작 이전의 국민연금 평가에 따르면 국민연금의 가치 손실은 투자위원회에 제시된 조작된 평가보다도 훨씬 더 컸습니다. 하물며 왜곡되지 않은 시너지 효과 계산 또한 실제로 존재하지 않았고, 만약 손실을 상쇄하기에 충분한 왜곡되지 않은 시너지 효과 계산에 도달할 수 있었다면, 조작된 계산은 애당초 불필요하였을 것입니다. 대한민국은 이제 와서 시너지 효과를 만들어 낸 다음 투자위원회가 이에 대하여 어떻게 반응하였을지를 사후적으로 추측할 수 없습니다.
29. *Amco II* 중재판정부의 결정은 해당 원칙의 근거에 있는 정책을 확인해줍니다. 절차를 훼손한 국가는 자신이 훼손한 바로 그 절차에서 가상의 “공정한” 의사결정자가 무엇을 할 수 있었을지를 물음으로써 배상 책임을 면할 수 없습니다.⁴⁷
30. *Bilcon* 사건은 여러 측면에서 본건과 달랐습니다: (a) 합동심사패널(Joint Review Panel, 이하 “JRP”)의 결정은 하나의 결정적 요소로 좌우되는 이분법적인 찬반 답변이 아니었습니다; (b) JRP는 스스로 잘못된 판단을 하였을 뿐, 그 의사결정이 국가에 의해 왜곡되어 결론이 한쪽으로 기울어진 것은 아니었습니다; 그리고 (c) JRP에게는 환경적 측면에 관한 다양한 증거가 실제로 제출되어 있었습니다.⁴⁸ 따라서 *Bilcon* 사건에서 중재판정부는 가정적 상황(but-for)의 질문에 확신을 가지고 답할 수 없었던 반면,⁴⁹ 이 사건에서 중재판정부는 그렇게 할 수 있었고, 지금도 그러합니다.
31. 이는 중재판정부의 질문 2에 대한 답변입니다. 중재판정부는 청와대 조치를 소거하되 그 밖의 모든 역사적 사실은 그대로 유지한 상태에서 국민연금이 전문위원회 또는 왜곡되지 않은 투자위원회를 통하여 본건 합병에 반대 투표하였을 것인지를 물어야 합니다. 그 답은 명백히 ‘그렇다’입니다.

⁴⁵ 환송 심리 속기록, 1 일차, 73:7-78:9(엘리엇의 대리인) 참조 {L/5/20-21}.

⁴⁶ *Chevron v. Ecuador (II)*, Track III 에 대한 제 4 차 일부 판정문, Exh RLA-221, 제 389 항 참조 {I/221.1/216}.

⁴⁷ *Amco Asia v. Indonesia (II)*, 재회부절차에서의 판정, 1990 년 3 월 31 일, Exh CLA-237, 제 174 항 참조 {H/237/117-118}.

⁴⁸ *Bilcon v. Canada*, 관할권 및 책임에 관한 판정문, 2015 년 3 월 17 일, Exh CLA-3, 제 450-452, 502-587 항 참조 {H/3/139,156-184}.

⁴⁹ *Bilcon v. Canada*, 손해배상에 대한 판정문, 2019 년 1 월 10 일, Exh RLA-90, 제 168-175 항 참조 {I/90/51,54}.

B. 입증 책임 및 입증 기준

32. 엘리엇은 일관되게, 사실적 인과관계를 입증할 입증 책임이 우선 엘리엇에게 있다는 점을 인정합니다.⁵⁰ 그러나 대한민국이 인과관계 문제에 관하여 아무런 입증 책임을 부담하지 않는다고 주장하는 것은 잘못된 것입니다. 왜냐하면 어떠한 사실의 입증 책임은 그 행위가 인과관계의 연결고리를 단절시켰다고 주장하는 당사자가 부담하기 때문입니다.⁵¹ 따라서 엘리엇이 통상적인 방식으로 사실적 인과관계를 입증하고 나면, 입증 책임은 엘리엇으로부터 대한민국에게로 전환되어 대한민국이 그 인과관계의 연결고리가 단절되었음을 입증해야 합니다.
33. 적용되는 입증 기준은 중재판정문 제 266 항 및 제 581 항에 중재판정부가 기재한 통상적인 민사상 입증 기준, 즉 개연성의 우위입니다.
34. 원 중재절차에서와 마찬가지로, 대한민국은 “모든 개연성상(in all probability)” 및 “충분한 확실성(sufficient certainty)”이 “고도의 개연성(highly likely)”을 의미하며 “단순한 개연성의 우위보다 더 엄격한” 입증 기준을 부과한다고 주장합니다.⁵² 그러나 그렇지 않습니다. 위 표현들은 단지 가정적 상황에 대한 판단이 단순히 주장되는 데 그치지 않고 입증되어야 한다는 것을 요구할 뿐이며, 별도의 더 높은 입증 기준을 도입하는 것이 아닙니다.⁵³ *Chorzów Factory* 사건에서 “모든 개연성상(in all probability)”이라는 기준은 인과관계가 아니라 손해배상 산정의 맥락에서만 언급되었습니다.⁵⁴
35. 이와 달리 보는 대한민국의 주장은 부당합니다. 이는 위반행위의 피해자로 하여금 역사적 사실은 개연성의 우위로 입증하도록 하면서도, 위반행위로 인해 발생하지 않은 가정적 비사실을 입증함에 있어서는 그보다 더 높은 기준을 충족하도록 요구하는 것이 될 것입니다. 이는 유책 국가가 스스로 만들어 낸 불확실성으로부터 오히려 이익을 얻게 하는 것이며, 손해배상을 유명무실하게 만드는 것입니다.

C. 청와대 조치가 없었더라면(BUT-FOR) 국민연금은 본건 합병에 반대 투표하였을 것입니다

36. 가정적 사실을 구성할 때 출발점으로 삼아야 할 것은 청와대 조치를 소거한 상태에서 실제로 일어난 일에 관한 증거입니다. 가정적 시나리오에서 변함없이 남아있는 것은 다음과 같습니다: (1) 국민연금기금(이하 “기금”)에 대한 손실을 회피하는 방향으로 투표해야 할 국민연금의 준거 의무; (2) 2015 년 3 월 18 일 국민연금이 엘리엇의 Mr. Smith 에게 삼성물산 주주가치를 훼손하는 점에 비추어 삼성물산과 제일모직 간의 합병을 지지하지 않을 것임을 확인한 사실; (3) 2015 년 5 월 26 일 1:0.35 의 합병비율이 발표되었는 바, 이는 삼성물산 주식의 매우 상당한 저평가를 내재하고 있었고 삼성물산 주주들로부터 상당한 가치가 이전되는 결과를 낳았다는 점; (4) 2015 년 6 월 24 일 국민연금은 SK 합병에 반대 투표하기로 결정하였는데, 청와대와 보건복지부는 이러한 정황이

⁵⁰ 하기 제 82 항 참조.

⁵¹ *Lemire v. Ukraine*, Exh RLA-56, 제 158 번 각주 참조 {I/56/51}; *Mason v. Republic of Korea*, Exh CLA-219, 제 813 항 {H/219/244}.

⁵² 환송 쟁점 속기록, 2 일차, 7:15–20, 59:4–18(피청구국 대리인) {L/6/3,16}.

⁵³ 환송 쟁점에 관한 엘리엇의 답변서면(환송 쟁점 답변서면), 제 29–34 항 참조 {B/23/13–15}.

⁵⁴ *Factory at Chorzów (Germany v. Poland)* 에 관한 사건, 본안에 관한 판결문, PCIJ Rep. Series A. – No. 17, 1928 년 9 월 13 일, Exh CLA-97, 제 47 면 참조 {H/97/89}.

삼성물산-제일모직 합병에 대한 국민연금의 예상되는 입장을 시사하는 것으로 보았다는 점; (5) 2015 년 6 월 말 청와대가 정부의 개입 없이는 국민연금이 기금에 대한 손실을 회피할 의무에 따라 본건 합병에 반대 투표할 것으로 예상하였다는 점; (6) 삼성물산-제일모직 합병에 대해 국민연금이 2015 년 6 월 30 일 선입견 없이 산정한 “적정” 합병비율은 기금의 막대한 가치 손실을 보여주었다는 점; 그리고 (7) 그러한 가치 손실을 상쇄하는 어떠한 시너지나 다른 요소도 존재하지 않았다는 점입니다.

37. 위 요소들은 아래에서 더 상세히 살펴보는 바와 같이, **중재판정부의 질문 3**이 제기하는 쟁점들도 다루고 있습니다. 국민연금의 표결에 영향을 미치기 위해 보건복지부가 국민연금을 접촉한 최초의 확인된 시점은 2015 년 6 월 30 일 보건복지부의 조남권 및 [REDACTED] 국장이 국민연금의 홍완선 본부장에게 “투자위원회에서 [본건 합병을] 결정하라”고 지시한 회의입니다.⁵⁵ 청와대 또한 국민연금을 직접 접촉하였으나 그 시기와 정도는 달랐습니다. [REDACTED] 수석비서관은 2015 년 6 월 말부터 7 월 초 사이에 국민연금의 홍완선 본부장과 본건 합병 표결 및 ISD 위험을 직접 논의하였으며, 홍완선 본부장은 2015 년 7 월 10 일 [REDACTED] 수석비서관에게 투자위원회의 결정을 보고하였습니다.⁵⁶ 아래에서 살펴보는 바와 같이, 정부의 개입이 있기 전 국민연금의 입장은 본건 합병에 *반대*하는 것이었습니다.

1. 기금의 손실을 회피할 국민연금의 준거 의무

38. 중재판정문에 기재된 바와 같이, 국민연금의 결정은 기금운용지침 및 의결권행사지침의 “적용을 받습니다.”⁵⁷ 위 지침들의 “제 1 원칙”에 따라 우선시되어야 할 것은 기금의 수익성입니다.⁵⁸ 기금운용지침 제 4 조 제 1 항(“수익성의 원칙”)은 “가능한 한 많은 수익을 추구하여야 한다”고 규정하고 있습니다.⁵⁹ 의결권행사지침 제 4 조에 의하면 국민연금은 “장기적인 주주가치 증대에 기여하는 방향으로” 의결권을 행사하여야 하며, 제 6 조에 따라 주주가치를 감소시키거나 기금의 이익에 반하는 어떠한 제안에도 반대 투표하여야 합니다.⁶⁰
39. 대한민국은 국민연금이 준수해야 할 다른 투자 원칙들을 부각시키려 애쓰지만,⁶¹ 국민연금 스스로 당시 보건복지부에게 “주주가치 감소” 그 자체만으로도 “반대”가 불가피하다고 밝힌 바

⁵⁵ 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 7 면 {C/69/7} 참조. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 29-33 면 {C/79/29-33}; 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 3 월 22 일, Exh C-497, 제 12-13 면 {C/497/12-13}; 홍완선에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결)(제 1 부), 2017 년 6 월 21 일, Exh C-516, 제 13 면 {C/516/2} 참조. 청와대가 6 월 30 일 회의 이전부터 국민연금의 표결에 개입할 것을 고려하고 있었음을 보여주는 증거가 있음. 하기 제 51-52 항 참조.

⁵⁶ 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 7 면 {C/69/7}; 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 14-15, 29, 37-41 면 {C/79/14-15,29,37-41}; 중재판정문, 제 588 항 {A/28/172} 참조. 또한 재판박서면, 제 108(c), 114(h), 121, 147(c)항 {B/6/60-63,72-74,87-88,117-118} 참조.

⁵⁷ 중재판정문, 제 222 항 {A/28/58}. 또한 제 1 차 이중기 전문가 의견서, CER-1, 제 98-100 항 {F1/1/50-51}; 제 2 차 이중기 전문가 의견서, CER-4, 제 57 항 {F4/1/24}; 재판박서면, 제 416 항 {B/6/267} 참조.

⁵⁸ 제 1 차 이중기 전문가 의견서, CER-1, 제 99 항 참조 {F1/1/50-51}.

⁵⁹ 기금운용지침, Exh C-194, 제 4 조 {C/194/6}(기금운용 원칙).

⁶⁰ 의결권행사지침, Exh C-309, 제 3 조, 제 4 조 및 제 6 조 {C/309/1-2}. 마찬가지로 별지 1 제 34 조 제 1 항은 국민연금으로 하여금 “주주가치가 훼손될 것으로 예상되는 경우” 제안된 합병에 반대 투표하도록 구체적으로 요구함. 의결권행사지침, Exh C-309, 별지 1 제 34 조 제 1 항 {C/309/12}.

⁶¹ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 86-87 참조 {L/2/86-87}.

있습니다.⁶² 마찬가지로, 본 중재절차에서 대한민국 측 증인으로 출석한 전문위원회 조영길 위원은, [국민연금의] “주요 임무”는 수익이며 사회적 또는 정치적 고려사항은 그것이 기금의 수익 증대로 이어질 것으로 예상되는 범위 내에서만 고려될 수 있다는 점에 동의하였습니다.⁶³ 따라서 손실을 회피할 의무는 관련 사건 당시 국민연금의 최우선 관심사였으며, 궁극적으로 기금이 입게 될 손실을 은폐하기 위해 행해진 중대한 위법행위마저 필요케 한 요인이었습니다.

2. 2015년 3월 국민연금은 삼성물산 주주에게 손실이 발생하는 삼성물산/제일모직 합병을 지지하지 않을 것임을 엘리엇에게 확인하였습니다

40. 2015년 3월 18일, 엘리엇의 Mr. Smith 와 [REDACTED] 는 국민연금의 [REDACTED] 및 [REDACTED] 와 회동하였습니다. Mr. Smith 가 “현 주가를 기준으로 한 합병은 삼성물산 주주들에게 막대한 손실을 야기할 것”이라고 설명하자, 국민연금 관계자들은 이에 동의하였습니다.⁶⁴ 엘리엇은 이를 기록으로 남겼습니다.⁶⁵ 해당 2015년 3월 18일 미팅 내용에 관한 Mr. Smith 의 증거는 다툼이 없으며, 이는 Thomas KC 의 개별의견에서 지적된 바 있습니다.⁶⁶

41. 대한민국은 국민연금이 2015년 6월 15일 서한에서 “제안된 합병”에 관하여 아직 입장을 정하지 않았다고 밝혔던 점을 지적하며 이 미팅의 의의를 축소시키려 하고, 국민연금이 3월에 했던 발언은 어떠한 경우에도 국민연금의 7월 실제 표결 행태와는 무관하다고 주장합니다.⁶⁷ 그러나 이 두 주장 중 어느 것도 대한민국의 입장을 뒷받침하지 않습니다. 국민연금의 6월 15일 서한은 엘리엇이 삼성물산 지분 보유 사실을 공개적으로 발표하기 바로 하루 전인⁶⁸ 6월 3일 엘리엇이 별도로 보낸 서한에 대한 답신으로서, 엘리엇의 해당 서한은 이제 발표된 삼성물산-제일모직 합병을 지지하지 않을 것임을 재확인해 달라는 것이었습니다.⁶⁹ 국민연금의 6월 15일 서한은 “제안된 합병”에 대하여 입장을 정하지 않았다고 밝혔을 뿐, 3월 18일 논의되고 동의되었던 내용을 부인하지는 않았습니다(이는 영국 법원도 명시적으로 지적한 사실입니다).⁷⁰ 더욱이, 3월 18일(미팅)부터 2015년 5월 26일(본건 합병 발표)까지 시간이 경과함에 따라 합병의 경제성은 삼성물산 주주들에게 *오히려 더욱* 불리해졌을 뿐입니다.⁷¹ 엘리엇이 6월 3일 서한에서 기록한 바와 같이, “본건 합병 제안의 어떤 부분도 삼성물산의 가치가 불공정하게 저평가된 NPS 의 합병

⁶² [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015년 7월 7일 또는 7월 8일], Exh C-420, 제 1면 {C/420/1}.

⁶³ 조영길 제 2차 진술서, 제 7항 {E/2/4-5}.

⁶⁴ Smith 제 1차 진술서, 제 28항 {D1/1/11}. 또한 재반박서면, 제 40항 {B/6/26}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 26항 {B/10/11} 참조.

⁶⁵ Smith 제 1차 진술서, 제 29항 {D1/1/11-12}; 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015년 6월 3일, Exh C-187, 제 3면 {C/187/3} 참조.

⁶⁶ J Christopher Thomas KC 의 개별의견, 2023년 6월 20일, 제 56항 참조 {A/29/14}.

⁶⁷ 환송 쟁점 재반론서면, 제 60-61항 참조 {B/26/47-49}.

⁶⁸ 엘리엇 보도자료, 2015년 6월 4일, Exh C-20 참조 {C/20}.

⁶⁹ 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015년 6월 3일, Exh C-187 {C/187}; 국민연금이 엘리엇에게 보낸 서한, 2015년 6월 15일, Exh C-201, 제 1면 {C/201/1} 참조.

⁷⁰ 판결문, Exh CLA-222, 제 39항 참조 {H/222/13} (“국민연금의 다소 신중한 답변에 비추어볼 때, 엘리엇이 주장하는 바와 같은 취지의 발언이 당해 회의에서 국민연금에 의해 이루어졌다고 결론짓게 되었다.”).

⁷¹ 삼성물산 및 제일모직 주가 현황(2014년 1월 1일부터 2015년 12월 31일까지), Exh C-256, 제 9면 참조 {C/256/9}(2015년 3월 18일 기준 제일모직과 삼성물산의 주가가 각각 152,000원과 57,400원, 즉 1:0.38의 비율로서 1:0.35의 합병비율보다 다소 높았음을 보여줌). 또한 [REDACTED], “합병 관련 삼성물산 저평가 논란 극복 방안”, [2015년 5월 26일], Exh C-378, 제 1939면 {C/378/1} 참조.

제안에 대한 견해를 바꿀 수 있는 근거를 제공하지 않[았습니다].”⁷² 아래에서 설명하는 바와 같이, 증거기록에 따르면 국민연금은 본건 합병이 야기할 손실에 관한 견해를 바꾸지 않았으며 바꿀 근거 또한 없었습니다.⁷³

3. 2015년 5월 26일 불리한 합병비율의 발표

42. 합병비율은 강행법규 사항으로서, 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령에 규정된 법정 산식에 따라 합병 발표 직전 1개월간의 주가 거래가격을 기초로 상장회사 간 합병 시 정해지는 것이었습니다.⁷⁴ 삼성물산과 제일모직은 공동으로도 개별적으로도 합병비율을 변경할 수 없었습니다.
43. 이와 같이 법령에 따라 정해지는 합병비율은 약탈적 합병의 맥락에서 지배주주에 의한 조작에 취약하였습니다. 즉, 지배주주는 단기적인 주가 변동에 영향을 미칠 수 있었고, 나아가 합병 당사회사 간 주가 격차를 극대화하기 위해 합병 발표 시점(즉, 법정 산식의 적용 시점)을 조정할 수 있었습니다.⁷⁵ 따라서 본건에서의 합병비율은—독립적인 시장 분석가들이 확인한 바와 같이⁷⁶—삼성물산의 시장가격이 공정가치의 거의 절반에 불과하고 제일모직의 시장가격은 공정가치의 두 배가 넘는 시점에 합병이 발표됨에 따라 산정된 것이었습니다.⁷⁷ 그 결과 산정된 합병비율은 삼성물산 주주로부터 제일모직 주주에게로 가치를 이전시키는 것으로서, 이는 Milhaupt 교수가 지배주주의 이익을 위해 소수주주로부터 회사 가치를 수탈하도록 설계된 두 특수관계 회사 간의 거래라고 설명한 “‘터널링(tunneling)’의 전형적인 예시”였습니다.⁷⁸ 대한민국 자신의 전문가인 배기홍 교수도 본건 합병이 터널링 거래였다는 점에 동의한 바 있습니다.⁷⁹
44. **중재판정부의 질문 4**에 대한 답변으로, 합병 조건을 변경할 수 있는 방법은 법정 조정 절차로 제한되는데, 이는 실무상 거의 활용된 바가 없습니다.⁸⁰ 삼성은 또한 본건 합병안을 철회한 다음 이를 추후 다시 제안할 수도 있었으나, 이 경우 법정 합병비율은 해당 가장 최근 1개월간의 주가를 기준으로 다시 산정되었을 것입니다. 그러나 사실관계에 비추어 보면 삼성이 해당 조치를 취하였으리라는 가정적 가능성은 없어 보입니다. 왜냐하면 본건 합병비율이 발표된 이후 그것이 얼마나 불리한 결과를 초래할지를 인식한 홍완선 국민연금 본부장과 [REDACTED] 국민연금 리서치팀장은 실제로 삼성에게 해당 조치를 취하도록 설득을 시도하였기 때문입니다.⁸¹ 그러나

⁷² 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015년 6월 3일, Exh C-187, 제 3면 {C/187/3}.

⁷³ 하기 제 51-61 항 참조.

⁷⁴ 자본시장과 금융투자업에 관한 법률, 2015년 7월 1일, Exh C-213, 제 165조의 4 제 1항 {C/213/148}; 자본시장과 금융투자업에 관한 법률 시행령, 2015년 7월 8일, Exh C-222, 제 176조의 5 제 1항 제 1호 {C/222/171} 참조. 또한 이상훈 전문가 의견서, 제 17항 {F2/1/6} 참조.

⁷⁵ 이상훈 의견서, 제 32-37항 참조 {F2/1/13-15}.

⁷⁶ 예컨대, ISS 보고서, 2015년 7월 3일, Exh C-30, 제 2면 참조 {C/30/2}.

⁷⁷ 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015년 6월 3일, Exh C-187, 제 2-3면 참조 {C/187/2-3}. 또한 하기 제 104번 각주 참조.

⁷⁸ Milhaupt 보고서, 제 61항 {F6/1/22}; 이상훈 의견서, 제 18(ii)항 {F2/1/6-7} 참조. 또한 채반박서면, 제 68항 {B/6/40-41}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 176, 192항 {B/10/72-73, 78-79} 참조.

⁷⁹ 중재기일 속기록, 6일차, 95:1-3, 7-11(배 교수) 참조 {J/30/25}.

⁸⁰ 이상훈 의견서, 제 25-28항 {F2/1/9-12}; 환송된 쟁점에 관한 엘리엇의 답변서면, 제 53-55항 {B/23/24-26} 참조.

⁸¹ [REDACTED], 국민연금 CEO 면담 내용, 2015년 7월 7일, Exh C-413, 제 1면 참조 {C/413/1}.

삼성의 이재용 부회장은 이를 거부하며, “Plan B 는 없[으며]” “[본건 합병은] 이번에 무조건 성사시켜야[한다]”고 말하였습니다.⁸²

4. 2015 년 6 월 24 일 국민연금의 SK 합병 반대 투표 결정

45. SK 합병은 본건 합병과 당시 가장 근접한 비교 사례였습니다. 이는 재벌 구조개편을 수반하면서 합병 당사회사 중 일방의 주주들에게 손해를 초래할 것으로 예상되는 합병비율이 결부된 합병에 대해 국민연금 스스로 어떠한 방식으로 접근해야 한다고 이해하고 있었는지를 보여줍니다.
46. 삼성물산 합병이 발표된 이후, 2015 년 6 월 10 일 자 국민연금 내부 메모는 SK 합병이 “삼성물산 사례와 정도의 차이가 있지만 본질에 있어서는 동일”하다고 결론지었으며,⁸³ SK 합병이 향후 재벌 구조개편(즉, 그 당시 발표된 본건 합병)에 대한 “명확한 기준”을 확립하게 될 것이므로 SK 합병에 대한 표결은 전문위원회에 회부되어야 한다고 판단하였습니다.⁸⁴ 국민연금의 메모는 본건 합병에서 발생한 것과 동일한 핵심적인 우려를 지목하였습니다. 즉, 합병비율이 법정 산식을 준수하였음에도 불구하고 그것이 한쪽 주주 집단에게 불리하였기 때문에 상당한 논란이 있었다는 것입니다.⁸⁵
47. 삼성물산 합병에서와 마찬가지로, SK 합병에 관하여 투자위원회에 제출된 자료 역시 장기적으로 예상되는 “사업기회”, “성장 동력” 및 시너지, 그리고 일부 의결권 자문사의 긍정적 견해를 언급하였습니다.⁸⁶ 그러나 불리한 합병비율과 기금에 대한 명백하고 즉각적인 손실에 비추어, 투자위원회는 합병비율로 인한 주주가치 훼손을 핵심 쟁점으로 지적하며 표결을 전문위원회에 회부하였습니다.⁸⁷ 전문위원회는 “주주가치를 훼손할 우려”가 있다는 이유로 SK 합병에 반대 투표하였습니다.⁸⁸
48. SK 합병은 왜곡되지 않은 세계에서 국민연금이 실질적으로 자신의 지침을 어떻게 유사한 거래에 적용하고 또 어떻게 예상되는 손실에 비추어 투표하였는지를 보여준다는 점에서 중요한 의미를 갖습니다. 당시의 증거에 따르면, 청와대와 보건복지부는 SK 합병 표결이 불과 며칠 뒤 본건 합병을 심의하게 될 국민연금, 특히나 전문위원회가 어떻게 투표할 것인지를 시사한다고 보고 우려하였습니다.⁸⁹

⁸² 상기 자료. 또한 박근혜에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-286, 제 67 면(제 4 항목) {C/286/19} 참조.

⁸³ 본건 합병과 SK 합병 간의 유사성에 관하여는, 또한 엘리엇이 국민연금에 보낸 서한, 2015 년 7 월 8 일, Exh C-225, 제 4 면 {C/225/4}; Smith 제 1 차 진술서, 제 45 항 {D1/1/18}; 수정 청구서면(ASOC), 제 63 항 {B/3/31} 참조.

⁸⁴ [국민연금공단 기금운용본부(NPSIM)], “SK㈜와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015 년 6 월 10 일], Exh C-385, 제 1 면 {C/385/1} 참조. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 43-44 면 {C/69/43-44}; 반박서면, 제 98-100 항 {B/6/53-55}; 환송 쟁점 답변서면, 제 41-45 항 {B/23/17-19} 참조.

⁸⁵ [국민연금공단 기금운용본부(NPSIM)], “SK㈜와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토”, [2015 년 6 월 10 일], Exh C-385, 제 1-2 면 {C/385} 참조. 또한 재반박서면, 제 99 항 {B/6/54} 참조.

⁸⁶ “국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015 년 6 월 17 일, Exh R-102, 제 5 면 참조 {R/102/5}.

⁸⁷ 보건복지부, “2015 년도 제 2 차 의결권행사 전문위원회 결과 보고”, 2015 년 6 월 24 일, Exh R-109, 제 1 면 {R/109/1}.

⁸⁸ 국민연금 보도자료, 2015 년 6 월 24 일, Exh C-204 참조 {C/204/1}.

⁸⁹ 예컨대, 김진수 제 2 차 피의자신문조서, 2017 년 1 월 9 일, Exh C-488, 제 8 면 {C/488/5} (“[SK 합병에 대한 전문위원회의 표결에] 비추어 볼 때, 제일모직과 삼성물산 합병도 그대로 두면 합병 반대가 될 수 있는 상황이었습니다.”); 조남권에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 3 월 22 일, Exh C-497, 제 12 면 {C/497/12}; [redacted]에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원

49. 대한민국은 전문위원회가 SK 합병에 반대 투표한 것은 합병안이 양사의 자사주 소각을 예정하고 있었고, 이것이 더 많은 자사주를 보유한 회사에 불균형적인 영향을 미쳤을 것이기 때문이라는 조영길 위원의 발언을 근거로 SK 합병 표결을 본건 합병과 구별하려 합니다.⁹⁰ 그러나 조영길 위원의 증거는 오히려 국민연금이 SK 합병에 반대 투표하게 된 원인이 기금의 수익성이었다는 점—즉, 양사 간 자사주 보유 비율의 차이로 인해 기금에 손실이 발생하게 될 것이었다는 점을 부각시킬 뿐입니다. 당시의 증거가 이를 확인하여 줍니다: 2015 년 7 월 7 일경 보건복지부와 공유된 국민연금의 메모는 “전문위원회에서는 ... 합병비율이 SK 에게 불리하여 ... 주주가치를 훼손한다는 이유로 반대의결권을 행사”하였다는 사실을 확인해줍니다.⁹¹
50. SK 사례는 위법한 개입이 없었더라면 국민연금이 어떻게 하였을지에 관한 강력한 증거입니다. 국민연금은 본건 합병으로 인해 스스로에게 손실이 발생할 것인지를 물었을 것이고, 이에 긍정적으로 답하였을 것이며, 본건 합병에 반대 투표하였을 것입니다—투자위원회가 삼성물산 합병에 대하여 표결하기 불과 16 일 전 SK 합병에 대하여 실제로 그리하였던 것과 정확히 마찬가지로 말입니다. 이제 와서 SK 합병을 구별하려는 대한민국의 아전인수격 시도는 청와대, 보건복지부 및 국민연금이 당시 이를 관련성 있는 기준으로 보았다는 증거에 비추어 보면 초라하기까지 합니다.
5. 국민연금이 기금의 수익성을 보전하기 위해 반대 투표할 것이라는 청와대의 2015 년 6 월 말 전망
51. 국민연금이 본건 합병에 반대 투표하였을 것이라는 추가적인 당시 증거는 “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”이라는 제목의 청와대 내부 메모에서 확인할 수 있는데, 이는 보건복지부가 국민연금의 표결에 최초로 개입한 6 월 30 일 회의보다 조금 앞선 것으로 이해됩니다.⁹²
52. 이 메모에서 청와대는 국민연금의 개입 이전 입장을 다음과 같이 기록하였습니다: “국민연금은 ‘주주이익 극대화 차원에서 판단’하겠다는 원론적 입장”임.⁹³ 위와 같은 관점에서 결정을 내리는 것은 국민연금으로 하여금 본건 합병에 반대 투표하게 할 수밖에 없다는 점이 명백하였으므로, 청와대의 메모는 이어서 “국민연금의 의결권 행사에 개입”할 것인지 또 어떻게 개입할 것인지를 검토하면서, 만약 정부가 표결의 방향을 합병 찬성으로 “설정”한다면 이는 “삼성물산 주주가치[를] 훼손”하는 것이 될 것이라고 지적하였습니다.⁹⁴

판결), 2017 년 4 월 26 일, Exh C-508, 제 12 면 {C/508/5} 참조. 또한 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 32-35 항 {B/10/14-16}; 환송 쟁점 답변서면, 제 41-45 항 {B/23/17-19} 참조.

⁹⁰ 조영길 제 1 차 진술서, 제 15 항 {E/1/6-7}; 대한민국의 서면, 제 129-131 항 {B/21/73-74} 참조.

⁹¹ [redacted], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015 년 7 월 7 일 또는 7 월 8 일], Exh C-420, 제 1 면 {C/420/1}(원문의 강조표시 삭제).

⁹² [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, 작성일 불명, Exh C-588, 제 41 면 참조 {C/588/1}. 이 문서의 정확한 작성일자 는 한국 법원에 의해 확인된 바 없음. 다만 그 내용에 비추어 볼 때, 이는 2015 년 6 월 9 일 이후이자 대한민국이 국민연금의 표결에 “개입”하여 이를 “설정”하기 위한 조치를 취하기 이전에 작성된 것으로 이해될 수 있음.

⁹³ 상기 자료 {C/588/1}.

⁹⁴ 상기 자료(강조표시 추가) {C/588/1}. 또한 재반박서면, 제 95-96 항 {B/6/52-53} 참조.

6. 국민연금의 2015년 6월 30일 자 “적정” 합병비율 평가

53. 국민연금은 본건 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불리하다는 점과, 이로 인해 본건 합병에 반대 투표할 수밖에 없다는 점을 알고 있었습니다. 정부의 개입 이전인 2015년 6월 30일, 국민연금의 [REDACTED] 리서치팀장은 삼성물산과 제일모직의 중립적인 공정가치를 기준으로, 왜곡되지 않은 평가에 따라 국민연금이 “적정”하다고 판단한 합병비율을 1:0.64로 산정하였습니다.⁹⁵

54. 가치 평가에 관한 증거기록은 1:0.64의 합병비율에 따르면 국민연금에게 약 5,520억 원 내지 6,170억 원(미화 약 4억 9천만 달러 내지 5억 5천만 달러)의 손실이 발생하였을 것임을 확인해줍니다.⁹⁶ 따라서 증거기록은, 정부의 위법한 개입이 없었(but-for)더라면 국민연금은 기금에 5,500억 원이 넘는 손실을 초래할 것임을 알고 있는 본건 합병을 지지하는 것이 수익성 원칙 및 주주가치 극대화라는 강행적 원칙에 부합하는지 여부를 판단해야 했을 것임을 보여줍니다. 그 질문에 대한 답은 명백합니다.

7. 국민연금의 손실을 상쇄할 만한 그 어떠한 요소도 존재하지 않는다는 점

55. 가정적 시나리오의 마지막 요소는 본건 합병비율로 인해 기금에 발생할 것으로 알려진 손실이 예상가능한 다른 재정적 이익으로 상쇄될 수 있었음을 보여주는 신뢰할 만한 증거가 전혀 존재하지 않는다는 점입니다. 대한민국은 이러한 증거를 전혀 제시하지 못하였는데, 이는 애당초 이러한 증거가 존재하지 않기 때문입니다.

56. 첫째, 심리기일에 대한민국은 투자위원회가 본건 합병을 심의할 때 시너지 효과 외에도 삼성 포트폴리오 전반에 걸친 국민연금의 이해관계 및 본건 합병의 광범위한 경제적 영향 등의 요소를 고려하였음을 보여주는 증거를 언급하였습니다.⁹⁷ 그러나 해당 요소들 중 어느 것도, 개별적으로든 종합적으로든, 본건 합병비율로 인해 기금에 발생할 손실을 상쇄하기에 충분하지 않았다는 점은 명백합니다. 정확히 바로 그 이유 때문에 국민연금의 평가는 조작될 수밖에 없었고, 그럼에도 불구하고 여전히 남아있는 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과 계산을 날조할 수밖에 없었던 것입니다.⁹⁸ 마땅히 그래야 하듯이, 위 두 가지 요소를 가정적 시나리오에서 소거하고 나면, 수익성이라는 핵심 원칙에 비추어 볼 때 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표할 수 있도록 할 만큼 본건 합병을 충분히 지지하는 다른 요소는 존재하지 않습니다.

57. 둘째, 대한민국은 환송 심리기일에서 만약 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 그토록 명백히 불리하였다면 3분의 2 이상의 가중다수결을 얻을 수 없었을 것이라고 주장하였습니다.⁹⁹ 심리기일에서 대한민국은 국내 기관투자자 및 국부펀드를 유용한 비교대상으로

⁹⁵ 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 21면 {C/79/21}; 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 51면 {C/69/51}; [국민연금공단 기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가 비교”, [2015년 6월 30일], Exh C-393, 제 26면 {C/393/1}; [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, Exh C-478, 제 6-7면 {C/478/4-5} 참조. 또한 엘리엇의 환송 쟁점 답변서면, 제 54-55항 {B/23/25-26}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 42(a)항 {B/10/22}; 재반박서면, 제 128(a)항 {B/6/91-92} 참조.

⁹⁶ Boulton 제 2차 보고서, 제 8.3.5항 및 도표 24 {F5/1/79} 참조. 또한 재반박서면, 제 74항 {B/6/43} 참조.

⁹⁷ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 89면 이하 참조 {L/2/89}.

⁹⁸ 하기 제 62-68항 참조.

⁹⁹ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 78 참조 {L/2/78}.

제시하였습니다.¹⁰⁰ 그러나 대한민국은 청구인이 제네바 심리에 앞서 이미 제출한 바와 같이, 국내 투자자들이 주주총회 의결에서 국민연금의 결정을 따랐다는 증거를 외면하였습니다.¹⁰¹ 또한 대한민국은 삼성물산의 최대주주이자 가장 큰 손실에 노출되어 있던 국민연금의 특수한 상황도 외면하고 있습니다: 다른 삼성물산 주주들(대다수는 극히 적은 지분만을 보유하고 있었습니다)과 달리, 국민연금은 수익성 및 독립성에 관한 의무적인 규정에 따라 공적 연금자산을 운용하였고, 삼성물산과 제일모직 주식을 특수한 비율로 보유하고 있었으며, 본건 합병에 대한 캐스팅 보트를 가지고 있었습니다.

58. 셋째, 대한민국은 본건 합병비율로 인한 손해의 위험이 “주관적”이고 “불확실”하였다고 주장합니다.¹⁰² 대한민국은 증거설명자료 E를 근거로 본건 합병비율이 국민연금 리서치팀, KPMG 및 딜로이트안진이 합리적이라고 판단한 범위 내에 있었다고 주장합니다.¹⁰³ 그러나 증거설명자료 E에 제시된 국민연금 리서치팀의 평가는 2015년 6월 30일 작성된 조작되지 않은 원본이 아니므로 가정적 상황에서 소거되어야 합니다.¹⁰⁴ 국민연금이 조작 없이 산정한 “적정” 합병비율은 1:0.64로 그 범위는 1:0.46에서 1:0.89 사이였으며, 가정적 상황에서 고려하여야 할 국민연금의 평가는 바로 이 비율입니다.¹⁰⁵ 앞서 언급한 바와 같이, 국민연금이 고려하였을 이 평가와 (그 범위를 훨씬 벗어난) 1:0.35 사이의 가치 손실은 대한민국이 증거설명자료 E에서 채택한 오해의 소지가 있는 척도에도 불구하고, 막대한 수준으로서 미화 4억 9천만 달러 내지 5억 5천만 달러에 달하는 것으로 평가되었습니다.¹⁰⁶

59. 딜로이트안진 및 KPMG의 보고서의 경우, 두 보고서 모두 삼성이 의뢰한 것이었으며(딜로이트안진은 삼성물산 가치평가를, KPMG는 제일모직 가치평가를 담당하였습니다), 당연히 국민연금이 자체적으로 행한 내부 가치평가보다 우선하여 고려하였을 독립적인 가치평가가 아니었습니다. 특히 딜로이트안진 보고서와 관련하여서는, 삼성의 합병비율을 뒷받침하기 위해 딜로이트안진의 삼성물산 가치평가가 삼성 그룹에 의해 반복적으로 하향 조작되었음을 보여주는 이례적인 증거가 있음에도 불구하고 대한민국이 여전히 해당 보고서에 상당한 비중을 두고 있다는 점은 놀라운 일입니다(동시에 시사하는 바 역시 큼니다). 딜로이트안진 총괄 파트너인 [REDACTED]은 딜로이트가 삼성물산에 대한 가치평가를 약 2주 동안 무려 열일곱 차례나 변경하였음을 확인하였고, “어쩔 수 없이 삼성물산의 가치를 축소시키고

¹⁰⁰ 환송 재판 속기록, 2일차, 62:11-65:16 {L/6/17-18}; 대한민국의 모두진술, 슬라이드 79 {L/2/79} 참조.

¹⁰¹ [REDACTED] 증인신문조서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 4월 19일, Exh C-504, 제 22-23면 {C/504/2-3} 참조. 또한 [보건복지부], “투자위원회 논의 추진방안 검토”, [2015년 7월 8일], Exh C-419, 제 1면 {C/419/1}; 재판박서면, 제 149, 516항 {B/6/120,343-344} 참조.

¹⁰² 대한민국의 서면, 제 102항 {B/21/55-56}.

¹⁰³ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 117, 121 {L/2/117,121} 및 증거설명자료 E {L/4/1} 참조.

¹⁰⁴ 평판이 높은 의견권 자문사인 ISS와 Glass Lewis는 삼성물산 주주들이 입게 될 막대한 손실을 인정하였음. ISS는 합병비율이 “삼성물산 주주들에게 상당히 불리하다”고 결론지었으며, “설령 잠재적 시너지 효과가... 신뢰할 만하다 하더라도, 이는 교환비율에 내재된 현저한 저평가를 상쇄하기에는 도움이 되지 않는다”고 평가하였음. Glass Lewis는 본건 합병이 “제일모직에 유리한 상당한 가치 이전”을 초래할 것이며, “삼성물산 투자자들에게는 [삼성물산] 이사회가 제시한 견해를 지지하거나 받아들일 근거가 극히 제한적으로만 제공되었다”고 판단하였음. ISS 보고서, 2015년 7월 3일, Exh C-30, 제 2, 19면 {C/30/2,19}; Glass Lewis 보고서, 2015년 7월 17일, Exh C-43, 제 5, 7면 {C/43/5,7} 참조. 또한 재판박서면, 제 68항 {B/6/40-41} 참조.

¹⁰⁵ [국민연금공단 기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가 비교”, [2015년 6월 30일], Exh C-393, 제 26면 참조 {C/393/1}.

¹⁰⁶ 상기 제 54항 참조.

제일모직의 가치를 올려 기준시가 합병비율에 맞는 기업가치 숫자를 만들어낼 수밖에 없었습니다”라고 인정하였습니다.¹⁰⁷ 딜로이트의 내부 이메일에서도 합병비율에 부합하는 두 회사의 가치평가 결과를 도출하는 것은 “불가능”하였음이 확인되었습니다.¹⁰⁸

60. 궁극적으로 국민연금은 당시 자체적으로 산정한(조작되지 않은) 내부 가치평가는 물론, 기금운용지침에 따라 어떻게 의결권을 행사하여야 하는지에 관한 자문을 받기 위해 당시 국민연금이 특별히 선임한 한국기업지배구조의 자문을 우선적으로 고려하였을 것입니다. 그리고 다시 상기하건대, 한국기업지배구조원은 국민연금에게 본건 합병비율이 “일반주주의 주주가치 훼손 우려가 큼”이라고 명확히 자문하고 본건 합병에 반대 투표할 것을 단호하게 권고하였습니다.¹⁰⁹ 가정적 상황에서, 국민연금이 삼성물산 합병에 대하여 어떻게 의결권을 행사해야 하는지에 관해 자문하도록 선임한 바로 그 전문 자문기관의 위와 같은 권고는, 국민연금 자체의 조작되지 않은 가치평가와 더불어 국민연금으로서는 결코 무시할 수 없는 것이었습니다.

*

61. 이러한 사실들을 종합하면 국민연금이 독립적으로 “찬성” 투표하였을 것이라는 점을 뒷받침하는 증거상의 근거는 없으며, 개연성의 우위 기준에 따르면 더더욱 그러합니다. 의결이 전문위원회 또는 투자위원회에서 이루어졌음을 막론하고, 증거는 가정적 시나리오에서 다음과 같은 점을 확립합니다: 국민연금은 기금의 수익성을 보호하도록 요구하는 규정에 따라야 했다는 점; 국민연금은 본건 합병비율로 인해 자신을 포함한 모든 삼성물산 주주들에게 상당한 손실이 발생할 것을 알고 있었다는 점; 국민연금의 주요 자문기관이 “일반주주의 주주가치 훼손 우려가 큼”을 이유로 본건 합병에 반대 투표할 것을 권고하였다는 점; 및 대한민국이 현재 원용하는 광범위한 고려사항들은 본건 합병에 대한 찬성 표결을 정당화하는 데 필요한 구체적인 상쇄 가치를 제공하지 않았다는 점입니다. 따라서 가정적 상황을 올바르게 구성할 경우, 본건 합병에 대한 반대 표결은 유일하게 가능한 결과이자 분명 압도적으로 가능성이 높은 결과였을 것이며, 이는 국민연금이 그렇게 투표할 의무가 있었기 때문입니다. 이는 SK 사례에서 실제로 그렇게 하였던 것과 마찬가지로입니다.

D. 가정적(BUT-FOR) 시나리오는 청와대 조치 자체를 통해 확인됩니다

62. 위와 같은 결론은 본건 합병에 대한 반대 표결로 향하던 명확한 흐름을 바꾸기 위해 정부가 취할 필요가 있다고 판단한 이례적이고 위법한 조치들에 관한 증거에 의해 확인됩니다. 만약 국민연금의 표결에 영향을 미치기 위해—그 행위자들에게 수반되는 모든 개인적 위험에도 불구하고—중대한 위법행위가 필요하지 않았다면, 애초에 그러한 위법행위는 일어나지 않았을 것입니다.

¹⁰⁷ 제 2 차 검찰 진술초서, 2019 년 3 월 20 일, Exh C-779, 제 10, 17-18 면 {C/779/5,9-10}. 또한 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 196-197 항 {B/10/81-82} 참조.

¹⁰⁸ (딜로이트)이 딜로이트 팀원들에게 보낸 이메일, 2015 년 5 월 19 일, Exh C-776 {C/776}; 딜로이트 5 월 21 일자 보고서, Exh C-775, 제 2, 10 면 {C/775/3,10} 참조. 또한 (딜로이트)과 딜로이트 팀원들 간의 이메일 교신 내역, 2015 년 5 월 19 일, Exh C-777, 제 2 면 {C/777/2}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 198 항 {B/10/82} 참조.

¹⁰⁹ 한국기업지배구조원(KCGS) 보고서, 2015 년 7 월 3 일, Exh C-402, 제 3, 7 면 참조 {C/402/3,7}.

63. 이는 2015년 7월 7일 또는 7월 8일 자로 작성되어 보건복지부와 공유된 국민연금의 메모에 의해 확인됩니다. 이 메모에서 국민연금은 의결권행사지침에 따라 본건 합병에 찬성 투표하기 위해 충족되어야 하는 조건을 제시하고, 그 중 어느 하나라도 충족되지 않을 경우 본건 합병에 반대 투표해야 한다는 점을 확인하였습니다.¹¹⁰ 국민연금은 본건 합병이 “SK 합병보다 합병 비율의 공정성에 대한 논란이 많[다]”고 설명하였고, SK 합병 선례에 반하여 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 하기 위해서는 “합병비율의 공정성에 대한 **명확한 근거가 필요하[다]**”고 설명하였습니다.¹¹¹ 또한 국민연금은 ISS와 한국기업지배구조원이 본건 합병비율로 인해 삼성물산 주주들에게 발생할 손해를 이유로 합병에 반대할 것을 권고하였으며, 따라서 합병을 지지하기 위해서는 “**보다 명확한 근거[가] 필요**”하다고 지적하였습니다.¹¹² 그러나 문제는 그러한 명확한 근거가 존재하지 않았다는 것입니다. 따라서 국민연금은 그러한 근거를 인위적으로 만들어냈습니다.
64. 2015년 6월 30일 1:0.64의 가치평가가 이루어진 이후 문형표 장관의 지시가 컷가에 맴도는 가운데, 홍완선 본부장은 국민연금 리서치팀에게 가치평가를 “잘 좀 해보자”고 거듭 지시하였고, [REDACTED] 팀장은 이를 가치평가를 본건 합병에 유리한 방향으로 “가져가[야]” 한다는 의미로 이해하였습니다.¹¹³ 조작된 딜로이트안진의 가치평가로부터 도출된 수정된 가정에 따라, 합병비율은 먼저 7월 6일 1:0.39로,¹¹⁴ 그 다음 7월 8일 1:0.46으로 변경되었습니다.¹¹⁵ 대한민국은 7월 8일의 가치평가가 7월 6일의 가치평가보다 높았다는 점을 크게 강조하였지만, 두 가치평가 모두 국민연금의 왜곡되지 않은 가치평가보다 상당히 낮았다는 사실을 부인할 수 없습니다.
65. 국민연금은 본건 합병비율로 인해 (여전히 발생하는) 손실을 감추기에 충분한 규모의 상쇄 효과를 만들어내야 하는 상황에 놓였습니다. 이를 위해, 중재판정부가 주지하시다시피, 리서치팀은 “시너지 효과”를 고안하였는데, 그 계산은 필요한 답을 정해 놓고 역산하는 방식으로 이루어졌으며, 그 작성자가 이후 인정한 바와 같이 “임의대로 숫자만 곱해서” 얻어진 것이며, “누가 봐도 말이 안 되는” 작업이었습니다.¹¹⁶

¹¹⁰ [REDACTED], “삼성물산 합병안건 투자위원회 의결시 문제점”, [2015년 7월 7일 또는 7월 8일], Exh C-420, 제 1면 {C/420/1}(강조표시 추가)(“의결권행사지침상 안건에 대한 찬성을 위해서는 1) 장기적으로 주주가치 증대에 기여할 것; 2) 주주가치 감소를 초래하지 않으며, 3) 기금의 이익에 반하지 않는다는 3가지 조건을 모두 충족하여야 하고. **반대를 위해서는 위 3가지 조건 중 하나만 충족되면 됨**”)(원문 강조).

¹¹¹ 상기 자료 {C/420/1}(“명확한 근거 없이 찬성을 하게 되면 [전문위원회] 의결내용(SK 사례)에 반하여 기금의 의사결정체계를 거스르는 것임”).

¹¹² 상기 자료(강조표시 추가) {C/420/1}.

¹¹³ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017년 1월 9일, Exh C-487, 제 7279면 {C/487/2}. 또한 중재판정문, 제 589항 {A/28/172} 참조.

¹¹⁴ [국민연금공단 기금운용본부 리서치팀], “별첨 7 공정가치 평가 비교”, [2015년 7월 6일], Exh C-411, 제 25-26면 {C/411/1-2}; 국민연금공단 기금운용본부, “제일모직과 삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 6일, Exh C-408, 제 25-26면 {C/408/14} 참조. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 20-21, 34, 55면 {C/79/20-21,34,55}; 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 50면 {C/69/50} 참조.

¹¹⁵ 국민연금공단 기금운용본부 리서치팀, “제일모직 및 삼성물산 적정 가치평가 산정 보고”, 2015년 7월 10일, Exh C-426, 제 2면 {C/426/2}; [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, Exh C-477, 제 9면 {C/477/3}; 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 23, 33면 {C/79/23,33}; 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 51-52면 {C/69/51-52} 참조.

¹¹⁶ [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2017년 1월 2일, Exh C-477, 제 16면 {C/477/10}. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 23-24면 {C/79/23-24}; 중재판정문, 제 589항 {A/28/172} 참조.

66. 이후 [redacted] 팀장은 그 역산된 수치를 마치 전문적인 분석의 결과물인 것처럼 투자위원회에 제시하였습니다. 중재판정부가 주지하시다시피, 여러 투자위원회 위원들은 홍완선 본부장이 해당 회의를 위해 (이례적으로) 직접 선별한 인사들이었으며, 그 중 상당수는 투자위원회 회의에 앞서, 심지어는 회의 도중에 본건 합병을 지지하도록 압박을 받았습니다.¹¹⁷ 뿐만 아니라 투자위원회 회의록에 따르면 위원들은 본건 합병비율로 인한 손실과 주주가치가 희석되지 않을 것임을 보여주는 구체적인 반대 증거의 필요성을 반복적으로 지적하였습니다.¹¹⁸ [redacted] 팀장은 이러한 우려에 대해 “시너지 효과가 중요”하다고 주장하면서, 최소 2 조 원의 시너지가 발생하여 본건 합병비율로 인한 손실을 상쇄할 것이라고 답변하였습니다.¹¹⁹ 투자위원회 회의록에 기록된 결론은 “*시너지 효과 등을 고려하여* 합병에 찬성”한다는 것이었습니다.¹²⁰
67. 엘리엇이 제네바 심리 이후 제출한 심리 후 주장서면에서 이미 상세히 설명한 바와 같이,¹²¹ 개별 투자위원회 위원들의 증언은 시너지 효과가 수행한 중요한 역할을 더욱 분명히 확인해 줍니다. [redacted] 투자위원회 위원은 리서치팀의 분석을 신뢰하였기 때문에 본건 합병에 찬성 투표하였으며, 손실을 상쇄할 신뢰할 만한 수치가 없었다면 찬성 투표는 “할 수가 없는” 것이라고 증언하였습니다.¹²² [redacted] 위원은 [redacted] 팀장이 2 조 원이라는 수치를 자신 있게 제시한 것이 자신의 표결에 “큰 고려요소가 되었”으며, 그 수치가 없었다면 기금에 손실이 발생할 것이라는 수치가 제시된 상황에서 본건 합병을 승인하기는 어려웠을 것이라고 진술하였습니다.¹²³ [redacted] 위원은 리서치팀의 분석을 근거로 표결하였으며, 만약 그 상쇄 효과가 정당한 근거가 없는 것이었다면 본건 합병에 찬성하는 것에 대해 “그럴 수 없죠”라고 진술하였습니다.¹²⁴ 이에 따라 문형표/홍완선 사건에서 서울고등법원은 적어도 두 명의 찬성 투표자가 시너지 효과가 조작되었다는 사실을 알았다면 본건 합병에 반대 투표하였을 것이며, 그 결과 투자위원회의 과반수 찬성이 무산되어 안건을 전문위원회에 회부하여야 했을 것이라고 판단하였습니다.¹²⁵

¹¹⁷ 중재판정문, 제 586–598 항 {A/28/171–175} 참조. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원판결, Exh C-79, 제 20, 25–26, 53 면 {C/79/20,25–26,53}; [redacted] 증인신문조서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 4 월 19 일, Exh C-505, 제 23–24 면 {C/505/7–8}; [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 26 일, Exh C-463, 제 7 면 {C/463/5}; [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, Exh C-468, 제 26 면 {C/468/2} 참조.

¹¹⁸ [redacted], 투자위원회 회의록, 2015 년 7 월 10 일, Exh C-428, 제 3–4 면 {C/428/3–4}; 국민연금공단 기금운용본부 경영전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, Exh R-128, 제 9, 11–12 면 {R/128/10,12–13} 참조.

¹¹⁹ 국민연금공단 기금운용본부 경영전략실, “2015 년 제 30 차 투자위원회 회의록”, 2015 년 7 월 10 일, Exh R-128, 제 10–11 면 {R/128/11–12}.

¹²⁰ 상기 자료, 제 9–16 면(강조표시 추가) {R/128/10–17}. 또한 [redacted], 투자위원회 회의록, 2015 년 7 월 10 일, Exh C-428, 제 3–4 면 {C/428/3–4} 참조.

¹²¹ 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 169(a)–(f)항 참조 {B/10/67–69}.

¹²² [redacted] 증인신문조서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), Exh C-500, 제 8, 12, 27 면 {C/500/2–3} {C/500.1/13}. 또한 [redacted] 및 [redacted] 증인신문조서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017 년 6 월 20 일, Exh C-515, 제 25–26 면 {C/515/12–13}; 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 60 면 {C/79/60} 참조.

¹²³ [redacted] 제 2 차 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 27 일, Exh C-467, 제 7–8, 14 면 {C/467/3–4,6}. 또한 [redacted]에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), Exh C-502, 제 14–15, 16–17, 35, 37–38, 53, 54 면 {C/502/5–7,9–10,13–14}; 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원판결, Exh C-79, 제 60 면 {C/79/60} 참조.

¹²⁴ [redacted] 특별검사 진술조서, 2016 년 12 월 28 일, Exh C-472, 제 10–11, 13 면 {C/472/2–4}. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 60 면 {C/79/60} 참조.

¹²⁵ 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원, 문형표/홍완선 판결, Exh C-79, 제 60–61 면 {C/79/60–61}; 서울고등법원 2020 나 2021570 판결(이하 “[redacted]에 대한 서울고등법원 판결”), Exh C-773, 제 19–20, 26 면 {C/773/7–8,12} 참조.

대한민국은 이제 와서 어떠한 적극적인 증거도 제시하지 않고 단지 해당 개별 투자위원회 위원들에게 제시된 질문이 유도 질문이었다는 이유로 이들의 증언을 의심해야 한다고 주장하지만, 이는 앞뒤가 뒤바뀐 주장입니다. 이들은 자신들이 답변할 의무가 없었던 직접적인 질문에 직접적으로 답변하였으며, 검찰과의 면담 기록을 확인한 후 이들이 정확하다고 확인한 답변의 신빙성을 문제 삼을 아무런 근거가 없습니다.¹²⁶

68. 국민연금이 이 사건들에 관하여 자체적으로 실시한 2018년 6월 내부감사 역시 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 절차가 부적절하였다는 점을 확인합니다.¹²⁷ 감사관 10인이 62일간 조사를 실시한 후 이루어진 2018년 6월 특별감사에서 당초 1:0.64였던 가치평가가 단 하루 만에 1:0.39로 왜곡되었음을 밝혀냈고, 본건 합병비율로 인한 1,380 억의 손실을 정확히 상쇄하는 데 필요한 금액을 도출하기 위해 2 조 1 천억 원의 시너지 효과가 역산되었음을 확인하였습니다.¹²⁸ 특별감사에서는 나아가 여러 국민연금 관계자들이 중대한 주의의무 위반에 대한 책임이 있다고 판단하였습니다. ■■■■■ 국민연금 리서치팀장은 “기금운용내부규정상 선관주의 의무”를 위반하였으며 “고의”를 가지고 “비위의 정도가 심[하다]”는 이유로 해임되었습니다.¹²⁹ 대한민국의 주장에 따르면 어차피 ‘찬성’이었을 표결에 관하여 단지 “일말의 가능성도 남기지 않기” 위해 국민연금의 의사결정 절차가 이토록 중대한 부정행위에 의해 왜곡되었다는 것은 도저히 납득하기 어렵습니다. 중재판정부는 국민연금의 자체 감사 그 어디에서도, 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표할만한 다른 설득력 있는 이유가 어쨌든 존재했다는 대한민국의 자기 편의적인 현재 주장을 뒷받침하는 어떠한 흔적도 찾아볼 수 없을 것입니다.

E. 중재판정부는 중재판정문에서 이러한 다툼 없는 사실을 반영하였습니다

69. 대한민국은 원 중재절차에서 자신의 법원의 판단에 “구속된다”고 자인하였고, 유죄판결의 근거가 된 사실관계를 “부인하지 않았으며”, 이를 반복하려 하지도 않았습니다.¹³⁰ 중재판정부는 이를 전제로 절차를 진행하였습니다. 즉, “중요한 사실관계”에 다툼의 여지가 없다고 판단하였고, 관련 판결들과 이를 뒷받침하는 증거를 검토하였으며, 문형표/홍완선 사건의 법원 판단을 달리 볼 아무런 근거가 없다고 결론지었습니다.¹³¹ 이러한 판단에는 다음이 포함됩니다.

쟁점	대한민국이 자인한 문형표/홍완선 사건의 판단	중재판정문의 구속력 있는 판단
의사결정 경로	책임투자팀은 전문위원회 회부를 지지하였습니다; SK 합병은 “본질에 있어 동일”하였으며; 전문위원회의 반대가	전문위원회 회부가 승인을 “보증”하지 못할 것으로 예상되자, 문형표 장관은 투자위원회를 활용하도록

¹²⁶ 상기 제 10-11 항 참조. 또한 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 169 항 {B/10/67-69} 참조.

¹²⁷ 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부감사 결과, 2018년 6월 21일(2018년 7월 5일 국민연금 웹사이트 게시 화면 캡처와 함께 제출됨), Exh C-84, 제 5-8 면 참조 {C/84/5-8}.

¹²⁸ 삼성물산/제일모직 합병 관련 국민연금 내부감사결과, 2018년 6월 21일, Exh C-84, 제 2-4 면 참조 {C/84/2-4}.

¹²⁹ 2018년 7월 5일자 국민연금 내부감사, Exh C-84, 제 3-4 면 {C/84/4-5}. 또한 ■■■■■에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-773, 제 19-20, 22-26, 30 면 {C/773/7-13} 참조.

¹³⁰ 환송 쟁점 속기록, 1 일차, 7:5-9:11(엘리엇 대리인) {L/5/3,4}; 중재기일 속기록, 2 일차, 17:10-12, 16:17-19(피청구국 대리인) {J/26/5-6}; 중재기일 속기록, 9 일차, 87:10-12(피청구국 대리인) {J/33/23}; 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 45 항 {B/11/21} 참조. 또한 중재판정문, 제 266 항 {A/28/72} 참조.

¹³¹ 중재판정문, 제 266, 581-582, 598, 820 항 참조 {A/28/72,169,170,175,243}.

쟁점	대한민국이 자인한 문형표/홍완선 사건의 판단	중재판정문의 구속력 있는 판단
	예상되었습니다. 그럼에도 불구하고 보건복지부는 “전문위원회로 부의하지 말 [것]”과 “투자위원회에서 이 사건 합병에 찬성해야 한다는 취지로” 지시하였습니다. (Exh C-79, 제 12-15 면 {C/79/12-15}; Exh C-69, 제 7-8, 43-44 면 {C/69/7-8,43-44})	지시하였습니다. 국민연금은 보건복지부의 지시 아래 전문위원회가 아닌 투자위원회가 해당 사안을 결정하도록 하였습니다. (중재판정문, 제 586-588, 602(b)항 {A/28/171-172,177})
합병의 경제성	리서치팀은 1:0.64, 1:0.39 및 1:0.46 을 산출하였습니다. 1:0.46 에서도 제안된 비율로 인해 1,388 억 원의 손실이 발생하였습니다. “위 손실을 넘는 합병시너지 효과 등이 명확하지 아니한 경우” 찬성 투표는 어려웠습니다. 2 조 1 천억 원이라는 수치는 바로 이 상쇄 효과를 제시하기 위해 역산되었습니다. (Exh C-79, 제 23-24, 33-35, 68-69 면 {C/79/23-24,33-35,68-69})	홍완선 본부장은 해당 합병비율이 적어도 1,388 억 원의 손실을 초래한다는 보고를 받았고, 이를 “상쇄하기 위해 필요한” 조작된 시너지 효과 산정을 지시하였습니다. 의결권행사지침은 주주가치와 기금의 이익이 보호되지 않는 한 지지를 금지하고 있었습니다. (중재판정문, 제 589, 595-598 항 {A/28/172,174-175})
투자위원회 위원들에 대한 영향력 행사	홍완선 본부장은 위원들에게 본건 합병을 긍정적으로 바라볼 것을 요구하고, “국부를 팔아먹[는]” 것을 운운하며, 조작된 시너지 효과를 내세워 승인을 유도하였습니다. 그의 이러한 행위로 인해 “결국 ... 찬성 의결되었”으며, 해당 표결은 그의 “지휘·감독권을 이용한” 배경 하에서 이루어졌습니다. (Exh C-69, 제 16-17, 62-63 면 {C/69/16-17,62-63}; Exh C-79, 제 68-69 면 {C/79/68-69})	홍완선 본부장은 “찬성 투표를 유도하였”고, 문형표 장관은 압력을 행사하였으며, 국민연금은 근거 없는 시너지 효과 및 면담 등을 통해 “투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록” 영향력을 행사하였습니다. (중재판정문, 제 591, 594, 596, 602(b)항 {A/28/173-174,178})
투자위원회의 독립성	위원들은 보건복지부의 영향력으로부터 자유로운 상태에서 정확한 정보에 근거하여 자율적으로 판단해야 했습니다. 문형표 장관과 홍완선 본부장은 그러한 안전장치를 훼손하였으며, 홍완선 본부장은 “자율적이고 독립적으로 판단할 수 있도록 하여야 할” 의무를 위반하였습니다. (Exh C-79, 제 68-72 면 {C/79/68-72})	국민연금은 “독자적으로 상업적 목적으로 행위하지 않았”고, 본건 합병의 상업적인 장점을 이유로 결정하지 않았으며, 보건복지부의 지시에 따라 행동하였습니다. (중재판정문, 제 623 항 {A/28/185})
시너지에 관한 위원들의 증거	적어도 두 명의 찬성 투표자는 시너지 효과가 조작된 것임을 알았다면 반대 투표하였을 것입니다. 이들의 찬성표가 없었다면 과반수에 이르지 못하여 해당 안건은 전문위원회에 부의되었을 것입니다. 한국 법원은 홍완선 본부장의 유도가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라고 “봄이 상당하다”고 판단하였습니다. (Exh C-79, 제 59-61 면 {C/79/59-61})	“다수의” 위원들이 시너지 효과가 조작되었다는 것을 알았다면 반대 투표하였을 것이라고 증언하였습니다. 이러한 증거는 개입행위가 찬성 의결을 이끌어내었다는 판단을 뒷받침하였습니다. (중재판정문, 제 598, 602(b)항 {A/28/175,178})

70. 중재판정부의 이러한 판단은 국민연금의 법적 지위와 아무런 관련이 없는 것이었습니다. 해당 판단들은 여전히 구속력을 가지며, 그러한 판단들과 나란히 정부의 개입이 실제로는 국민연금의 표결에 영향을 미치지 않았다는 추가적인 판단을 이제 와서 내리는 것은 터무니없어 보일 것입니다.

F. 추가 판결들은 중재판정부의 사실인정과 달리 판단할 아무런 근거를 제공하지 않습니다

71. 대한민국은 추가 판결들을 새로운 증거의 “보고(寶庫)”라고 소개하였습니다.¹³² 이는 황당무계한 묘사입니다. 오히려 해당 결정들은 서로 다른 당사자, 청구원인, 입증 책임 및 증거기록을 수반하는 별개의 절차에서 내려진 판결들입니다. 추가 판결들은 본 중재판정부에 제출된 주요 증거나 그러한 증거를 토대로 중재판정부가 내린 판단을 대체하지 않습니다. 또한 아래에서 상세히 설명하는 바와 같이, 추가 판결들로 이미 이루어진 판단을 재검토하는 것이 정당하지 않은 데에는 여러 이유가 있습니다.

1. 추가 판결들의 사실인정은 합병무효 판결의 사실인정을 반복하거나 이와 중복됩니다

72. 추가 판결들의 여러 사실인정—본건 합병의 사업상 목적, 법정 합병비율, 투자위원회 위원들이 심의 과정에서 고려한 광범위한 요소들 및 삼성물산 이사들이 본건 합병의 다른 조건을 협상할 의무가 없었다는 점—은 이미 삼성과 본건 합병에 더 우호적인 판단에 도달하였던 2017년 10월 19일 자 합병무효 판결의 사실인정을 반복하거나 부연할 뿐이며,¹³³ 해당 판결은 중재판정 이전에 이미 중재판정부에 제출되어 있었습니다. 중재판정부는 이미 중재판정부 제 605 항 내지 제 614 항에서 본건 합병에 더 우호적인 그러한 사실인정이 왜 중재판정부의 판단을 바꾸지 않는지를 다룬 바 있습니다. 이 과정에서 중재판정부는 합병무효 판결에서의 상이한 구제수단, 법적 쟁점 및 기준이 해당 절차에서의 사실인정을 설명하며, 그러한 사실인정은 문형표/홍완선 사건에서의 사실인정을 대체하지 않는다고 판단하였습니다.¹³⁴ 동일한 논리는 각각의 추가 판결들에도 적용되며, 특히 합병무효 판결을 내린 법원의 사실인정과 중복되는 사실인정을 한 경우에는 더더욱 그러합니다.

2. 추가 판결들은 문형표/홍완선 사건에 영향을 미치지 않습니다

73. 이와 같은 추가 판결들에도 불구하고, 중재판정부의 근거가 된 유죄판결 중 어느 것도 파기되지 않았습니다. 문형표 장관과 홍완선 본부장의 유죄판결은 여전히 유효하며, 박근혜 전 대통령의 부패 혐의에 대한 유죄판결과 이재용 부회장의 별도 뇌물공여 유죄판결 역시 마찬가지입니다.¹³⁵ 추가 판결들은 문형표/홍완선 사건의 판결들을 취소하지도 대체하지도 않았는 바, 해당

¹³² 환송 쟁점 속기록, 2 일차, 10:1-9(피청구국 대리인) {L/6/4}.

¹³³ 환송 쟁점 속기록, 2 일차, 27:12-19, 34:21-35:17(피청구국 대리인) {L/6/8,10}; 대한민국의 모두진술, 슬라이드 10, 38-39 {L/2/10,38-39} 참조.

¹³⁴ 중재판정부, 제 605-614 항 참조 {A/28/178,182}.

¹³⁵ 상기 중재판정부, 제 270-273, 277-280, 284-288 항 참조 {A/28/74,76,77,78,79}.

판결들은—본 중재판정부가 판단해야 할 사항과 마찬가지로—정부 관계자들의 행위에 초점을 맞춘 것이었습니다.¹³⁶

3. 추가 판결들은 한국법상 별개의 쟁점에 근거합니다

74. 특히, 소액주주 국가배상 민사판결 법원들은 공동불법행위 법리를 포함한 한국법상의 책임 이론—예컨대 한 주주의 표결이 다른 주주에 대하여 국내법상 책임을 발생시키는지 여부—을 다루었는데,¹³⁷ 이는 한국법상 민사 입증 기준인 고도의 개연성 기준에 따른 것이었습니다.¹³⁸ 해당 법원 스스로도 이는 본 국제중재절차 및 *메이슨* 사건에서 이루어진 국제법상 판단과는 분명히 구별된다고 밝혔습니다.¹³⁹ 이재용 부회장에 대한 시세조종 관련 두번째 형사사건 판결(다시 상기하건대, 그는 이미 정부 공무원에 대한 뇌물공여로 유죄판결을 받았고 해당 유죄판결은 현재까지 그대로 유지되고 있습니다)은 삼성 임원 및 회계사들에 대한 구체적인 형사 혐의가 합리적 의심의 여지가 없을 정도로 입증되었는지 여부를 다룬 것이었습니다.¹⁴⁰ 그중 어느 것도 문형표/홍완선 사건과 동일한 정도로 정부의 국민연금 표결에 대한 위법한 개입 및 그 영향에 초점을 맞추지 않았습니다. 또한 그중 어느 것도 협정 제 11.16 조 제 1 항, 본 중재판정부의 인과관계 기준, 또는 개연성의 우위 기준을 적용하지 않았습니다.

4. 추가 판결들은 본 중재판정부에 제출된 것과 동일한 증거기록을 검토하지 않았습니다

75. 추가 판결들이 중재판정부가 중재판정문을 작성함에 있어 검토하였던 것과 동일한 증거 자료에 근거하였는지는 결코 분명하지 않으며, 대한민국도 달리 주장하지 않았습니다. 오히려 대한민국이 제시하는 것은 이재용 합병 사건이 “모든 관련 선행 형사 소송을 적절히 고려하였다”는 것뿐입니다.¹⁴¹ 그러나 엘리엇이 심리기일에 지적한 바와 같이,¹⁴² 대한민국은 해당 한국 법원에 제출된 주된 증거가 본 중재판정부 및 문형표/홍완선 사건을 심리한 한국 법원에 제출된 증거만큼 광범위하였는지를 확인해주지 못하고 있습니다. 실제로, 해당 사건들과

¹³⁶ 상기 중재판정문, 제 581–582 항 참조 {A/28/169,170}(중재판정부가 추가 판결들의 근거가 된 주된 증거기록을 이미 제출 받았으며, 그 증거에 대한 자체 검토에 근거하여 문형표/홍완선 판결들의 사실인정에 의문을 제기할 이유가 없다고 결론지었음을 보여줌).

¹³⁷ 삼성물산 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, 2020 가합 600079, 2022 년 11 월 25 일, Exh R-389, 제 12–14 면 {R/389/12–14}; 삼성물산 소액주주 국가배상 제 2 심 민사판결, 2023 나 2000796, 2026 년 2 월 12 일, Exh R-390, 제 6–7 면 {R/390/5–6} 참조.

¹³⁸ 대법원 2012 다 65331 판결, 2012 년 11 월 29 일, Exh RLA-184, 제 1 면 참조 {I/184/1} (“특별한 사정이 없으면 어떠한 사실이 있었다는 점을 시인할 수 있는 고도의 개연성을 증명하는 것이고, 그 판정은 통상인이라면 의심을 품지 않을 정도일 것을 필요로 함.”).

¹³⁹ 삼성물산 소액주주 국가배상 제 2 심 민사판결, 2023 나 2000796, 2026 년 2 월 12 일, Exh R-390, 제 7 면 참조 {R/390/6}.

¹⁴⁰ 이재용 불법 합병 제 1 심 형사판결, 2020 고평합 718, 920(병합), 2024 년 2 월 5 일, Exh R-391 {R/391}; 이재용 불법 합병 제 2 심 판결, 2024 노 635, 2025 년 2 월 3 일, Exh R-392 {R/392}; 이재용 불법 합병 대법원 판결, 2025 도 2805, 2025 년 7 월 17 일, Exh R-393 {R/393}; 서울고등법원 2019 노 1937 판결, 2021 년 1 월 18 일, Exh C-712, 제 25–26 면 {C/712/24–26} 참조.

¹⁴¹ 대한민국의 환송 쟁점 재반론서면, 제 118 항 {B/26/93}.

¹⁴² 환송 쟁점 속기록, 1 일차, 103:21–104:16(엘리엇 대리인) {L/5/27} 참조. 또한 엘리엇의 모두진술, 슬라이드 83 및 84 {L/1/83,84} 참조.

소액주주 국가배상 민사절차에서 한국 법원이 내린 여러 결론들을 서로 조화시키기가 매우 어렵다는 점에 비추어 볼 때, 거의 확실히 그러하지 않았을 것입니다.¹⁴³

5. 추가 판결들은 기초 증거 및 중재판정문의 판단과 양립할 수 없는 판단을 포함합니다

76. 대한민국이 추가 판결들을 제시하며 내세우는 주장은 본 중재판정부에 제출된 주된 증거와 도저히 양립할 수 없고, 중재판정문에 그대로 유지되는 판단들과 결코 공존할 수 없습니다. 예컨대:¹⁴⁴

- (i) 독립성과 영향력. 대한민국은 추가 판결들에 따르면 국민연금에 본건 합병에 관하여 자유의사를 행사하였고 문형표 장관과 홍완선 본부장이 표결에 영향을 미치지 않았다고 주장합니다.¹⁴⁵ 해당 판단은 앞서 **Section III.C**에서 살펴보았고 엘리엇의 서면에서 상세히 실시한 증거와 양립할 수 없습니다. 바로 이 증거에 근거하여 문형표/홍완선 사건에서 서울고등법원은 국민연금의 본건 합병 승인이 홍완선 본부장의 조율과 조작된 시너지를 포함한 배경 하에서 이루어졌다고 합리적 의심의 여지 없이 판단하였습니다.¹⁴⁶ 마찬가지로 중재판정문 제 596, 602(b) 및 623 항은 이러한 개입이 결과를 초래하였거나 결과에 영향을 미쳤으며 국민연금은 독립적으로 결정하지 않았다고 판단하고 있습니다.¹⁴⁷
- (ii) 투자위원회 위원들이 조작된 시너지 효과에 의존하였다는 점. 대한민국은 추가 판결들에 따르면 시너지 효과는 투자위원회가 고려한 여러 요소들 중 결정적이지 않은 한 요소에 불과하였다고 주장합니다.¹⁴⁸ 이 역시 앞서 **Section III.C**에서 살펴보았고 엘리엇이 서면에서 상세히 실시한 증거와 양립할 수 없습니다. 이 증거에 근거하여 문형표/홍완선 사건에서 서울고등법원은 적어도 두 명의 투자위원회 위원이 사실을 알았더라면 반대 투표하였을 것이며, 그 결과 과반수 찬성이 무산되어 전문위원회 회부를 촉발하였을 것이라고 합리적 의심의 여지 없이 판단하였습니다.¹⁴⁹ 중재판정문 제 598 항 또한 시너지 효과가 투자위원회 위원들의 표결에 영향을 미쳤다는 위원회 당사자들의 증거를 받아들이고 있습니다.¹⁵⁰
- (iii) 합병비율의 가치 평가와 그로 인해 국민연금에 초래된 손실. 대한민국은 추가 판결들에 따르면 삼성물산이 저평가되었다고 볼 수 없고 본건 합병비율이 불리하지 않았다고

¹⁴³ 예컨대, 소액주주 국가배상 제 1 심 민사판결, **Exh R-389**, 제 13 면 참조 **{R/389/13}**(“피고공무원이 참가인에게 지시나 권유를 넘어 기망이나 강박 등으로 [국민연금]의 의사결정을 좌우하여 [국민연금]이 자유로운 의사에 가하지 않은 주주권 행사를 하였다고 보기 어렵다.”). 또한 엘리엇의 모두진술, 슬라이드 84 **{L/1/84}** 참조.

¹⁴⁴ 엘리엇의 환송 쟁점 답변서면, 제 39-95 항 **{B/23/17-50}**; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 161-171 항 **{B/10/64-70}**; 재반박서면, 제 108-159 항 **{B/6/59-128}** 참조.

¹⁴⁵ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 53, 143, 145 참조 **{L/2/53,143,145}**.

¹⁴⁶ 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 35-36, 53-56, 60-61, 69 면 **{C/79/35-36,53-56,60-61,69}**; 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, **Exh C-69**, 제 7-9, 14-15 면 **{C/69/7-9,14-15}**; 중재판정문, 제 598, 602, 623 항 **{A/28/175,177,185}** 참조.

¹⁴⁷ 중재판정문, 제 596, 602(b), 623 항 참조 **{A/28/174,177,185}**.

¹⁴⁸ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 143, 146 참조 **{L/2/143,146}**.

¹⁴⁹ 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-79**, 제 60-61 면 **{C/79/60-61}**; [redacted]에 대한 서울고등법원 판결, **Exh C-773**, 제 26 면 **{C/773/12}** 참조.

¹⁵⁰ 중재판정문, 제 598 항 **{A/28/175}** 참조. 또한 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결 **Exh C-69**, 제 54 면 **{C/69/54}** 참조.

주장합니다.¹⁵¹ 이러한 주장은 기초 증거기록과 상충합니다. 이 증거에 근거하여 문형표/홍완선 사건에서 서울중앙지방법원은 “실제 [...] 삼성물산의 자산 가치가 저평가되어 있[었다]”고 판단하였고,¹⁵² 서울고등법원은 홍완선 본부장조차 해당 합병비율이 부당하다고 간주하였으며 국민연금 본건 합병이 그 조건대로 승인될 경우 1,388 억 원의 손실을 입게 될 것으로 산정하였다고 합리적 의심의 여지 없이 판단하였습니다.¹⁵³ 마찬가지로, 중재판정문은 국민연금이 바로 그 손실 때문에 상쇄 요소를 조작하였다고 판단하였습니다.¹⁵⁴

77. 대한민국은 이러한 모순들을 중재판정문을 “현실 세계(actual world)”로, 추가 판결들을 “가상 현실”로 규정함으로써 해소할 수 없습니다.¹⁵⁵ 대한민국이 제시하는 바에 따른 추가 판결들은 개입이 “현실 세계(actual world)”에서 표결에 영향을 미쳤다는 점을 부인합니다.¹⁵⁶ 이는 중재판정문 제 602(b) 및 제 623 항과 정반대되는 결론입니다.

6. 중재판정문은 한국 법원의 판단에만 근거한 것이 아닙니다

78. 대한민국은 앞서 중재판정부가 그러한 사실인정에 의거하여 판단할 수 있다고 자인하였음에도 불구하고, 추가 판결들이 본 중재판정부가 근거로 삼았던 문형표/홍완선 사건의 판단에 대항하는 근거라고 주장합니다.¹⁵⁷ 설령 대한민국이 이전에 스스로 한 인정을 이제 와서 번복할 수 있다 하더라도(물론 그리할 수 없습니다), 중재판정문은 문형표/홍완선 사건만으로부터 대한민국의 책임을 추론한 것이 아니었습니다. 중재판정부는 기초가 되는 주된 증거를 검토하였고, 본질적인 사실이 다투어지지 않는다고 판단하였으며, 증거기록이 문형표/홍완선 사건에서 내려진 판단을 뒷받침한다고 결론지었습니다.¹⁵⁸ 이 증거는 이후의 사법 판단에도 불구하고 변경되지 않은 채로 남아 있습니다.

7. 본건 합병과 관련된 사법적 판단의 전체적 양상은 여전히 변화하고 있으며, 대한민국이 선택적으로 의존하는 추가 판결들보다 더 광범위합니다

79. 본건 합병에서 비롯된 여러 법적 절차 중에는, 합병비율이 불리하여 국민연금에 손실이 발생하였으며 삼성이 정부에 압력을 가하고 정부가 국민연금의 절차에 압력을 가하게 된 결과로

¹⁵¹ 대한민국의 모두진술, 슬라이드 49-50 {L/2/49-50}.

¹⁵² 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결, Exh C-69, 제 4 면 {C/69/4}. 또한 중재판정문, 제 584 항 {A/28/171} 참조.

¹⁵³ 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 35, 68 면 {C/79/35,68}; 중재판정문, 제 596 항 {A/28/174} 참조. 대한민국은 문형표/홍완선 사건 고등법원이 국민연금이 본건 합병으로 인하여 손실을 입었다고 판단하지 않았다고 주장함(예컨대, 환송 쟁점 재반론서면, 제 60-61 항 {B/26/47-48} 참조). 이는 오해의 소지가 있음. 고등법원은 가중처벌 규정이 양형 판단에 적용되어야 하는지에 관한 별개의 쟁점을 다루면서, 본건 합병 이후 국민연금이 실제로 입은 손실에 관하여 이를 “산정하고 입증할 실증적 증거가 없다”고 판단하였음. 그러나 해당 판단은 당시 국민연금이 산정하고 예상한 손실에 관하여 법원이 내린 사실 판단을 대체하는 것은 아니며, 이 사실인정이 본 절차의 인과관계 분석과 관련되는 것임. 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 판결, Exh C-79, 제 64-66 면 {C/79/64-66} 참조.

¹⁵⁴ 중재판정문, 제 589, 591 항 참조 {A/28/172,173}.

¹⁵⁵ 환송 쟁점 재반론서면, 제 56-57 항 참조 {B/26/44-46}.

¹⁵⁶ 대한민국의 서면, 제 55 항 {B/21/29-31}; 환송 쟁점 재반론서면, 제 56-57 항 {B/26/44-46} 참조.

¹⁵⁷ 환송 쟁점 재반론서면, 제 55-56, 57(d), 125(b)항 {B/26/43-44,46} 참조. 또한 환송 쟁점 속기록, 1 일차, 89:12-22(엘리엇 대리인) {L/5/24} 참조.

¹⁵⁸ 중재판정문, 제 266, 581, 598, 820 항 {A/28/72,169,175,243} 참조. 또한 환송 쟁점에 대한 엘리엇의 답변서면, 제 70 항 {B/23/33-34} 참조.

합병이 승인되었다고 주장하는 내용의, 다른아닌 국민연금 스스로가 삼성 및 국민연금 관계자들을 상대로 제기한 2024 년 소송도 포함됩니다.¹⁵⁹ 이처럼 진행중인 절차들은 본건 합병으로부터 비롯된 다양한 한국 법원의 사건들이 서로 다른 증거기록에 근거하여 서로 다른 법적 문제에 답하고 있음을 보여줍니다. 그러나 문형표/홍완선 사건은 본 중재판정부에 제출된 것과 동일한 기록에 근거하여 본 중재절차의 핵심에 있는 정부의 부정행위를 직접적으로 심리한 절차입니다. 대한민국은 해당 절차에서 내려진 사실인정들을 자인하였고, 중재판정부는 자체적인 검토를 거쳐 이를 받아들였습니다. 이후의 결과들을 선별적으로 원용한다고 해서 이를 반복할 수는 없습니다.

IV. 법률적 인과관계

A. 적용 기준

80. 법률적 인과관계는 엘리엇의 손해가 대한민국의 위반행위와 충분히 밀접하게 연관되어 있는지 혹은 너무 동떨어진 것인지를 묻습니다.¹⁶⁰ 중재판정문 제 815 항은 해당 심리를 직접성과 근접성의 관점에서 표현하고 있으며, 영국 법원은 이를 취소하지 않았습니다.
81. 대한민국은 인과관계의 연결고리가 “너무 희미”하고 “너무 우연적”이라고 주장하며, 예견가능성만으로는 충분치 않다고 주장합니다.¹⁶¹ 그러나 엘리엇은 예견가능성만을 주장하는 것이 아닙니다(원 중재절차에서도 그리하지 않았습니다).¹⁶² 엘리엇이 심리기일에 설명한 바와 같이, 그리고 국제법위원회가 국가책임에 관한 초안 조문에 반영한 바와 같이, 법률적 인과관계에 관한 단일한 기준은 존재하지 않으며, 이는 위반행위의 구체적인 사실관계와 의무에 따라 달라집니다.¹⁶³ 어떤 경우에는 예견가능성이 결정적일 수 있습니다. 그리고 이는 *Lemire* 중재판정부가 요약한 바와 같이, “위법행위자가 그 부정 행위가 연속적인 연결고리를 거쳐 궁극적으로 손해를 초래할 것임을 예견할 수 있었다면, 그 인과관계의 연결고리는 근접한 것으로 간주되어야 하기” 때문입니다.¹⁶⁴ 즉, 예견가능성은 근접성(또는 직접성)을 평가하기 위한 방법론적 도구입니다. 그리고 이 사건에서 대한민국의 위반행위와 엘리엇의 손해 사이의 인과관계의 연결고리는 단지 직접적이고 단절되지 않았으며 예견 가능하였을 뿐만 아니라, 실제로 예견되었습니다.¹⁶⁵

¹⁵⁹ 상기 제 68 항에서 언급한 바와 같이, 국민연금의 내부감사는 본건 합병에 관한 국민연금의 의사결정 절차가 부적절하였으며 “중대한 위법행위” 및 의결권행사지침상 의무 위반을 수반하였음을 확인하여 줌.

¹⁶⁰ 환송 쟁점에 대한 엘리엇의 답변서면, 제 105–111 항 {B/23/54–56}; 재반박서면, 제 502–504, 521–532 항 {B/6/330–331,349–354}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 179–186 항 {B/10/73–76} 참조.

¹⁶¹ 환송 쟁점 속기록, 2 일차, 8:21–9:13(피청구국 대리인) {L/6/3–4}; 대한민국의 모두진술, 슬라이드 7, 163 {L/2/7,163}.

¹⁶² 환송 쟁점에 대한 엘리엇의 답변서면, 제 110–111 항 {B/23/56}; 환송된 쟁점에 관한 엘리엇의 서면, 제 66–68 항 {B/20/29–30}; 재반박서면, 제 504 항 {B/6/331}; 엘리엇의 심리 후 주장서면, 제 181–186 항 {B/10/74–76} 참조.

¹⁶³ 환송 쟁점 속기록, 1 일차, 80:10–81:15(엘리엇 대리인) {L/5/21–22}; 국가책임에 대한 ILC 규정 해설서, Exh CLA-38, 제 31 조 주석 10 {H/38/63–64} 참조.

¹⁶⁴ *Lemire v. Ukraine*, 판정문, 2011 년 3 월 28 일, Exh RLA-56, 제 170 항 {I/56/52}. 또한 *Kardassopoulos v. Georgia*, 판정문, 2010 년 3 월 3 일, Exh CLA-133, 제 469 항 {H/133/161–162} 참조.

¹⁶⁵ 중재판정문, 2023 년 6 월 20 일, 제 360, 819 항 {A/28/103,243}; J Christopher Thomas KC 의 개별의견, 2023 년 6 월 20 일, 제 71 항 {A/29/18–19}.

B. 입증 책임 및 입증 기준

82. 엘리엇은 이전부터 일관되게 그러해 왔듯이, 개연성의 우위 기준으로 보았을 때 법률적 인과관계를 뒷받침하는 사실을 입증할 책임은 우선 엘리엇에게 있다는 점을 인정합니다.¹⁶⁶ 그러나 엘리엇이 연속적인 인과관계의 경로를 입증한 후에는, 실제로 발생하여 위반행위를 대체하고 인과관계의 연결고리를 깨뜨린 사건이 존재하였다는 적극적 항변을 입증할 책임은 대한민국이 부담합니다.¹⁶⁷ 가정적 사건이나 병존하는 원인은 개입 원인이 아닙니다.¹⁶⁸

C. 인과관계의 연결고리는 직접적이고 단절되지 않았으며 예견 가능하였습니다

83. 이 사건의 핵심 인과관계 연결고리는 세 개의 단순명료한 고리로 이루어져 있습니다: 청와대 조치가 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하도록 한 것;¹⁶⁹ 국민연금의 캐스팅 보트가 본건 합병의 승인을 야기한 것;¹⁷⁰ 및 본건 합병이 엘리엇의 손해를 초래한 것입니다.¹⁷¹

- (i) 청와대 조치는 국민연금으로 하여금 본건 합병에 찬성 투표하게 하도록 하였습니다. 첫 번째 연결고리는 앞서 **Section III** 에서 설명한 바와 같이 성립됩니다. 중재판정부는 다음과 같은 사실을 인정하였습니다: 보건복지부가 청와대의 지시에 따라 국민연금에게 찬성 표결을 확보하도록 지시하였고, 국민연금은 전문위원회의 결정을 우회하였으며, 시너지를 조작하였고 투자위원회가 찬성 투표“에 이르도록” 투자위원회에 영향력을 행사하였고, 국민연금은 독립적으로 결정하지 않았습니다. 이와 같이 이미 확립된 사실적 연결고리는 국민연금의 행위가 대한민국에 귀속되지 않는다는 판단으로 인해 단절되지 않습니다. 비국가 행위자의 행위는 국가의 위법행위가 의도하고 예견할 수 있었던 결과일 수 있습니다.¹⁷² 메이슨 중재판정부는 국민연금의 행위가 국가에 귀속되지 않는다고 보면서도, 동일한 개입 행위에 대해 같은 결론에 도달하였습니다.
- (ii) 국민연금의 캐스팅 보트로 인하여 본건 합병이 승인되었습니다. 두 번째 연결고리는 중재판정문의 취소되지 않은 채 유지된 부분에서 이미 결정되어 있습니다. 국민연금은 사실상 캐스팅 보트를 가지고 있었으며, 국민연금의 표결 없이는 법정 의결정족수가 충족되지 못하였을 것입니다.
- (iii) 본건 합병은 엘리엇의 손해를 초래하였습니다. 세 번째 연결고리 역시 중재판정문에서 확립되어 있습니다. 중재판정부는 광범위한 전문가 의견 및 사실 증거를 토대로 시장 성과, 엘리엇의 처분, 회수액 및 대한민국의 가치평가 주장을 모두 고려하여 본건 합병이 야기한

¹⁶⁶ 중재판정문, 제 581 항 참조 {A/28/169}.

¹⁶⁷ *Lemire v. Ukraine*, Exh RLA-56, 제 158 번 각주 {I/56/51}; *Mason v. Republic of Korea*, Exh CLA-219, 제 813 항 {H/219/244} 참조.

¹⁶⁸ *Mason v. Republic of Korea*, Exh CLA-219, 제 816 항 {H/219/245}; *Lauder v. Czech Republic*, 최종판정문, 2001 년 9 월 3 일, Exh RLA-20, 제 234 항 {I/20/52-53} 참조.

¹⁶⁹ 중재판정문, 제 586-602, 623, 820 항 참조 {A/28/171-178,185,243}.

¹⁷⁰ 중재판정문, 제 817-818 항 참조 {A/28/242,243}.

¹⁷¹ 중재판정문, 제 817-820, 932-933, 938 항 참조 {A/28/242-243,278-279,281}.

¹⁷² 예컨대, *Vivendi v. Argentina (II)*, 판정문, 2007 년 8 월 20 일, Exh CLA-106, 제 7.6.2 항 {H/106/237-238}; *Saluka v. Czech Republic*, 일부판정문, 2006 년 3 월 17 일, Exh CLA-159, 제 471-472, 480-481 항 {H/159/96-98} 참조.

손실을 산정하였습니다. 대한민국은 이미 손해액 산정에 반영된 요소들을 개입 원인으로 다시 이름 붙일 수 없습니다.

84. 근접성은 대한민국의 목적과 당시 예견을 통하여 확인됩니다. 정부는 국민연금의 표결이 결정적이었기 때문에 국민연금을 표적으로 삼았고, 그 개입의 시작 단계부터 엘리엇을 직접 염두에 두고 행동하였는 바, 이 사실은 엘리엇을 수차례 언급하는 정부 내부 문서가 확인해주며, 대한민국은 이를 다투지 않습니다.¹⁷³ 실제로 정부 공무원들은 스스로 위법한 개입을 실행하는 과정에서 이미 엘리엇이 ISD 청구를 제기할 것을 예상하기까지 하였습니다.¹⁷⁴ 이와 같은 (여전히 변함없는)증거에 비추어 볼 때, 엘리엇에 대한 손해는 예견 가능하였을 뿐만 아니라 대한민국이 스스로 자신의 개입이 엘리엇의 투자에 불리한 영향을 미칠 것임을 실제로 예견하였다고 이미 중재판정부가 판단한 것은 전혀 놀라운 일이 아닙니다. 대한민국이 손해의 정확한 액수를 예견하였거나 자신의 행위에 대한 협정상의 법적 성격까지 이해하였어야 할 필요는 없습니다. 실제로 발생한 바로 그 유형의 손해를 예견하였다는 것만으로 충분합니다.

D. 대한민국의 근접성 결여 주장은 이유 없습니다

85. 대한민국의 8 단계 도표는 앞서 본 분석을 변경하지 않습니다. 이 도표는 인과관계의 세 연결고리 각각의 내부적 메커니즘을 과장하려 하지만, 그중 두 연결고리는 중재판정부의 구속력 있는 중재판정문에서 그대로 유지되고 있어 현재 목적상 관련성이 없으며, 해당 연결고리의 직접성이나 이를 단절시킨 개입 행위가 존재하지 않았다는 사실을 바꾸지 못합니다. 또한 대한민국의 도표는 엘리엇이 대한민국의 위법한 개입 행위의 중심에 있었고 실로 그 개입 행위의 동기였음을 보여주는 청와대 및 보건복지부 내부 기록을 포함한 방대한 핵심 증거를 약화시키지도 않습니다.
86. 대한민국의 기회상실 주장에 관하여 보건대, 대한민국은 원 중재절차에서 이미 기회상실을 손해배상 산정방법으로서 주장한 바 있습니다.¹⁷⁵ 아울러 대한민국의 주장과 달리 중재판정부가 해당 산정방법을 받아들이지 않았다는 점은 중재판정문이 명백히 보여주고 있는 바, 이는 중재판정부가 그러한 분석 및 산정방법 없이도 엘리엇의 손해액을 산정할 수 있었고, 실제로 그 손해액을 상당히 감액하기로 결정하였기 때문입니다.¹⁷⁶ 중재판정부는 국민연금이 국가기관이지만 정부로부터 독립된 의사결정을 하도록 의도되었다고 판단한 상황—즉 엘리엇의 권리가 특정한 결과 그 자체가 아니라 그러한 결과를 달성할 수 있는 공정한 기회에 대한 권리였다는 상황—에서도 그렇게 하였습니다.¹⁷⁷ *메이슨* 중재판정부가 그러하였듯, 이러한

¹⁷³ [청와대], “삼성물산 합병안에 대한 국민연금 의결권 행사방향”, **Exh C-588**, 제 41 면 참조 {C/588/1}.

¹⁷⁴ 홍완선에 대한 증인신문 녹취서(문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 5월 17일, **Exh C-511**, 제 55 면 {C/511/9}; []에 대한 증인신문 녹취서(이재용에 대한 서울중앙지방법원 판결), 2017년 7월 4일, **Exh C-520**, 제 32–33 면 {C/520/8–9} 참조.

¹⁷⁵ 대한민국의 심리 후 주장서면, 제 174, 182 항 {B/11/76–77,79}; 대한민국의 심리 후 재반박서면, 제 68 항 {B/13/33} 참조.

¹⁷⁶ 중재판정문, 제 931–948 항 참조 {A/28/277–284}.

¹⁷⁷ 환송 쟁점 속기록, 1 일차, 106:19–108:7(엘리엇 대리인) 참조 {L/5/28}.

상황에서 기회상실 주장을 이미 검토하고 배척한 이상, 중재판정부가 여전히 당사자들을 구속하는 자신의 기존 판단을 다시 검토할 이유나 근거는 존재하지 않습니다.

V. 신청취지

87. 엘리엇은 2026년 6월 30일 자 환송된 쟁점에 관한 답변서면 제 140 항 내지 제 141 항에 기재된 신청취지를 다시 원용합니다.

상기 내용을 정중하게 제출합니다.



Constantine Partasides KC

Georgios Petrochilos KC

Simon Consedine

Nicola Peart

Julia Sherman

Jyotsna Vilva

THREE CROWNS LLP

Michael S. Kim

Andrew Stafford KC

Robin J. Baik

Richard Clarke

Kunhee Cho

KOBRE & KIM LLP

2026년 8월 13일