

대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(2007년 6월 30일)  
및  
유엔국제무역법위원회 중재규칙(1976)에 관한

PCA 사건 번호 2018-55

1. 메이슨 캐피탈 엘.피.(미국)(MASON CAPITAL L.P. (U.S.A.))
2. 메이슨 매니지먼트 엘엘씨(MASON MANAGEMENT LLC (U.S.A.))  
(이하 “청구인들”)

대한민국  
(이하 “피청구국”)

(“청구인들” 및 “피청구국”의 집합은 “당사자들”로 칭한다.)

---

최종판정문

---

중재판정부

Professor Dr. Klaus Sachs(의장중재인)

The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster

Professor Pierre Mayer

사무국

Dr. Levent Sabanogullari

상설중재재판소

해당 면은 의도적으로 공란으로 둡

목차

<b>I.</b>	<b>서문 및 당사자들.....</b>	<b>1</b>
<b>II.</b>	<b>절차 경과.....</b>	<b>2</b>
	A. 중재 개시 및 중재판정부의 구성 .....	2
	B. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정 .....	3
	C. 다음 단계의 절차일정표에 대한 결정 .....	7
	D. 당사자들의 제 1 차 서면의 제출; 문서제출; 미국의 비분쟁 당사자 서면 .....	8
	E. 추가 서면 제출 및 심리 시기 .....	9
	F. 심리 .....	12
	G. 구두 최후진술 및 심리 후 절차 .....	13
<b>III.</b>	<b>분쟁의 사실관계.....</b>	<b>17</b>
	A. 주요 인물 .....	17
	1. 청구인들과 그 계열사.....	17
	2. 피청구국과 관련 법인 및 개인.....	20
	3. 삼성 그룹과 그 계열사.....	21
	4. 국민연금공단.....	23
	5. 전문위원회.....	26
	B. 삼성전자 및 삼성물산에 대한 청구인들의 이익 및 지분 .....	27
	C. 삼성물산과 제일모직의 합병 .....	32
	1. 본건 합병 발표.....	32
	2. 국민연금의 본건 합병 찬성 투표.....	35
	3. 국민연금의 본건 합병 표결에 대한 한국 정부의 개입 혐의.....	38
	4. 본건 합병 승인.....	68
	D. 한국에서의 민형사 절차 .....	70
	E. 업무집행사원의 자본 출자 및 성과보수 .....	74
<b>IV.</b>	<b>신청 취지.....</b>	<b>75</b>
	A. 청구인들의 신청 취지 .....	75
	B. 피청구국의 신청 취지 .....	77
<b>V.</b>	<b>관할권 및 청구적격.....</b>	<b>78</b>
	A. 문제되는 행위가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하는지 여부 ....	78
	1. 피청구국의 입장.....	78
	2. 청구인들의 입장.....	85

3.	미국 서면.....	90
4.	중재판정부의 분석.....	91
B.	피청구국의 조치가 청구인들과 그 투자와 “관련”되는지 여부.....	95
1.	피청구국의 입장.....	95
2.	청구인들의 입장.....	99
3.	미국 서면.....	103
4.	중재판정부의 분석.....	103
C.	국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되는지 여부.....	108
1.	피청구국의 입장.....	108
2.	청구인들의 입장.....	120
3.	중재판정부의 분석.....	135
D.	내국민대우 청구가 중재판정부의 관할권을 벗어나는지 여부.....	149
1.	피청구국의 입장.....	149
2.	청구인들의 입장.....	150
3.	중재판정부의 분석.....	153
<b>VI.</b>	<b>본안.....</b>	<b>155</b>
A.	피청구국이 주권적 성격을 가지지 않는 상행위에 대하여 국제적으로 책임을 지는지 여부.....	156
1.	피청구국의 입장.....	156
2.	청구인들의 입장.....	157
3.	중재판정부의 분석.....	159
B.	위험의 인수.....	160
1.	피청구국의 입장.....	160
2.	청구인들의 입장.....	163
3.	중재판정부의 분석.....	165
C.	최소대우 기준.....	168
1.	청구인들의 입장.....	168
2.	피청구국의 입장.....	178
3.	미국 서면.....	194
4.	중재판정부의 분석.....	196
D.	내국민대우.....	224
1.	청구인들의 입장.....	224
2.	피청구국의 입장.....	226

3.	미국 서면.....	231
4.	중재판정부의 분석.....	232
<b>VII.</b>	<b>인과관계.....</b>	<b>233</b>
A.	인과관계의 기준 및 요건.....	233
1.	청구인들의 입장.....	233
2.	피청구국의 입장.....	236
3.	미국 서면.....	239
4.	중재판정부의 분석.....	240
B.	피청구국이 청구인들의 손해를 사실상 발생시켰는지 여부.....	243
1.	청구인들의 입장.....	243
2.	피청구국의 입장.....	252
3.	중재판정부의 분석.....	260
C.	피청구국이 청구인들의 손해를 법률상 발생시켰는지 여부.....	267
1.	청구인들의 입장.....	267
2.	피청구국의 입장.....	270
3.	중재판정부의 분석.....	274
<b>VIII.</b>	<b>손해산정.....</b>	<b>279</b>
A.	입증 기준.....	279
1.	청구인들의 입장.....	279
2.	피청구국의 입장.....	280
3.	중재판정부의 분석.....	282
B.	유한책임사원이 입은 손실에 대한 업무집행사원의 배상권.....	282
1.	청구인들의 입장.....	282
2.	피청구국의 입장.....	286
3.	중재판정부의 분석.....	290
C.	청구인들의 삼성물산 투자에 대한 손해.....	301
1.	청구인들의 입장.....	301
2.	피청구국의 입장.....	306
3.	중재판정부의 분석.....	314
D.	청구인들의 삼성전자 투자에 대한 손해.....	323
1.	청구인들의 입장.....	323
2.	피청구국의 입장.....	324

3.	중재판정부의 분석.....	329
E.	업무집행사원의 성과보수 손실.....	330
1.	청구인들의 입장.....	330
2.	피청구국의 입장.....	331
3.	중재판정부의 분석.....	332
F.	청구인들의 경감 의무.....	332
1.	청구인들의 입장.....	332
2.	피청구국의 입장.....	333
3.	미국 서면.....	334
4.	중재판정부의 분석.....	334
G.	통화.....	335
1.	청구인들의 입장.....	335
2.	피청구국의 입장.....	335
3.	중재판정부의 분석.....	336
H.	이자.....	336
1.	청구인들의 입장.....	336
2.	피청구국의 입장.....	338
3.	중재판정부의 분석.....	340
<b>IX.</b>	<b>비용.....</b>	<b>341</b>
A.	청구인들의 입장.....	341
B.	피청구국의 입장.....	342
C.	중재판정부의 분석.....	343
<b>X.</b>	<b>판정.....</b>	<b>347</b>

## 용어 정의 및 약어 안내

<b>BMKL</b>	합작법무법인 베이커맥켄지 앤 케이엘파트너스
케이먼 펀드	메이슨 캐피탈 마스터 펀드 엘.피.
제일모직	제일모직 주식회사
청구인들	메이슨 캐피탈 엘.피. 및 메이슨 매니지먼트 엘엘씨
청구인들의 손해산정에 대한 의견	2023 년 11 월 21 일 자 청구인들의 중재판정부의 2023 년 10 월 10 일자 서한에 대한 의견
청구인들의 비용 신청서	2022 년 8 월 26 일자 청구인들의 비용 제출서
청구인들의 심리 후 주장서면	2022 년 4 월 13 일자 청구인들의 심리 후 주장서면
청구인들의 최종 비용 신청서	2024 년 1 월 10 일자 청구인들의 최종 비용 제출서
국내펀드	메이슨 캐피탈 엘.피.
본건 임시주총	2015 년 7 월 17 일에 열린 임시주주총회
엘리엇	엘리엇 어소시엣 엘.피.
<b>FET</b>	공정하고 공평한 대우
<b>FPS</b>	충분한 보호 및 안전
금융감독원	금융감독원
<b>FTA (또는 협정)</b>	2007 년 6 월 30 일에 서명하여 2012 년 3 월 15 일에 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정
기금	국민연금기금
운용위원회	국민연금 기금운용위원회
기금운용지침	국민연금 기금운용지침
업무집행사원	메이슨 매니지먼트 엘엘씨
본안전 이의제기 심리	2019 년 10 월 2-4 일자 피청구국의 본안전 이의제기의 구두 심리

<b>ICJ</b>	국제사법재판소
<b>ILC 규정</b>	ILC 의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정
<b>성과보수</b>	파트너십 계약 제 4.06(b)조에 정의된 업무집행사원의 성과보수
<b>투자운용사</b>	메이슨 캐피탈 매니지먼트 엘엘씨
<b>IPO</b>	기업 공개
<b>ISS</b>	인스티튜셔널쉐어홀더서비스
<b>한국자산관리공사</b>	한국자산관리공사
<b>KCGS</b>	한국기업지배구조원
<b>예금보험공사</b>	예금보험공사
<b>KIM</b>	한국투자신탁운용
<b>유한책임사원</b>	메이슨 캐피탈 유한책임회사
<b>메이슨 그룹</b>	메이슨 그룹사
<b>본건 합병</b>	삼성물산과 제일모직의 합병
<b>본건 합병비율</b>	삼성물산 0.35 주당 제일모직 1 주로 정한 합병비율
<b>보건복지부</b>	보건복지부
<b>NAFTA</b>	북미자유무역협정
<b>합병 후 삼성물산</b>	삼성물산과 제일모직의 합병에 따라 신설된 회사
<b>국민연금</b>	국민연금공단
<b>기금운용본부</b>	국민연금 기금운용본부
<b>파트너십 계약</b>	2차 수정 및 합의된 2013년 1월 1일자 리미티드 파트너십 계약서
<b>PCA</b>	상설중재재판소



재반박서면	2021 년 8 월 13 일자 피청구국의 재반박 및 이의제기에 대한 답변서
관할 이의제기에 대한 재항변서면	2021 년 10 월 6 일자 청구인들의 관할 이의제기에 대한 재항변서면
답변서	2021 년 4 월 23 일자 청구인들의 재반박 및 관할 이의제기에 대한 반박서면
피청구국 (또는 한국)	대한민국
피청구국의 손해산정에 대한 의견	2023 년 11 월 21 일자 피청구국의 중재판정부의 2023 년 10 월 10 일자 서한에 대한 의견
피청구국의 비용 신청서	2022 년 8 월 26 일자 피청구국의 비용 제출서
피청구국의 심리 후 주장서면	2022 년 4 월 13 일자 피청구국의 심리 후 주장서면
피청구국의 최종 비용 신청서	2024 년 1 월 10 일자 피청구국의 최종 비용 제출서
응답	2018 년 10 월 12 일자 피청구국의 중재통보 및 청구서면에 대한 응답
삼성 그룹	삼성 그룹사
삼성 주식	삼성전자 및 삼성물산의 주식
삼성물산	삼성물산 주식회사
삼성전자	삼성전자 주식회사
SK 합병	SK 주식회사와 SK C&C 의 합병안
SOTP	사업별 가치 합산
전문위원회(또는 의결권 행사 전문위원회)	의결권 행사 전문위원회
UNCITRAL 규칙	1976 년 유엔국제무역법위원회 중재규칙
미국	미합중국
미국 서면	FTA 제 11.20.2 조에 따라 미국이 제출한 2021 년 2 월 1 일자 비분쟁 당사자 제출
VCLT	조약법에 관한 비엔나협약
의결권 행사지침	국민연금기금 의결권 행사지침

## 등장인물

### 청와대 및 보건복지부

안중범	청와대 경제수석비서관
백진주	보건복지부 국민연금정책과 사무관
조남권(이하 “보건복지부 조남권 국장”)	보건복지부 연금정책국장
최홍석	보건복지부 국민연금재정과장
최원영(이하 “최원영 수석비서관”)	고용복지수석비서관
김진수	보건복지비서관
김기남	보건복지비서관실 행정관
문형표(이하 “문형표 장관”)	보건복지부 장관
박근혜(이하 “박근혜 대통령”)	본건 합병 당시 대한민국 대통령

### 메이슨

<b>Mr. Kenneth Garschina</b>	메이슨 매니지먼트 엘엘씨 공동설립자 및 공동경영자; 메이슨 캐피탈 매니지먼트 엘엘씨 공동설립자 및 의장
<b>Mr. Derek Satzinger</b>	메이슨 매니지먼트 엘엘씨 최고재무책임자

### 국민연금공단(국민연금)

■■■■■	국민연금 리서치팀장
■■■■■	국민연금 국내주식팀장
홍완선(이하 “홍완선 본부장”)	국민연금 기금운용본부장
■■■■■	국민연금 책임투자팀장
■■■■■	국민연금 운용지원실장
■■■■■	국민연금 해외증권실장
■■■■■	국민연금 운용전략실장

■■■■

국민연금 패시브운용팀장

■■■■

국민연금 준법감시인실 직원

■■■■

국민연금 대체투자실장

■■■■

국민연금 준법감시인실장

삼성 그룹

이재용

삼성 그룹 부회장; 이건희의 아들

이건희

삼성 그룹 회장; 이재용의 부친

기타

최서원(또는 최순실)

박근혜 대통령의 측근

## I. 서문 및 당사자들

1. 본 중재의 청구인들은 미합중국 델라웨어주 법률에 따라 설립되어 251 Little Falls Drive, Wilmington, DE 19808, U.S.A.에 등록 사무소를 둔 메이슨 캐피탈 엘.피.와 메이슨 매니지먼트 엘엘씨(총칭하여 이하 “**청구인들**”)다.
2. 본 중재절차에서 청구인들의 대리인은 Latham & Watkins LLP, 99 Bishopsgate, London EC2M 3XF, United Kingdom 의 Ms. Sophie J. Lamb KC, Mr. Samuel M. Pape, Ms. Alice Zhou 와 Latham & Watkins LLP, 1271 Avenue of the Americas, New York, NY 10020, U.S.A.의 Ms. Lilia B. Vazova, Ms. Sarah Burack 와 대한민국 서울 영등포구 국제금융로 10 One IFC 29 층, 07326 Latham & Watkins LLP 의 Mr. Wonsuk (Steve) Kang 과 대한민국 서울시 청계천로 100 시그니처타워 동관 17 층, 04542 합작법무법인 베이커맥켄지 앤 케이엘파트너스(이하 “**BMKL**”, 구 법무법인 케이엘파트너스)의 김범수, 김우지이다.
3. 피청구국은 대한민국(이하 “**피청구국**” 또는 “**한국**”)이다.
4. 본 중재절차에서 피청구국의 대리인은 White & Case LLP, 1221 Avenue of the Americas, New York 10020-1095, U.S.A.의 Mr. Paul Friedland, Mr. Damien Nyer, Mr. Sven Volkmer, Mr. Surya Gopalan 과 대한민국 서울시 중구 남대문로 63 한진빌딩 법무법인 (유) 광장의 이문성, 한상훈, 이준원, 우한열, 유민재, 오유림, 안수진이다.
5. 삼성 그룹회사(이하 “**삼성 그룹**”)의 일부를 구성하는 한국 상장회사인 삼성물산 주식회사(이하 “**삼성물산**”) 및 삼성전자 주식회사(이하 “**삼성전자**”)에 대한 청구인들의 투자에 관하여 청구인들과 피청구국 사이에 분쟁이 발생하였다.<sup>1</sup> 청구인들에 따르면, 한국 정부 공무원들은 삼성물산 주주에게 불리한 삼성물산과 제일모직 주식회사(이하 “**제일모직**”)의 합병(이하 “**본건 합병**”)을 승인하기 위하여, 삼성물산 주주 표결을 부적절하고 위법하게 조작하였다. 청구인들이 주장하는 이러한 행위는 2007 년 6 월 30 일에 서명하여 2012 년 3 월 15 일에 발효된 대한민국과 미합중국 간의 자유무역협정(이하 “**FTA**” 또는 “**협정**”)의 최소대우 기준과 내국민대우 기준 위반에

---

<sup>1</sup> 중재통보 및 청구서면, 2018년 9월 14일, 제 2 항.

해당하고, 청구인들에게 손해를 야기시켰다.<sup>2</sup> 피청구국은 청구인들이 주장하는 FTA 위반과 손해를 전부 부인한다.<sup>3</sup>

6. 앞서 피청구국이 제기한 본안전 문제에 대하여 결정을 내린 바 있는 중재판정부는 피청구국이 제기한 별도의 관할권 이의제기와 청구인들이 제기한 청구의 본안을 다루고자 한다.

## II. 절차 경과

7. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정은 중재 개시 이후 해당 결정이 내려진 날까지의 절차 이력을 자세히 정리한다. 본 절에서 중재판정부는 절차의 초기 단계의 주요 절차 내용만을 다루며, 2019년 12월 이후의 모든 진행 사항을 기술한다.

### A. 중재 개시 및 중재판정부의 구성

8. 2018년 6월 7일 청구인들은 대한민국 정부에 의사통보서를 송달하여, FTA 제 11.16조 제 2항에 따라 대한민국을 상대로 중재절차를 개시하였다.<sup>4</sup>
9. 2018년 9월 13일 청구인들은 유엔국제무역법위원회(1976) 중재규칙(이하 “**UNCITRAL** 규칙”) 제 3조 제 1항과 FTA 제 11.16조 제 3항에 따라 중재통보 및 청구서면을 제출하였다.
10. 2018년 9월 13일 청구인들은 입증자료와 함께 중재통보 및 청구서면을 제출하였다. 청구인들은 중재통보 및 청구서면에서 영국 국적자인 The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster를 첫 번째 중재인으로 임명하였다. Dame Elizabeth의 연락처는 One Essex Court, Temple, London EC4Y 9AR, United Kingdom이다.
11. 중재통보 및 청구서면에 대한 2018년 10월 12일자 응답을 통해, 피청구국은 1976년 UNCITRAL 규칙의 적용에 동의하였고, 프랑스 국적자인 Professor Pierre Mayer를 두 번째 중재인으로 임명하였다. Professor Mayer의 연락처는 20 Rue des Pyramides, Paris 75001, France이다.

---

<sup>2</sup> 중재통보 및 청구서면, 제 3-6항, 제 64항, 제 74항, 제 81항.

<sup>3</sup> 본안전 이의제기 서면(이하 “준비서면”), 2019년 1월 25일, 제 3항.

<sup>4</sup> FTA[CLA-23].

12. 2018년 12월 11일 당사자들은 FTA 제 11.19 조 제 1 항에 따라 독일 국적자인 Professor Dr. Klaus Sachs 를 의장중재인으로 임명하였다. Professor Sachs 의 연락처는 CMS Hasche Sigle, Nymphenburger Straße 12, 80335 Munich, Germany 이다.
13. 2018년 12월 13일 당사자들은 상설중재재판소(이하 “PCA”)의 중재 절차 진행에 동의하였다. 2018년 12월 14일 PCA 는 사무국의 역할을 수입하였다.
14. 2018년 12월 22일 PCA 는 중재판정부를 대표하여 당사자들의 검토사항 및 의견을 수렴하고자 임명조건 및 절차 명령 제 1 호의 초안을 회람하였다.
15. 2019년 2월 19일 양 당사자의 대리인 및 대표, 모든 중재인, 중재판정부 보조원과 PCA 가 참여한 유선 회의를 통하여 제 1 차 절차회의가 개최되었다.
16. 2019년 2월 25일 중재판정부는 당사자들의 의견을 숙고하여, 당사자들의 합의에 따라 중재지를 싱가포르로 정하고 중재 언어와 번역에 관한 규칙을 정하여 의장중재인이 서명한 **임명조건**을 발령하였고, Mr. Marcus Weiler 를 중재판정부 보조원으로 임명함에 동의하였다. 모든 당사자와 각 중재인이 서명한 임명조건 최종본은 2019년 3월 11일에 회람되었다.

#### **B. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정**

17. 2019년 1월 18일 및 19일 당사자들은 중재판정부에 중간 일정 제안서를 공동으로 제출한 바, 피청구국은 동 제안서에 따라 FTA 제 11.20 조 제 6 항 및 제 11.20 조 제 7 항에 의거한 본안전 이의제기 및 본안전 이의제기 관한 절차일정표(안)를 2019년 1월 25일까지 중재판정부에 제출하기로 하였다. 당사자들은 관련 절차일정표에 상호 합의하는 경우 해당 일정을 중재판정부에 제출하며, 당사자들 간 합의가 불가능한 경우 각자 제안하는 일정을 중재판정부에 제출하기로 하였다. 2019년 1월 21일, 중재판정부는 제안된 중간 일정이 수용 가능함을 확인하였다.
18. 중재판정부가 연장요청을 승인한 후, 2019년 2월 13일 당사자들은 피청구국의 본안전 이의제기를 결정하기 위한 적절한 과정과 절차일정표에 대한 입장을 각자 중재판정부에 제출하였다.
19. 사전 승인을 취득한 2019년 2월 15일 피청구국은 청구인들의 2019년 2월 13일 서면에서 언급된 특정 법적 권한에 대한 청구인들의 정의에 관하여 추가 의견을 제출하였다.

20. 2019년 2월 26일 중재판정부 서한에 서술된 바와 같이, 당사자들과 중재판정부는 2019년 2월 19일 제 1차 절차회의에서 FTA 제 11.20 조 제 7 항에서 정하는 기한에서 벗어나 피청구국의 본안전 이의제기를 결정하기 위한 잠정일정에 대해 합의하였다. 잠정일정의 효력은 당사자들의 후속 합의 또는 중재판정부의 결정에 따라 발생하였다.
21. 2019년 2월 25일 중재판정부는 본 중재를 규율하는 절차 규칙을 정하는 **절차 명령 제 1호**를 발령하였다.
22. 2019년 2월 28일과 3월 4일 청구인들과 피청구국은 각각 2019년 2월 26일자 중재판정부 서한에서 정하는 일정에 대해 동의를 표하고, 본안전 이의제기 단계 이후 별도의 관할권 단계 추가 가능 여부에 관한 의견을 제출하였다.
23. 2019년 3월 5일 중재판정부는 당사자들이 제 1차 절차회의에서 합의하고 2019년 2월 28일과 3월 4일자 당사자들의 서한에서 확정한 바와 같이, 피청구국의 본안전 이의제기에 관한 결정 관련 절차일정표를 정하는 **절차 명령 제 2호**를 발령하였다. 또한 중재판정부는 별도의 관할권 단계에 대한 요청이 이루어질 때까지 별도의 관할권 단계의 가능 여부에 대한 입장을 유보하였다.
24. 2019년 1월 25일 피청구국은 입증자료 및 본안전 이의제기의 일정 제안과 함께 본안전 이의제기 서면을 제출하였다.
25. 2019년 4월 19일 청구인들은 입증자료와 함께 본안전 이의제기에 대한 반박서면을 제출하였다.
26. 2019년 6월 28일 피청구국은 입증자료와 함께 본안전 이의제기에 대한 답변서를 제출하였다.
27. 당사자들의 공동 요청에 따라, 2019년 8월 30일 중재판정부는 수정된 절차일정표를 채택하는 **절차 명령 제 3호**를 발령하였다.
28. 2019년 9월 6일 청구인들은 절차 명령 제 3호에 따라 본안전 이의제기 관련 청구인들의 재반박서면을 예측하는 증인 진술서 및 전문가보고서(부속문서 불포함)를 제출하였다.
29. 2019년 9월 11일 청구인들은 입증자료와 함께 본안전 이의제기에 대한 재반박서면을 제출하였다.

30. 2019년 9월 26일 피청구국은 신규 한국 법적 권한을 기록에 추가시키는 승인을 구하였다. 중재판정부의 의견 요청에 따라, 청구인들은 2019년 9월 27일자 서한으로 피청구국의 요청에 이의를 제기하였다. 2019년 9월 28일 중재판정부는 해당 법적 권한을 증거 R-23, R-24 및 R-25 로 기록에 추가하였다.
31. 2019년 9월 16일 각 당사자는 본안전 이의제기의 심리에서 반대신문을 희망하는 사실관계 증인 및 전문가의 최종 목록을 제출하였다.
32. 2019년 9월 24일 양 당사자의 대리인 및 대표, 모든 중재인, 중재판정부 보조원과 PCA가 참여한 사전심리 유선 회의가 개최되었다.
33. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 심리(이하 “본안전 이의제기 심리”)가 2019년 10월 2일부터 4일까지 뉴욕국제중재센터, 150 East 42nd Street, New York, NY 10017, U.S.A.에서 이루어졌다. 심리에 참석한 인원은 다음과 같다:

중재판정부:	Professor Dr. Klaus Sachs The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster Professor Pierre Mayer Mr. Marcus Weiler Dr. Levent Sabanogullari	의장중재인 중재인 중재인 중재판정부 보조원 PCA
청구인들:	Mr. James McGovern  Ms. Claudia T. Salomon Ms. Sophie J. Lamb KC Mr. Michael A. Watsula Mr. Bryce Williams 오동석(Johan) Mr. John M. Kim 황지선 Mr. Kenneth Garschina Mr. Derek Satzinger Mr. Rolf Lindsay 권재열 교수  서완수 Mr. Jon Walton Ms. Laura Vazquez	법무 자문위원 및 최고준법감시인, 메이슨 캐피탈 대리인, Latham & Watkins 대리인, Latham & Watkins 대리인, Latham & Watkins 대리인, Latham & Watkins 대리인, KL Partners 대리인, KL Partners 대리인, KL Partners 공동 창업자, 메이슨 캐피탈(증인) CFO, 메이슨 캐피탈(증인) 파트너, Walkers(전문가) 경희대학교 법학전문대학원 원장(전문가) 통역 법률사무 보조원, Latham & Watkins 법률사무 보조원, Latham & Watkins
피청구국:	한창완 신동환 김수진 박상진 유경성	법무부 법무부 법무부 보건복지부 보건복지부



Mr. Paul Friedland	대리인, White & Case
Mr. Damien Nyer	대리인, White & Case
Mr. Sven Volkmer	대리인, White & Case
Mr. Surya Gopalan	대리인, White & Case
한상훈	대리인, 법무법인(유) 광장
윤지현	대리인, 법무법인(유) 광장
Mr. Richard Jung Yeun Won	대리인, 법무법인(유) 광장
Ms. Rachael Reynolds	파트너, Ogier(전문가)
노혁준 교수	교수, 서울대학교
	법학전문대학원(전문가)
안지현	통역

34. 본안전 이의제기 심리에서, 절차 명령 제 1 호에서 정하고 사전심리 유선 회의에서 합의된 절차에 따라서, 다음과 같은 사실관계 증인 및 전문가 증인이 심리에서 청구인들 측의 증거를 제시하였고, 피청구국 대리인이 이들을 반대신문 하였다: 메이슨 캐피탈의 Mr. Kenneth Garschina 및 Mr. Derek Satzinger, Walkers 의 Mr. Rolf Lindsay 및 경희대학교 법학전문대학원의 권재열 교수.
35. 본안전 이의제기 심리에서, 절차 명령 제 1 호에서 정하고 사전심리 유선 회의에서 합의된 절차에 따라서, 다음과 같은 사실관계 및 전문가 증인이 심리에서 피청구국 측의 증거를 제시하고, 청구인들 대리인이 이들을 반대신문 하였다: Ogier 의 Ms. Rachael Reynolds 와 서울대학교 법학전문대학원의 노혁준 교수.
36. 본안전 이의제기 심리에서, 중재판정부의 2019년 8월 8일자 서한에 기록된 바와 같이, 심리 중 중재판정부와 당사자들은 중재판정부가 구체적인 쟁점에 대하여 추가 확인을 구하지 않는 한, 당사자들이 심리 후 서면 제출을 할 수 없음에 합의하였다. 중재판정부는 당사자들에게 추가 확인을 구할 필요가 없다고 결정하였다.
37. 중재판정부는 당사자들에게 피청구국의 본안전 이의제기에 관한 결정을 내리고 서명하면서, 임명조건 제 8.2 항의 언어 요건에 따라 2020년 1월 말에 한국어 번역본이 제공될 때까지 결정을 연기하고자 한다고 통지하였다. 중재판정부는 당사자들이 임명조건 제 8.2 항의 벗어나 동 결정을 조기에 받고 한국어 번역본은 추후에 받을 수 있는지 여부에 대하여 합의를 도출하고 모색할 것을 요청하였다.
38. 2020년 1월 24일 중재판정부는 피청구국의 2019년 12월 22일자 본안전 이의제기에 관한 결정을 영어 및 한국어로 당사자들에게 회람하였다. 동 결정에서 중재판정부는 다음과 같이 결정하였다:

311. 상술한 근거에 따라, 중재판정부는:

- (a) 업무집행사원이 삼성주식을 소유 및 지배하였고 FTA 제 11.28 조에서 말하는 투자를 하였음을 선언한다; 따라서 (i) 업무집행사원이 FTA 제 11.28 조에 따른 투자를 하지 않았거나 (ii) 업무집행사원이 삼성주식을 소유 또는 지배하지 않았다는 이유로 업무집행사원의 청구에 대하여 중재판정부가 관할권을 가지지 않는다는 선언을 하라는 피청구국의 요청을 기각하고, 이와 같은 이유에서 업무집행사원이 제기한 모든 청구를 각하하라는 피청구국의 요청을 기각한다;
- (b) 업무집행사원이 FTA 제 11.16 조 제 1 항에 따라 제 3 자를 대리하여 청구를 제기할 적격이 없음을 토대로 케이먼 펀드와 유한책임사원에게 발생한 손실에 대한 업무집행사원의 청구를 각하해달라는 피청구국의 신청을 절차의 본 단계에서 기각한다;
- (c) 업무집행사원의 청구 일부가 법률상의 문제로서 FTA 제 11.26 조에 따라 업무집행사원에게 유리한 판정이 내려질 수 있는 청구가 아님을 전제로 케이먼 펀드 및 유한책임사원에게 발생한 손실에 대한 업무집행사원의 청구를 각하해달라는 피청구국의 요청을 기각한다;
- (d) 업무집행사원이 오로지 2015 년 업무집행사원 자신의 파트너십 지분 범위 내에 대해서만 손해배상을 청구할 수 있다는 피청구국의 선언 요청을 기각한다;
- (f) 중재의 본건 본안전 단계에 대한 비용 결정을 최종 중재판정으로 유보한다.

### C. 다음 단계의 절차일정표에 대한 결정

- 39. 2020 년 1 월 24 일 중재판정부는 당사자들에게 다음 단계의 절차일정표에 대한 합의를 도출하고 모색할 것을 요청하였다.
- 40. 2020 년 2 월 14 일 당사자들은 다음 단계의 절차일정표에 대한 합의에 도달하기 위해 계속 협의 중에 있음을 알렸고, 절차일정표의 제출을 2021 년 2 월 21 일로 연기하고 2021 년 10 월 내지 12 월 사이에 2 주간의 심리를 개최할 수 있는지 여부를 중재판정부가 알려줄 것을 요청하였다.
- 41. 2020 년 2 월 17 일 중재판정부는 절차일정표(안)의 제출 기한을 2020 년 2 월 21 일로 연기하는 당사자들의 요청을 승인하였다.
- 42. 2020 년 2 월 18 일 중재판정부는 2021 년 10 월 내지 12 월 사이에 2 주간의 심리가 가능함을 당사자들에게 통지하였다.
- 43. 2021 년 2 월 21 일 당사자들은 절차일정표(안)의 제출을 2020 년 2 월 28 일로 추가 연기할 것을 요청하였다. 중재판정부는 2020 년 2 월 24 일에 당사자들의 요청을 수락하였다.

44. 2020년 2월 28일 당사자들은 다음 단계의 절차일정표에 관한 공동 제안을 중재판정부에 제출하였다. 공동 제안에서 청구인들은, 반박서면에서 제기되는 사항이 있는 경우 관할 이의제기에 대한 재항변서면을 제출할 권리를 유보하였다.
45. 2020년 3월 9일 중재판정부는 2020년 2월 28일에 제출한 당사자들의 절차일정표(안)의 일부 기한을 수정할 것을 제안하였다.
46. 2020년 3월 10일 및 12일 피청구국과 청구인들은 중재판정부의 절차일정표 수정안에 대하여 각각 동의하였다. 또한, 청구인들은 관할 이의제기에 대한 재항변서면의 제출과 관련하여 예정된 기일의 연장을 신청할 권리를 유보하였다.
47. 2020년 3월 12일 중재판정부는 절차의 다음 단계에 대한 절차일정표를 정하는 **절차 명령 제 4호**를 발령하였다.

**D. 당사자들의 제 1차 서면의 제출; 문서제출; 미국의 비분쟁 당사자 서면**

48. 2020년 6월 12일 청구인들은 입증자료와 함께 수정청구서면을 제출하였다.
49. 2020년 10월 30일, 피청구국은 입증자료와 함께 반박서면을 제출하였다.
50. 2020년 12월 14일 당사자들은 중재판정부에 절차 명령 제 4호에 명시된 문서제출 요청서의 제출 기한을 2020년 12월 18일로 연기할 것을 합의하였음을 통지하였다. 중재판정부는 같은 날 당사자들의 합의를 승인하였다.
51. 2020년 12월 18일 당사자들은 각각 중재판정부의 결정이 필요한 문서제출요청서를 제출하였다.
52. 2021년 1월 15일 중재판정부는 당사자들의 문서제출 요청에 관한 중재판정부의 결정을 명시한 **절차 명령 제 5호**를 발령하였다.
53. 2021년 2월 1일 FTA 제 11.20조 제 2항에 따라, 미합중국(이하 “**미국**”)은 비분쟁 당사자 서면(이하 “**미국 서면**”)을 제출하였다.
54. 2021년 2월 4일 당사자들은 중재판정부에게 (i) 자발적 및 비자발적 문서제출에 대한 기한을 2021년 2월 1일에서 2021년 2월 18일로 연장하고, (ii) 청구인들의 재반박 및 관할 이의제기에 대한 반박서면(및 미국 서면에 대한 분석)의 제출 기한을 2021년 4월 5일부터

2021년 4월 9일로 연장하도록 승인한 것을 요청하였다. 같은 날 중재판정부는 절차일정표에 대한 당사자들의 수정안을 승인하였다.

55. 2021년 2월 23일 피청구국은 이재용에 대하여 진행 중인 사건에서 검찰이 아직 제시하지 않은 증거를 한국이 지금 제시할 수는 없으므로, 중재판정부가 절차 명령 제 5호에 따른 자신의 문서제출의무를 면제해 줄 것을 요청하였다.
56. 2021년 3월 1일 청구인들은 중재판정부의 요청에 따라 2021년 2월 23일자 피청구국의 요청에 대하여 중재판정부가 피청구국 측의 요청을 거부할 것을 요청하는 의견을 제공하였다.
57. 2021년 3월 2일 중재판정부는 절차 명령 제 5호에 따른 피청구국의 문서제출의무에 대한 면제 요청을 거부하고 피청구국에게 2021년 3월 12일까지 요청된 문서를 제출할 것을 명령하는 **절차 명령 제 6호**를 발령하였다.

#### **E. 추가 서면 제출 및 심리 시기**

58. 2021년 4월 6일 청구인들은 중재판정부에게 당사자들이 청구인들의 재반박 및 관할 이의제기에 대한 반박서면의 제출 일정 연장을 위한 공동 요청을 고려하고 있음을 알렸고, 2021년 10월로 예정된 심리일이 취소되어야 할 경우 2022년 1분기에 심리를 개최하는 것이 가능할지 여부를 확인하여 줄 것을 요청하였다.
59. 2021년 4월 7일 중재판정부는 당사자들에게 2022년 1분기에 10일 간의 심리가 개최될 수 있음을 통지하였다.
60. 2021년 4월 8일 청구인들은 중재판정부가 청구인들의 재반박 및 관할 이의제기에 대한 반박서면 제출 기한을 3주 연장하되, 다른 모든 기한은 예정대로 유지하고 2021년 10월 심리일을 유지할 것을 요청하였다.
61. 2021년 4월 13일 피청구국은 중재판정부가 2021년 4월 8일자 청구인들의 요청을 거부하고, 2021년 10월 심리일을 취소하여, 당사자들이 2022년 1분기에 개최될 심리일에 합의하도록 지시할 것을 요청하였다.
62. 2021년 4월 14일 청구인들은 2021년 10월 심리일을 유지하기 위해 연장 요청을 제한하고 당사자들의 재반박서면 제출 일정을 수정하는 대안을 제안하였다.

63. 2021년 4월 15일 중재판정부는 당사자들의 서면 제출 기한 변경을 구하는 청구인들의 요청을 고려하여, 절차일정표의 수정을 위한 두 가지 방안을 제안하였고, 당사자들에게 두 가지 방안 중에서 하나로 합의할 수 있도록 협의할 것을 요청하였다.
64. 2021년 4월 19일 당사자들은 특정 조건에 따라 절차일정표에 대한 중재판정부의 수정안 중에서 하나에 합의하였음을 확인하였다.
65. 2021년 4월 21일 중재판정부는 당사자들과 협정한 후 중재판정부가 2021년 10월 9일부터 16일까지 심리를 진행할지 여부를 2021년 8월 13일까지 결정하는 등, 당사자들이 합의한 바에 따라 절차일정표를 수정하는 **절차 명령 제 7호**를 발령하였다.
66. 2021년 4월 23일, 청구인들은 재반박 및 관할 이의제기에 대한 반박서면(이하 “**답변서**”)을 입증자료와 함께 제출하였다.
67. 2021년 8월 16일 중재판정부는 코로나 19 보건 정책과 여행 제한으로 인한 당사자들의 합의에 따라 2021년 10월 심리기일을 취소하고, 2022년 3월 19일부터 26일까지 심리를 진행하는 **절차 명령 제 8호**를 발령하였다. 또한, 중재판정부는 당사자들이 심리실행계획과 관련하여 상호 협의하고, 중재판정부에게 2022년 1월 10일까지 논의 결과를 통보할 것을 요청하였다.
68. 또한 2021년 8월 16일, 피청구국은 관할 이의제기에 대한 재반박 및 답변서(이하 “**재반박서면**”)를 입증 자료와 함께 제출하였다.
69. 2021년 9월 14일 중재판정부는 청구인들이 관할 이의제기에 대한 재항변서면을 2021년 10월 6일까지 제출하도록 기한을 연장하고 절차 명령 제 7호에 명시된 심리 전 조치들 면제하는 당사자들의 합의 사항에 따라 절차일정표를 수정하는 **절차 명령 제 9호**를 발령하였다.
70. 2021년 10월 6일 청구인들은 관할 이의제기에 대한 재항변서면(이하 “**관할 이의제기에 대한 재항변서면**”)을 입증자료와 함께 제출하였다.
71. 2022년 1월 6일 청구인들은 당사자들을 대리하여 중재판정부에게 자신들이 뉴욕에서 대면 심리를 진행하고자 하며, 2022년 2월 15일까지 최종 심리 방식을 확정하겠다고 표명하였다.

72. 2022 년 1 월 7 일 중재판정부는 코로나 19 팬데믹의 확산에 대한 우려로 인하여, 당사자들에게 2022 년 2 월 15 일 최종 심리 방식에 관하여 공동 논의하는 과정에서 심리가 일부 원격 진행 또는 완전 원격 진행 방식으로 이루어질 가능성을 고려할 것을 요청하였다.
73. 2022 년 2 월 3 일 당사자들은 청구인들의 2022 년 1 월 6 일자 서한과 관련하여, 2022 년 3 월 19 일부터 26 일까지 예정된 심리가 뉴욕주 뉴욕국제중재센터에서 대면 방식으로 진행되며, 심리 전에 여행 금지나 사회적 제약이 추가되어 대면 심리가 불가능해질 경우에는 유럽 및 미국 시간대를 수용하기 위해 더 짧은 심리일을 원격 형식으로 진행할 것을 제안하였다. 나머지 절차 단계와 관련하여, 당사자들은(i) 각 당사자가 2022 년 2 월 18 일까지 반대신문을 받을 증인 및 전문가 명단을 제출하고, (ii) 2022 년 3 월 4 일에 사전심리 회의를 개최하며, (iii) 당사자들은 사전심리 회의에 앞서 나머지 절차 쟁점을 다루는 절차 명령의 조건에 대한 합의를 도출하고 모색할 것을 제안하였다.
74. 2022 년 2 월 7 일 중재판정부는 당사자들의 견해를 고려하여 심리의 절차 운영에 대해 심의한 후, 심리가 예정대로 2022 년 3 월 19 일부터 26 일까지 뉴욕주 뉴욕국제중재센터에서 대면으로 진행되어야 한다고 판단하였다. 중재판정부는 유일한 “원격 혼합” 방식은 Sachs 교수가 대면 방식으로 참여하는 반면, Dame Elizabeth 교수와 Mayer 교수가 원격으로 참여하는 부분일 것이라고 확정하였다. 나머지 절차 단계와 관련하여, 중재판정부는 (i) 당사자들이 합의한 바에 따라 증인 및 전문가를 반대신문할 통지일을 확인하였고, (ii) 당사자들에게 2022 년 3 월 9 일 사전심리 화상 회의를 할 수 있을지 여부를 2022 년 2 월 14 일까지 확인해줄 것을 요청하였으며, (iii) 당사자들에게 2022 년 2 월 28 일까지 심리 수행과 관련하여 존재하는 견해 대립 영역에 대한 당사자들의 입장을 명시한 절차 명령의 통합 초안을 제출하도록 요청하였다.
75. 2022 년 2 월 14 일 당사자들은 각각 2022 년 3 월 9 일 사전심리 회의에 참여 가능성을 확정하였다.
76. 2022 년 2 월 18 일 각 당사자는 심리에서 반대신문을 희망하는 사실관계 및 전문가 증인의 최종 목록을 제출하였다.
77. 2022 년 2 월 28 일 당사자들은 사전심리 회의의 심리 방식과 합의된 안건에 대한 절차 명령 제 10 호 초안을 제출하였다.
78. 2022 년 3 월 4 일 당사자들은 자신들의 합의에 따라, 각각 추가 입증자료를 제출하였다.

79. 2022년 3월 9일 양 당사자의 대리인 및 대표, 모든 중재인, 중재판정부 보조원과 PCA가 참여한 사전심리 화상 회의가 개최되었다.
80. 같은 날 늦은 시각에 중재판정부는 심리 방식에 관한 **절차 명령 제 10호**를 발령하였다.
81. 2022년 3월 14일 청구인들은 당사자들의 합의에 따라, 피청구국이 이의제기하지 않은 추가 입증자료를 제출하였다.

**F. 심리**

82. 2022년 3월 21일부터 26일까지 미국 620 8th Avenue, New York, NY 10018에 위치한 뉴욕국제중재센터에서 심리가 진행되었다. 심리에 참석한 인원은 다음과 같다:

**중재판정부**

Professor Dr. Klaus Sachs(의장중재인)  
The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster(원격 참석)  
Professor Pierre Mayer(원격 참석)

**중재판정부 보조원**

Mr. Marcus Weiler

**청구인들**

Mr. Kenneth Garschina  
Mr. Rick Engman  
Mr. Michael Cutini  
*당사자 대표*

Ms. Sophie Lamb KC  
Ms. Lilia Vazova  
Mr. Samuel Pape  
Mr. Bryce Williams  
Ms. Sarah Burack  
Mr. Rodolfo Donatelli  
Ms. Amy Chambers  
Mr. John Villasenor  
*Latham & Watkins*

김범수  
박영석  
김우지  
노수아  
허유진  
이은녕

**피청구국**

한창완  
엄영신  
문희조  
이동건  
박정명  
*당사자 대표*  
Mr. Paul Friedland  
Mr. Damien Nyer  
Mr. Sven Volkmer  
Mr. Surya Gopalan  
Ms. Joy Lee  
Mr. Eric Lenier Ives  
*White & Case*

이문성  
한상훈  
우한열  
이주원  
유민재  
*법무법인(유) 광장*

김병철  
서하연  
*KL Partners*

Mr. Kenneth Garschina  
Dr. Tiago Duarte-Silva  
Prof. Daniel Wolfenzon  
증인

Ms. Zawadi Lemayian  
Ms. Charlene Wang  
Ms. Erin Angell  
*Charles River Associates*

Mr. Eric Dunbar  
증거 제출 / *Magna Legal Services*

김성수 교수  
조영길  
James Dow 교수  
배기홍 교수  
증인

상설중재재판소  
Dr. Levent Sabanogullari  
석진영

속기사  
Mr. David Kasdan

통역  
하명란

83. 심리에서 중재판정부와 당사자들은 당사자들이 (i) 심리에서 다루어진 사안과 (ii) 심리 과정에서 중재판정부가 당사자들에게 제기한 질문뿐만 아니라, 당사자들에게 별도로 전달될 질문에 관하여 심리 후 주장서면을 제출할 것에 동의하였다. 당사자들은 재반론서면이 없을 것에 동의하였다.
84. 심리에서, 중재판정부가 심리 후 주장서면이 제출된 후에 당사자들과 협의하여 만나절 동안 화상 회의로 구두 최후진술을 개최할지 여부를 결정할 것에도 동의하였다. 중재판정부는 2022년 5월 11일에 이러한 구두 최후진술이 가능하다고 알렸다.

**G. 구두 최후진술 및 심리 후 절차**

85. 2022년 4월 7일 중재판정부는 심리 후 주장서면에서 다루어질 쟁점 목록을 당사자들에게 회람하였다.



86. 2022 년 4 월 20 일 당사자들은 3 월 21 일 내지 25 일 심리의 속기록에 대한 정정안을 제출하였다. 그 후 당사자들은 속기록 공개 전인 2022 년 5 월 13 일까지 심리 속기록에 대하여 보호 대상 정보의 편집 제안을 요청받았다.
87. 2022 년 4 월 29 일 당사자들은 각각 심리 후 주장서면(각각 이하 “**청구인들의 심리 후 주장서면**” 및 “**피청구국의 심리 후 주장서면**”)을 입증자료와 함께 제출하였다.
88. 2022 년 5 월 4 일 중재판정부는 당사자들의 심리 후 주장서면을 검토한 후, 구두 최후진술을 2022 년 5 월 11 일에 화상 회의로 개최할 것을 지시하였다.
89. 2022 년 5 월 5 일 청구인들은 중재판정부가 구두 최후진술 과정에서 당사자들의 심리 후 주장서면의 내용을 넘어서서 심리하고자 하는 부분 또는 쟁점에 관한 지침에 대해 중재판정부가 지침을 내려줄 것을 요청하였다.
90. 2022 년 5 월 6 일 중재판정부는 “당사자들이 원하는 경우 상대방의 심리 후 주장서면에 답변하는 것과 별도로 사실적 및 법적 인과관계 쟁점에 대해 구두 최후진술에 집중하는 것이 가장 도움이 될 것”이라고 알렸다.
91. 2022 년 5 월 11 일 구두 최후진술이 화상 회의로 이루어졌다. 참석한 인원은 다음과 같다:

**중재판정부**

Professor Dr. Klaus Sachs(의장중재인)  
The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster  
Professor Pierre Mayer

**중재판정부 보조원**  
Mr. Marcus Weiler

**청구인들**

Mr. Kenneth Garschina  
Mr. Michael Cutini  
Mr. Rick Engman  
Mr. John Grizzetti  
Mr. Derek Satzinger  
*당사자 대표*

Ms. Sophie Lamb KC  
Ms. Lilia Vazova  
Mr. Samuel Pape  
Mr. Rodolfo Donatelli  
Ms. Amy Chambers

**피청구국**

한창완  
엄영신  
문희조  
이동건  
*당사자 대표*

Mr. Paul Friedland  
Mr. Damien Nyer  
Mr. Sven Volkmer  
Mr. Surya Gopalan  
Ms. Joy Lee

*Latham & Watkins*

박영석  
*KL Partners*

Mr. Eric Lenier Ives  
*White & Case*

이문성  
한상훈  
우한열  
이준원  
유민재  
안수진  
오유림  
법무법인(유) 광장

상설중재재판소

Dr. Levent Sabanogullari  
석진영  
Mr. Henry Off

속기사

Mr. David Kasdan

92. 2022년 5월 13일 피청구국은 절차 명령 제 1호 제 9.6항에 따라 당사자들의 심리 후 주장서면에 대한 편집 제안을 제출하였다.
93. 2022년 5월 23일 중재판정부가 1주간 연장을 부여한 후, 피청구국은 심리 속기록의 편집 제안을 제출하였으나, 청구인들은 어떠한 편집도 제안하기를 원하지 않는다는 의사를 확정하였다.
94. 또한 2022년 5월 23일 중재판정부는 청구인들에게 피청구국의 심리 속기록 중 보호 대상 정보 지정에 이의를 제기하는지 여부를 표명할 것을 요청하였다.
95. 2022년 5월 24일 청구인들은 심리 속기록 및 당사자들의 심리 후 주장서면에 대한 피청구국의 편집 제안에 이의제기하였다.
96. 2022년 5월 30일 피청구국은 중재판정부의 요청에 따라, 자신의 편집 제안에 대한 청구인들의 이의제기에 대하여 답변서를 제출하였다.
97. 2022년 7월 8일 중재판정부는 심리 속기록 및 당사자들의 심리 후 주장서면에 대한 피청구국의 편집 제안에 대한 청구인들의 이의제기를 기각하는 **절차 명령 제 11호**를

발령하였다. 따라서, 중재판정부는 피청구국의 편집 제안이 협정 제 11.28 조 및 절차 명령 제 1 호 제 9.4 항을 준수하였다고 판단하였다.

98. 2022년 7월 27일 중재판정부는 당사자들에게 비용 서면의 형식과 시기에 관한 합의를 도출하고 모색할 것을 요청하였다.
99. 2022년 8월 2일 당사자들은 비용 제출서의 형식과 시기에 관한 당사자들의 합의를 중재판정부에 통지하였고, 중재판정부는 같은 날 이를 승인하였다.
100. 2022년 8월 26일 당사자들은 각자 비용 제출서(각각 이하 “**청구인들의 비용 신청서**” 및 “**피청구국의 비용 신청서**”)를 제출하였다.
101. 2023년 10월 10일, 중재판정부는 청구인들의 삼성물산 주식 관련 손실을 계산하는 대안적 방법과 적절한 원/달러 환율에 대한 당사자들의 의견을 요청하였다.
102. 2023년 11월 14일 피청구국은 중재판정부에게 서울중앙지방법원의 다른 2022년 11월 판결을 기록에 추가하기 위한 허가를 구하였다. 2023년 11월 16일 청구인들은 이러한 요청에 이의제기하였다.
103. 2023년 11월 17일 중재판정부는 이러한 증거의 지연 제출을 정당화하는 예외적인 상황이 입증되지 않았고 요청이 실기하였기 때문에 피청구국의 요청을 기각한다는 결정을 당사자들에게 통지하였다.
104. 2023년 11월 21일 당사자들은 중재판정부의 2023년 10월 10일자 서한(각각 이하 “**청구인들의 손해산정에 대한 의견**” 및 “**피청구국의 손해산정에 대한 의견**”)에 대한 의견을 제출하였다.
105. 2023년 11월 30일 청구인들은 2015년 7월 16일에 청구인들이 보유한 삼성물산 주식의 수에 관한 서면을 중재판정부에게 작성하여, 청구인들의 거래 기록(증거 C-32)에서 2015년 6월 16일 당시 보유한 주식 수를 기준으로 한 중재판정부의 계산이 정확하다고 확인하였다.
106. 2023년 12월 7일 피청구국은 중재판정부에게 서울중앙지방법원 판결 2건과 서울고등법원 판결 2건에 대한 수정 영문 번역본을 제출하였음을 통지하였다.

107. 2024년 1월 10일 당사자들은 갱신된 비용 제출서(각각 이하 “**청구인들의 최종 비용 신청서**” 및 “**피청구국의 최종 비용 신청서**”)를 제출하였고, 청구인들은 중재판정부에게 자신의 대표자 변경을 통지하였다.
108. 2024년 2월 15일 피청구국은 서울중앙지방법원의 다른 2024년 2월 5일자 판결 발부 사실을 중재판정부에 알리고, 판결문 사본을 입수하고 기록에 추가하기 위하여 중재판정부의 허가를 구할 때까지 절차 종결을 자제할 것을 요청하였다. 청구인들은 2024년 2월 16일 동 요청에 반대하였고, 피청구인은 2024년 2월 20일 추가 의견을 제출하였다.
109. 또한 2024년 2월 20일, 중재판정부는 단순히 판결이 뒤늦게 나온 사실만이 새로운 문서를 뒤늦게 기록에 추가할 수 있도록 정당화할 수 있는 예외적인 상황에 해당하지 않는다고 보기 때문에 피청구국의 요청을 기각하는 결정을 당사자들에게 알렸고, 절차가 종결되었다고 선언하였다.

### III. 분쟁의 사실관계

110. 본 절은 당사자들의 제출 서면을 토대로 분쟁의 사실적 배경을 요약한다. 이는 당사자들의 제출 서면에 기재된 모든 사건 및 상황, 또는 이에 대한 당사자들의 의견 불일치 전부를 다루지는 것은 아니다.

#### A. 주요 인물

##### 1. 청구인들과 그 계열사

111. 델라웨어주 유한책임회사 메이슨 캐피탈 매니지먼트 엘엘씨는 2002년 1월경 설립된 투자운용사이다(이하 “**투자 운용사**”).<sup>5</sup> 이는 다른 메이슨 그룹사들(이하 “**메이슨 그룹**”)을 대리하여 투자를 관리하며, 메이슨 그룹의 모든 직원들은 투자 운용사가 고용한다.<sup>6</sup>
112. 청구인들에 따르면, 투자 운용사는 아래 2개 펀드를 통해 투자한다:

---

<sup>5</sup> Kenneth Garschina 증인진술서, 2019년 4월 19일(이하 “**Garschina 제 1차 진술서**”)[CWS-1], 제 2항; 아마간세트 캐피탈 매니지먼트 엘엘씨 설립증서의 수정증서, 2002년 1월 9일[C-2].

<sup>6</sup> 수정청구서면, 제 13항; 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 36항.

- (a) 미국 델라웨어주 법에 따라 설립된 메이슨 캐피탈 엘.피.(이하 “국내펀드”);<sup>7</sup> 그리고
  - (b) 2014년에 제정된 케이먼 제도의 비과세 리미티드 파트너십법의 규율을 받는 비과세 리미티드 파트너십인 메이슨 캐피탈 마스터 펀드 엘.피.(이하 “케이먼 펀드”)<sup>8</sup>
113. 국내펀드와 케이먼 펀드의 업무집행사원은 미합중국 델라웨어주 법에 따라 설립된 유한책임회사 메이슨 매니지먼트 엘엘씨(이하 “업무집행사원”)이다.<sup>9</sup> 업무집행사원은 미국국적자 ██████████ 와 Kenneth Garschina 가 2000년 7월경에 설립하였다.<sup>10</sup> 업무집행사원은 2009년경 케이먼 펀드의 업무집행사원이 되었다.<sup>11</sup> 케이먼 펀드는 2010년부터 영업을 시작하였다.<sup>12</sup>
114. 업무집행사원과 별도로, 케이먼 펀드는 케이먼 제도 법률에 따라 설립된 비과세 회사인 메이슨 캐피탈 유한책임회사(이하 “유한책임사원”)를 단독 유한책임사원으로 보유하고 있다.<sup>13</sup>
115. 케이먼 펀드에 관하여 업무집행사원과 유한책임사원 사이의 관계는 2차 수정 및 합의된 2013년 1월 1일자 리미티드 파트너십 계약서(이하 “파트너십 계약”)의 추가 규율을 받는다.<sup>14</sup>
116. 특히, 순이익 및 순손실의 배분과 관련하여 업무집행사원은 파트너십 계약 제 4.06(b)조에서 정하는 바에 따라 다음과 같은 성과보수(이하 “성과보수”)를 받을 권리가 있었다:

---

<sup>7</sup> 메이슨 캐피탈 엘.피. 설립증명서(변경); 메이슨 캐피탈 엘.피. 설립증명서, 2000년 7월 26일 [C-1].

<sup>8</sup> 수정청구서면, 제 14 항; 반박서면, 제 38-39 항; 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 37 항.

<sup>9</sup> 수정청구서면, 제 15 항.

<sup>10</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 1 항; 리프 매니지먼트 엘엘씨 설립증명서에 대한 변경증명서, 2000년 7월 26일[C-1].

<sup>11</sup> Derek Satzinger 제 2차 증인진술서, 2019년 9월 6일(이하 “Satzinger 제 2차 진술서”)[CWS-4], 제 12 항.

<sup>12</sup> Satzinger 제 2차 진술서[CWS-4], 제 12 항.

<sup>13</sup> Derek Satzinger 제 1차 증인진술서, 2019년 4월 11일(이하 “Satzinger 제 1차 진술서”)[CWS-2], 제 7 항; Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 7 항.

<sup>14</sup> 2차 수정 및 합의된 리미티드 파트너십 계약서, 2013년 1월 1일(이하 “파트너십 계약”)[C-30]. 아래 제 III.E 항 참조.

4.06 순이익 및 순손실의 분배

...

- (b) 각 회계연도 말 각 유한책임사원의 자본금 계정에 대하여, 다음 금액의 20%를 업무집행사원의 자본금 계정에 성과보수로 분배(이하 “성과보수”)한다:
- (i) 당해 회계연도에 제 4.06(a)항에 따라 당해 유한책임사원의 자본금 계정에 사전 분배된 누적 순이익에서 다음 (x)+(y) 금액을 차감:
- (x) 당해 회계연도에 당해 자본금 계정에 상응하는 종류주주 또는 세부종류주주들을 대신하여 유한책임사원이 지급한 운용수수료
- (y) 위와 같은 종류주식 또는 세부종류주식에 기인한 것으로서 유한책임사원이 부담하고 자본금 계정 잔액에 달리 반영되어 있지 않은 비용
- (ii) 당해 회계연도 말 당해 자본금 계정에 대한 (아래 정의된) 누적미회복순손실이 존재하는 경우 그 금액과 위 (i)의 차액.

명확히 말하자면, 업무집행사원은 만약 위 계산결과가 음수일 경우 당해 회계연도에 대한 성과보수를 받지 않는다. 나아가, 당해 회계연도 중에 출자가 이루어지거나 회계연도 말일이 아닌 다른 날짜에 당해 자본금 계정의 금액 전부 또는 일부가 자발적 또는 의무적으로 출금되는 경우, 해당 자본금 계정에 대해서는 당해 역년 일부에 대한 성과보수가 지급된다. 업무집행사원은 그 단독 재량으로 특정 자본금 계정에 대한 성과보수 관련 환급액을 감소, 보류, 또는 양도할 수 있다.<sup>15</sup>

117. 청구인들은 피청구국이 자신들의 투자 이론, 특히 주주 선동과 소송으로 “치고 빠지기 식” 투자를 하는 것으로 잘못 묘사하고 있다고 지적한다.<sup>16</sup> 또한 청구인들은 또다른 헤지펀드인 엘리엇 어소시에이츠 엘 피.(이하 “엘리엇”)의 “투자에 편승”하여, 엘리엇의 활아동으로 발생한 변동성으로부터 이익을 취한다는 피청구국의 주장을 반박한다.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> 파트너십 계약[C-30], 제 4.06(b)조.

<sup>16</sup> Kenneth Garschina 제 4 차 증인진술서, 2021 년 4 월 21 일(이하 “Garschina 제 4 차 진술서”)[CWS-7], 제 6 항. 반박서면, 제 42 항 참조.

<sup>17</sup> Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 6-7 항. 반박서면, 제 45 항 참조.

118. 오히려, 청구인들에 따르면, 자신들은 “투자의 가치가 개선될 가능성이 있는 잠재적인 상황을 포착하여 그러한 상황이 발생하기 전에 투자를 한 후 해당 상황이 발생하여 기대했던 가치가 실현되는 시점까지 투자를 유지하는 방식”으로 이루어지는 이벤트 드리븐 투자 전략을 주로 사용하는 “가치형 투자자”에 해당한다.<sup>18</sup> 청구인들의 특정 회사에 대하여 포지션을 구축할지 여부는 “회사 펀더멘털에 대한 전문적인 연구 및 분석과 단기적인 가격 변동이 아니라 가치 창출 방식에 대한 생각”을 기초로 결정된다.<sup>19</sup> 따라서 청구인들은 자신의 투자 이론이 알고리즘 가격 이동 추적으로 개발되었다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>20</sup>

119. “메이슨의 투자 접근법이 고정되어 있는 것은 아니므로”,<sup>21</sup> “메이슨이 투자를 보유하는 기간은 “5 분, 수 주, 수 개월”, 또는 심지어 몇 년이 될 수 있다.<sup>22</sup>

## 2. 피청구국과 관련 법인 및 개인

120. 한국의 대통령 집무실은 청와대로 알려져 있다.<sup>23</sup> 본건 합병 당시, 박근혜 대통령이 한국의 대통령이었다(이하 “박근혜 대통령”).<sup>24</sup>

121. 한국의 보건복지부(이하 “보건복지부”)는 국민연금법에 따라 1988 년에 국민연금기금(이하 “기금”)을 설치한 한국 대통령 산하 17 개 부처 <sup>25</sup> 중 하나이다.<sup>26</sup> 보건복지부장관은 기금을 “국민연금 재정의 장기적인 안정을 유지하기 위하여 그 수익을

---

<sup>18</sup> Garschina 제 1 차 진술서[CWS-1], 제 10 항. [REDACTED], “금융공학의 다양한 면모에 대한 지침서”, Bloomberg, 2016 년 10 월 24 일[R-11], 3-4 페이지.

<sup>19</sup> Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 7 항.

<sup>20</sup> Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 7 항. 반박서면, 제 41 항 참조.

<sup>21</sup> Garschina 제 1 차 진술서[CWS-1], 제 9 항.

<sup>22</sup> Garschina 제 1 차 진술서[CWS-1], 제 10 항. 로드아일랜드주 재무장관, 헤지펀드 투자 실사보고서, 메이슨 캐피탈, 2010 년 12 월 31 일[R-3], 6 페이지 참조.

<sup>23</sup> 반박서면, 제 17 항.

<sup>24</sup> 재반박 및 관할 이의제기에 대한 답변서, 별표 A, 그림 1 참조.

<sup>25</sup> 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일[CLA-155], 제 26 조 제 1 항 제 12 호; 보건복지부와 그 소속기관 직제 대통령령, 2020 년 7 월 28 일[R-288], 제 3 조.

<sup>26</sup> 국민연금법, 1988 년 1 월 1 일[R-26], 제 82 조; 운용지침(C-6 수정번역본), 2015 년 6 월 9 일[R-144], 제 3 조 제 1 항.

최대로 증대시킬 수 있도록” 관리 및 운용하되, 가입자 및 수급권자의 복지증진을 위한 사업에 투자한다.<sup>27</sup>

122. 보건복지부 산하 국민연금 기금운용위원회(이하 “**운용위원회**”)는 기금의 운용에 관한 거시적 정책 결정을 관리한다.<sup>28</sup> 이는 보건복지부 장관을 위원장으로 하고, 4 명의 다른 부처 차관들과 그 밖에 보건복지부 장관이 위촉하는 위원으로 구성한다.<sup>29</sup>
123. 기금운용위원회의 중요한 기능은 (i) 기금 운용의 목적과 기금의 위탁투자를 위탁 받은 자에 대한 적절한 투자 정책 및 전략을 정한 국민연금기금운용지침(이하 “**기금운용지침**”);<sup>30</sup> 및 (ii) 기금 의결권 행사의 “기준, 방법, 절차 등에 관한 사항”을 정하는 국민연금기금 의결권행산지침(이하 “**의결권행산지침**”)을 공포하고 승인하는 것이다.<sup>31</sup>
124. 기금운용지침에 따라, 보건복지부 장관은 기금을 “수익성”, “안정성”, “공공성”, “유동성” 및 “운용 독립성”의 원칙에 따라 관리 및 운용하여, 이러한 원칙이 다른 목적으로 저해되지 않도록 할 의무가 있다.<sup>32</sup>
125. 본건 합병 당시 보건복지부 장관은 문형표였다(이하 “**문형표 장관**”).<sup>33</sup>

### 3. 삼성 그룹과 그 계열사

126. 삼성 그룹은 1938 년에 창립되었으며, 시가총액 기준 한국 최대 재벌이다.<sup>34</sup> 삼성 그룹 창업자의 아들인 이건희는 2020 년 10 월 25 일에 사망할 때까지 회장직을 역임하였다.<sup>35</sup>

---

<sup>27</sup> 국민연금법[**CLA-157**], 제 102조 제 2 항; 운용지침(C-6 수정번역본), 2015 년 6 월 9 일[**R-144**], 제 3 조 제 1 항.

<sup>28</sup> 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일[**CLA-157**], 제 103 조 제 1 항; 운용지침(C-6 수정번역본), 2015 년 6 월 9 일[**R-144**], 제 5 조.

<sup>29</sup> 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일[**CLA-157**], 제 103 조 제 2 항.

<sup>30</sup> 운용지침(C-6 수정번역본), 2015 년 6 월 9 일[**R-144**], 제 2 조, 제 4 조.

<sup>31</sup> 국민연금기금 의결권 행산지침, 2014 년 2 월 28 일(이하 “**국민연금 의결권행산지침**”)[**R-55**], 제 1 조.

<sup>32</sup> 운용지침(C-6 수정번역본), 2015 년 6 월 9 일[**R-144**], 제 4 조.

<sup>33</sup> 재판박 및 관할 이의제기에 대한 답변서, 별표 A, 그림 2 참조.

<sup>34</sup> 재벌은 제 2 차 세계대전이 끝난 이후 광범위한 산업에서 운영되기 시작한 가족 지배 기업집단이다. 수정청구서면, 제 23 항; 반박서면, 제 49 항 참조.

<sup>35</sup> 반박서면, 제 66 항; “한국의 삼성을 글로벌 대기업으로 키운 이건희 향년 78 세로 별세”, **Reuters**, 2020 년 10 월 25 일[**R-311**].



127. 오늘날 삼성 그룹은 전자, 엔지니어링, 건설, 보험, 제약, 해운, 호텔, 패션 등 다양한 분야로 확장되었다.<sup>36</sup> 삼성 그룹 회사는 다른 재벌과 마찬가지로 중앙집권적 경영 이나 지주회사 없이 상호 출자 관계를 유지하고 있다.<sup>37</sup>
128. 삼성물산은 1938 년 창립 당시 삼성 그룹의 초창기 기업이었다.<sup>38</sup> 본건 합병 전 삼성물산의 핵심 사업은 건축과 해외 무역이었다.<sup>39</sup>
129. 본건 합병 당시 삼성물산의 주주들은 다른 삼성 특수관계인들(이건희 회장 포함), 국내 기관들과 다양한 해외 기관투자자들을 포함하고 있었다. <sup>40</sup> 삼성물산의 최대 단일 투자자는 11.21% 지분을 보유한 국민연금공단(이하 “국민연금”)이었다. <sup>41</sup> 또한, 삼성물산은 삼성전자 지분 3.51% 등, 다른 상장기업들과 여러 삼성 그룹 회사들의 지분을 보유하고 있다.<sup>42</sup>
130. 1969 년에 설립된 삼성전자는 세계 최대 가전 및 반도체 제조사 중 하나로서, 삼성 그룹의 주력 사업이다.<sup>43</sup> 본건 합병 당시 삼성전자 주주들은 특히 총수일가(지분 4.74% 보유),

---

<sup>36</sup> Eleanor Alber, South 한국 재벌의 과제, 미국외교협회, 2018 년 5 월 4 일[C-104]; “삼성의 역사(1938-현재)”, Lifewire, 2019 년 8 월 21 일 업데이트[R-274].

<sup>37</sup> 반박서면, 제 49 항. 재벌의 소유구조는 일반적으로 “일반적으로 명백한 지주회사 없이 다수의 순환출자를 포함하는 복잡한 상호출자구조”를 특징으로 한다. E. Han Kim & Woochan Kim, 한국 기업 지배 구조의 변화: 위기에 대한 대응, 20 응용 기업 재무 저널 47(Morgan Stanley, 2008), 47 페이지, 49 페이지[C-73]. 배기홍 교수 전문가보고서, 2021 년 8 월 12 일(이하 “배기홍 보고서”)[RER-7], 그림 1A, 삼성 그룹의 합병 전 구조도.

<sup>38</sup> 삼성물산 주식회사 보도자료, “제일모직과 삼성물산의 합병”, 2015 년 5 월 26 일[R-274].

<sup>39</sup> Dr. Tiago Duarte-Silva 전문가보고서, 2020 년 6 월 12 일(이하 “Duarte-Silva 제 1 차 보고서”)[CER-4], 제 29 항; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항에 관한 보고”, 2015 년 5 월 26 일[R-120], 3 페이지; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주주총회 소집공고”, 2015 년 7 월 2 일[R-183].

<sup>40</sup> 반박서면, 제 52 항 및 표 1.

<sup>41</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 78 페이지.

<sup>42</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 39 항 및 표 4; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “대규모기업집단 현황 공시” 2015 년 8 월 31 일[R-224].

<sup>43</sup> “BizVibe 의 5 대 글로벌 소비자 가전 및 통신 제품 시장”, 비즈니스 와이어, 2017 년 7 월 13 일[C-97], 2 페이지; Rajeshni Naidu-Ghelani, 한국 10 대 기업, CNBC.COM, 2012 년 7 월 23 일[C-74], 16 페이지; “삼성전자 전세계 시가총액 18 위”, The Korea Post, 2020 년 1 월 12 일[R-279].

삼성물산(지분 3.51% 보유), 국민연금(지분 8.19% 보유) 및 기타 국내외 기관투자자들을 포함하였다.<sup>44</sup> 고 이건희의 아들인 이재용은 삼성전자 부회장이다.<sup>45</sup>

131. 제일모직(구 삼성 에버랜드)은 1963 년에 설립되어, 건설, 레저, 식음, 패션 분야에서 사업을 운영해오고 있다.<sup>46</sup> 본건 합병 당시 제일모직은 다른 삼성그룹 법인들의 지분을 보유하는 삼성 그룹 지배구조의 최상부에 위치하여 삼성 그룹의 사실상 지주회사로 평가되었다. <sup>47</sup> 총수일가는 제일모직 상장 주식의 42.17%를 보유하고, 이는 주로 이재용의 23.2% 지분으로 구성되어 있다.<sup>48</sup>

#### 4. 국민연금공단

132. 국민연금은 “국민의 노령, 장애 또는 사망에 대하여 연금급여를 실시함으로써 국민의 생활 안정과 복지 증진에 이바지”하는 것을 목적으로 국민연금법에 따라 설립된 법인이다.<sup>49</sup> 국민연금은 세계 3위 공적 연금기금으로서, 700조 원(약 6,000억 달러)이 넘는 운용자산을 보유하고 있다.<sup>50</sup> 2019년 기준 국민연금의 국내주식 투자액은 123조 원(약 1,050억 달러)에 육박하며, 313개 상장사에 대하여 5% 이상의 지분을 보유하고 있다.<sup>51</sup>

---

<sup>44</sup> 삼성전자 주식회사, 2014년 사업보고서, 2014년 12월 31일[C-76], 119페이지; “[고침·그래픽]삼성물산·삼성전자 주식, 누가 얼마나 갖고 있나?” 뉴시스, 2015년 6월 11일[R-148]; 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 간 합병 관련 분석, 2015년 7월 10일[R-202], 8페이지. 수정청구서면, 제 26항, 제 28항 참조.

<sup>45</sup> “대한민국의 대통령 스캔들”, BBC 뉴스, 2018년 4월 6일[R-253] 참조.

<sup>46</sup> 미래에셋증권, “제일모직”, 2015년 12월 18일[R-227], 1페이지; 인스티튜셔널쉐어홀더서비스, 특별분석보고서, 삼성물산(KNX:000830): 제일모직(KNS: 028260)과의 합병안 분석(이하 “ISS 보고서”), 분석, 2015년 7월 3일[C-9].

<sup>47</sup> 미래에셋증권, “제일모직”, 2015년 12월 18일[R-227], 1페이지; “삼성의 사실상 지주사인 제일모직 주가 데뷔와 함께 2배 상승”, Financial Times, 2014년 12월 18일[R-101].

<sup>48</sup> 서울중앙지방법원, 2017고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 71-73페이지; 제일모직 - 2015년 2분기 - 재무제표[C-88], 169페이지.

<sup>49</sup> 국민연금법, 2014년 7월 31일[CLA-157], 제 4조.

<sup>50</sup> “서울이 가진 금융허브로서의 매력”, The Korea Times, 2020년 9월 27일[R-297].

<sup>51</sup> “국민연금 한국 회사 지분 보유량 늘려...기업에 대한 영향력 확대”, 매일경제신문, 2020년 2월 10일[R-340].

133. 본건 합병 당시 국민연금은 삼성물산 지분 11.21%, 삼성전자 지분 8.19%, 제일모직 지분 약 5%를 보유하고 있었다.<sup>52</sup>
134. 당사자들은 국민연금과 피청구국의 관계에 관하여 서로 다른 견해를 취하고 있다. 이들의 입장은 아래 제 V.C 절에서 자세히 설명한다.

**a) 국민연금 기금운용본부**

135. 국민연금은 여러 부서로 구분되며, 담당 집행임원이 상이하다. <sup>53</sup> 국민연금 기금운용본부(이하 “기금운용본부”)는 특히 투자 전략, 리스크 관리, 기금 운용 성과 검토와 기금이 보유하는 의결권 지분 행사와 관련된 사안을 담당한다.<sup>54</sup> 기금운용본부는 상임 기금이사도 역임하는 기금운용본부장이 지휘한다. <sup>55</sup> 홍완선은 합병 당시 기금운용본부장이었다(이하 “홍완선 본부장”).<sup>56</sup>
136. 기금운용본부 내에서, 기금이 보유하는 주식에 부여된 의결권을 국민연금이 행사하는 것에 대한 책임을 부담하고 본 분쟁과 관련된 팀은 다음과 같다:
- (a) 운용전략실에 소속된 투자전략팀은 국민연금 투자위원회를 통해 기금운용본부가 내린 투자 결정의 행정적 측면을 관리한다;<sup>57</sup>
  - (b) 경영전략실에 소속된 책임투자팀은 기금이 3 퍼센트 이상의 지분을 보유한 투자에 대하여 국민연금이 의결권을 행사하는 방법을 기금운용본부가 국민연금 투자위원회를 통해 심의 및 결정하는 과정을 관리한다;<sup>58</sup> 및
  - (c) 주식운용실에 소속된 리서치팀은 국내주식에 대한 투자 및 거래 포트폴리오를 작성하고, 해당 포트폴리오의 현황을 분석 및 모니터링한다.<sup>59</sup>

---

<sup>52</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015 년 7 월 10 일[R-200] 1 호.

<sup>53</sup> 국민연금직제규정, 2015 년 5 월 19 일[CLA-159], 별표 1, 국민연금 조직도.

<sup>54</sup> 국민연금직제규정, 2015 년 5 월 19 일[CLA-159], 제 6 조, 제 15 조, 별표 3.

<sup>55</sup> 국민연금직제규정, 2015 년 5 월 19 일[CLA-159], 제 6 조 제 2 항.

<sup>56</sup> 반박서면, 제 26 항.

<sup>57</sup> 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015 년 5 월 22 일[R-113], 별표 1 의 3, 26 페이지.

<sup>58</sup> 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015 년 5 월 22 일[R-113], 별표 1 의 3, 페이지 25; 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 8 조 제 1 항.

<sup>59</sup> 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015 년 5 월 22 일[R-113], 제 3.1 조

b) 투자위원회

137. 기금의 운용에 관한 주요 사항이나 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항을 심의 및 의결하기 위하여 기금운용본부 산하에 국민연금 투자위원회를 둔다.<sup>60</sup> 국민연금 본부장이 위원장을 맡는 투자위원회는 11 명의 위원으로 구성되며, 기금운용본부 실장을 역임하는 당연직 상근 위원 8 명과 본부장이 기금운용본부의 팀장 중에서 선임한 3 명의 임시 위원이 포함된다.<sup>61</sup> 각 투자위원회 위원은 최소 11 년 이상의 실무 투자 경험 또는 이와 동등한 자격을 갖추어야 한다.<sup>62</sup>
138. 투자위원회는 기금이 보유하는 지분에 관하여 기금운용지침 및 의결권행사지침에 따라 국민연금의 의결권을 어떻게 행사하여야 하는지를 심의 및 의결한다.<sup>63</sup>
139. 의결권행사지침 제 8 조 제 2 항은 투자위원회가 판단을 하기 “곤란”한 안건의 경우에 이러한 일반 규칙에 대한 예외를 규정한다:
- 투자위원회가 찬성 또는 반대의 판단을 하기 곤란한 안건에 대하여  
기금운용본부는 전문위원회에 의결권 행사에 대한 결정을 요청할 수 있다.<sup>64</sup>
140. 기금운용지침 제 17 조는 특히 “주주권 행사는 원칙적으로 공단에서 행사하되, 공단에서 의결권행사의 찬성 또는 반대에 대한 판단을 하기 곤란한 사안은 의결권행사 전문위원회에서 결정한다”고 규정하고 있다.<sup>65</sup>

---

<sup>60</sup> 국민연금기금 운영규정, 2015 년 5 월 26 일[R-117], 제 5 조 제 2 항, 제 7 조 제 2 항, 제 33 조 제 3 항, 제 61 조.

<sup>61</sup> 국민연금기금 운영규정, 2015 년 5 월 26 일[R-117], 제 7 조 제 1 항; 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011 년 12 월 28 일[CLA-151], 제 16 조 제 1 항.

<sup>62</sup> 기금운용본부직제규정 시행규칙, 2015 년 5 월 22 일[R-113], 24 페이지, 첨부 표 1-2; 기금운용본부운영규정, 2014 년 12 월 29 일[R-103], 20-21 페이지, 첨부 별표 6 및 7. 피청구국은 백오피스 직책인 투자/운용지원팀 팀장은 유일한 예외사항에 해당한다고 지적한다. 반박서면, 주석 53 참조.

<sup>63</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 8 조 제 1 항. 국민연금기금운용규정 시행규칙 제 40 조는 국민연금의 상대적인 지분율(단체의 주식 총수와 국민연금의 지분의 비율)에 따라 어느 국민연금의 어느 임원 또는 위원회가 의결권을 행사할 수 있는지 정하고 있다. 예를 들어, 기금의 “보유지분율이 1,000 분의 10 이상 1,000 분의 30 미만이고, 주식 보유비중이 1,000 분의 5 미만인 종목”의 경우, 기금운용본부 본부장이 의결권을 행사한다. 국민연금기금운용규정 시행규칙, 2011 년 12 월 28 일[CLA-151], 제 40 조 제 1 항 참조.

<sup>64</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 8 조 제 2 항.

<sup>65</sup> 보건복지부, 국민연금기금운용지침, 2015 년 6 월 9 일[C-6], 제 17 조 제 5 항.

141. 투자위원회는 의결권행사지침에 명시된 다음과 같은 원칙에 따라 “장기적인 주주가치의 증대”에 기여하는 방식으로 가입자 및 연금수급자에게 “이익이 되도록 신의성실에 따라” 국민연금의 의결권을 행사할 의무가 있다.<sup>66</sup>

**제 6 조(행사기준의 기본원칙)** 개별 안전에 대한 의결권행사기준은 다음과 같은 기본원칙에 따라 정한다.

1. 주주가치의 감소를 초래하지 않고 기금의 이익에 반하지 아니하는 경우에는 찬성한다.
2. 주주가치의 감소를 초래하거나 기금의 이익에 반하는 안전에 대하여는 반대한다.
3. 위의 각 호의 어느 하나에 해당하지 아니하는 경우에는 중립 또는 기권의 의사표시를 할 수 있다.<sup>67</sup>

142. 기금이 보유한 국내주식의 의결권 행사에 대한 세부기준을 규정한 의결권행사지침 별표 1 은 주주가치의 훼손이 “사안별로 검토”되어야 하며, 기금은 한국법상 주식매수청구권(및 행사가치)을 고려하여야 한다고 설명한다.<sup>68</sup>

143. 피청구국에 따르면, 의결권행사지침은 투자위원회 위원들의 의사결정에 광범위한 재량을 부여하는 경향이 있다.<sup>69</sup>

## 5. 전문위원회

144. 의결권행사 전문위원회(이하 “전문위원회” 또는 “의결권행사 전문위원회”)는 “[기금]이 보유한 주식에 대한 의결권 행사와 관련된 주요 사항을 검토”하기 위하여 2006 년 보건복지부가 운용위원회 산하에 설치하였다.<sup>70</sup> 이는 9 명의 위원으로 구성되며, 각

---

<sup>66</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 3 조, 제 4 조.

<sup>67</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 6 조.

<sup>68</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55], 별표 1.

<sup>69</sup> 감사원 통보, “주식 의결권 행사를 위한 내부 판단기준 마련 부적정”, 날짜미상[R-331]을 인용하는 반박서면, 제 34 항.

<sup>70</sup> 국민연금 기금운용위원회 운용지침, 2013년 5 월 29 일[R-50], 제 21 조 제 1 항; 보건복지부 보도자료, “국민연금, ‘주식 의결권행사 전문위원회’ 공식 출범”, 2006 년 3 월 10 일[R-30], 1 페이지.

위원은 사용자, 근로자, 지역 연금 가입자, 학계 등 다양한 이해관계 집단의 추천을 받아 운용위원회가 임명한다.<sup>71</sup>

145. 본건 합병 당시 전문위원회의 “기능”은 의결권행사 전문위원회 운영규정 제 2 조에 규정되어 있었다:

**제 2 조(기능):** 위원회는 국민연금이 보유한 주식 의결권 행사 등에 관한 다음 각 호의 사항을 검토하거나 결정하고 그 결과를 기금운용위원회에 보고한다.

1. 의결권 행사 일반 원칙 및 세부 기준 등
2. 국민연금공단 기금운용본부(이하 “기금운용본부”)가 행사한 의결권 행사 내역
3. 기금운용위원회 위원장이 요청하는 사안
4. 찬성 또는 반대를 판단하기 곤란하여 기금운용본부가 판단을 요청하는 사안
5. 배당에 관한 의결권행사의 실효성 확보를 위한 사항
6. 그 밖에 위원장이 필요하다고 인정하는 사항<sup>72</sup>

146. 기금운용지침은 (i) 기금운용본부가 찬성 또는 반대 여부를 결정하는 것이 “곤란”하여 결정을 요청하는 사항과 (ii) “그 밖에 [전문]위원회 위원장이 필요하다고 판단하는 사항” 등, 전문위원회가 기금 보유 주식의 의결권 행사에 관한 사항을 심의 및 결정하도록 규정하였다.<sup>73</sup>

## B. 삼성전자 및 삼성물산에 대한 청구인들의 이익 및 지분

147. 청구인들은 2014년 초 삼성그룹에 대한 잠재적 투자와 관련하여 투자 전략을 준비하기 시작하였다.<sup>74</sup> 청구인들은 삼성 그룹의 “최우량자산”으로 평가되는 삼성전자뿐만 아니라,<sup>75</sup> 삼성전자에 대한 소유권 지분을 보유한 삼성물산(총칭하여 이하 “삼성 주식”)에

---

<sup>71</sup> 의결권행사전문위원회운영규정, 2015년 6월 9일[R-145], 제 3조 제 2항; “2100만 대표' 국민연금 의결권위, 구성 ...”, 중앙일보, 2015년 6월 25일[R-165]. 국민연금 의결권행사지침[R-55], 제 8조 제 2항 참조.

<sup>72</sup> 의결권행사전문위원회운영규정, 2015년 6월 9일[R-145], 제 2조.

<sup>73</sup> 보건복지부, 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일[C-6], 제 5조 제 5항 제 4호 내지 제 5호.

<sup>74</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 6-7항; Kenneth Garschina가 [REDACTED] 등에게 송부한 이메일, 2014년 5월 12일[C-140]항.

<sup>75</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 13항, 제 15항.

대한 투자에 관심을 가지게 되었다.<sup>76</sup> 청구인들에 따르면, 이러한 연구를 통하여 “삼성그룹 내 상장회사들이 그 동안 소액주주들에 대한 부당한 대우 등 열악한 기업 지배 구조로 인하여 그 내재가치보다 낮게 거래되어 왔음”이 나타났지만, 일련의 개혁으로 주주 가치가 “제고”될 것이라는 결론을 내렸다.<sup>77</sup>

148. 삼성 그룹은 2013년 말과 2014년 초에 지배구조를 변경하기 시작하였다.<sup>78</sup> 구조조정 of 정확한 성격은 알 수 없지만, 시장에서는 삼성 그룹이 지주회사 구조로 전환할 것이라는 관측이 나왔다.<sup>79</sup> 2014년 5월, 이건희 회장의 와병으로 인해 “[시장]의 관심사가 바뀌게 되었고 ... 이재용 일가의 소위 승계 계획의 관점에서 논의되게 되었다”.<sup>80</sup>
149. 2014년 9월까지의 언론 보도는 삼성 그룹의 사실상 지주회사인 제일모직이 삼성물산과 합병하여 지주회사를 구성할 것이라고 예측하였다.<sup>81</sup> 2014년 10월 말 제일모직의 기업공개(이하 “**IPO**”) 발표는 제일모직과 삼성물산의 합병에 관한 언론의 예측을 강화하였다.<sup>82</sup> 애널리스트들은 제일모직의 IPO를 삼성 그룹의 기업 구조에 대한 주요 변화가 임박했다는 신호로 해석했다.<sup>83</sup> 시장도 제일모직을 비롯한 여러 삼성그룹주들의 주가가 상승하면서, 제일모직의 IPO에 반응하였다.<sup>84</sup>

---

<sup>76</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 18 항; Garschina 제 2차 진술서[CWS-3], 제 16 항.

<sup>77</sup> 수정청구서면, 제 22 항; Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 15 항; Garschina 제 2차 진술서[CWS-3], 제 8 항; 반박서면, 제 61 항, 제 64-65 항 참조. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 19:6-9, 21:6-12 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>78</sup> Garschina 제 2차 진술서[CWS-3], 제 8 항; 메리츠증권증권, “삼성 그룹 지배구조 이슈”, 2014년 5월 21일[R-67], 1 페이지.

<sup>79</sup> 한화투자증권, “삼성생명 주가 상승의 의미와 에버랜드”, 2013년 6월 13일[R-51], 2-3 페이지; 메리츠증권증권, “삼성그룹 지배구조 이슈”, 2014년 5월 21일[R-67], 15-16 페이지.

<sup>80</sup> Reuters, “한국의 삼성을 글로벌 대기업으로 키운 이건희 향년 78 세로 별세”, 2020년 10월 25일[R-311]을 언급하는 반박서면, 제 66 항.

<sup>81</sup> 예컨대, “[삼성물산, 어디로] 이재용의 ‘건설’”, 비즈니스위치, 2014년 9월 5일[R-80]; “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?” 머니 S, 2014년 9월 16일[R-82].

<sup>82</sup> 반박서면, 제 69 항.

<sup>83</sup> 하이투자증권, “제일모직 (구 삼성에버랜드)”, 2014년 11월 3일[R-86], 1 페이지; “[마켓인사이트] SDS, 제일모직 상장에서 드러난 삼성물산의 위상”, 마켓인사이트, 2014년 11월 20일[R-93]; “내달 제일모직 상장...삼성 지배구조 개편 시나리오 본격가동”, MK News, 2014년 11월 25일[R-94].

<sup>84</sup> “삼성그룹주, 지배구조 개편 2막 열자마자 급등”, 한국경제, 2014년 10월 31일[R-84]; “삼성 후계자 제일모직 IPO에서 6조 원 (미화 54억 달러) 챙겨”, The Korea Times, 2014년 12월 19일[R-102].

150. 또한 청구인들은 한국 정부가 다음 선거에서 재벌 문제를 개혁하기 위한 조치를 추진하고 있던 야당으로 교체되면서 추가 규제를 도입할 것으로 예상하였다.<sup>85</sup> 이들은 이러한 변화가 삼성 그룹의 기업지배구조 개선으로 이어져 결과적으로 투자자들에게 이익이 될 것이라고 보았다.<sup>86</sup>
151. 청구인들은 삼성전자 주식에 대한 총수익 스왑을 매수하기 시작한 2014년 5월부터 삼성전자에 투자하기 시작하였다.<sup>87</sup> 2014년 5월 20일 청구인들은 71,000주의 스왑을 매수하였고; 2014년 5월 29일 20,900주의 스왑을 추가 매수하였으며; 2014년 6월 9일 121,000주의 추가 스왑(누적 총 212,900주 스왑)을 매수하였다.<sup>88</sup>
152. 2014년 8월 초, 청구인들은 스왑을 처분하고 대신 삼성전자의 주식을 직접 매수하기 시작하였다.<sup>89</sup> 청구인들은 2014년 9월 16일까지 삼성전자 누적 141,650주를 인수하였다.<sup>90</sup> 2014년 9월과 2014년 10월 사이에 청구인들은 이러한 포지션을 청산하기 시작하였고, 2014년 10월 14일까지 삼성전자 지분은 0으로 감소하였다.<sup>91</sup>
153. 2014년 10월 30일 청구인들은 다시 삼성전자의 주식을 매수하기 시작하였다.<sup>92</sup> 청구인들의 삼성전자 지분은 2015년 4월 3일에 247,553주로 정점을 찍었다.<sup>93</sup> 이후 삼성전자 주식을 매각하기 시작하였고, 2015년 7월까지 삼성전자 주식 128,579주를 매각하였다.<sup>94</sup> 청구인들에 따르면, 삼성전자 보유 지분의 증감은 “메이슨의 삼성전자 투자 가격을 최적화하고, 초단기 투자자의 영향에 대응하기 위한” 트레이딩 팀의 노력을

---

<sup>85</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 15항.

<sup>86</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 15항; Garschina 제 4차 진술서[CWS-7], 제 8항.

<sup>87</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 16항; 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31]. 총수익 스왑이란 기초자산에 기반하여 양 당사자가 체결하는 스왑계약으로서, 기초자산을 보유한 당사자가 상대방 당사자에 일정한 요율에 따른 금액을 지급하고, 상대방 당사자도 일정한 요율에 따른 금액을 지급하는 형태이다. Investopedia, “총수익스왑”, 2020년 10월 26일 접속[R-312] 참조.

<sup>88</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].

<sup>89</sup> Garschina 제 1차 진술서[CWS-1], 제 16항.

<sup>90</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].

<sup>91</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].

<sup>92</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].

<sup>93</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].

<sup>94</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31].



보여준다.<sup>95</sup> 반대로, 피청구국은 청구인들의 일반적 최적화 방식이 “일반적인 방법은 아니며” 이러한 거래 방식은 청구인들이 “단기적 주가 움직임을 예측할 수 있다고 (옳거나 틀리게) 믿었음”을 보여준다는 Dow 교수의 의견을 인용한다.<sup>96</sup>

154. 청구인들은 처음에는 삼성전자에 대한 투자에 집중하였지만, 2015년 4월 “삼성물산 역시 상당히 저평가되어 있으며 중요한 투자 기회를 제공하고 있다”는 결론을 내렸다.<sup>97</sup> 삼성전자와 삼성물산에 대한 투자는 “큰 틀에서 서로 대체 가능하였다”는 점을 고려할 때, 청구인들은 삼성물산이 “엄청난 상승 가능성”을 보여주었다고 판단하였다.<sup>98</sup> 따라서, 청구인들은 2015년 4월 17일 삼성물산 334,000주를 매수하는 최초 투자를 하였다.<sup>99</sup> 청구인들은 2015년 4월 22일에 이러한 포지션을 청산하였으나, 2015년 6월부터 삼성물산 주식을 더 많이 매수하였다.<sup>100</sup>

155. 본건 합병 발표 후, 청구인들은 2015년 6월 4일에 삼성물산 주식 1,589,596주를 매수하였다.<sup>101</sup> 청구인들에 따르면, “국민연금이 ... 합리적인 결정을 내릴 것이므로, [본건 합병]을 저지할 것이라고 생각”하였기 때문에 삼성물산 주식의 추가 매수가 이 시점에 이루어졌다.<sup>102</sup> 삼성물산 주식의 매수는 당시 “가격, 유동성, 그리고 당시 [청구인들이] 이용 가능했던 정보에 근거하여 두 유가증권들[즉, 삼성전자와 삼성물산] 사이에서 [자신들의] 포지션을 최적화하려는 시도를 반영한 것”이었다.<sup>103</sup> 따라서, 청구인들은 본건

---

<sup>95</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1일차, 2019년 10월 2일, 143:2-20 페이지; 147:16-25 페이지; 150:24-151:2 페이지; 166:5-24 페이지 [Kenneth Garschina의 반대신문].

<sup>96</sup> James Dow 교수 전문가보고서, 2020년 10월 30일(이하 “Dow 제 1차 보고서”)[RER-4], 제 82(b)항을 인용하는 반박서면, 제 77항.

<sup>97</sup> 수정청구서면, 제 35항; Garschina 제 2차 진술서[CWS-3], 제 16항.

<sup>98</sup> Garschina 제 4차 진술서[CWS-7], 제 19항; 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 22:18-23:3 페이지 [청구인들의 모두진술].

<sup>99</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련), 2015년 8월 10일[C-32].

<sup>100</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련), 2015년 8월 10일[C-32].

<sup>101</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련), 2015년 8월 10일[C-32].

<sup>102</sup> 답변서, 제 17-18항; Garschina 제 3차 진술서[CWS-5], 제 2항; 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 26:23-27:31 페이지.

<sup>103</sup> Garschina 제 4차 진술서[CWS-7], 제 19항.

합병 발표 후에 삼성물산에 투자함으로써 본건 합병의 결과에 대해 투기를 하고 있다는 피청구국의 주장에 반대한다.<sup>104</sup>

156. 피청구국은 이러한 청구인들의 주장에 반박하며, 외부 애널리스트의 보고서 등 당시 문서에서 나타났듯이 청구인들이 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이 불확실함과, 국민연금이 자신의 경제적 이익에 기초하여 찬성 표결을 할 가능성이 더 큰 것에 대해 알고 있었다고 주장한다.<sup>105</sup> 피청구국에 따르면, 청구인들의 내부 문서에서도 의결권 지분을 증가시켜 본건 합병을 저지할 가능성을 높이기 위한 청구인들의 노력이 드러난다.<sup>106</sup> 특히, 피청구국은 청구인들이 삼성물산에 대한 외국인 주주들의 표결의 불확실함과 이러한 외국인 주주들이 본건 합병의 결과를 결정함에 있어 “와일드카드”가 될 것이라는 것에 대해 이미 알고 있었다고 주장한다.<sup>107</sup> 피청구국의 견해에 의하면, 이것이 바로 청구인들이 “엘리엇의 본건 합병 반대 노력을 긴밀하게 따랐던(이를 지지하였던)” 이유이다.<sup>108</sup>
157. 삼성물산과 제일모직의 주주들이 본건 합병에 찬성 표결을 한 2015년 7월 17일까지, 청구인들은 삼성물산 주식 3,046,915 주와 삼성전자 주식 81,901 주에 대한 포지션을 구축하였다.<sup>109</sup> 이러한 투자의 법적 소유권은 다음과 같다: 업무집행사원이 삼성물산 주식

---

<sup>104</sup> 답변서, 제 17 항.

<sup>105</sup> [redacted]가 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 6월 9일 중 [redacted]가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 9일[C-126]; [redacted]가 [redacted] 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 15일 중 [redacted]가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 10일[R-419]; [redacted]가 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 6월 1일[R-397]; [redacted]가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일[R-429]; [redacted]가 [redacted] 및 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 7월 7일[R-447]; [redacted](KIS America)이 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 5월 27일[R-394]; [redacted]가 [redacted](Citi) 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 11일 중 S. [redacted](Citigroup)이 [redacted] 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 10일[R-417]; [redacted]가 [redacted] 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 15일 중 [redacted]가 미공개 수신자들에게 송부한 이메일, 2015년 6월 15일[R-422], 1 페이지; [redacted]가 미공개 수신자들에게 송부한 이메일, 2015년 6월 4일 중 [redacted]가 미공개 수신자들에게 송부한 이메일, 2015년 6월 4일[R-402]; [redacted]가 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 6월 9일 중 K. Garschina가 [redacted], 2015년 6월 8일[R-410]을 언급하는 재판박서면, 제 21 항, 제 24-27 항.

<sup>106</sup> [redacted]가 [redacted] 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 10일[R-414]을 언급하는 재판박서면, 제 22 항.

<sup>107</sup> 재판박서면, 제 29-30 항.

<sup>108</sup> 재판박서면, 제 31 항.

<sup>109</sup> 2018년 9월 10일자 골드만삭스 Brokerage 서한[C-29].

1,951,925 주, 삼성전자 주식 52,466 주를 보유하고, 국내펀드는 삼성물산 1,094,990 주, 삼성전자 29,433 주를 보유하고 있다.<sup>110</sup>

158. 청구인들은 2015년 8월 6일과 12일 자신들의 삼성전자 및 삼성물산 주식 전부를 각각 매도하였다.<sup>111</sup>

### C. 삼성물산과 제일모직의 합병

#### 1. 본건 합병 발표

159. 2015년 5월 26일, 삼성물산과 제일모직 이사회는 제일모직이 삼성물산을 인수 및 합병하여 새로운 법인(이하 “**합병 후 삼성물산**”)을 설립할 것을 결정하는 결의를 각각 통과시켰고, 삼성물산과 제일모직 주주들이 2015년 7월 17일 임시주주총회(이하 “**본건 임시주총**”)에서 본건 합병안에 대한 의결권을 행사한다고 공식 발표하였다.<sup>112</sup>
160. 합병 후 삼성물산 주식의 주식 교환 비율안은 제일모직 1주당 삼성물산 주식 약 0.35주(이하 “**본건 합병비율**”)였다.<sup>113</sup> 본건 합병비율은 합병비율을 최근 1개월, 최근 1주일 및 최근 거래일의 평균 종가(거래량 가중평균)를 이용하여 산출하도록 정하는 한국의 자본시장법에 따라 결정되었다.<sup>114</sup>
161. 삼성물산과 제일모직에 따르면, 본건 합병안은 전략적 결정이었다.<sup>115</sup> 삼성물산은 “[삼성물산의] 국제경영능력이 제일모직의 전문성과 결합되면 양사의 경쟁력 제고에 도움이 될 것”이라며 사업 포트폴리오를 다각화하고, “패션, 식음, 건설, 레저 및 바이오

---

<sup>110</sup> 수정청구서면, 제 42 항; 골드만삭스 Brokerage 서한, 2018년 9월 10일[C-29], 5 페이지.

<sup>111</sup> 메이슨 거래 기록(삼성전자 관련), 2015년 8월 8일[C-31]; 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련), 2015년 8월 10일[C-32].

<sup>112</sup> DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, 삼성물산/회사합병 결정, 2015년 5월 26일[R-121], 1 페이지; DART(전자공시시스템) 제일모직 공시자료, 회사 합병 결정, 2015년 5월 26일[R-122], 4 호, 7 호.

<sup>113</sup> ISS 보고서[C-9], 12 페이지; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, 삼성물산/회사합병 결정, 2015년 5월 26일[R-121], 1 페이지.

<sup>114</sup> 자본시장법, 2015년 7월 1일[R-181], 제 165 조의 4.

<sup>115</sup> 제일모직 삼성물산과 합병 발표, 코리아헤럴드, 2015년 5월 26일[C-5], 2 페이지.

산업 부문에서 글로벌 초일류 기업으로 성장하기 위한 것”이라고 밝혔다.<sup>116</sup> 제일모직은 합병이 건설 사업의 핵심 역량을 확보하는 데 도움이 될 뿐만 아니라 “인간의 삶 전반에 걸친 프리미엄 서비스를 제공하는 글로벌 초일류 기업”으로 성장하는데 도움이 될 것이라면서, 이러한 견해를 재확인하였다.<sup>117</sup>

162. 본건 합병의 발표 직후, 삼성물산과 제일모직의 주가는 상승하였다. 제일모직은 전 거래일보다 14.83% 상승하여 단일 거래일 상한가 15%에 도달하였다.<sup>118</sup>
163. 시장 애널리스트들은 본건 합병비율을 포함하는 본건 합병의 제안 조건에 관하여 상반된 견해를 표명하였다.<sup>119</sup> 본건 합병 발표 이후 몇 주간 한국의 여러 주요 자산운용사들도 본건 합병에 찬성 표결하겠다는 의사를 밝혔다.<sup>120</sup> 또한, 최소 21 명의 한국 증권 애널리스트들은 본건 합병에 대하여 명시된 시너지 효과에 동의하였으며, 주주들에게 본건 합병의 승인을 추천하였다.<sup>121</sup>
164. 다른 애널리스트들은 삼성물산 주주들에게 본건 합병비율이 제일모직의 가치를 심각하게 과대평가하였고, 그에 상응하여 삼성물산을 매우 저평가하였음을 고려하여

---

<sup>116</sup> 제일모직 삼성물산과 합병 발표, 코리아헤럴드, 2015년 5월 26일[C-5], 2페이지; DART(전자공시시스템) 삼성물산 공시자료, “주요사항에 관한 보고”, 2015년 5월 26일[R-120], 2-3페이지.

<sup>117</sup> 제일모직 삼성물산과 합병 발표, 코리아헤럴드, 2015년 5월 26일[C-5], 2페이지; DART(전자공시시스템) 제일모직 공시자료, “[기재정정]주요사항보고서”, 2015년 6월 19일[R-157], 1페이지.

<sup>118</sup> “주가 10% 오른 삼성물산 더 요동칠듯”, *매일경제*, 2015년 6월 4일[R-140], 1페이지; “시너지 기대도 한 몫... 제일모직·삼성물산 나란히 상한가”, *한국일보*, 2015년 5월 26일[R-345], 1페이지; “거래소, 호가단위 촘촘하게 바꾼다”, *한국경제*, 2020년 1월 22일[R-263], 1페이지.

<sup>119</sup> 수정청구서면, 제 44 항; 반박서면, 제 81 항. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 149:17-150:1 페이지 참조[피청구국의 모두진술].

<sup>120</sup> 반박서면, 제 95 항. “국내 자산운용사 10 곳 중 8 곳 “삼성물산·제일모직 합병 찬성”, *MK 뉴스*, 2015년 6월 16일[R-152]; “삼성물산 합병, 지분 3% 보유한 한국운용 표심에 관심”, *머니투데이*, 2015년 7월 6일[R-190].

<sup>121</sup> ■■■■■, “국내 증권사 애널리스트, ‘삼성물산 합병’ 시각은?” *디지털데일리*, 2015년 7월 8일[R-194]. 예컨대, 현대경제연구원, “길게 보면 합병은 양사 주주에 유리”, 2015년 6월 22일[R-158]; BNK 투자증권, “삼성물산/제일모직 합병”, 2015년 6월 18일[R-155], 1페이지; 대신증권, “삼성물산 주가는 이제 합병회사 가치에 따라 좌우”, 2015년 5월 27일[R-126], 1페이지; 교보증권, “제일모직 삼성물산 합병 - 신중한 판단이 필요”, 2015년 6월 16일[R-151], 1페이지; KTB 투자증권, “Issue & Pitch: 삼성물산(000830)” 2015년 5월 27일[R-127], 1페이지, 3페이지 참조.

본건 합병에 반대 표결할 것을 촉구하였다.<sup>122</sup> 특히, 인스티튜셔널쉐어홀더서비스(이하 “ISS”)는 제일모직이 추정 순자산가치의 약 40%의 프리미엄으로 거래되었으므로, 본건 합병비율이 1:035 가 아니라 1:095 가 되어야 한다고 분석하였다.<sup>123</sup> 이에 따라, 일부 애널리스트들은 본건 합병의 주된 목적이 오로지 총수일가의 승계 계획에 따라 이재용의 삼성 그룹 지배권을 강화하면서 세금을 회피하는 데에 있었다고 판단하였다.<sup>124</sup> 청구인들에게 있어서, 이는 본건 합병의 실제 목적이었다.<sup>125</sup>

165. 2015년 6월 4일부터, (삼성물산 지분 7.12%를 가진 또다른 미국 헤지펀드인) 엘리엇은 본건 합병에 대해 공개적으로 이의를 제기하며, 본건 합병의 조건이 삼성물산 주주들에게 불공정하다는 점을 강조하였다.<sup>126</sup> 엘리엇이 삼성 그룹과 위임장 대결을 펼치겠다고 발표한 날, 삼성물산 주가는 약 10% 올랐다.<sup>127</sup>
166. 엘리엇은 삼성물산 이사회에 서신을 보내고,<sup>128</sup> 한국 금융감독원에 금융지주회사법 위반 및 반경쟁적 행태를 이유로 삼성물산 및 기타 삼성 그룹 계열사를 조사하여 줄 것을 요청하면서,<sup>129</sup> 본건 합병을 막기 위한 가치분 절차를 진행하는 등, 공개적으로 다수의 조치를 취하였다.<sup>130</sup> 한국 법원은 엘리엇의 본건 임시주총 결의금지 신청을 기각하면서, “합병비율은 관련 법령에 기하여 산정된 것이고, 그 산정기준이 된 주가가 자본시장법상

---

<sup>122</sup> ISS Proxy Advisory Services Report, 2015년 7월 3일[R-188], 2페이지, 15페이지. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 32:25-33:12 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>123</sup> ISS Proxy Advisory Services Report, 2015년 7월 3일[R-188], 17페이지. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 43:13-19 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>124</sup> [redacted] 및 [redacted], “삼성 승계 예정자 이재용 합병 통해 지배력 제고”, *The Wall Street Journal*, 2015년 5월 26일[R-123] “[슈퍼리치] 이재용 삼성에 대한 장악력 강화”, *코리아헤럴드*, 2015년 6월 2일[R-135].

<sup>125</sup> 수정청구서면, 제 46 항.

<sup>126</sup> 반박서면, 제 85 항; 엘리엇 보도자료, “엘리엇 삼성물산 지분 7% 확보,” 2015년 6월 4일[R-138]. 본안 심리 속기록, 1일차 33:16-25 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>127</sup> 뉴시스, “엘리엇 주식 추가 매입' 삼성물산 급등”, 2015년 6월 6일[R-142].

<sup>128</sup> “엘리엇, '삼성물산 이사들, 법적 의무 다하지 않았다”, *뉴스핌*, 2015년 6월 26일[R-167].

<sup>129</sup> Elliott Advisors (HK) Limited가 금융감독원에 송부한 서한, 2015년 5월 29일[R-130]; Elliott Advisors (HK) Limited가 공정거래위원회에서 송부한 서한, 2015년 6월 8일[R-143]; “삼성물산, 신규순환출자 조사 쟁점은” *더벨*, 2015년 9월 16일[R-226].

<sup>130</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 11-14 페이지.

시세조종행위, 부정거래행위에 의하여 형성된 것이라는 등의 특별한 사정이 있다고 보이지도 않는다”고 판시하였다.<sup>131</sup>

## 2. 국민연금의 본건 합병 찬성 투표

167. 본건 합병에 대한 결정 전에, 국민연금은 SK 주식회사와 SK C&C 사이의 재벌 합병(이하 “SK 합병”)을 승인하기 위한 표결 여부를 검토하였다.<sup>132</sup> SK 합병에 대한 표결 당시 국민연금은 양사의 주주였고, 제안된 합병비율은 법령에 의해 결정되었다.<sup>133</sup> 2 개의 의결권자문기구(ISS 와 한국기업지배구조원(이하 “KCGS”))가 국민연금이 SK 합병을 승인해야 한다고 권고하였다.<sup>134</sup>
168. 투자위원회는 책임투자팀에서 기안한 SK 합병 안건을 의결하기 위해 2015년 6월 17일에 소집되었다.<sup>135</sup> 해당 안건에 대해, 책임투자팀은 투자위원회에 해당 결정을 전문위원회에 부의할 것을 권고하였다.<sup>136</sup> 투자위원회는 합병의 실현가능성에 대한 문제가 판단하기 “곤란하다”고 보았고, 이에 따라 전문위원회가 판단해야 한다고 보았다.<sup>137</sup> 2015년 6월 24일 전문위원회가 소집되어 국민연금이 SK 합병에 반대 표결해야 한다고 결정하였다.<sup>138</sup>

---

<sup>131</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 8-12 페이지; 서울고등법원 2015 라 20485, 2015년 7월 16일[R-214], 1-7 페이지(서울중앙지방법원의 판결을 유지함).

<sup>132</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 1-2 페이지.

<sup>133</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 1 페이지; “SK 그룹, SK C&C 와 SK(주) 합병(2 보)”, 연합뉴스, 2015년 4월 20일[R-110], 2 페이지.

<sup>134</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 10 페이지.

<sup>135</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 1 페이지.

<sup>136</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 1-2 페이지.

<sup>137</sup> 보건복지부, 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일[C-6], 제 17조 제 5항; 국민연금, 국민연금기금 의결권행사지침, 날짜 미상[R-55], 제 8 조; 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), 의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안), 2015년 6월 17일[R-154], 1-2 페이지.

<sup>138</sup> 국민연금 보도자료, 국민연금, SK C&C 와 SK(주)의 합병에 반대 의결권 행사키로, 2015년 6월 24일[C-78; R-162]. 보건복지부, 2015년도 제 2차 의결권행사 전문위원회 결과 보고, 2015년 6월 24일[R-164].

169. SK 합병 이전에 내려진 재벌 합병 승인 결정은 일반적으로 의결권행사 전문위원회가 아니라 국민연금 투자위원회에서 이루어졌다.<sup>139</sup> 국민연금은 SK 합병 관련 절차를 검토하면서 “향후 재벌의 지배구조 개편과 관련된 사안에서 합병에 대한 의결권 행사를 위한 명확한 기준을 정할 필요가 있으나, 쟁점은 전문위원회에 부의될 필요가 있다”고 판단하였다.<sup>140</sup> 또한 “본질적으로 SK 합병과 삼성 합병은 그 정도 차이에도 불구하고 동일하다”고 보았다.<sup>141</sup>
170. 2015 년 5 월 29 일, 한국 언론은 국민연금 관계자가 삼성물산 주가가 표결 당시 주식매수청구가격보다 높게 유지되는 한 “국민연금이 합병을 반대할 이유가 없다”고 밝혔음을 보도하였다.<sup>142</sup>
171. 국민연금이 고용한 독립적인 의결권 자문사인 KCGS 는 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 불리하고, 합병 비율이 삼성물산의 순자산가치를 충분히 반영하지 않으며, 본건 합병이 순수한 사업 시너지를 달성하기 위해서가 아니라 승계 계획을 위하여 제안되었으므로 국민연금이 본건 합병에 반대할 것을 권고하였다.<sup>143</sup>
172. 2015 년 6 월 30 일부터 7 월 10 일까지 사이에 리서치팀은 삼성물산과 제일모직의 적정 가치평가 산정에 관한 3 건의 보고서를 작성하였는데, 여기에는 리서치팀의 “적정 합병비율” 산정이 포함되었다.<sup>144</sup> 적정 합병비율의 계산은 3 건의 보고서에 걸쳐서 발전하였다:
- (a) 2015년 6월 30일 제일모직 주식(125,422 원) 대비 삼성물산 주식(80,037 원)의 가치를 계산하여, 1:0.89 내지 1:0.46, 중간값 1:0.64 의 적정 비율을 계산하였다;<sup>145</sup>

---

<sup>139</sup> 국민연금, 2010~2016 년 주요 합병·분할 관련 투자위원회 심의 현황, 날짜 미상[R-333].

<sup>140</sup> 국민연금, SK주와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토, 2015 년 6 월 10 일[C-127], 2 페이지.

<sup>141</sup> 국민연금, SK주와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토, 2015 년 6 월 10 일[C-127], 2 페이지.

<sup>142</sup> MK News, 제일모직·삼성물산 합병에 주식매수청구권이 변수, 2015 년 5 월 29 일[R-131], 1 페이지.

<sup>143</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 15 페이지; KCGS, 2015 년 국내 상장회사 의안분석 보고서 - 삼성물산, 2015 년 7 월 3 일(번역본)[C-192]. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 43:23-44:7 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>144</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 55 페이지.

<sup>145</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 21-22 페이지; 수정 및 추가 번역본[R-243], 21 페이지.

- (b) 2015년 7월 6일 제일모직 주식(185,951 원) 대비 삼성물산 주식(73,416 원)의 가치를 계산하여, 1:0.39의 적정 비율을 계산하였다;<sup>146</sup> 및
- (c) 2015년 7월 10일 제일모직 주식(159,248 원) 대비 삼성물산 주식(69,677 원)의 가치를 계산하여, 적정 비율이 1:0.46이라는 결론을 내렸다.<sup>147</sup>
173. 2015년 7월 10일 국민연금 투자위원회는 국민연금이 삼성물산과 제일모직 모두의 주주로서 본건 합병안과 관련하여 어떻게 의결권을 행사해야 하는지 등을 결정하기 위해 회의를 소집하였다.<sup>148</sup> 투자위원회의 각 위원은 본건 합병과 관련하여 5가지 선택지 중 하나를 선택할 수 있었다: (a) 찬성표결, (b) 반대표결, (c) 중립표결, (d) 기권; 및 (e) 투자위원회 위원이 본건 합병에 관한 표결 자체에서 기권하는 것.<sup>149</sup>
174. 또한 투자위원회 위원들은 책임투자팀에서 작성한 2015년 7월 10일자 본건 합병 분석 보고서를 제공받았는데, 이는 적절한 합병비율뿐만 아니라 삼성 그룹 내 지배구조 및 지분 구조에 미치는 영향, 본건 합병이 삼성물산 및 제일모직에 대한 지분 등 기금의 포트폴리오에 미치는 효과, 본건 합병이 한국 주식시장 및 경제 전반에 미치는 영향, 본건 합병의 잠재적인 “시너지 효과”, 본건 합병 발표를 전후한 삼성물산과 제일모직의 주가 변동 등을 다루었다.<sup>150</sup>
175. 투자위원회는 국민연금이 본건 합병에 어떻게 표결해야 하는지에 대해 3시간 동안 논하였다.<sup>151</sup> 본 회의의 회의록에 따르면, 투자위원회 위원들은 본건 합병을 둘러싼 논란(엘리엇의 강력한 반대 포함), 본건 합병으로 인해 예상되는 경제적 이익, 본건 합병 발표 이후 언론, 애널리스트 및 전문가들로부터의 다양한 시장 반응에 대해 적극적으로

---

<sup>146</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 21-22 페이지; 수정 및 추가 번역본[R-243], 21 페이지.

<sup>147</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 21-22 페이지; 수정 및 추가 번역본[R-243], 21 페이지.

<sup>148</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀), “의결안건: 국내주식운용 의결권 행사(안)”, 2015년 7월 10일[R-200]; 기금운용본부 운용전략실, 2015-26차 투자위원회 회의록, 2015년 6월 17일[R-153].

<sup>149</sup> 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 3-16 페이지.

<sup>150</sup> 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015년 7월 10일[R-202], 1-48 페이지.

<sup>151</sup> 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201].



토의하였다.<sup>152</sup> 위원들은 본건 합병비율의 합리성(법령에 따라 산정되었다는 명시적인 인정 포함)에 대해서도 논의하면서, 리서치팀이 제공한 “시너지” 계산을 살펴보았다.<sup>153</sup>

176. 본건 합병 관련 표결에 대한 국민연금의 결정을 승인하기 위해서는 7표가 필요했다.<sup>154</sup> 회의 끝에, 12명 중 8명의 위원들이 국민연금이 본건 합병에 대해 찬성 표결하는 것에 표를 던졌고, 4명은 기권하였으며, 1명은 국민연금이 중립 표결하는 것에 표를 던졌다.<sup>155</sup>
177. 투자위원회의 2015년 7월 10일 결정은 언론에 유출되었다.<sup>156</sup>

### 3. 국민연금의 본건 합병 표결에 대한 한국 정부의 개입 혐의

178. 당사자들은 투자위원회가 본건 합병을 승인하기로 결정한 이유에 관하여 서로 다른 견해를 취한다. 청구인들에 따르면, 한국 정부의 고위 공무원에 대한 범죄 수사 및 재판은 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 강제하기 위해 피청구국이 다음과 같은 공동의 노력을 불법적으로 하였음을 입증한다:

- (a) 전문위원회가 아니라 투자위원회가 본건 합병에 표결하도록 함으로써 국민연금의 내부 의사결정 과정을 침해하였다;
- (b) 본건 합병 결과 국민연금이 입게 될 손실을 상쇄하기 위해 시너지 효과 등 특정 수치를 조작할 것을 국민연금 리서치팀에 지시하였다; 및
- (c) 본건 합병에 찬성하도록 투자위원회 위원들을 압박하였다.<sup>157</sup>

179. 특히, 청구인들은 피청구국이 증거의 진실성에 대해 아무런 견해를 취하지 않으며, 자신의 잘못을 부인하기 위해 이에 반대되는 증거를 제시하지 않은 점을 지적한다.<sup>158</sup>

---

<sup>152</sup> 기금운용본부 운용전략실, 2015-30 차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 7-13 페이지.  
<sup>153</sup> 기금운용본부 운용전략실, 2015-30 차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 5 페이지.  
<sup>154</sup> 반박서면, 제 103 항.  
<sup>155</sup> 기금운용본부 운용전략실, 2015-30 차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 2 페이지, 15 페이지.  
<sup>156</sup> 재반박서면, 제 160 항.  
<sup>157</sup> 수정청구서면, 제 83 항; 답변서, 제 36 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 3월 11일, 989:17-990:8 페이지[청구인들의 최후진술].  
<sup>158</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 13:13-16 페이지[청구인들의 모두진술].

180. 피청구국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 만한 타당한 경제적 이유가 있었고, 투자위원회의 결정이 기금운용지침 및 의결권행사지침(총칭하여 이하 “국민연금 지침”)에 따라 이루어졌다고 주장하면서, 청구인들의 주장을 전부 부인한다. 또한, 피청구국은 판결이 확정되지 않은 점과 일방적인 소송상 지위를 강조하며, 한국 법원 판결과 한국 검사의 공소장 내용에 대한 청구인의 묘사에 문제를 제기한다.<sup>159</sup>

**a) 청구인들의 입장**

181. 먼저, 청구인들은 피청구국이 자신의 사법 제도의 사실인정이나 피청구국의 검사가 제시한 증거의 진실성을 부정하려는 시도를 배척하여야 한다고 주장한다.<sup>160</sup> 청구인들은 본건 합병과 관련된 한국의 부정부패 행위 관련 증거기록이 “부정부패 관련 투자중재에서 일반적으로 파악 가능한 증거보다 월등히 많은 수준”이라고 주장한다.<sup>161</sup> 특히, 청구인들은 최근 이재용에 대한 기소에서 이재용이 삼성물산의 가치를 낮추고 제일모직의 가치를 부풀리도록 공모하여 주가조작을 하였다는 내용이 다루어졌다고 주장한다.<sup>162</sup> 이러한 기소는 한국 법무부, 즉 한국 정부의 일부인 한국 검사의 입장을 반영하므로, 청구인들은 이러한 기소가 사실상 “공소장에서 주장하는 사실에 대한 한국의 입장”이라고 주장한다.<sup>163</sup>

182. 청구인들은 현재 진행 중인 특정 형사소송 절차로 인하여 한국 법원의 사실판단이 여전히 확정되지 않았다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>164</sup> 청구인들에 따르면, 한국 대법원의 상고심 심사는 주로 법률의 판단에 국한된다; 사실관계에 대한 판단은 극히 제한된 상황에서만 심사될 수 있으며, 이 중 어떠한 것도 본건에 적용되지 않는다.<sup>165</sup> 예를 들어, 청구인들은 문형표 장관과 홍완선 본부장의 항소가 법률 문제에 국한되며, 하급심이 내린

---

<sup>159</sup> 재반박서면, 제 34 항.

<sup>160</sup> 답변서, 제 26-27 항.

<sup>161</sup> 답변서, 제 30 항.

<sup>162</sup> 답변서, 제 29 항.

<sup>163</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 14:15-15:5 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>164</sup> 답변서, 제 28 항.

<sup>165</sup> 한국 형사소송법[CLA-191], 제 383 조를 인용하는 답변서, 제 28 항.

사실관계 판단에 이의를 제기하지 않았음을 주목한다.<sup>166</sup> 따라서, 청구인들은 자신들이 원용하는 한국 법원의 사실판단이 “최종적이며 그대로 유지된다”고 주장한다.<sup>167</sup>

183. 청구인들은 중재판정부가 확인한 바와 같이, 한국 검사들이 국가기관임을 강조하면서 피청구국이 자신의 검사들과 거리를 두고 공소장에 포함된 혐의에 대해 의문을 제기하고자 하는 시도에 대해 추가적으로 이의를 제기한다.<sup>168</sup> 요컨대, 청구인들은 피청구국이 피청구국의 사법 제도의 사실인정이나 피청구국의 검사가 제시한 증거의 진실성을 부정하려는 시도를 배척하여야 한다고 주장한다.<sup>169</sup>

(1) 청와대와 보건복지부는 국민연금에게 본건 합병에 찬성하도록 명령하였다.

184. 청구인들에 따르면, 박근혜 대통령은 2015년 6월 하순경 최원영 고용복지수석비서관(이하 “**최원영 수석비서관**”)에게 “의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라”고 지시하면서 본건 합병을 강제 승인하려는 계획을 시작하였다.<sup>170</sup> 그러자 2015년 6월 26일 청와대 보건복지비서관실 김기남 행정관은 보건복지부 국민연금정책과 백진주 사무관에게 “투자위원회가 합병을 결정하는지를 확인”을 부탁하였다.<sup>171</sup> 한국 법원이 확인한 바와 같이, 2015년 6월 29일경 수석비서관 회의에서 청구인들은 박근혜 대통령이 자신의 공무원들에게 “[삼성물산/제일모직] 합병에 관한 국민연금 의결권 문제를 잘 챙겨보라”고 지시하였는데, 최원영 수석비서관을 포함한 자신의 하급자들은 “합병이 성사되도록 하여야 한다”라는 의미로 이해하였다고 주장한다.<sup>172</sup>

---

<sup>166</sup> 답변서, 제 28 항. [REDACTED], “특검 ‘삼성합병 압력의혹’ 문형표·홍완선 상고 ... “법리오해””, NEWS1, 2017년 11월 20일[C-181] 참조.

<sup>167</sup> 답변서, 제 28 항.

<sup>168</sup> 절차 명령 제 5 호, 2021년 1월 16일, 제 34 항; 절차 명령 제 6 호, 2021년 3월 2일, 제 3 항을 언급하는 답변서, 제 29 항.

<sup>169</sup> 답변서, 제 26-27 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 66:7-16 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>170</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-15], 87 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 79 항; 답변서, 제 32 항.

<sup>171</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 38-39 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 81 항.

<sup>172</sup> 김진수 제 2 차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 5 페이지를 인용하는 답변서, 제 33 항.

185. 본건 합병 표결 이후에야 이재용과 박근혜 대통령 사이의 대가관계가 존재하였다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 이재용에 대한 최근 공소장에서 이재용이 박근혜 대통령이 중요하게 생각하는 승마협회를 후원하고 본건 합병에 대한 “대통령의 협조를 유도하기 위해” 대통령의 지인 중 한 명에게 “재정적 지원”을 하겠다는 “의향”을 박근혜 대통령에게 알렸음을 주장한다고 지적한다.<sup>173</sup> 따라서, 청구인들은 총수일가와 박근혜 대통령 사이의 대가관계가 “본건 합병을 성사시키기 위하여 박근혜 대통령의 도움을 얻으려는 구체적인 목적 하에서 합병 몇 달 전부터 시작되었던 것”이라고 주장한다.<sup>174</sup> 이러한 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 서울고등법원이 본건 합병이 총수일가의 승계 계획에서 “가장 핵심적인 승계 작업”임을 알고 있었던 박근혜 대통령은 표결 “직전”에 본건 합병에 “결정적인 도움”을 제공하였다고 판단하였음을 강조한다.<sup>175</sup>
186. 이어서 최원영 수석비서관은 보건복지비서관 김진수에게 “상황을 파악해 보라”고 지시하였다.<sup>176</sup> 김진수에 대한 특별검사 조사결과에서는 최원영 수석비서관이 “대통령의 지시에 따라 ... 국민연금은 신중한 자세로 의결권 문제를 처리해야 하며 ... 의결권을 현명하게 행사하고 합병을 진행할 수 있도록 해야 한다”고 지시했음을 밝혀졌다.<sup>177</sup> 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하라는 대통령의 지시에 따라, 문형표 장관은 보건복지부 연금정책국장 조남권(이하 “**보건복지부 조남권 국장**”)에게 “삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다”고 구체적으로 지시하였다.<sup>178</sup>

---

<sup>173</sup> 이재용 공소장, 2020년 9월 1일[C-188], 36 페이지를 인용하는 답변서, 제 39 항.

<sup>174</sup> 답변서, 제 39 항.

<sup>175</sup> 서울고등법원 2018노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-15], 86 페이지, 103 페이지를 인용하는 답변서, 제 40 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 40:8-16 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>176</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 37 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 80 항.

<sup>177</sup> 김진수 제 2차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 6 페이지를 인용하는 답변서, 제 34 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 40:17-41:7 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>178</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 14 페이지를 인용하는 답변서, 제 35 항.

(2) 한국 정부는 전문위원회가 본건 합병에 표결하지 못하도록 하였다.

187. 청구인들은 한국 정부가 본건 합병 표결이 전문위원회가 아닌 투자위원회에 회부되도록 하기 위해 국민연금의 적절한 내부 의사결정 과정을 훼손하였다고 주장한다.<sup>179</sup>
188. 청구인들에 따르면, 2015년 6월 26일 청와대 보건복지비서관실 김기남 행정관은 백진주 사무관에게 “투자위원회가 합병을 결정하는지 확인”을 요청하였다.<sup>180</sup> 그러자 2015년 6월 30일 보건복지부 조남권 국장은 홍완선 본부장에게 “이 사건 합병에 대하여 투자위원회가 결정하라”고 지시하였다.<sup>181</sup> 국민연금 관계자들은 “이 사건 합병의 경우 SK 합병 사안보다 합병비율 공정성에 대한 논란이 많은 점”에 비추어, 보건복지부 관계자들에게 전문위원회에서 본건 합병을 검토하도록 설득하려고 하였으나,<sup>182</sup> 보건복지부는 “국민연금기금의 개별적인 투자 의사결정 과정에 개입하여 독립성을 침해하는 것”임을 “잘 알고 있었음”에도 불구하고,<sup>183</sup> 본건 합병 표결 일주일 전인 2015년 7월 8일에 “[문형표 장관]의 지시다. 투자위원회는 본건 합병에 찬성 표결해야 한다”고 강요하였다.<sup>184</sup>
189. 마찬가지로, 홍완선 본부장이 국민연금의 표결 절차를 침해하기 보다는 본건 합병을 승인하도록 전문위원회를 설득할 수 있다고 제안할 당시, 청구인들은 보건복지부 조남권 국장이 본건 합병에 찬성 표결할 수 있도록 표결 결정이 투자위원회에서 처리되게 하는 것이 문형표 장관의 “지시”라고 확실하게 말하였음을 강조한다.<sup>185</sup>

---

<sup>179</sup> 답변서, 제 41 항.

<sup>180</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 38-39 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 81 항.

<sup>181</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 14 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 84 항.

<sup>182</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 15 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 85 항; 답변서, 제 53 항.

<sup>183</sup> 조남권 증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원, 2017고합34, 2017년 3월 22일[C-169], 31-32 페이지를 인용하는 답변서, 제 42 항. 홍완선 특별검사 피의자신문조서, 2016년 12월 26일[C-156], 35 페이지를 언급하는 답변서, 제 53 항 참조.

<sup>184</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 31 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 89 항. 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 56-57 항 참조.

<sup>185</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 32 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 88 항; 조남권 증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원

190. 청구인들은 서울고등법원이 인정한 바와 같이 “투자위원회에서 이 사건 합병 안건이 찬성 또는 반대하기 곤란한 안건이라고 판단할 만한 객관적, 합리적 사정이 존재”하였음을 이유로 투자위원회가 본건 합병에 대한 표결을 전문위원회에 부의하였어야 한다고 주장한다.<sup>186</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 책임투자팀장과 의결권행사 전문위원회 위원장이 모두 본건 합병에 대한 표결이 “[의결권행사 전문위원회]에서 논의되어야 하는” “곤란한 안건”에 해당함에 동의하였다고 주장한다.<sup>187</sup> 특히, 청구인들은 본건 합병 표결이 전문위원회에 부의되어야 한다는 위원장의 명시적 요청이 기금운용지침에 따라 본건 합병을 전문위원회로 부의할 추가적인 이유를 제공하였다고 주장한다.<sup>188</sup>
191. 또한 청구인들은 본건 합병이 “필수적으로” 전문위원회에서 결정되었어야 한다는 조영길의 증언을 강조한다.<sup>189</sup>
192. 청구인들은 국민연금의 관계자들과 전문위원회 위원들이 인정한 바와 같이 두 합병이 “본질적으로 동일”하다는 점에서, 본건 합병에 관한 국민연금의 내부 의사결정 과정에서 SK 합병의 선례가 준수되었어야 한다고 주장한다.<sup>190</sup> 구체적으로, 청구인들은 두 합병 모두 (i) 국민연금이 인수자 회사 지분보다 피인수자 회사 지분을 더 많이 보유하고 있었던 점; (ii) 피인수자 회사는 순자산가치보다 현저하게 낮은 가격으로 거래되는 반면, 인수자 회사는 상당히 높게 할증된 가격에 거래되는 점; 그리고 (iii) 합병이 “피인수자 주주로부터

---

2017 고합 34, 2017년 3월 22일[C-169], 31 페이지를 언급하는 답변서, 제 53 항; 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일[CLA-15], 83-84 페이지; 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 17-18 페이지.

<sup>186</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 32 페이지를 인용하는 답변서, 제 44 항.

<sup>187</sup> 국민연금 책임투자팀장과 보건복지부 사무관의 전화통화 녹취서, 2017년 4월 18일[C-172], 12 페이지를 인용하는 답변서, 제 44 항; [redacted] 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일, [C-152], 15 페이지.

<sup>188</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 55 항.

<sup>189</sup> 본안 심리 속기록, 3 일차, 2022년 3월 23일, 515:10-516:6 페이지[조영길의 반대신문]를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 51-52 항.

<sup>190</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 13 페이지, 56 페이지; [redacted] 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일[C-152], 15 페이지; SK㈜와 SK C&C의 합병 전문위원회 부의 검토, 2015년 6월 10일[C-127], 2 페이지를 인용하는 답변서, 제 45-46 항.

불공정하게 가치를 이전시켜 양사 공통의 지배 주주에게 이익을 제공하기 위한 것”으로 “널리 인식된 상태”였던 점을 주목한다.<sup>191</sup>

193. 투자위원회는 전문위원회에 부의되어야 할 사안을 투자위원회에서 결정하겠다고 주장할 수 있는 제한 없는 재량이 있었다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 전문위원회가 “상급기관”임을 설명하는 전문위원회 위원장의 진술을 인용한다.<sup>192</sup> 따라서, 본건 합병의 전문위원회 회부가 재량의 영역으로 간주되었다고 하더라도, 청구인들은 이를 하지 않는 것은 “재량의 남용”이라는 위원장의 견해에 동의한다.<sup>193</sup>

194. 결과적으로, 청구인들은 해당 안건을 전문위원회에 부의하는 결정이 재량 사항이 아니며, 실제로 한국법상 “내부적 구속력”이 있는 기금운용지침 제 5 조 제 5 항에 따라 강제되었다고 주장한다.<sup>194</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 국민연금의 조직 및 활동을 규율하는 2 개의 국민연금 지침을 구별하면서, 의결권행사지침이 독립적인 법적 근거 없이 기금운용지침의 범위 내에서 발행되었다고 지적한다.<sup>195</sup> 따라서, 청구인들은 전문위원회의 표결을 허용하지만 요구하지는 않는 의결권행사지침이 “곤란한” 표결을 전문위원회에 의무적으로 부의할 것을 요구하는 기금운용지침에 종속된다고 본다.<sup>196</sup>

(3) 국민연금은 본건 합병의 적정 합병비율과 시너지 효과를 조작하였다

195. 국민연금의 의사결정 절차를 침해하는 것과 별도로, 청구인들은 보건복지부 조남권 국장, 홍완선 본부장, 보건복지부 고위관계자 최홍석 및 기타 국민연금 관계자들이 국민연금 리서치팀에게 투자위원회 내의 의사결정 절차를 방해하여 본건 합병안의 평가에 유리한 적정 합병비율을 도출할 것을 명령하였다고 주장한다.<sup>197</sup> 국민연금 내부 감사 보고서에

<sup>191</sup> 답변서, 제 45 항, 제 47 항.

<sup>192</sup> [REDACTED] 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일, [C-152], 14 페이지를 인용하는 답변서, 제 50 항.

<sup>193</sup> [REDACTED] 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일, [C-152], 16 페이지를 인용하는 답변서, 제 50 항.

<sup>194</sup> 권척처분취소, 대법원 2001 두 3532 판결, 2002년 7월 26일 [CLA-136], 4 페이지를 인용하는 답변서, 제 43 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 60 항.

<sup>195</sup> 국민연금법 [CLA-25], 제 105 조를 인용하는 답변서, 제 49 항; 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일 [R-144], 제 17 조 제 4 항; 국민연금의결권행사지침, 2014년 2월 28일 [R-55], 제 2 조.

<sup>196</sup> 국민연금의결권행사지침, 2014년 2월 28일 [R-55], 제 8 조 제 1 항, 제 2 항; 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일 [R-144], 제 17 조 제 5 항을 언급하는 답변서, 제 49 항.

<sup>197</sup> 수정청구서면, 제 91-93 항; 답변서, 제 55 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 61 항.

나타난 바와 같이, 청구인들은 리서치팀이 홍완선 본부장의 지시에 따라 1:0.35의 합병비율안을 더 합리적으로 보이게 하기 위해 1개월 동안 3회에 걸쳐 의도적으로 적정 비율을 조작하였다고 주장한다.<sup>198</sup>

196. 구체적으로, 청구인들은 리서치팀이 (i) 삼성물산의 가치에 유사 업종의 회사들에게 일반적으로 적용되는 표준 할인율보다 17% 높은 할인율을 자의적으로 적용하고, (ii) 제일모직의 가장 중요한 자회사인 삼성 바이오로직스의 가치를 증가시켜서 제일모직의 가치를 부풀림으로써, 본건 합병비율을 조작하였다고 주장하면서, 국민연금의 2 번째 적정 비율을 문제 삼는다.<sup>199</sup>
197. 3 번째 적정 비율과 관련하여, 청구인들은 국민연금의 계산이 “부패하고, 거짓되며, 이미 결과를 정하여 둔 절차를 거쳐” 산출되었으므로, 국민연금의 분석이 당시의 다른 가치평가와 일치한다는 사실은 본건과 무관하다고 본다.<sup>200</sup> 결과적으로, 청구인들은 당시 분석은 “삼성이 조작한 데이터를 바탕으로 산출된 것이므로 근본적인 오류가 있음”을 주장한다.<sup>201</sup>
198. 그러나 청구인들에 따르면, 본건 합병은 국민연금의 최종 적정 비율로 계산하더라도 국민연금에 1,388 억 원에 가까운 직접적인 재정적 손실을 야기할 것으로 예상되었다.<sup>202</sup> 홍완선 본부장은 2015년 7월 7일자 회의에서 삼성물산 주주들에게 덜 불리하도록 본건 합병비율을 조정할 것을 이재용에게 제안함으로써 이 문제를 해결하려고 하였으나, 이재용은 이에 응하지 않았다.<sup>203</sup> 따라서, 청구인들은 홍완선 본부장이 본건 합병으로 인한 국민연금의 예상 손실을 기존 비율로 상쇄하기 위해 (리서치팀) ██████████에게 본건 합병의 시너지 효과를 조작하도록 직접 지시하였고, 서울고등법원은 이를 “적극적인 ... 임무위배

---

<sup>198</sup> 제일모직-삼성물산 합병 관련 특정감사 결과, 2018년 7월 3일[C-26], 1-2 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 91 항; 답변서, 제 57 항.

<sup>199</sup> 수정청구서면, 제 91-92 항.

<sup>200</sup> 답변서, 제 56 항.

<sup>201</sup> 답변서, 제 56 항.

<sup>202</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 82 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 93 항; 답변서, 제 60 항.

<sup>203</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고평 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 13 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 93 항.



행위”로 표현하였다고 주장한다.<sup>204</sup> 문형표 장관 역시 개입하였고, “직권남용”을 하되 [REDACTED]로 하여금 본건 합병에 대해 조작된 합병시너지 수치로 설명하도록 하였다.<sup>205</sup>

199. 이러한 지시에 따라, 리서치팀이 하루 만에 생산한 조작된 시너지 효과는 국민연금의 내부 감사 보고서에서 명시적으로 인정된 바와 같이, 제일모직의 보유 지분 중 하나의 “지분 가치를 확 키우고” 계산에 적용되는 수치를 “임의로 선택”한 시도의 결과이다.<sup>206</sup> 청구인들에 따르면, 경제적 지원을 결여한 이러한 “역설계된” 재무 분석이 투자위원회 위원들의 검토를 위해 제공되었으며, 위원들은 투표에 앞서 이에 대하여 충분히 논의하였다.<sup>207</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 인위적으로 만들어진 시너지 효과가 없었다면 본건 합병에 찬성하지 않았을 것이라고 투자위원회 위원 중 5인이 추후에 확인하였다고 주장한다.<sup>208</sup>

(4) 홍완선 본부장은 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 압박하였다

200. 청구인들은 홍완선 본부장이 투자위원회에 합병을 승인하는 방향으로 투표할 것이라 믿을 수 있는 인원들로 3 명의 임시직 위원을 추가함으로써 본건 합병이 승인되도록 추가적인 조치를 취하였다고 주장한다.<sup>209</sup> 이러한 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은

---

<sup>204</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 68 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 94-95 항; 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 68 페이지를 인용하는 답변서, 제 60 항.

<sup>205</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 36 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 94 항; 답변서, 제 60 항.

<sup>206</sup> 제일모직-삼성물산 합병 관련 특정감사 결과, 2018년 7월 3일[C-26], 2 페이지를 인용하고 [REDACTED] 특별감사 진술조서, 2017년 1월 2일[C-163], 9 페이지를 언급하는 답변서, 제 61 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 65-66 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 49:20-60:2 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>207</sup> 투자위원회 회의 의사록 무편집본, 2015년 7월 10일[C-145], 8-9 페이지를 언급하는 답변서, 제 62 항.

<sup>208</sup> [REDACTED] 제 2 차 특별감사 진술조서, 2016년 12월 27일[C-158], 14 페이지; [REDACTED] 증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원 2017 고합 34/2017 고합 183 항, 2017년 4월 10일[C-171], 8 페이지, 12 페이지; [REDACTED] 제 2 차 특별감사 진술조서, 2016년 12월 28일[C-161], 7 페이지; [REDACTED] 특별감사 진술조서, 2016년 12월 28일[C-159], 17 페이지; [REDACTED] 특별감사 진술조서, 2016년 12월 28일[C-160], 10-11 페이지를 언급하는 답변서, 제 63 항.

<sup>209</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 페이지 83-84 항을 언급하는 수정청구서면, 제 96 항; 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 9 페이지 각주 13, 49-50 항; [REDACTED]

홍완선 본부장이 자신의 기존 관행과 달리 운용전략실에게 해당 위원의 지명을 구하지 않고 3 명의 임시직 위원을 직접 지명하였다고 주장한다.<sup>210</sup>

201. 또한, 청구인들은 홍완선 본부장이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하기 위해 최소 5 인의 투자위원회 위원들과 만났다고 주장한다.<sup>211</sup> 청구인들은 홍완선 본부장이 위원회 위원들에게 압력을 가한 것을 단순히 개인적인 의견을 표명한 것으로 간주하는 피청구국의 주장을 거부한다.<sup>212</sup> 이는 위원들 중 한 명이 증언한 바와 같이, 이러한 유형의 접촉이 투자위원회의 표결이라는 맥락에서 “전혀 전례가 없는” 것이었기 때문이다.<sup>213</sup> 실제로, 한국 법원은 홍완선 본부장의 위원회 위원들과의 비공개 회의가 “위원회 위원들의 자유롭고 독립적인 판단을 방해하는 의무 위반”임을 인정하였다.<sup>214</sup>
202. 그 결과, 투자위원회는, 찬성 8 인, 중립 1 인, 기권 3 인으로 본건 합병을 승인하였다.<sup>215</sup> 홍완선 본부장이 선임한 임시직 위원들 중 2 명이 본건 합병에 찬성하였다.<sup>216</sup> 따라서, 청구인들은 서울고등법원이 인정한 바와 같이, “비합리적으로 산출된 적정 합병비율, 급조된 합병시너지 분석 결과와 홍완선 본부장의 투자위원들에 대한 압력 행사 등으로” 본건 합병에 대한 찬성 결정을 하도록 유도하였다고 결론내린다.<sup>217</sup>

---

증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원 2017 고평합 34/2017 고평합 183, 2017년 4월 19일[C-173], 23-24 페이지를 언급하는 답변서, 제 64-65 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 62 항.

<sup>210</sup> 수정청구서면, 제 96 항; 답변서, 제 65 항.

<sup>211</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 84-85 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 97 항; 서울중앙지방법원, 2017 고평합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 16-17 페이지, 55-56 페이지; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 63 항.

<sup>212</sup> 답변서, 제 67 항.

<sup>213</sup> [REDACTED] 특별검사 진술조서, 2016년 12월 26일[C-157], 7 페이지를 인용하는 답변서, 제 66 항.

<sup>214</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 38-39 페이지를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 64 항.

<sup>215</sup> 수정청구서면, 제 98 항.

<sup>216</sup> 답변서, 제 68 항.

<sup>217</sup> 서울고등법원 제 4 형사부, 2018 노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-15], 86 페이지를 인용하는 답변서, 제 68 항.

203. 상기와 같은 이유로 청구인들은 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결할 적법한 경제적 이유가 있었다는 피청구국의 주장에 반대한다.<sup>218</sup> 본건 합병비율이 한국법에 따라 산정되었다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 본건 합병의 경우와 같이 두 계열사들의 공통 지배 주주가 합병발표 시점을 편파적으로 선택하여 합병비율의 법정 산정을 자신에게 유리하고 다른 주주들에게 불리한 합병비율로 조작할 수 있다고 지적한다.<sup>219</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 본건 합병 시점이 삼성물산 주주들에게 특별히 손해를 입히게 되었다는 분석과, 본건 합병비율보다 높은 적정 합병비율을 산정한 국민연금의 분석을 인용한다.<sup>220</sup>
204. 자신들의 주장을 뒷받침하기 위하여, 청구인들은 KCGS 가 자체적으로 산정한 합병비율(즉, 1:0.42)과 법정 합병비율(즉, 1:0.35) 사이에 22.64%의 차이가 있었고, 본건 합병이 승인될 경우 국민연금은 “22.64% 차이에 상응하는 손실을 입을 것”이라는 KCGS 의 결론을 언급한다.<sup>221</sup>
205. 청구인들은 피청구국이 인용한 증권 애널리스트들의 긍정적인 견해가 실제로는 2016년 한국 국회에서의 증언과 이재용의 최근 공소장에 의해 밝혀진 바와 같이 “삼성 총수일가 일원들과 그 조력자들이 일치단결하여 행사한 압력의 산물”이었다고 주장한다.<sup>222</sup> 또한, 청구인들은 본건 합병의 제안 조건에 따른 “[애널리스트들이 예상한 바와 같은] 기업지배구조 개선 약속은 허상이었다”는 견해를 취한다.<sup>223</sup> 실제로 청구인들은 삼성물산과 삼성전자의 주가가 본건 합병이 승인된 이후 주주들이 “보유 주식을 앞다투어

---

<sup>218</sup> 답변서, 제 82 항, 제 85 항.

<sup>219</sup> 송창현, 김병태, 정준혁, 홍상범, “Analysis of Freeze-outs in Korea: Quest for Legal Framework Synchronizing Transactional Efficiency and Protection of Minority Shareholders”, 8 Journal of Korean Law 277(2009년 6월 2일)[CLA-203]을 인용하는 답변서, 제 86 항.

<sup>220</sup> 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 주요 내용, 2015년 7월 8일[C-144], 6 페이지를 언급하는 답변서, 제 87 항. 위 제 172 항 참조.

<sup>221</sup> █████ 증인신문 녹취서, 2017 고합 194(서울중앙지방법원, 2017년 5월 24일)[C-175], 26-27 페이지를 인용하는 답변서, 제 89 항. 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 86 항 참조.

<sup>222</sup> 박근혜 정부의 국정농단 의혹 사건 진상규명을 위한 국정조사 전문위원회 회의록, 제 346 회 정기회 제 5 호, 2016년 12월 6일[C-153]; 이재용 공소장, 2020년 9월 1일[C-199], 25-26 페이지를 언급하는 답변서, 제 91 항.

<sup>223</sup> 답변서, 제 90 항; Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 13 항.

매도”함에 따라 지속적으로 하락하였으므로 실제 시장의 반응은 “합병에 대한 한국의 반론과 근본적으로 불일치”하였다고 지적한다.<sup>224</sup>

206. 민사소송에서 한국 법원이 거래의 무효 또는 취소를 기각하였다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 관련 사건이 회사법의 쟁점에 관한 것으로서 협소한 쟁점만을 다루었으며 상이한 입증 기준을 적용하였다고 주장한다.<sup>225</sup> 또한, 청구인들은 사건들이 “한국의 위법행위의 전체 규모가 알려지지 않은 상태에서 진행되었고”, 따라서 사건의 청구인 중 누구도 본 중재처럼 국민연금이 어떠한 방식으로 표결했는지 또는 왜 표결했는지에 대해 다루지 않았음을 강조한다.<sup>226</sup>

(5) 보건복지부와 홍완선 본부장은 전문위원회가 본건 합병을 논의하지 못하도록 저지하였다

207. 전문위원회가 의사결정 과정에 자유롭게 개입할 수 있었다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 본건 임시주총 전에 개최된 회의 전후에 홍완선 본부장과 보건복지부가 전문위원회를 제압하고 억제하기 위하여 여러 조치를 취하였다고 답변한다.<sup>227</sup> 청구인들에 따르면, 홍완선 본부장은 본건 합병 표결을 전문위원회에 부의할 것을 촉구하는 전문위원회 위원장을 “무시”하였을 뿐만 아니라, 전문위원회에게 논의에 필요한 자료를 제공하는 것을 거부하였다.<sup>228</sup>
208. 전문위원회 위원장이 여전히 본건 합병을 심의하기 위한 전문위원회 회의를 소집하자, 청구인들은 보건복지부 고위 공무원인 최홍석의 개입 및 방해로 인하여 전문위원회가 본건 합병에 대한 결정을 논의할 수 없었고, 오히려 본건 합병 표결을 전문위원회에 부의하지 않는 것을 둘러싼 절차상 부적절성으로 논의가 제한될 수밖에 없었다고

---

<sup>224</sup> 답변서, 제 92 항.

<sup>225</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015 년 7 월 1 일[R-177], 11-14 페이지; 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일[R-242], 11-12 페이지를 언급하는 답변서, 제 93 항.

<sup>226</sup> 답변서, 제 93 항.

<sup>227</sup> 수정청구서면, 제 100 항; 답변서, 제 69 항.

<sup>228</sup> 답변서, 제 70 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21 일, 50:12-22 페이지[청구인들의 모두진술].

주장한다.<sup>229</sup> 청구인들에 따르면, 방해가 매우 “극심”하여 전문위원회 조영길 위원이 최홍석의 회의 퇴장을 요청해야 했다.<sup>230</sup>

209. 청구인들은 “의결권행사 전문위원회 회의 결과를 정리한 보도참고자료 문구에 투자위원회 개최의 문제점에 대한 내용을 포함시키지 않도록” 하기 위해 보건복지부가 최홍석을 통해 개입하였기 때문에 본건 합병이 가결되기 전까지는 의결권행사 전문위원회 회의에서의 논의가 대중에 공개되지 않았다는 점을 덧붙인다.<sup>231</sup>

(6) 국민연금은 본건 합병 이후 자신의 잘못을 은폐하고자 하였다

210. 본건 합병 이후, 청구인들은 조작된 계획에 관여한 사람들이 자신들의 부정행위에 대한 증거를 은폐하고자 하였다고 주장한다.<sup>232</sup> 예를 들어, 청구인들은 2015년 7월 14일 ██████가 자신의 팀에게 “합병비율로 발생한 손실에도 불구하고 합병 승인에 관한 ... [감사]를 예상하고 방어 수단으로서” 조작된 시너지 효과의 분석을 뒷받침하는 새로운 보고서를 작성할 것을 요청하였음을 주목한다.<sup>233</sup> 또한 ██████는 “실무자들에게 두 차례에 걸쳐 (투자위원회 [회의] 끝나고 난 다음주, 검찰 압수 수색 직전) 중간 보고서 등 자료 삭제를 지시”하였다.<sup>234</sup> 또한 청구인들은 홍완선 본부장이 리서치팀 자료의 불충분성이나 본건 합병으로 인한 추정 재무 손실에 관한 언급 등, 여러 불리한 발언에 대한 언급을 제거함으로써 투자위원회의 공식 회의록을 변조하였다고 주장한다.<sup>235</sup>

---

<sup>229</sup> ██████ 검찰 진술조서, 2016년 11월 23일[C-152], 14 페이지, 15 페이지를 언급하는 답변서, 제 70 항.

<sup>230</sup> 답변서, 제 70 항.

<sup>231</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 10 페이지를 인용하는 답변서, 제 71 항. 최홍석 제 2차 특별검사 진술조서, 2017년 1월 7일[C-165], 23 페이지 참조.

<sup>232</sup> 답변서, 제 79 항.

<sup>233</sup> ██████ 증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원 2017 고합 34/2017 고합 183 항, 2017년 5월 8일[C-174], 27 페이지를 인용하는 답변서, 제 80(a)항.

<sup>234</sup> 국민연금, 제일모직-삼성물산 합병 관련 특정감사 결과, 2018년 7월 3일[C-26], 3 페이지를 인용하는 답변서, 제 80(b)항.

<sup>235</sup> ██████ 제 1차 특별검사 진술조서, 2017년 1월 3일[C-164], 17-18 페이지를 언급하는 답변서, 제 80(c)항.

211. 또한, 청구인들은 문형표 장관이 국민연금 이사장으로 임명되고 █████가 주식운용실장으로 승진함에 따라 “부정부패 계획을 충실히 실행에 옮긴” 주요 인물들이 한국 정부의 “보상”을 받았다고 주장한다.<sup>236</sup>

**b) 피청구국의 입장**

212. 문형표 장관과 홍완선 본부장에 대한 병합 사건이 2017 년 대법원에서 진행 중임을 언급하면서, 피청구국은 한국 법률에 따라 대법원이 사실 인정에 관한 내용을 포함하여 고등법원의 판결을 파기할 수 있다고 주장한다.<sup>237</sup> 따라서, 피청구국의 견해에 따르면, 청구인들의 주장은 사실 및 법률에 대한 항소의 대상이 되는 한국 법원의 판결을 인용한다.<sup>238</sup>

213. 또한, 피청구국은 공소장에 포함된 소추 혐의가 한국 법원에서 여러 차례에 걸쳐 기각되었으므로 확정된 사실관계로 간주될 수 없다고 주장한다.<sup>239</sup> 특히, 피청구국은 청구인들이 이재용의 최근 공소장 내용과 관련하여 이재용이 제일모직에게 유리한 합병비율을 성사시키기 위해 주가조작을 한 내용이 포함되어 있다고 잘못 묘사한 것으로 본다.<sup>240</sup> 반면, 피청구국은 “주식매수청구권 행사를 최소화하기 위해...” 삼성 그룹이 본건 합병 발표 이후에만 삼성물산과 제일모직의 주가를 부양할 계획을 수립하였다는 주장이 공소장에 포함되어 있음을 명확히 한다.<sup>241</sup>

214. 마찬가지로, 피청구국은 증인들이 법정 증언 과정에서 검사에게 제공한 이전의 진술을 해명하거나 정정할 것을 종종 요청하기 때문에 검사가 작성한 피의자신문조서의 증거

---

<sup>236</sup> 답변서, 제 81 항.

<sup>237</sup> 대법원 2017 도 19635(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2021 년 8 월 2 일 접속[R-514]을 언급하는 재판박서면, 제 36-37 항.

<sup>238</sup> 재판박서면, 제 36 항.

<sup>239</sup> 재판박서면, 제 31 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 144:2-5 페이지[피청구국의 모두진술]. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 144:6-14 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>240</sup> 재판박서면, 제 41 항.

<sup>241</sup> 이재용 공소장 2020 년 9 월 1 일[C-188], 44-45 페이지, 74-79 페이지, 96-98 페이지, 100 페이지, 102-104 페이지, 106 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 44-45 항.

가치에 관하여서는 신중하게 접근되어야 한다는 견해를 취한다.<sup>242</sup> 예를 들어, 피청구국은 ████████의 법정 증언과 진술조서 사이의 불일치를 지적한다: 전문위원회가 본건 합병에 대하여 반대 표결 가능성이 더 높기 때문에 보건복지부가 본건 합병에 대한 표결을 투자위원회에 요청하였다는 자신의 이전 진술과 달리, 법정에서는 국민연금이 본건 합병을 승인하기를 보건복지부가 원하였는지 명백하지 않다고 증언하였다.<sup>243</sup>

(1) 청와대와 보건복지부가 국민연금에 본건 합병을 승인하라고 지시하였는지에 대한 여부와 경위에 대한 증거가 없다.

215. 피청구국에 따르면, 청구인들이 주장하는 바와 달리 그 어떠한 사실도 박근혜 대통령, 청와대 참모진 및 보건복지부가 국민연금에게 본건 합병이 승인되도록 지시하였다는 결론을 뒷받침하지 않는다.<sup>244</sup>
216. 먼저, 서울고등법원과 대법원에서 확정된 서울지방법원의 판결을 상기하면서, 피청구국은 2015년 7월 25일, 즉 본건 합병이 승인된 이후에서야 박근혜 대통령과 이재용 사이의 대가관계가 발생하였다고 주장한다.<sup>245</sup> 피청구국에 따르면 이러한 법원 판결들은 박근혜 대통령이 뇌물에 대한 대가로 이재용을 지원하기 위해 본건 합병에 대한 국민연금의 결정에 개입하였다는 청구인들의 주장과 “기본적으로 배치된다”.<sup>246</sup>
217. 청구인들이 “본건 합병에 대한 대통령의 협조를 유도하기 위해” 승마협회를 후원하고 자신의 지인 중 한 명에게 재정적 지원을 하겠다는 의향을 대통령에게 알렸다”는 이재용의 최근 공소장을 인용한 것에 대하여, 피청구국은 한국 법원이 판시한 바와 같이 2015년 7월 25일자 면담에서 박근혜 대통령이 승마 단체 지원하지 않은 것에 대해

---

<sup>242</sup> 재판박서면, 제 41 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 145:12-19 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>243</sup> 재판박서면, 제 41 항. ████████ 제 1 차 특별검사 진술조서, 2016년 12월 22일[R-466], 1 페이지와 ████████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 26일[R-489], 3 페이지 비교.

<sup>244</sup> 반박서면, 제 132 항.

<sup>245</sup> 서울고등법원 2018노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 112 페이지를 언급하는 반박서면, 제 125-130 항; 한국 대법원 2018 도 14303, 2019년 8월 29일[R-276], 1-2 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 48 항.

<sup>246</sup> 재판박서면, 제 50 항.

이재용을 질책하였으므로, 이러한 의향이 명백히 박근혜 대통령에게 전달되지 않았다고 지적한다.<sup>247</sup>

218. 또한, 피청구국은 박근혜 대통령이 최원영에게 “[국민연금] 의결권 행사를 잘 챙겨보라”고 지시하였고, 2015년 6월 회의 참석자들에게 “본건 합병에 관한 국민연금 의결권 문제를 잘 챙겨보라”는 지시가 본건 합병에 찬성 표결하도록 하라고 “지시”를 하는 것과 동등한 것임을 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>248</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 청구인들이 원용하는 박근혜 대통령의 하급자들의 지시를 “합병이 성사되도록” 하기 위한 지시로 이해하는 것은 2015년 6월 회의에 실제로 참석하지 않은 김진수 청와대 행정관의 진술에 근거하는 점을 지적한다.<sup>249</sup> 피청구국은 최원영 수석비서관이 “신중한 자세로 국민연금 의결권 문제를 처리해야 한다”는 말을 한 것을 국민연금이 “[본건 합병]을 진행할 수 있도록 해야 한다”는 의미로 김진수 비서관이 해석한 것이 최원영 수석비서관이 실제로 의도한 내용을 반영하지는 않는다고 덧붙인다.<sup>250</sup>
219. 피청구국에 따르면, 최원영 수석비서관을 포함한 청와대와 보건복지부가 노홍인(보건복지비서관실 선임행정관)과 김진수에게 “최근 언론에서 자주 보도가 되고 있는 ... 합병 건에 대해 한번 알아보라”고 지시하였고, 노홍인은 다시 김기남(보건복지비서관)에게 이러한 지시를 전달하였으며, 김기남의 지시에 따라 보건복지부 백진주 사무관은 투자위원회의 표결 기준과 위원회의 예정 결정 기한에 관한 보고서를 제공하였다는 연락 내용은 사안이 한국 경제에 미치는 중요성과 엘리트의 본건 합병에 대한 공개적 반대에 비추어 볼 때, 박근혜 대통령이 비서관에게 “[본건 합병] 안전을 챙겨보라”는 지시와 일치하였다.<sup>251</sup>

---

<sup>247</sup> 이재용 공소장, 2020년 9월 1일[C-188], 87 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 47 항.

<sup>248</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243] 38 페이지를 인용하는 반박서면, 제 131-132 항; 김진수 제 2차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 5-7 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 51-52 항.

<sup>249</sup> 김진수 제 2차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 6-7 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 51 항.

<sup>250</sup> 김진수 제 2차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 6-7 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 52 항.

<sup>251</sup> 반박서면, 제 134 항; 노홍인 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 3월 20일[R-476], 2 페이지; 김기남 증인신문 녹취서(이재용 서울중앙지방법원), 2017년 6월 14일[R-496], 2 페이지; 보건복지부 국민연금재정과, “제일모직, 삼성물산 합병 관련



220. 또한, 피청구국은 2015년 6월 말 본건 합병에 관한 박근혜 대통령의 지시가 문형표 장관과 보건복지부에 어떻게 전달되었을 것인지에 관한 청구인들의 설명이 부족하다는 점을 문제 삼는다.<sup>252</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 박근혜 대통령이 “[문형표] 장관에게 직접 부탁했을 것”이라거나 안중범 또는 최원영 수석비서관이 문형표 장관에게 자신의 메시지를 전달하도록 했다는 김진수의 추측을 뒷받침할 만한 보강 증거가 없다고 주장한다.<sup>253</sup>
221. 둘째로, 피청구국이 보기에는 문형표 장관이 보건복지부 조남권 국장에게 “삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다”라는 취지로 말한 것은 국민연금의 의사결정 절차, 즉 본건 합병에 대한 투자위원회의 찬성 표결을 확보하라는 지시가 아니다.<sup>254</sup> 문형표 장관의 발언이 투자위원회의 표결을 확보하도록 지시한 것이라고 가정하더라도, 피청구국은 그 문면상 “투자위원회에서 본건 합병에 대한 결정을 내리라”는 요청이 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결을 해야 한다는 것을 의미하거나, 전문위원회가 우회되어야 한다는 것을 의미하는 것은 아니므로, 그러한 지시가 보건복지부 조남권 국장이 홍완선 본부장에게 한 요청과 “달랐을 것”이라고 주장한다.<sup>255</sup>

(2) 투자위원회는 국민연금 지침에 따라 본건 합병을 심의하였다

222. 보건복지부가 국민연금에 전문위원회를 우회하도록 압박하였다는 청구인들의 주장에 반박하면서, 피청구국은 투자위원회의 본건 합병 표결 심의가 국민연금 지침에 따른 것이라고 주장한다.<sup>256</sup> 반대로, 피청구국은 국민연금 지침에서 “곤란한” 결정을 투자위원회의 사전 검토 없이 전문위원회에 부의할 것을 요구하지 않는다고 주장한다.<sup>257</sup>

---

동향보고”, 2015년 6월 8일[R-409], 3 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 53 항. 재판박서면, 주석 107 참조.

<sup>252</sup> 재판박서면, 제 54 항.

<sup>253</sup> 김진수 제 2 차 특별검사 피의자신문조서, 2017년 1월 9일[C-166], 6-7 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 56-57 항.

<sup>254</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 제 14 항을 인용하는 재판박서면, 제 60 항.

<sup>255</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 제 14 항을 인용하는 재판박서면, 제 61 항.

<sup>256</sup> 반박서면, 제 135-136 항.

<sup>257</sup> 재판박서면, 제 65 항.

223. 첫째로, 피청구국은 기금운용지침과 의결권행사지침 모두 국민연금이 기금이 3% 이상의 지분을 보유한 회사에 대해서는 원칙적으로 투자위원회를 통해 기금의 주주 의결권을 행사하도록 요구하고 있으며; 투자위원회가 “찬성 또는 반대를 판단하기 ... 곤란”하다고 간주하는 예외적인 경우에는 해당 안전을 전문위원회에 부의한다고 강조한다.<sup>258</sup> 피청구국은 “일부 사안은 투자위원회의 사전 심의 없이 전문위원회에 부의될 수 있다”고 기재되어 있지 않다고 주장한다.<sup>259</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 전문위원회가 국민연금 소속이 아니며 보건복지부의 감독 하에 운영되는 외부 기구라는 점을 강조한다.<sup>260</sup>
224. 청구인들이 주장하는 바와 달리, 피청구국은 (i) 재벌기업 간 합병과 관련하여 합병비율의 적정성에 대한 논란을 수반하는 사항과 (ii) 사회적으로 논란이 되는 사항 등, 국민연금 지침의 목적상 “곤란한” 사안인지 여부는 투자위원회가 스스로 결정하여야 한다고 주장한다.<sup>261</sup> 따라서, 국민연금 지침이 특정 범주의 사안을 전문위원회에 유보하고자 하였다면, 피청구국은 국민연금 지침에 명시적으로 기재되었을 것이라는 입장이다.<sup>262</sup>
225. 피청구국은 국민연금 지침의 해석이 위원회와 보건복지부 공무원들의 다양한 진술에 의해 뒷받침되는<sup>263</sup> 국민연금의 “오래된 관행”과 일치하며,<sup>264</sup> 서울중앙지방법원에서 확인되었음을 강조한다.<sup>265</sup>

---

<sup>258</sup> 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일 (C-6 수정 번역본)[R-144], 제 17조 제 5항을 인용하는 반박서면, 제 137항; 재반박서면, 제 73항. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 159:24-160:9 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>259</sup> 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 159:21-23 페이지, 162:24-163:6 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>260</sup> 재반박서면, 제 74항.

<sup>261</sup> 재반박서면, 제 77-80항.

<sup>262</sup> 재반박서면, 제 81항. 재반박서면, 제 85항, 제 87항 참조.

<sup>263</sup> [redacted] 검찰 진술조서 2016년 11월 23일[R-463], 2-3 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 19일[R-488], 3 페이지; 조영길 검찰 진술조서, 2016년 11월 28일[R-465], 2-3 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 박근혜에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 5월 29일[R-495], 3 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 75항.

<sup>264</sup> 재반박서면, 제 82-83항.

<sup>265</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일[R-242 재제출], 38 페이지[44 페이지]를 언급하는 재반박서면, 제 76항. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 161:8-162:6 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

226. 피청구국은 기금운용지침이 의결권행사지침과 달리 “‘곤란’한 사안의 경우에는 [전문]위원회 부의를 요구한다”이라는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>266</sup> 설령 청구인들이 주장하는 바와 같이 두 지침이 한국법상 행정규칙에 해당한다고 하더라도, “행정 규칙의 제정 근거는 법령 위계에서의 지위와 무관하다”는 이유로 기금운용지침의 우월성은 여전히 존재하지 않을 것이다.<sup>267</sup> 피청구국에 따르면, 두 지침 사이에 위계질서가 존재하지 않는 것도 그 목적에 부합한다: 기금운용지침은 기금의 운용에 관한 전반적인 지침을 제공하는 반면(국민연금의 의결권 행사에 관한 일반 조항만 포함함), 의결권행사지침은 기금이 주주인 회사에서 국민연금이 의결권을 행사하는 방법을 규정하고 있다.<sup>268</sup>
227. 둘째로, 피청구국은 국민연금이 “삼성 합병 사건을 전문위원회에 부의하지 말고, 바로 투자위원회에서 결정”하라는 보건복지부의 요청이 실제로는 보건복지부가 국민연금에게 본건 합병에 찬성 투표하라는 지시라고 주장하는 것은 청구인들이 그 내용과 성격을 잘못 이해한 것이라고 본다.<sup>269</sup> 홍완선 본부장과 국민연금 관계자들의 증언에 따르면,<sup>270</sup> 서울고등법원이 인정한 바와 같이, 피청구국은 보건복지부 조남권 국장이 국민연금에 요청한 것은 국민연금이 “[본건 합병]에 대해서 투자위원회에서 결정하라”는 것이 전부이며, 만약 투자위원회가 결론에 이르지 못할 경우 해당 사안을 전문위원회에 부의하라고 하는 것이라고 설명한다.<sup>271</sup>
228. 피청구국에 따르면, 청구인들이 원용하는 증언 증거는 그 문맥에서 보았을 때 보건복지부가 “[본건 합병]을 의결권행사 전문위원회에 부의하지 말라”고 지시한 실제

<sup>266</sup> 답변서, 제 49 항을 인용하는 재판박서면, 제 66 항.

<sup>267</sup> 재판박서면, 제 68-70 항.

<sup>268</sup> 국민연금기금운용지침, 2015년 6월 9일(C-6 수정 번역본)[R-144], 제 17조 제 4항(“의결권 행사의 기준, 방법, 절차 등에 관한 사항은 [의결권행사지침]에 따른다.”)을 언급하는 재판박서면, 제 71 항.

<sup>269</sup> 홍완선 특별검사 피의자신문조서, 2016년 12월 26일 (C-156 추가 번역본)[R-467], 2 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 92-94 항, 제 98 항.

<sup>270</sup> 홍완선 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 5월 17일[R-494], 3 페이지; [redacted] 팀장과 백진수 사무관의 통화내용 녹취록, 2017년 4월 18일(C-172 수정 및 추가 번역본)[R-486], 4 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 26일[R-48], 5 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 26일[R-489], 5-6 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 96 항.

<sup>271</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 14 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 94 항, 제 98 항.

의미가 본건 합병이 어떠한 상황에서도 의결권행사 전문위원회에서 심의되어서는 안 된다는 것이 아니라, 국민연금이 투자위원회의 심의 전에 의결권행사 전문위원회에게 본건 합병 결의를 부의함으로써 쟁점을 “지레짐작”하지 않도록 하라는 것이었음을 보여준다.<sup>272</sup> 피청구국이 보기에, 증거는 기껏해야 보건복지부가 전문위원회의 결정보다는 국민연금 투자위원회가 결정하는 것을 선호하였음을 보여줄 뿐이다.<sup>273</sup>

229. 이와 관련하여, 피청구국은 국민연금에게 국민연금 지침을 제대로 준수할 것을 요청하는 것 이외에, 보건복지부의 이러한 선호에는 전문위원회가 기금의 장단기적 이익을 고려하도록 요하는 기금운용지침에 명시된 운용 원칙을 위반하여 사회 정의를 추구하는 등, 부적절한 정책적 고려에 따라 본건 합병 결의의 결정을 내리지 않을까 하는 보건복지부의 우려가 있었다고 설명한다.<sup>274</sup> 또한, 피청구국은 본건 합병이 “핫 이슈”인 점과 엘리엇의 법적 조치 위협에 비추어 볼 때, 보건복지부와 국민연금이 “의사결정 절차에서 국민연금 지침을 면밀히 준수하는 데 특별한 주의를 기울였다”고 주장한다.<sup>275</sup> 실제로, 피청구국은 투자위원회 위원들도 본건 합병에 대한 표결을 “귀찮고 짜증나는 것”으로 보고, “각자 상대방에게 의사결정책임을 전가하려 한 것”이라는 점을 지적한다.<sup>276</sup>

230. 이러한 점에 비추어 보면, 피청구국은 국민연금이 지침에 따라 보다 충실하게 본건 합병에 대한 결정을 내리기 전에 국민연금 지침을 신중히 검토하여 투자위원회 위원 1 인당 5 가지

<sup>272</sup> 2016 년 12 월 22 일자 [redacted] 특별검사 진술조서에 언급된 [redacted] 수기 회의노트, 2015 년 6 월 30 일[R-437], 2 페이지; 홍완선 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017 년 5 월 17 일[R-494], 5 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017 년 5 월 8 일[R-491], 2 페이지; 홍완선 특별검사 피의자신문조서, 2016 년 12 월 26 일(C-156 추가 번역본)[R-467], 2 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 97 항, 제 99-100 항.

<sup>273</sup> 재판박서면, 제 103 항.

<sup>274</sup> 조남권 포렌식 [데이터베이스] 인쇄물, 2015 년 6 월 25 일-7 월 20 일[R-545], 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 104-106 항.

<sup>275</sup> [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017 년 4 월 19 일(C-173 추가 번역본)[R-487], 4 페이지를 인용하는 재판박서면, 제 107-108 항.

<sup>276</sup> [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017 년 4 월 10 일(C-171 수정 및 추가 번역본)[R-483], 3 페이지를 인용하고 [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017 년 4 월 26 일[R-489], 3 페이지; 백진주 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 형사판결), 2017 년 9 월 26 일[R-498], 3 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 108 항.

선택지를 제공하는 오픈식 표결 방식을 채택하였다고 주장한다.<sup>277</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 본건 합병 이전에 국민연금이 관행적으로 “투자위원회는 해당 사안의 내용을 심의하지도 않고 통상 책임투자팀의 [전문위원회] 부의 권고를 따랐다”고 설명한다.<sup>278</sup> 따라서 SK 합병은 국민연금이 국민연금 지침을 “엄격하게” 적용한 것이 아니라, “과거 관행”에 따라 결정될 것이었다.<sup>279</sup>

231. 국민연금 관계자들의 증언에 반영된 바와 같이, 피청구국은 국민연금 지침을 보다 면밀히 준수하기 위한 국민연금의 노력의 일환으로서, 투자위원회가 본건 합병을 판단하기 곤란하였는지 판단하기 위한 객관적인 근거를 제공하기 위하여 표결 방식을 설계하였다고 진술한다.<sup>280</sup> 실제로, 피청구국은 오픈식 표결 방식이 투자위원회가 결정할 사안에 대하여 최소 7 표 이상의 투표가 필요한 의결 방식 중 하나로서, 본건 합병 결의가 전문위원회에 부의될 가능성을 증가시켰다고 강조한다.<sup>281</sup> 피청구국은 한국 법원이 “오픈식 표결 방식의 채택이 [문형표 장관]의 직권남용 행위로 인한 것으로 보기 어렵다”고 판시하면서, “기존의 선례가 없고 중요한 사항”에 관한 오픈식 표결 방식의 적법성을 인정하였다고 덧붙인다.<sup>282</sup>

<sup>277</sup> 반박서면, 제 152 항.

<sup>278</sup> 재반박서면, 제 112 항.

<sup>279</sup> █████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 5일[R-481], 5 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 115(b)항.

<sup>280</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 19 페이지를 언급하는 반박서면, 제 154 항; 서울고등법원 2017노 1886(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-24], 44 페이지; █████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 3일[R-480], 5-6 페이지; █████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 5월 8일[R-491], 2-4 페이지; █████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 5일[R-481], 5 페이지; █████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 26일[R-490], 2 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 112-115 항.

<sup>281</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 20 페이지를 인용하는 반박서면, 제 158 항; █████ 증인신문조서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 26일[R-489], 7 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 115(d)항, 제 117 항.

<sup>282</sup> 서울고등법원 2017노 1886(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 44 페이지를 인용하고 서울중앙지방법원 2016가합 510827, 2017년 10월 19일[R-242], 38 페이지를 언급하는 반박서면, 제 156-157 항; 재반박서면, 제 116 항.

232. 셋째, SK 합병과 관련하여, 피청구국은 국민연금이 투자위원회가 전문위원회에 본건 합병 표결을 부의할 것을 권고한 것이 처음이었다는 점에 주목한다.<sup>283</sup> 피청구국에 따르면, 이러한 부의 사유는 “절차상의 선례”를 정하기 위한 것이 아니라, 전문위원회가 재벌기업의 지배구조 개편과 관련된 향후 사안에서 투자위원회의 의결권 행사 방법에 관한 결정에 대하여 지침을 제공할 수 있는 “명확한 기준”을 설정하기 위함이었다.<sup>284</sup> 피청구국은 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여, 본건 합병 이래로 적어도 2016년 말까지의 모든 합병 사건에서 투자위원회가 SK 합병과는 달리 단 하나의 합병 건도 전문위원회로 부의하지 않았다고 주장한다.<sup>285</sup>
233. 피청구국은 SK 합병에 대한 전문위원회의 표결이 투자 수익 극대화를 위한 기금의 이익을 희생시켜 소액주주들의 이익을 우선시하였다는 상당한 여론의 비난을 받았다고 주장한다.<sup>286</sup> 이와 유사한 맥락에서, 피청구국은 국민연금이 의결권행사지침을 위반하여 자신의 책임을 회피하기 위해 안건을 전문위원회에 부의하였다고 보건복지부가 비판하였음을 지적하고 있다.<sup>287</sup> 이에 따라, 피청구국은 2015년 6월 말(즉, 한국 정부의 개입 혐의 이전)에 국민연금이 합병을 평가함에 있어서 고려되어야 할 요소에 관한 내부 지침을 검토하였고, 2015년 6월 30일자 내부 국민연금 보고서에서 이러한 검토를 기록하였으며, 본건 합병에 대한 검토에 앞서 투자위원회에 이러한 분석을 제시할 계획이었다고 주장한다.<sup>288</sup> 피청구국은 보고서의 어떠한 내용도 “장래의 합병을 평가함에 있어 전문위원회가 어떻게든 투자위원회를 대체해야 한다”고 제안하고 있지 않다고 주장한다.<sup>289</sup>

---

<sup>283</sup> 반박서면, 제 150 항.

<sup>284</sup> 반박서면, 제 150 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 164:5-7 페이지.

<sup>285</sup> 반박서면, 제 150 항; 재반박서면, 제 123 항.

<sup>286</sup> 반박서면, 제 148 항; 재반박서면, 제 125 항. 반박서면, 제 143-144 항 참조.

<sup>287</sup> 재반박서면, 제 126 항.

<sup>288</sup> 기금운용본부 운용전략실(책임투자팀) “의결권행사 안건 검토 강화방안”, 2015년 6월 30일[R-175]을 언급하는 반박서면, 제 149 항.

<sup>289</sup> 반박서면, 제 298 항.

234. 이에 따라, 피청구국은 국민연금이 의결권 행사 지침을 “충실히 따라서” 이행하게 된 것이 SK 합병의 여파이며, 보건복지부 조남권 국장이 국민연금에게 본건 합병을 “책임지고 심의”할 것을 요청하였다고 주장한다.<sup>290</sup>
235. 결과적으로, 피청구국은 SK 합병이 SK 그룹사들의 주주들에게 가져올 이익이 삼성 합병의 잠재적 영향보다 훨씬 제한적이기 때문에 SK 합병은 본질적으로 본건 합병과 같지 않다는 견해를 취하고 있다.<sup>291</sup> 구체적으로 피청구국은 (i) 삼성 그룹과 달리 SK 그룹은 2007년에 이미 지주회사 구조를 채택하고 있었고, (ii) SK 합병과 관련된 두 회사 중 한 회사는 합병 발표 이전부터 이미 브랜드 라이선스 수수료를 지급받고 있었으며, (iii) 삼성 합병에서는 발생하지 않았던 자기주식 소각 문제가 있었다고 지적한다.<sup>292</sup>
236. 넷째로, 피청구국은 ██████이 세 가지 예상 결과(즉, 본건 합병에 대한 찬성 표결, 본건 합병에 대한 반대 표결 및 사안을 전문위원회로 부의)에 대한 보도자료를 작성하였으므로, 청구인들이 주장하는 바와 같이 투자위원회 심의 결과가 사전에 결정되지 않았다고 주장한다.<sup>293</sup>
237. 마지막으로, 피청구국은 본건 임시주총의 소집을 저지하기 위한 엘리엇의 가치분 신청에 대한 서울중앙지방법원의 결정을 인용하면서, 본건 합병의 목적과 본건 합병비율의 공정성 등, 본건 합병과 관련하여 법원이 “대부분의 논쟁 사안들을 이미 심리하여 결정한 상태”였기 때문에 투자위원회가 달리 결정하기 곤란했을 수 있다고 주장한다.<sup>294</sup>

(3) 투자위원회가 검토한 국민연금의 재무 분석은 합리적이었다

238. 예비적으로, 피청구국은 청구인들이 문형표 장관 또는 기타 정부 공무원이 홍완선 본부장 또는 국민연금 관계자들에게 적정 비율의 계산 또는 시너지 가치평가에 관하여 지시하였음을 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>295</sup> 오히려, 한국 법원은 시너지 효과의

---

<sup>290</sup> 백진주 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 형사판결), 2017년 9월 26일[R-498], 3 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 96(d)항, 제 127 항.

<sup>291</sup> 재반박서면, 제 133 항, 제 135 항.

<sup>292</sup> 재반박서면, 제 134-136 항. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 53 항 참조.

<sup>293</sup> 재반박서면, 제 118 항.

<sup>294</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 10-14 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 129-132 항.

<sup>295</sup> 반박서면, 제 171 항; 재반박서면, 제 137 항.

산출과 관련하여 홍완선 본부장이 단독으로 지시한 것으로 판단하였다.<sup>296</sup> 따라서, 피청구국은 이러한 재무 분석이 피청구국의 지시에 따라 수행되었음을 청구인들이 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>297</sup>

239. 국민연금이 적정 합병비율에 대하여 여러 차례 계산한 것에 대한 청구인들의 지적을 두고, 피청구국은 수정사항이 합리적인 것으로 당시의 분석과 일치하였다고 주장한다.<sup>298</sup> 실제로, 피청구국은 청구인들이 원용하는 ISS가 1차 보고서가 발표 이후 불과 6일 만에 적정 합병비율 계산을 수정하였다고 지적한다.<sup>299</sup>

240. 국민연금의 2차 적정 비율 계산에서 두 가지 변수를 조작되었음을 부인하면서, 피청구국은 (i) 국민연금이 한국의 다른 지주회사들의 경우를 참조하여 41%의 계열사 할인율을 적용하였는데, 이는 “해당 주식의 밸류에이션에 있어서 시장에 의해 적용된 할인율의 범위를 벗어나지 않으며”, (ii) 삼성바이오로직스의 밸류에이션은 당시 애널리스트들의 밸류에이션과 일치하였다고 주장한다.<sup>300</sup> 또한, 피청구국은 계산이 보건복지부나 청와대가 압력을 행사했다고 주장되는 6월 말 시점 이전에 행해진 국민연금의 내부 계산과 일치하는 “합리적인 입력값”에 기반하였다고 주장한다.<sup>301</sup>

241. 또한 피청구국은 “어떠한 합병비율은 국민연금이 계산한 수치를 상회하는 반면 다른 합병비율은 이를 하회하는 경우가 있는 등 다양한 독립된 애널리스트들이 서로 상이한 합병비율을 도출하였다는 사실”이 시사하는 바는 적정 합병비율의 계산이 “모호한 과학”으로서 “밸류에이션을 수행하는 사람의 주관적인 판단”에 따라 다양한 결과를 도출할 수 있고, 국민연금의 비율이 사실상 비합리적이기 때문에 국민연금의 분석과

---

<sup>296</sup> 서울중앙지방법원 2017고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일(CLA-13 수정 번역본)[R-237], 2 페이지; 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 36 페이지를 언급하는 반박서면, 제 169 항; 재반박서면, 제 139 항.

<sup>297</sup> 반박서면, 제 169 항; 재반박서면, 제 139 항.

<sup>298</sup> 재반박서면, 제 140 항.

<sup>299</sup> ISS 특별분석보고서, 삼성물산(KNX:000830): 제일모직과의 합병안 분석, 2015년 7월 3일[C-9]; 기금운용본부, “제일모직/삼성물산 합병 관련 분석”, 2015년 7월 10일[R-202], 페이지 44 페이지, 48 페이지를 언급하는 반박서면, 제 164 항.

<sup>300</sup> 반박서면, 제 166-167 항.

<sup>301</sup> 반박서면, 제 162 항.



동시의 다른 밸류에이션과 일치하는지 여부는 무관하다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>302</sup>

242. 시너지 효과와 관련하여, 피청구국은 리서치팀이 합병 후 삼성물산의 다양한 수준의 매출 증가율에 의해 발생할 시너지 가치를 입증하기 위해 “민감도 분석”을 수행하였고, 그 과정에서 자의적인 것은 존재하지 않았다고 주장한다.<sup>303</sup> 피청구국에 따르면, █████의 분석은 “간단한 수학적 계산”이기 때문에 하루만으로 충분하였다.<sup>304</sup> 피청구국은 █████가 매출 시너지 효과를 계산함에 있어 합병 후 삼성물산에 관한 특정 예측 및 가정을 (충분한 근거자료 없이) 원용하였다는 한국 법원의 판단의 정확성에 대해 아무런 견해를 취하지 않는다.<sup>305</sup>

243. 피청구국의 관점에서, 청구인들은 조작된 매출 시너지 효과에만 중점을 두어, 투자위원회가 제시 및 분석한 본건 합병의 다른 시너지 가치평가를 “지나치게 과소평가”하였다.<sup>306</sup> 또한, 피청구국은 2015년 7월 10일 회의 이전에 투자위원회가 시너지 효과의 잠재적 한계와 본건 합병으로 인한 시너지 효과를 문제 삼은 ISS 및 KCGS의 의견을 다루는 반론을 포함하는 보고서를 제출 받았다고 설명한다.<sup>307</sup>

244. 결과적으로, 피청구국은 2015년 7월 10일자 회의록에서 나타나는 바와 같이, 투자위원회의 위원들이 █████가 제시한 시너지 계산에 대해 의구심을 갖고 보았다고

---

<sup>302</sup> 반박서면, 제 164 항; 재반박서면, 제 141 항.

<sup>303</sup> 반박서면, 제 171 항; 재반박서면, 제 146 항.

<sup>304</sup> 재반박서면, 제 147(a)-(b) 항.

<sup>305</sup> 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 183(병합), 2017년 6월 8일(CLA-13 수정 번역본)[R-237], 2 페이지를 언급하는 반박서면, 제 171 항.

<sup>306</sup> 반박서면, 제 172 항. 투자위원회에 제시된 추가적인 시너지 효과는 (i) 삼성의 지주회사가 될 경우 합병 후 삼성물산이 받을 것으로 예상되는 10 조원의 브랜드 라이선스 수수료; (ii) 본건 합병으로 인한 삼성물산과 제일모직의 주가 상승의 결합 효과; 및 (iii) 합병법인이 급성장하는 삼성바이오로직스의 최대주주로서 부상하는 이익을 포함한다. 반박서면, 제 172 항; 재반박서면, 제 144 항 참조. 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 11-12 페이지; 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015년 7월 10일[R-202], 7 페이지, 11 페이지 참조.

<sup>307</sup> 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015년 7월 10일[R-202], 12 페이지, 19 페이지를 언급하는 반박서면, 제 173 항.

주장한다.<sup>308</sup> 동 위원들이 본건 합병의 향후 시너지 예측을 토대로 한 장래의 가치 평가를 “특정 또는 검증하기 어렵다”고 지적함에 따라, 피청구국은 투자위원회가 시너지 계산의 약점 및 한계를 완전하게 인지하고, 반드시 이를 토대로 결정을 한 것은 아니라고 주장한다.<sup>309</sup> 특히, 투자위원회가 부록부터 회의록까지 해당 계산을 생략할 것을 만장일치로 결정하였다는 점에서, 조작된 매출 시너지 효과는 청구인들이 주장하는 바와 같이 “결정적 역할”을 수행할 수는 없었다.<sup>310</sup>

(4) 홍완선 본부장은 투자위원회가 본건 합병에 찬성 투표하도록 “장악” 또는 압박하지 않았다

245. 서울고등법원이 확인한 바와 같이, 피청구국은 홍완선 본부장이 3 명의 투자위원회 임시직 위원을 선임한 것이 국민연금기금 운용규정 제 7 조 제 1 항에 따른 것이라고 주장한다.<sup>311</sup> 피청구국에 따르면, 법원은 홍완선 본부장이 자신의 의무를 위반하여 투자위원회를 “장악”하였다는 주장을 기각하면서, “이 사건 합병 안건의 중요성을 감안하여” 홍완선이 ██████(국민연금 운용전략실장)의 제안에 따라 3 명의 임시직 위원을 지명함으로써 “최대한 규정에 따르도록 한다”고 판단하였다.<sup>312</sup> 또한, 법원은 임시직 위원 중 2 명이 “이 사건 합병 안건의 심의에 관한 전문성을 갖추었다”면서, “[그들이] [홍완선

308 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 11-12 페이지를 언급하는 반박서면, 제 174 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 156:23-157:3 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

309 기금운용본부 운용전략실, 2015-30차 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[R-201], 11 페이지를 인용하는 반박서면, 제 174 항; ██████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 17일[R-485], 3-5 페이지; ██████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 10일(C-171 수정 및 추가 번역본)[R-483], 2 페이지, 4 페이지; ██████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 5일[R-482], 3 페이지; ██████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 3일[R-479], 3-5 페이지; ██████ 특별검사 진술조서, 2016년 12월 28일[C-160], 10-11 페이지; ██████ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 5일[R-481], 3 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 151 항.

310 ██████의 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[C-145], 9 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 150 항.

311 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본) R-243], 20 페이지를 언급하는 반박서면, 제 176 항.

312 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본) R-243], 제 20 항, 제 58-59 항을 인용하는 반박서면, 제 176 항, 제 178 항; 재반박서면, 제 154 항.

본부장]과의 친분으로 인하여 이 사건 합병 안건을 찬성 표결하였다고 볼 만한 증거가 없다”고 판시하였다.<sup>313</sup>

246. 홍완선 본부장이 과거 관행에 따라 국민연금 운용전략실의 추천을 구하지 않았다는 청구인들의 주장에 대하여, 피청구국은 홍완선 본부장이 과거 관행에서 벗어난 것이 실제로 부적절하거나 자신의 의무를 위반하였다는 점을 청구인들이 입증하지 않았다고 주장한다.<sup>314</sup>
247. 또한, 피청구국은 홍완선 본부장이 투자위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 압력을 행사하였다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>315</sup> 피청구국이 보기에, 홍완선 본부장은 투자위원회가 “잘 결정해 주면” 좋겠다고 생각했기 때문에 각 구성원에게 “이 사건 합병에 대해 긍정적으로 검토[및 고려]”할 것을 요청하면서, 본건 합병에 대한 자신의 개인적인 견해를 표명하였음이 증거로 드러날 뿐이다.<sup>316</sup> 피청구국은 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여, 홍완선 본부장이 본건 합병에 관한 자신의 견해를 논의한 5 인의 투자위원회 위원들 중에서 2인만이 본건 합병에 찬성 표결(그리고 나머지 3인의 위원들은 기권하였으며, 이는 사실상 합병에 대한 반대 표결과 동일하였음)을 하였다고 강조한다.<sup>317</sup> 또한, 피청구국은 “상황에서 투자위원들이 한 개인의 찬성 유도 행위에 따라 그 의사를 결정하기 보다는 수익이나 주주가치를 보다 고려하였을 것으로 보인다”고 판단한 서울중앙지방법원의 판결을 인용한다.<sup>318</sup> 같은 판결에서, 민사법원은

---

<sup>313</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본) **R-243**, 58 페이지를 인용하는 반박서면, 제 177 항, 제 179 항; 재반박서면, 제 154 항. 피청구국은 서울고등법원이 홍완선 본부장이 3 명의 임시직 위원을 임명한 것에 대해, 특별검사가 위법행위에 대한 주장을 하지 않았으므로 언급을 하지 않았다는 점에 주목한다. 반박서면, 제 178 항 참조.

<sup>314</sup> 재반박서면, 제 152-153 항.

<sup>315</sup> 반박서면, 제 181 항.

<sup>316</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)**[R-243]**, 25 페이지를 인용하는 반박서면, 제 180 항; 재반박서면, 제 156 항.

<sup>317</sup> 반박서면, 제 182 항; 재반박서면, 제 155 항.

<sup>318</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827**[R-242]**, 38-39 페이지를 인용하는 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 143:7-13 페이지[피청구국의 모두진술].

“투자위원회가 행한 일부 증언 ... 형사법원에서 행한 증언은 그러한 견해와 관련이 있는 것으로 보인다”고도 판시하였다.<sup>319</sup>

248. 또한, 서울고등법원이 지적한 바와 같이, 피청구국은 엘리엇이 투자위원회에 보낸 서신과 본건 합병에 대한 공익에 비추어 볼 때, 본건 합병에 대한 홍완선 본부장의 견해가 어떠한 경우에도 별다른 영향을 미치기는 어려웠을 것이라는 견해를 취하고 있다.<sup>320</sup>
249. 위와 같은 측면에서, 피청구국은 홍완선 본부장 또는 보건복지부가 본건 합병에 관한 투자위원회의 결정 결과에 영향을 미쳤다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>321</sup> 오히려, 경제적 관점에서 보면 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표할 타당한 이유가 다수 있었다고 주장한다.<sup>322</sup> 구체적으로, 17 개 삼성 그룹사에 상당한 지분을 보유한 장기 투자자로서, 국민연금의 경제적 이해관계는 피청구국에 따르면 “삼성그룹 구조개편의 전반적 성공이 한 축을 이루고” 있었다.<sup>323</sup> 본건 합병 평가의 복잡성을 고려할 때, 피청구국은 투자위원회가 “몇 시간 동안” 심의하였음을 강조한다.<sup>324</sup>
250. 국민연금도 제일모직의 주요 주주였음에 지적하면서(지분을 5.04%), 피청구국은 본건 합병 발표 이후 삼성물산과 제일모직의 주가 추이를 보면, 시장은 본건 합병이 양사 주주들에게 가치를 창출할 것으로 예상하였다고 주장한다.<sup>325</sup> 따라서, 국민연금은 국민연금 지침에 따라 본건 합병이 장기적으로 기금에 대해 긍정적인 “주주가치”를 창출할 것이라고 평가 및 고려하였다.<sup>326</sup>

---

<sup>319</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827 페이지[R-242], 38-39 페이지를 인용하는 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 143:14-16 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>320</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일[R-242] 43 페이지를 언급하는 반박서면, 제 181 항.

<sup>321</sup> 재반박서면, 제 110-111 항.

<sup>322</sup> 반박서면, 제 183 항.

<sup>323</sup> 반박서면, 제 185 항.

<sup>324</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 156:11-16 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>325</sup> 반박서면, 제 189 항.

<sup>326</sup> 반박서면, 제 189 항.

251. 또한, 국민연금은 본건 합병이 한국 경제 및 주식 시장에 미치는 장기적인 긍정적인 영향에 관하여 많은 증권 애널리스트들의 견해를 공유하였다.<sup>327</sup> 한국 재벌이 구조개편으로 기업가치가 15% 상승하게 되었다는 기금운용본부 주식운용실의 연구 결과를 토대로, 국민연금은 삼성 그룹사 지분에서 3 조 5,000 억 원(약 30 억 달러)의 이익을 올릴 것으로 전망했다.<sup>328</sup> 따라서, 설령 삼성물산 주주들에게 단기 손실이 있었다고 가정하더라도, 피청구국은 다른 여러 삼성 그룹사에 상당한 지분을 보유한 장기 투자자이므로 이러한 손실이 “국민연금의 중장기적 이익과 비교할 때 그와 같은 손실은 미미하다”고 주장한다.<sup>329</sup>

(5) 보건복지부와 홍완선 본부장은 전문위원회가 본건 합병을 논의하지 못하도록 저지하지 않았다

252. 피청구국은 전문위원회 위원이 실제로 2015년 7월 10일 언론에 본건 합병의 표결 결정이 전문위원회에 부의될 경우 본건 합병이 승인될 것이라는 의견을 표명하였기 때문에 전문위원회가 본건 합병에 대한 우려를 공개적으로 제기하지 못하도록 보건복지부와 홍완선 본부장이 방해하였다는 사실을 부인한다.<sup>330</sup> 또한, 청구인들은 전문위원회의 구두 의견이 국민연금의 표결 결과를 얼마나 변경할 것인지를 입증하지 않았지만, 전문위원회가 어떠한 경우에도 본건 합병에 대한 투자위원회의 표결을 심의하거나 “변복”할 권한이 없었다고 피청구국은 주장한다.<sup>331</sup>

253. 피청구국은 전문위원회 회의에 참석한 조영길 이 최홍석의 개입에 관하여 행정 비서관으로서의 직무 범위를 벗어났다고 보지 않음 점을 지적하며, 최홍석이 회의에서 비협조적이었다는 청구인들의 주장은 “과장” 되었다고 본다.<sup>332</sup> 또한, 피청구국은

<sup>327</sup> 본건 합병에 관한 자료를 담고 있는 “참고용”이라는 제목의 국민연금 문서, 2015년 7월 8일[R-193], 69 페이지, 81-82 페이지, 86 페이지, 88 페이지, 90 페이지를 언급하는 반박서면, 제 186-187 항.

<sup>328</sup> 국민연금, 투자운용본부 주식운용실, “주요 그룹 기업구조 개편 가능성 점검”, 2014년 5월 15일[R-63], 1 페이지를 언급하는 반박서면, 제 188 항.

<sup>329</sup> 반박서면, 제 190 항.

<sup>330</sup> “오정근 국민연금 의결권위 위원 “삼성물산 합병 찬성해야”, *머니투데이*, 2015년 7월 10일[R-197]을 언급하는 반박서면, 제 464 항.

<sup>331</sup> 재반박서면, 제 157 항, 제 159 항. 조영길 증인진술서, 2021년 8월 13일(이하 “조영길 진술서”[RWS-1], 제 43 항, 제 47 항 참조.

<sup>332</sup> 재반박서면, 제 160(a)항; 조영길 진술서[RWS-1], 제 39-42 항.

보건복지부와 국민연금 관계자들이 전문위원회 규정에 따라 전문위원회 회의에 참여하는 것이 “통상적인 관행”임을 분명히 한다.<sup>333</sup>

254. 피청구국에 따르면, 국민연금은 의결권행사지침 제 10 조 제 1 항 제 2 호에 따라, 2015 년 7 월 17 일 본건 임시주총 전에 투자위원회 회의 결과를 외부에 공개할 수 없었다.<sup>334</sup> 피청구국에 따르면, 이는 최원영 수석비서관이 “해당 자료의 제작으로 인해 보건복지부와 국민연금이 투자위원회 회의 결과를 사실상 공식적으로 공개해야 했을 것”이라면서, 전문위원회 위원들의 자료 요청에 불응했던 이유였다.<sup>335</sup>
255. 마지막으로, 피청구국은 최초 의견 불일치 이후에 전문위원회 위원들이 해당 보도자료의 문구를 최종적으로 합의하였다고 주장하면서, 최원영 수석비서관이 전문위원회 보도자료의 기록을 은폐하였음을 부인한다.<sup>336</sup>

(6) 국민연금은 본건 합병 이후 어떠한 잘못도 은폐하지 않았다.

256. ■■■■■가 증언한 바와 같이, 피청구국은 국정감사가 “월말 수치를 토대로 방대한 자료를 요구”하기 때문에, ■■■■■가 국정감사에 대비하여 매출 시너지 효과 분석을 뒷받침하는 보다 검증되고 상세한 보고서를 요청하였다고 확인한다.<sup>337</sup>
257. 또한, 피청구국은 홍완선 본부장이 본건 합병에 대한 일부 언급을 삭제함으로써 투자위원회의 회의록을 변조하였음을 부인한다.<sup>338</sup> 피청구국에 따르면, 청구인들이 언급하는 “회의록 미편집본”은 실제로 회의에 참석한 직원들이 공식 회의록을 작성하기 위하여 통합 및 편집한 3 개의 개별 노트 중 하나였다.<sup>339</sup> 또한, 피청구국은 이 과정에서 이루어진 편집이 홍완선 본부장이 수행한 것이 아니며, 발생한 모든 편집에 대해 “회의의 내용을 정확하게 반영할 수 있도록 투자위원회의 만장일치 승인”을 받았다고 설명한다.<sup>340</sup>

---

<sup>333</sup> 의결권행사전문위원회운영규정, 2015년 6월 9일[R-145], 제 6조를 언급하는 재반박서면, 제 161 항.

<sup>334</sup> 국민연금의결권행사지침[R-55], 제 10 조 제 1 항 제 2 호를 언급하는 재반박서면, 제 160(b)항.

<sup>335</sup> 재반박서면, 제 160(b)항.

<sup>336</sup> 재반박서면, 제 162 항.

<sup>337</sup> 재반박서면, 제 164 항.

<sup>338</sup> 재반박서면, 제 165 항.

<sup>339</sup> 재반박서면, 제 165 항.

<sup>340</sup> 재반박서면, 제 165 항.

결과적으로, 피청구국은 삭제되었다고 청구인들이 주장하는 정보가 공식 회의록에 여전히 포함되어 있음을 지적한다.<sup>341</sup>

258. 마지막으로, 피청구국은 한국 정부가 본건 합병의 주요 참여자들의 각자 역할에 대하여 보상하였음을 부인한다:

- (a) 대통령은 “본건 합병과 관련하여 대통령과 이재용 간에 대가관계가 없었으므로, 이재용으로부터 보상을 받지 않았다;
- (b) 문형표 장관의 국민연금 이사장 직책은 장관보다 차관에 더 가까운 것으로서 승진이 아닌 강등에 해당된다; 및
- (c) 국민연금이 본건 합병에 대해 결정을 내리고 2 년이 경과한 시점에서 ██████가 승진한 사실이 본건 합병과 관련이 있다는 증거는 없다.<sup>342</sup>

#### 4. 본건 합병 승인

259. 본건 합병이 한국 법에 따라 승인되기 위해서, 제일모직과 삼성물산의 본건 임시주총에 출석한 주주 3 분의 2 가 찬성 표결을 해야 했고, 찬성 표결의 총수는 발행주식 총수의 3 분의 1 을 초과해야 한다.<sup>343</sup>

260. 2015 년 7 월 17 일 본건 임시주총에는 삼성물산 총 발행주식의 약 84%(또는 발행주식 156,217,764 주 중 132,355,800 주)의 소유자들이 참석하였다. <sup>344</sup> 이 중 69.53%(92,023,660 주)가 본건 합병에 찬성 투표하였고, 이는 발행주식 총수의 58.91%에 해당한다.<sup>345</sup>

261. 지분 4.12%를 보유한 한국 최대 규모의 자산운용사인 국민연금과 한국투자신탁운용(이하 “KIM”)을 포함한 대부분의 국내 기관투자자들은 본건 합병에 찬성 투표하였다.<sup>346</sup>

---

<sup>341</sup> 재반박서면, 제 165 항.

<sup>342</sup> 재반박서면, 제 166 항.

<sup>343</sup> 한국 상법[CLA-60; R-18; R-332], 제 434 조, 제 522 조.

<sup>344</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 28 페이지.

<sup>345</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 85 페이지, 각주 11; 반박서면, 제 106 항.

<sup>346</sup> 반박서면, 제 453(a)항; 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 28 페이지. 한국투자신탁운용 웹사이트, “CEO 메시지”, 2020 년 10 월 28 일 접속[R-315]; 한국투자신탁운용 웹사이트, “회사소개”, 2020 년 10 월 28 일 접속[R-314] 참조.

싱가포르, 사우디아라비아, 아부다비의 국부펀드를 포함한 삼성물산의 외국인 주주들의 약 3분의 1도 본건 합병에 찬성 투표하였다.<sup>347</sup>

262. 같은 날, 제일모직 주주들은 만장일치로 본건 합병에 찬성하였다.<sup>348</sup>

263. 본건 합병은 2015년 9월 1일에 효력이 발생하였다.<sup>349</sup>

264. 청구인들에 따르면, 국민연금의 표결이 없었다면 본건 합병이 승인되지 않았을 것이다.<sup>350</sup> 청구인들은 청와대, 보건복지부 및 한국 법원이 국민연금이 본건 합병에 대한 “캐스팅 보트”를 보유하고 있다고 확인하였음을 덧붙인다.<sup>351</sup>

265. 아래 표에서 드러나는 바와 같이,<sup>352</sup> 청구인들은 국민연금이 본건 합병에 기권하거나 반대 표결을 하였다면, 본건 합병이 최소 기준, 즉 회의 출석 주주 보유 의결권의 3분의 2를 충족하지 못하여 부결되었을 것이라고 주장한다.<sup>353</sup>

---

<sup>347</sup> 반박서면, 제 107 항. “[삼성 합병] 삼성물산, 엘리엇 ‘닷컴’ 외국인 주주 설득 성공 주효”, *조선비즈*, 2015년 7월 17일[R-216] 참조.

<sup>348</sup> 연합뉴스 영문판, 제일모직 주주, 삼성물산 합병 찬성, 2015년 7월 17일[CRA-27].

<sup>349</sup> 금융감독원장에 제출한 제일모직(주)의 유동화증권 발행(합병)에 관한 실적보고, 2015년 9월 2일[R-225].

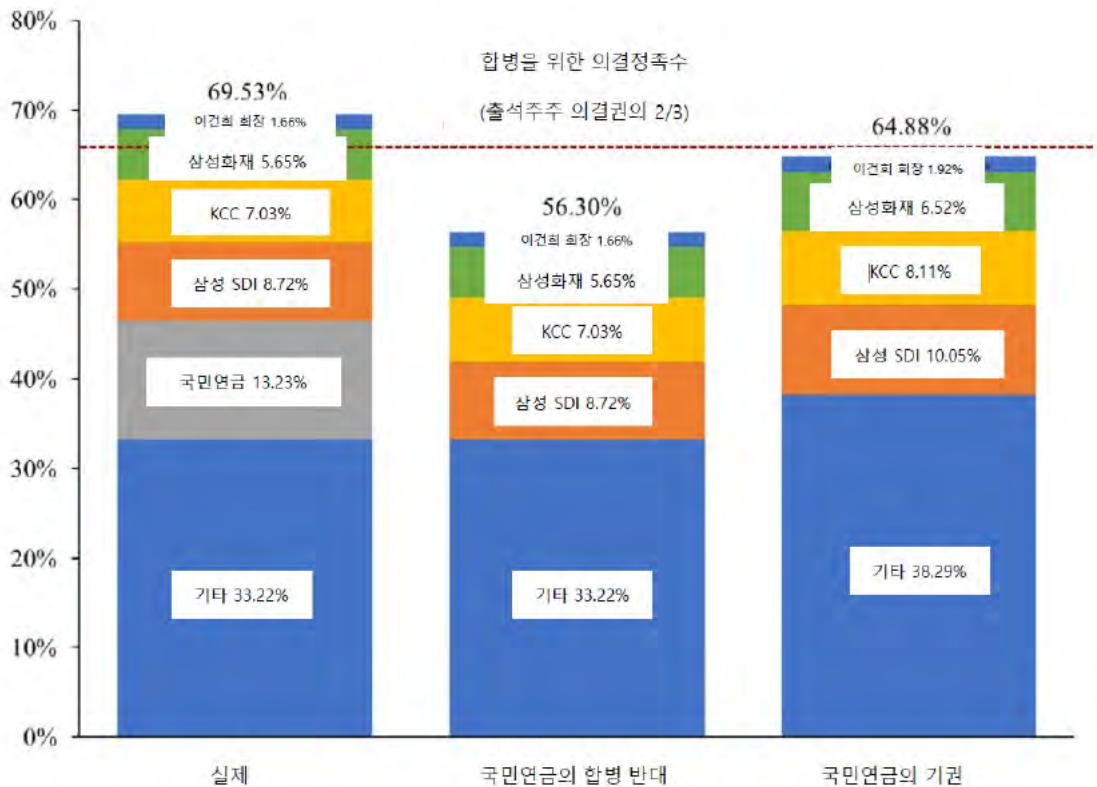
<sup>350</sup> 수정청구서면, 제 62 항.

<sup>351</sup> 삼성물산 합병 관련 국민연금 의결권행사 지시사항, 날짜미상[C-193], 41 페이지; 보건복지부, 삼성물산-제일모직 합병 관련 국민연금 의결권행사 상황보고, 2015년 7월 9일[C-198], 1 페이지; *일성신약 주식회사 대 삼성물산 주식회사 사건*, 서울고등법원 2016라 20189, 20190 주식매수가격 결정, 2016년 5월 30일(발체 번역본 포함)[CLA-115], 22 페이지를 언급하는 답변서, 제 77 항.

<sup>352</sup> 수정청구서면, 제 62 항; Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 그림 1.

<sup>353</sup> 답변서, 제 75 항.





266. 반면, 피청구국은 국민연금이 아닌 다른 주주들이 본건 합병에 찬성 표결을 하였거나 찬성 표결할 수 있었으므로, 국민연금의 표결이 결정적인 것이 아니었다고 주장한다.<sup>354</sup>

#### D. 한국에서의 민형사 절차

267. 엘리엇은 2015년 6월 초 서울중앙지방법원에 (i) 본건 합병의 목적이 소액주주들의 비용으로 지배 주주의 지배력을 강화하기 위한 것뿐이었고; (ii) 합병비율이 지배 주주들에게 유리하게 결정되었으며; (iii) 삼성물산 및/또는 제일모직의 시장가격이 조작되었고; (iv) 본건 합병의 시기가 지배 주주를 위하여 선택된 것이라고 주장하면서, 삼성물산이 본건 주주총회를 소집하여 본건 합병에 찬성 결의하지 못하도록 하는 가처분을 신청하였다.<sup>355</sup>

268. 2015년 7월 1일 서울중앙지방법원은 엘리엇의 신청을 기각하면서, 특히 (i) 제안된 본건 합병비율이 “명백히 불공정하다고 간주할 수 없다”고 판단하였고; (ii) 본건 합병 발표

<sup>354</sup> 반박서면, 제 472-473 항. 재반박서면, 제 333 항 참조.

<sup>355</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 3-5 페이지.

이후의 시장 반응에 따르면 본건 합병이 지배 주주들에게만 이익을 준 것이 아니었다고 판단하였다.<sup>356</sup> 서울고등법원은 2015년 7월 16일에 이러한 결정을 유지하였다.<sup>357</sup>

269. 2016년 2월, 삼성물산의 여러 한국 주주들이 본건 합병의 취소를 구하는 소송을 제기하였다.<sup>358</sup> 투자자들은 본건 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불공정하고,<sup>359</sup> 삼성물산은 본건 합병비율에 영향을 미치기 위해 주가를 조작하였으며,<sup>360</sup> 본건 합병에 관한 국민연금 표결 절차는 절차상 하자가 있었다고 주장하였다.<sup>361</sup> 서울중앙지방법원은 2017년 10월 19일 본건 합병비율이 한국 자본시장법에 따른 것으로서 국민연금의 의사결정절차가 위법하지 않다고 판단하면서 청구를 기각하였다.<sup>362</sup> 이 사건은 현재 서울고등법원에 항소심 계속 중이다.<sup>363</sup>
270. 2016년 말부터 박근혜 대통령과 박근혜 대통령과의 개인적인 관계를 이용하였다는 측근 최서원(개명 전 최순실)이 국정을 방해하고, 이재용을 비롯한 여러 기업인들로부터 뇌물을 수수한 비리 사건에 대하여, 다수의 형사 재판이 개시되었다.<sup>364</sup> 이러한 공모행위가 밝혀지자 특별검사의 지휘 하에 수사가 벌어졌고, 그 결과 여러 공무원이 기소되었다.<sup>365</sup>
271. 박근혜 대통령은 2016년 12월 9일 국회에서 탄핵소추되었고, 2017년 3월 10일 헌법재판소에서 과면 결정되었다.<sup>366</sup> 박근혜 대통령은 이후 삼성 그룹을 비롯한 재벌들로부터 받은 뇌물과 관련하여 뇌물수수, 직권남용, 강요 등의 혐의로 형사

---

<sup>356</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 10-14 페이지.

<sup>357</sup> 서울고등법원 2015 라 20485, 2015년 7월 16일[R-214] 1 페이지.

<sup>358</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 일성신약/삼성물산, 2017년 10월 19일[R-242], 4 페이지.

<sup>359</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 일성신약/삼성물산, 2017년 10월 19일[R-242], 5 페이지.

<sup>360</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 일성신약/삼성물산, 2017년 10월 19일[R-242], 5 페이지.

<sup>361</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 일성신약/삼성물산, 2017년 10월 19일[R-242], 5 페이지.

<sup>362</sup> 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 일성신약/삼성물산, 2017년 10월 19일[R-242], 17-19 페이지, 37 페이지.

<sup>363</sup> 서울고등법원 2017 나 2066757, 일성신약/삼성물산(합병 무효의 소), 2020년 10월 19일[R-302].

<sup>364</sup> 반박서면, 제 116 항.

<sup>365</sup> 반박서면, 제 116 항.

<sup>366</sup> 헌법재판소 2016 헌나 1, 대통령(박근혜) 탄핵결정, 2017년 3월 10일[CLA-7], 1 페이지, 68-70 페이지.

기소됐다.<sup>367</sup> 구체적으로, 박근혜 대통령은 (i) 자신의 측근인 최순실의 딸이 속한 승마협회와 (ii) 박근혜 대통령이 삼성 그룹의 승계 계획에 도움을 준 대가로 최순실이 설립한 스포츠단체인 영재센터에 대한 재정 지원을 해주는 형태로 이재용으로부터 뇌물을 수수하였다는 혐의를 받았다.<sup>368</sup>

272. 2018년 4월 6일 서울중앙지방법원은 삼성 그룹 등 재벌 3 곳으로부터 뇌물을 수수한 혐의로 박근혜 대통령에게 징역 24년을 선고했다.<sup>369</sup> 항소심에서 서울고등법원은 박근혜 대통령이 이재용의 삼성 그룹 승계 계획 이행을 지원하기 위해 780만 달러의 뇌물을 수수했다고 판단하고, 형량을 25년으로 늘렸다.<sup>370</sup> 한국 대법원은 2019년 8월 29일 본 선고를 일부 파기하고, 사건을 다시 심리하기 위해 서울고등법원에 환송하였다.<sup>371</sup> 환송심에서 서울고등법원은 징역 20년으로 감형한다고 밝혔다.<sup>372</sup> 박근혜 대통령에 대한 선고는 2021년 1월 21일 한국 대법원이 확정하였다.<sup>373</sup>

273. 2018년 8월 24일, 최순실은 뇌물수수, 강요 및 직권남용으로 유죄판결을 받고 징역 20년을 선고 받았다.<sup>374</sup> 구체적으로, 서울고등법원은 최순실이 받은 뇌물이 2015년 7월 25일 면담에서 청탁된 것이라고 판시하였다.<sup>375</sup> 본 판결과 선고는 2018년 8월 29일 한국 대법원에서 확정되었다.<sup>376</sup>

---

<sup>367</sup> 서울고등법원 2019노 1962, 2019노 2657(병합), 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2020년 7월 10일[R-284].

<sup>368</sup> 반박서면, 제 117항, 제 124항; 서울고등법원 제 4형사부, 2018노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-15], 102-103페이지; 서울고등법원 제 4형사부, 2018노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 29일, 추가 번역본[R-258], 54-55페이지.

<sup>369</sup> 서울중앙지방법원 2017고합 364-1, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 4월 6일[CLA-134].

<sup>370</sup> 서울고등법원 제 4형사부, 2018노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-15, R-258].

<sup>371</sup> 서울고등법원 제 4형사부, 2018노 1087, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[R-276], 1페이지, 12페이지. [REDACTED] 및 [REDACTED], 박근혜 2심서 징역 25년·벌금 200억원, 한겨레, 2018년 8월 25일[C-106], 2페이지

<sup>372</sup> 서울고등법원 2019노 1962, 2019노 2657(병합), 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2020년 7월 10일[R-284].

<sup>373</sup> 한국 대법원 2020도 9836, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2021년 1월 14일[CLA-182].

<sup>374</sup> 서울고등법원 2018노 723-1, 피고인 최순실에 대한 형사판결, 2018년 8월 24일[CLA-131].

<sup>375</sup> 서울고등법원 2019노 1938, 2020년 2월 14일[R-280], 1페이지.

<sup>376</sup> 대법원 2018도 13792, 피고인 최순실에 대한 형사판결, 2018년 8월 29일[CLA-132], 2-6페이지.

274. 서울중앙지방법원은 2017년 6월 8일 문형표 장관과 홍완선 본부장에게 각 직권남용 및 배임 혐의로 유죄 판결을 선고하였다.<sup>377</sup> 항소심에서 서울고등법원은 2017년 11월 14일에 판결을 선고하였다.<sup>378</sup> 한국 대법원은 2022년 4월 14일 문형표 장관과 홍완선 본부장의 항소를 기각하고 서울고등법원의 판결을 확정하였다.<sup>379</sup>
275. 2017년 8월 25일, 이재용은 박근혜 대통령과 최서원에게 승계 계획의 지원을 받기 위하여 뇌물을 공여한 혐의로 유죄 판결을 받았다.<sup>380</sup> 2018년 2월 5일, 서울고등법원은 이재용에 대한 유죄판결을 유지하였다.<sup>381</sup> 2019년 8월 29일 한국 대법원은 판결을 일부 파기하고 서울고등법원에 환송하였다.<sup>382</sup> 환송심에서 이재용의 유죄가 그대로 유지되었고, 징역 2년 6개월을 선고 받았다.<sup>383</sup>
276. 2020년 9월, 이재용과 그 밖에 본건 합병에 주로 참여한 10명의 전현직 삼성 임원들에 대한 추가 기소가 제기되었다.<sup>384</sup> 새로운 공소사실은 삼성 그룹이 “... 주식매수청구권 행사를 최소화하기 위해” 본건 합병 이후 삼성물산과 제일모직 양사의 주가를 부양할 계획을 수립하였다는 것이다.<sup>385</sup>

---

<sup>377</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[**CLA-13, R-237**].

<sup>378</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[**CLA-14, R-243**].

<sup>379</sup> 대법원 2017 노 19635(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2022년 4월 14일[**CLA-233**], 3페이지.

<sup>380</sup> 서울중앙지방법원 2017 고합 194, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2017년 8월 25일[**R-239**]; BBC 뉴스, 삼성 후계자 이재용, 부패 범죄로 징역 선고, 2017년 8월 25일[**C-99**] 참조.

<sup>381</sup> 서울고등법원 2017 노 2556, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2018년 2월 5일[**R-248**].

<sup>382</sup> 한국 대법원 2018 도 2738, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[**CLA-13, R-277**]; 서울고등법원 2019 노 1937, 피고인 이재용에 대한 형사판결[**R-305**].

<sup>383</sup> 서울고등법원 2019 노 1937, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2021년 1월 18일[**CLA-181**], 1페이지.

<sup>384</sup> 이재용 공소장, 2020년 9월 1일[**CLA-188**].

<sup>385</sup> 이재용 공소장, 2020년 9월 1일[**CLA-188**].

**E. 업무집행사원의 자본 출자 및 성과보수**

277. 파트너십 계약 제 4.03 조에 따르면, 업무집행사원은 유한책임사원과 자신을 위하여 매월 업데이트되는 개별 자본 계정을 개설한다.<sup>386</sup>
278. 케이먼 펀드의 2010 년 초 영업 개시부터 2014 년 5 월 말까지 유한책임사원은 약 55 억 6,000 만 달러의 순자본 출자를 제공하였다.<sup>387</sup> 이러한 자본 출자는 유한책임사원의 자본 계정에 적립되었다.<sup>388</sup> 업무집행사원은 2014 년 5 월까지 자신의 자본 계정에 현금 출자를 하지 않았다.<sup>389</sup>
279. 2014 년 5 월 말까지 케이먼 펀드의 자산 가치는 약 65 억 2,000 만 달러였다.<sup>390</sup> Mr. Satzinger 에 따르면 유한책임사원의 순자본 출자액과 케이먼 펀드의 자산 가치 사이의 9 억 6,000 만 달러 차이는 후자의 가치 상승 때문이다.<sup>391</sup> 청구인들의 관점에서 이 금액은 업무집행사원의 “중요한 투자 결정, 관리 및 전문성의 출자”의 가치를 나타낸다.<sup>392</sup>
280. 2010 년 초부터 2014 년 5 월 말까지 업무집행사원은 총액 3 억 5,186 만 달러의 성과보수를 누적했다.<sup>393</sup> 업무집행사원의 성과보수는 업무집행사원이 매년 대부분을 가져가는

---

<sup>386</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 182:8-25 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>387</sup> Satzinger 제 2 차 진술서[CWS-4], 제 13 항.

<sup>388</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 185:16-187:7 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>389</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 192:17-19 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>390</sup> Satzinger 제 2 차 진술서[CWS-4], 제 14 항.

<sup>391</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 188:20-189:9 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>392</sup> 본안전 이의제기에 대한 재반박서면, 제 58 항; Satzinger 제 2 차 진술서[CWS-4], 제 13-14 항; 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 190:4-16 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>393</sup> Satzinger 제 2 차 진술서[CWS-4], 제 15 항.

자신의 자본 계정<sup>394</sup>에서 적립된다.<sup>395</sup> 특히 업무집행사원의 2013년 성과보수는 2014년 1월에 대부분 인출되었다.<sup>396</sup>

281. 2014년 케이먼 펀드의 자산 가치는 약 12% 또는 7억 2,000만 달러 감소하였다.<sup>397</sup> 그 결과 업무집행사원은 2015년에 성과보수를 수령하지 않았다.<sup>398</sup>

282. 2015년 1월 업무집행사원의 자본 계정은 많아야 “수십만 달러”만을 가지고 있었다.<sup>399</sup>

#### IV. 신청 취지

##### A. 청구인들의 신청 취지

283. 수정청구서면에서 청구인들은 중재판정부에게 다음과 같은 중재판정을 요청한다:

- a. 한국은 메이슨의 투자와 관련하여 FTA를 위반하였다;
- b. 한국은 FTA 및 국제법 위반에 대하여 메이슨에게 191,391,610.10 달러 상당의 손해배상 및 보상을 지급한다;
- c. 한국은 배상액에 대하여 판정일까지 ... 연 5% 이율의 월 복리 이자나 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자를 지급한다;
- d. 한국은 제(b)호 및 제(c)호의 금원에 대하여 판정일부터 이를 완전히 지급할 때까지 연 5% 이율의 월 복리 이자나 완전 배상을 위하여 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자를 지급한다;
- e. 추가적 또는 예비적으로, 제(b)호 내지 제(d)호의 청구와 관련된 업무집행사원의 몫과 별개로, 한국은 FTA 및 국제법의 위반으로 업무집행사원에게 1,072,536.78 달러 상당의 손해배상 및 보상과 판정일까지 ... 연 5% 이율의 월 복리 이자나 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자와 함께 이러한 금원을 전부 지급할

---

<sup>394</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 192:23-193:4 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

<sup>395</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 193:12-194:20 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

<sup>396</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 194:1-4 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

<sup>397</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 206:19-207:16 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

<sup>398</sup> Satzinger 제 1차 진술서[CWS-2], 제 15 항; 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 205:4-206:18 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

<sup>399</sup> 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019년 10월 2일, 210:3-9 페이지[Mr. Satzinger의 반대신문].

때까지 동일한 방식으로 계산되거나 완전 배상을 위하여 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의하여 계산된 복리 이자를 지급한다;

- f. 또한,
  - i. 손해배상 및 이자의 판정은 해당 한국 세금을 제외한 금액으로 한다; 및
  - ii. 한국은 손해배상 및 이자의 판정의 지급에 관하여 세금을 공제할 수 없다;
- g. 한국이 메이슨에게 변호사 보수 및 비용 및 중재관련 비용을 포함하여 이 사건 절차와 관련한 일체의 비용 및 이러한 모든 비용에 대한 복리로 산정된 이자를 지급한다; 및
- h. 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 다른 구제수단에 관한 명령.<sup>400</sup>

284. 답변서에서 청구인들은 중재판정부에게 다음과 같은 중재판정을 요청한다:

- a. 한국은 메이슨의 투자와 관련하여 FTA 를 위반하였다;
- b. 한국은 FTA 및 국제법 위반에 대하여 메이슨에게 191,391,610.10 달러 상당의 손해배상 및 보상을 지급한다;
- c. 한국은 배상액에 대하여 판정일까지 ... 연 5% 이율의 월 복리 이자나 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자를 지급한다;
- d. 한국은 제(b)호 및 제(c)호의 금원에 대하여 판정일부터 이를 완전히 지급할 때까지 연 5% 이율의 월 복리 이자나 완전 배상을 위하여 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자를 지급한다;
- e. 추가적 또는 예비적으로, 제(b)호 내지 제(d)호의 청구와 관련된 업무집행사원의 몫과 별개로, 한국은 FTA 및 국제법의 위반으로 업무집행사원에게 917,156 달러 (또는 2,233,093 달러) 상당의 손해배상 및 보상과 판정일까지 ... 연 5% 이율의 월 복리 이자나 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의한 복리 이자와 함께 이러한 금원을 전부 지급할 때까지 동일한 방식으로 계산되거나 완전 배상을 위하여 중재판정부가 결정하는 이율 및 복리 계산 기간에 의하여 계산된 복리 이자를 지급한다;
- f. 손해배상 및 이자의 판정은 해당 한국 세금을 공제한 금액으로 한다; 그리고 한국은 손해배상 및 이자의 판정의 지급에 관하여 세금을 공제할 수 없다;
- i. 한국이 메이슨에게 변호사 보수 및 비용 및 중재관련 비용을 포함하여 이 사건 절차와 관련한 일체의 비용 및 이러한 모든 비용에 대한 복리로 산정된 이자를 지급한다; 및

---

<sup>400</sup> 수정청구서면, 제 269 항.

j. 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 다른 구제수단에 관한 명령.<sup>401</sup>

285. 관할 이의제기에 대한 재항변서면에서 청구인들은 중재판정부에게 다음과 같은 중재판정을 요청한다:

- a. 관할권과 관련된 한국의 모든 이의들을 기각하며, 분쟁이 중재판정부의 관할권과 권한 내에 있고 Mason의 청구가 인정됨을 확인한다;
- b. 본안에 대한 Mason의 제출 서면에 기재된 근거들에 기반하여, 한국이 Mason의 투자와 관련하여 FTA를 위반하였음을 확인한다;
- c. 한국의 FTA와 국제법 위반에 대하여, 본안에 대한 Mason의 제출 서면에서 명시된 대로, 손해배상금, 보상금 및 이자를 한국이 Mason에게 지급할 것을 명한다;
- d. 한국이 메이슨에게 변호사 보수 및 비용 및 중재관련 비용을 포함하여 이 사건 절차와 관련한 일체의 비용 및 이러한 모든 비용에 대한 복리로 산정된 이자를 지급한다; 및
- e. 중재판정부가 적절하다고 여기는 다른 구제수단을 명한다.<sup>402</sup>

## B. 피청구국의 신청 취지

286. 반박서면과 재반박서면에서 피청구국은 중재판정부에게 다음을 요청한다:

- a. 본 중재에서 메이슨이 제출한 청구를 전부 기각한다;
- b. 청구인들에게 법률 보수 및 비용, 전문가 보수 및 비용, 한국이 부담하는 중재판정부 및 PCA 보수 및 비용을 포함하여 본 중재와 관련된 모든 비용을 한국에게 배상할 것을 명령한다; 그리고
- c. 기타 중재판정부가 적절하다고 여기는 한국에 대한 추가적 또는 기타 구제수단을 명령한다.<sup>403</sup>

---

<sup>401</sup> 답변서, 제 403 항.

<sup>402</sup> 관할 이의제기에 대한 재항변서면, 제 114 항.

<sup>403</sup> 반박서면, 제 561 항; 재반박서면, 제 674 항.



## V. 관할권 및 청구적격

287. 판단에 앞서, 중재판정부는 당사자들이 제시한 모든 주장과 증거를 면밀히 검토하였음을 강조하고자 한다. 중재판정부는 하단의 판단을 통해 관련된 모든 주장과 증거를 상세히 제시하지는 아니하나, 그 결정에 이르기까지 관련 사항을 종합 고려하여 판단하였다.

288. FTA 제 11.1 조는 그 범위와 대상에 관하여 다음과 같이 규정하고 있다:

### 제 11.1 조: 적용범위

1. 이 장은 다음에 관하여 당사국이 채택하거나 유지하는 조치에 적용된다.
  - (a) 다른 쪽 당사국의 투자자;
  - (b) 적용대상투자; 그리고
  - (c) 제 11.8 조 및 제 11.10 조에 대하여, 그 당사국의 영역에 있는 모든 투자.
- ...
3. 이 장의 목적상, 당사국이 채택하거나 유지하는 조치라 함은 다음을 말한다.
  - (a) 중앙·지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치; 그리고
  - (b) 중앙·지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치.<sup>404</sup>

289. 피청구국은 관할권 및 청구적격에 대하여 다음과 같은 4 가지 이의를 제기한다: (A) 국민연금과 피청구국의 문제되는 행위는 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하지 않는다; (B) 문제되는 행위가 “조치”였다고 하더라도 청구인들과 “관련”되지 않았다; (C) 본건 합병 표결 등 국민연금의 행위는 피청구인들에게 귀속되지 않는다; 그리고 (D) 내국민대우 주장은 FTA 제 11.12 조 제 2 항에 따른 피청구국의 유보 범위에 속하여 중재판정부의 관할권 밖에 있다.

## A. 문제되는 행위가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하는지 여부

### 1. 피청구국의 입장

290. 피청구국은 “불법행위라고 주장하고 있는 어떠한 행위도 협정의 보호 대상이 되는 한국이

---

<sup>404</sup> FTA[CLA-23], 제 11.1 조.

‘채택하거나 유지한 조치’를 구성하지 않는다”고 주장한다.<sup>405</sup> 피청구국은 청구인들의 청구가 합병에 대한 찬성 투표를 하도록 박근혜 대통령, 청와대 공직자, 문형표 장관 및 보건복지부 공무원이 취한 행위와 합병에 찬성 투표를 하기 위한 홍완선 본부장의 행위를 근거로 하고 있으며, “이들 중 어떤 행위도 협정상 ‘조치’를 구성하지 않는다”고 주장한다.<sup>406</sup>

a) “조치”라는 용어에 대한 적절한 해석

291. “조치”라는 용어는 협정상 광범위하지만 제한이 없는 것은 아닌 용어이며, 국가의 최종적이고 공식적인 행위인 입법적 또는 행정적 규칙 제정 및 관행의 주권적 과정을 반영한다는 것이 피청구국의 입장이다.<sup>407</sup> 따라서 피청구국은 문제 삼는 국가 행위가 주권적 권한 행사에 속한다는 것을 청구인들이 입증해야 한다고 주장한다.<sup>408</sup>
292. 피청구국은 협정의 “조치”에 대한 정의를 “법, 규정, 절차, 요건 또는 관행을 포함”하는 것이라고 지적한다.<sup>409</sup> 피청구국은 “‘조치’란 정부 절차의 공식적인 결과를 의한다”면서, “이러한 형식적 요건이 결여되는 그 어떤 행위도 협정에서 요구하는 ‘채택되거나 유지되는’ 조치가 될 수 없다”고 주장한다.<sup>410</sup>
293. 또한 피청구국은 청구인들이 “‘조치’라는 용어에 대한 정의에서 열거적 정의에 해당하지 않는다고 주장하지만 ... 이 맥락에서 ‘포함하다’라는 용어에는 열거적이지 않다라는 것을 의미하는 고유의 어떤 의미도 포함되어 있지 않다”고 주장한다.<sup>411</sup> 따라서 피청구국은 명시적으로 열거된 조치가 협정에 따른 조치로 취급되어야 한다고만 협정에 규정되어 있을 뿐, 청구인들이 원용하는 조치가 이러한 기준을 충족하지 못한다고 주장한다.<sup>412</sup>

---

<sup>405</sup> 반박서면, 제 193 항.

<sup>406</sup> 반박서면, 제 198 항.

<sup>407</sup> 반박서면, 제 205 항; 재반박서면 제 168 항.

<sup>408</sup> 반박서면, 제 211 항.

<sup>409</sup> FTA[CLA-23], 제 11.1 조 제 1 항을 인용하는 반박서면 제 199 항.

<sup>410</sup> 반박서면, 제 200 항.

<sup>411</sup> 반박서면, 제 202 항.

<sup>412</sup> 반박서면, 제 202 항.

피청구국은 FTA 국문본에서 “includes”에 해당하는 “포함하다”라는 용어가 단순히 “함께 들어가게 하거나 함께 넣다”라는 의미를 갖는다고 지적한다.<sup>413</sup>

294. 또한, 피청구국은, 어떤 용어가 열거된 예시들에 기초하여 해석되어야 한다는 동종제한의 원칙을 통하여, “조치”가 형식적이고 공식적인 행위를 예정한다는 것을 알 수 있다고 주장한다.<sup>414</sup> 정부 조치의 맥락에서 해석할 때, 피청구국은 열거된 용어들이 청구인들이 주장하는 바와 같이 “매우 광범위”한 것이 아니라, 각 용어가 “국가의 공식적이며 구속력있는 지시를 함축”한다고 주장한다.<sup>415</sup> 이와 마찬가지로, 피청구국은 FTA 국문본에 명시된 용어들도 정부 조치의 맥락에서 “조치”라는 용어의 통상적인 의미에 대한 피청구국의 해석과 일치한다고 주장한다.<sup>416</sup>
295. 피청구국은 “면밀한 조사 후 필요한 조치를 취하는 것”을 지칭하는 “조치”라는 단어에 관한 FTA 국문본의 문구도 지적한다.<sup>417</sup> 피청구국은 이러한 용어의 사용이 “조치”가 “면밀한 조사”의 필수적인 체계적 과정을 반영”하는 정부 정책의 공식적 결과만을 가리킨다는 자신의 결론을 뒷받침한다고 주장한다.<sup>418</sup>
296. 피청구국은 “조치”라는 용어에 대한 자신의 해석이 FTA의 직접적이고 더 큰 맥락에 의해 뒷받침된다는 입장이다. 피청구국은 FTA 제 11.1 조에서 “조치”의 직접적인 맥락은 “채택되거나 유지될 것”을 요구하며, “국가의 심의과정이 완결되어야”만 적용되는 것이라고.<sup>419</sup> 피청구국은 정부 조치의 맥락에서 이러한 용어들을 분석하여야 한다면서, “채택”이라는 용어가 공식적 승인 절차를 의미하고, “조치”가 “국가의 의사결의 최종 정점”을 나타내는 것으로 해석하여서는 안 된다는 청구인들의 해석을 배척한다.<sup>420</sup>

---

<sup>413</sup> 재반박서면, 제 173 항.

<sup>414</sup> 반박서면, 제 203 항.

<sup>415</sup> 재반박서면, 제 178-179 항.

<sup>416</sup> 재반박서면, 제 180-181 항.

<sup>417</sup> 표준국어대사전(온라인), “조치”, 2020년 10월 12일 접속[R-334]을 인용하는 반박서면, 제 204 항.

<sup>418</sup> 반박서면, 제 204 항.

<sup>419</sup> 재반박서면, 제 184 항.

<sup>420</sup> 재반박서면, 제 186 항.

297. “조치”라는 용어의 직접적인 맥락을 넘어서, 피청구국은 자신의 해석을 뒷받침하기 위해 FTA 의 다른 조항에서 이루어지는 “조치”의 사용을 인용한다.<sup>421</sup> 피청구국은 이러한 각각의 사용이 “국가의 입법적 또는 규제적 규칙 제정 권한에서 파생된 행위만을 의미”한다고 주장한다.<sup>422</sup>
298. 조약법에 관한 비엔나협약(이하 “VCLT”) 제 31 조 제 1 항에 따라, 피청구국은 “조치”의 의미에 관한 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여 FTA 의 “대상과 목적”을 인용한다.<sup>423</sup> 전문에서 FTA 의 주된 목적을 “명확하고 상호 유익한 규칙의 제정”하는 것으로 인용하고 있음에 주목하면서, 피청구국은 협정이 “ 국가 행위의 특징이 결여된 행위”를 규율하기 위한 것이 아니라고 주장한다.<sup>424</sup>
299. 피청구국은 청구인들의 해석이 공무원의 초기적 행위나 의견 표명 하나 하나를 협정상 청구의 근거가 될 수 있는 “조치”의 수준으로 격상시키므로, “안정적이고 예측 가능한 투자환경”을 창출하기 위해 전문에 명시된 협정의 목적과 부합하지 않는다고 주장한다.<sup>425</sup> 또한 피청구국은 법 집행기관의 개입하여 재산을 보호하기 위한 결정이 사실상 “조치”에 해당하므로, 피청구국의 해석으로 FTA 제 11.5 조가 무의미하게 될 것이라는 청구인들의 주장은 옳지 않다고 주장한다.<sup>426</sup>
300. 또한, 피청구국은 청구인들이 한국이 “불법 또는 월권행위에 대하여 자신이 국제적 책임을 진다”고 주장함으로써, 문제되는 행위가 각각 “조치”에 해당할 것과 “한국에 귀속될 것”을 요구하는 제 11.1 조 제 1 항 및 제 11.1 조 제 3 항의 요건을 혼동하고 결합시켰다고 주장한다.<sup>427</sup>

---

<sup>421</sup> FTA[CLA-23], 제 1.3 조, 제 2.8 조 제 1 항, 제 2.9 조 제 2 항 나목, 제 2.11 조, 제 3.3 조, 제 20.2 조, 제 20.3 조 제 1 항 가목-나목을 언급하는 반박서면, 제 206 항.

<sup>422</sup> 반박서면, 제 206 항.

<sup>423</sup> VCLT[CLA-161], 제 31 조 제 1 항을 인용하는 재반박서면, 제 169 항.

<sup>424</sup> 반박서면, 제 207 항.

<sup>425</sup> 답변서, 제 110(a)항을 언급하는 재반박서면, 제 190 항.

<sup>426</sup> 재반박서면, 제 193 항.

<sup>427</sup> 재반박서면, 제 191-192 항.

301. 피청구국은 중재판정부가 협정이 “모호하다고 판단한다면, 국제법상 국가주권을 덜 침해하는 방식의 해석원칙이 한국의 해석을 지지한다”고 주장한다.<sup>428</sup> 피청구국은 “조치”라는 용어의 의미가 제한된다는 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 투자 협정의 맥락에서 다수의 법률 권한을 인용한다.<sup>429</sup> 피청구국은 자신이 인용하는 법적 권한이 전적으로 다른 명제를 다루고 있다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>430</sup>
302. 또한, 피청구국은 청구인들이 “조치”라는 용어에 대한 “광범위하고 포괄적인 접근”을 뒷받침하기 위해 인용한 법적 권한이 실질적으로 그들의 주장을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>431</sup> 피청구국은 청구인들이 인용한 모든 사건에서 문제가 되는 조치가 “확연히 다른 맥락”에 있거나<sup>432</sup> “국가가 단독으로 주권 행사의 일환으로 취할 수 있는 공식적인 입법 또는 행정 조치”를 반영하였다고 주장한다.<sup>433</sup>

---

<sup>428</sup> 반박서면, 제 208 항.

<sup>429</sup> *Waste Management, Inc. v. United Mexican States (II)*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/00/3, 중재판정, 2004년 4월 30일(이하 “*Waste Management v. Mexico II*”)[CLA-19](계약에 따른 이행의 변경이 있을 것이라는 “아카폴코 시장의 진술은” “법적 권한을 행사하려는 의도가 아니었다”는 중재판정부의 판정을 지적함)을 인용하는 반박서면, 제 209 항; *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999년 11월 1일[RLA-84](“NAFTA 제 11 장의 목적상 계약위반이 그 자체로 ‘조치’로 성립될 수 없다”고 판정함); *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건번호 ARB/07/23, 관할권 이의제기에 대한 2차 결정, 2010년 5월 18일[RLA-123](행위를 “[정부 결의안]이 최종적으로 발표되었을 때까지” 투자협정에 따른 조치로 간주하지 않는다고 판정함).

<sup>430</sup> 재반박서면, 제 197 항.

<sup>431</sup> 반박서면, 제 210 항.

<sup>432</sup> 재반박서면, 제 196 항.

<sup>433</sup> *Fisheries Jurisdiction Case(Spain v. Canada)*, I.C.J. 관할권에 대한 판결, 1998년 12월 4일[CLA-112](“ICJ의 관할권에 대한 캐나다의 유보의 맥락에서” “조치”를 분석할 때, 해당 결정이 관련된 것으로 볼 수 없으며”, 그 사전에서 문제의 “조치는” 공식적인 성격을 가졌다는 ICJ의 분석을 지적함); *Saluka v. Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정문, 2006년 3월 17일(이하 “*Saluka v. Czech Republic*”)[CLA-41](문제 “조치”가 “공식 결의안 통과로 이뤄진다”고 주장함); *Saint-Gobain Performance Plastics Europe v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/13, 책임 및 손해산정 원칙에 관한 결정, 2016년 12월 30일[CLA-137](본건은 *Fisheries Jurisdiction* 사건과 동일한 이유로 관련이 없으며, 중재판정부가 고려한 조치의 정의는 피청구국의 입장을 뒷받침한다고 주장함); *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 본안전 항변에 관한 결정, 2006년 6월 6일[CLA-96](중재판정부가 “법률’과 ‘조치’의 구별이 중요하지 않다고 판단하였으므로”, 관련이 없다고 주장함); *Ethyl Corporation v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 관할권에 대한 판정, 1998년 6월 24일[CLA-108](중재판정부는 발의된 법률에 관하여 “조치”에 해당되는지에 관하여 망설이는 입장을 보였으며, “결국 그 문제를 회피하였다”고 지적함)을 인용하는 반박서면, 제 210 항.

b) 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 피청구국이“  
채택하거나 유지하는 조치”인지 여부

303. 피청구국은 청구인들이 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 문제되는 행위를 집단적인 “부패한 책략”으로 묘사한 것은 한국의 각 행위가 FTA의 목적상 “조치”라는 점을 입증할 책임을 경감시키지 않는다고 주장한다.<sup>434</sup> 따라서, 피청구국은 우선 국민연금의 합병 찬성 표결이 “조치”가 아니라고 주장한다.<sup>435</sup>
304. 피청구국은 “합병에 찬성하는 주주의 의결권 행사는 정부 권한 행사의 특성이 결여된 순수한 상행위”이므로,<sup>436</sup> 이는 협정상 “조치”로 볼 수 없으며, “중재판정부가 국민연금의 의결권 행사가 협정에 따른 “조치”가 아니었다고 판단하는 경우, 청구인들의 청구 자체가 성립할 수 없다”고 주장한다.<sup>437</sup> 피청구국은 *Azinian v. Mexico* 사건을 인용하면서, 상행위자들 사이의 거래 등을 포함시키기 위해 “조치”라는 용어를 확장하는 것은 공공기관과의 여러 통상적인 거래가 “잠재적 국제분쟁”으로 비화되는 결과로 야기할 것이라고 주장한다.<sup>438</sup> 피청구국은 “설령 국민연금이 한국이 그 행위에 대해 책임을 지는 정부기관이라고 가정하더라도 ... 쟁점이 되는 행위는 국민연금이 일방적으로 행한 주주의 의결권 행사이며, 사회 전체에 적용되는 정부행위가 아닐 뿐만 아니라 메이슨과 체결한 거래도 아니다”라고 주장한다.<sup>439</sup>
305. 피청구국은 “‘법규’가 협정상 정의에 따른 조치에 해당할 수는 있지만, ‘법규’에 의해 주어진 권한의 범위에서 취한 모든 행위가 ‘조치’에 해당하는 것은 아니다”라고 주장한다.<sup>440</sup> 따라서 피청구국은 국민연금이 법규를 통하여 위임된 권한에 따라 행위하였는지 여부는 무관하다고 주장한다.<sup>441</sup> 또한, 피청구국은 국민연금이 “조치”에

---

<sup>434</sup> 재판박서면, 제 205 항.

<sup>435</sup> 반박서면, 제 213 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 200:8-12 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>436</sup> 반박서면, 제 213 항.

<sup>437</sup> 반박서면, 제 216 항.

<sup>438</sup> *See Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999년 11월 1일[RLA-84], 제 87 항을 인용하는 반박서면, 제 216 항.

<sup>439</sup> 반박서면, 제 214 항.

<sup>440</sup> 재판박서면, 제 208 항.

<sup>441</sup> 재판박서면, 제 208 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 201:4-8 페이지[피청구국의 모두진술].

해당하는 행위를 채택할 수 있었다고 하더라도, 이는 국민연금의 모든 행위가 “조치”라는 의미는 아니라고 주장한다.<sup>442</sup>

c) **박근혜 대통령, 문형표 장관, 청와대, 보건복지부 및 국민연금  
관계자들의 행위가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치” 인지  
여부**

306. 피청구국은 박근혜 대통령, 문형표 장관, 기타 청와대 관계자, 보건복지부 및 국민연금의 행위가 피청구국에 의한 “채택하거나 유지하는 조치”에 해당하지 않는다고 주장한다.<sup>443</sup> 피청구국은 협정상 “조치”에 해당하지 않는다고 주장하는 박근혜 대통령, 문형표 장관, 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위가 국민연금의 본건 합병 표결에 전적으로 기여하였으므로, 관계자들이 해당 표결을 지지하기 위해 행사한 영향력 역시 협정상 “조치”에 해당할 수 없다고 주장한다.<sup>444</sup>
307. 피청구국은 중재판정부가 이들의 행위를 독립적으로 “조치”로 간주한다고 하더라도, “해당 개인들 각자가 국민연금의 합병 의결권 행사 결과에 영향을 미치기 위해 소위 ‘하급자들’에게 압력을 행사했다는 주장은 ... 협정 제 11.1 조에 따른 청구의 대상이 되는 ‘조치’를 구성하지는 않는다”고 주장한다.<sup>445</sup>
308. 피청구국은 한국 공무원의 행위가 “기껏해야 ... 한국 행정부의 특정 개인들에 의한 전반적인 정책적 이니셔티브의 추진”이지만, “이 행위는 법, 규정에 의하거나 공식적인 행정조치를 통한 규칙제정이라는 주권행위에 미치지 못하는 것이 명백하다”고 주장한다.<sup>446</sup> 피청구국은 이러한 주권적 규칙 제정이 결여된 행위와 미국 대통령이 상원 다수당 대표에게 특정 법률의 통과를 지원하도록 지시하는 방법을 비교한다.<sup>447</sup>
309. 피청구국은 청구인들이 “청와대 또는 보건복지부 관계자들, 또는 국민연금 직원들의 행위가 문제되는 행위는 대한민국의 ‘조치’여야 한다는 협정의 선결요건을 충족하는지

---

<sup>442</sup> 재반박서면, 제 215 항.

<sup>443</sup> 반박서면, 제 215 항.

<sup>444</sup> 반박서면, 제 216 항.

<sup>445</sup> 반박서면, 제 217 항.

<sup>446</sup> 반박서면, 제 219 항.

<sup>447</sup> 반박서면, 제 220 항.

여부를 입증할 수 없다”고 주장한다.<sup>448</sup> 또한, 피청구국은 정부 공무원의 행위를 “조치”로 규정하려는 청구인들의 시도가 부적절하다고 주장한다.<sup>449</sup> 예를 들어, 피청구국은 대통령의 모든 행위가 법률인 것은 아니며, 박근혜 대통령이 “구체적으로 요구”하였다는 주장에 대한 근거가 없다고 주장한다.<sup>450</sup>

310. 문형표 장관과 관련하여, 피청구국은 “한국법이 [그]에게 특정 권한을 위임한 사실이 ... 그의 행위가 협정상의 조치에 해당하는지 여부를 좌우하지 않는다”고 주장한다.”<sup>451</sup> 피청구국은 (피청구국이 동의하지는 않지만) 설령 그가 국민연금의 표결을 침해하였다고 하더라도, 해당 행위는 여전히 “조치”를 구성하기 위해 요구되는 공식적인 주권 활동이 아니라고 주장한다.<sup>452</sup>
311. 또한 피청구국은 국민연금 직원들의 행위가 협정 조치의 수준에 미치지 못한다고 주장한다.<sup>453</sup>
312. 피청구국은 청구인들이 이른바 “권력 남용” 및 “과정 침해”에 초점을 맞추는 것이 한국법상 한국에게 귀속되거나 불법일 수 있는지 여부와 무관하기 때문에 근거가 없다고 결론내린다.<sup>454</sup>

## 2. 청구인들의 입장

313. 청구인들은 본 분쟁에서 자신의 청구가 “한국 중앙 정부가 여러 산하 기관의 행위들을 통하여 채택한” 조치, 즉 “협정에 따른 한국의 국제적 책임”으로부터 발생하였다고 주장한다.<sup>455</sup>

---

<sup>448</sup> 반박서면, 제 221 항.

<sup>449</sup> 재반박서면, 제 211-212 항.

<sup>450</sup> 답변서, 제 118 항을 인용하는 재반박서면, 제 213 항.

<sup>451</sup> 재반박서면, 제 214 항.

<sup>452</sup> 재반박서면, 제 214 항.

<sup>453</sup> 재반박서면, 제 215 항.

<sup>454</sup> 재반박서면, 제 216-217 항.

<sup>455</sup> 수정청구서면, 제 115 항.



a) “조치”라는 용어에 대한 적절한 해석

314. 청구인들은 FTA의 “조치”에 대한 정의가 “입법부, 집행부, 행정부, 사법부 및 그 밖의 ‘규제행위’를 포함하는 모든 형태의 ‘정부 행위’”를 포함하는 “광범위하되 제한적으로 열거하지 않은” 것이라고 주장한다.<sup>456</sup> 청구인들은 사전적 출처와 FTA 제 1.4 조의 예시 목록에서 뒷받침되는 용어의 통상적인 의미가 “일반적”이고, “광범위”하며, “포괄적”이고 “개방형”이라고 주장한다.<sup>457</sup> 따라서 청구인들은 용어의 정의상 “공식적”인 행위일 것을 요구하는 피청구국의 입장을 배척한다.<sup>458</sup>
315. 용어의 직접적인 맥락에서, 청구인들은 “채택하거나 유지하는 조치”가 일정 기간 동안의 단일 조치 또는 일련의 조치를 반영한다고 주장한다.<sup>459</sup> 이는 청구인들이 “수락하다, 동의하다 및 시행하다”라고 정의하는 FTA의 “채택”이라는 용어 사용을 근거로 한다.<sup>460</sup> 청구인들은 국문본의 *채택하다*가 “작품, 의견, 제도 따위를 골라서 다루거나 뽑아 쓰다”라는 의미이므로, 이러한 의미를 확인한다고 주장한다.<sup>461</sup> 청구인들은 이러한 맥락 밖에서 해당 표현을 사용하는 것이 국가기관만이 “조치”를 “채택하거나 유지”할 수 있다는 피청구국의 입장과 모순이 되기 때문에 이러한 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>462</sup>
316. 또한, 청구인들은 자신들의 주장이 피청구국의 행위에 근거하므로 한국이 의견 또는 “정책적 바람”에 대한 책임을 지지 않아야 한다는 피청구국의 주장에는 근거가 없다고 본다.<sup>463</sup> 본건에서, 청구인들은 피청구국의 의견 또는 바람이 “행위 또는 일련의 행위들”로 해석되는 경우 피청구국에게 책임이 주어진다고 주장한다.<sup>464</sup> 또한 청구인들은 협정의

<sup>456</sup> FTA[CLA-23], 부속서 11-나, 제 3 항 나호를 인용하는 수정청구서면, 제 116-17 항.

<sup>457</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 9 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 86:4-13 페이지, 19-22 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>458</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 11 항.

<sup>459</sup> 수정청구서면, 제 117 항; 답변서, 제 103 항.

<sup>460</sup> (온라인) Black 법률사전, “채택하다’란?”[R-318]을 인용하는 답변서, 제 104 항.

<sup>461</sup> 표준국어대사전(온라인), *채택하다*[R-335]를 인용하는 답변서, 제 104 항.

<sup>462</sup> 예를 들어 FTA[CLA-23], 제 1.3 조(조치를 “채택”하거나 “유지”할 수 있다); 제 7.10 조 제 7 항(“당사국은 민사, 형사 및 행정적 조치를 포함하는 적절한 조치를 적용할 수 있다”); 제 20.2 조(“당사국은 법, 규정 및 그 밖의 모든 조치를 채택, 유지하고 이행한다”)(청구인들의 강조 추가)를 언급하는 관할 이의제기에 대한 재항변서면, 제 15-17 항.

<sup>463</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 18 항.

<sup>464</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 18 항.

실질적인 보호를 위반하는 특정 “비확정적” 행위가 “조치”가 될 수 없다는 피청구국의 견해에 대해서도 동의하지 않는다.<sup>465</sup>

317. 청구인들은 FTA가 “‘알려진 조치들을 폐쇄적으로’ 정하고 있다”는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>466</sup> 협정의 “조치”라는 용어에 관한 것 등, 두 차례에 걸쳐 “포함하다”라는 단어가 사용된다는 점에 주목하면서, 청구인들은 “조치”라는 용어가 협정에 열거된 항목들을 배타적으로 반영하기 위한 것이 아니라고 주장한다.<sup>467</sup> 또한 청구인들은 문언해석의 기본원칙에 따를 때 FTA에서 “포함한다”라는 용어의 사용이 FTA의 입안자가 사용하려면 사용할 수 있었던 “말한다”라는 단어의 의미를 부여하지 않음을 보여준다고 주장한다.<sup>468</sup>
318. 또한 청구인들은 “한국이 제시한 용례를 보더라도[,] ‘법, 규정 및 그 밖의 모든 조치’라는 문구가 언급되어 있다”면서, “조치”라는 단어가 보다 넓은 맥락에서 협정 전체에 걸쳐서 사용되므로 제한적인 사용과 모순된다고 지적한다.<sup>469</sup>
319. 청구인들은 “조치”에 대하여 보다 제한적인 정의를 채택하는 것이 “... 협정의 대상과 목적과 ... 상반된 불합리하고 자의적인 결과”를 초래할 것이라고 주장한다.<sup>470</sup> 청구인들은 이 경우 국가가 투자자들을 공평하게 대우하는 한편 비공식적인 경로를 통하여서는 홀대할 수 있게 되는 왜곡된 유인을 불러일으킬 것이며, International Law Commission(국제법 위원회)의 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정(이하 “**ILC 규정**”)에서 정하는 바에 따른 “[국가]의 국제적 책임범위로부터 이러한 행위의 상당 부분을 들어내고 있다”고 주장한다.<sup>471</sup>
320. 또한 청구인들은 피청구국의 해석이 투자를 ... 규율하는 명확하고 상호 유익한 규칙의 제정” 및 “안정적이고 예측 가능한 투자환경을 창출”하는 협정의 대상과 목적을 약화시킬

---

<sup>465</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 18 항.

<sup>466</sup> 반박서면, 제 202 항을 언급하는 답변서, 제 100 항.

<sup>467</sup> 답변서, 제 100 항.

<sup>468</sup> 답변서, 제 100 항.

<sup>469</sup> 반박서면, 제 206 항; FTA[**CLA-23**], 제 20.2 조를 언급하는 답변서, 제 109 항.

<sup>470</sup> 답변서, 제 110 항.

<sup>471</sup> ILC 규정[**CLA-24**] 제 7 조를 인용하는 답변서, 제 110 항.

것이라고 주장한다.<sup>472</sup> 청구인들은 협정에 의해 규제되거나 규제되지 않는 행위의 유형을 자의적으로 구분하는 것은 협정의 명확성 목적을 저해하고, “조치”라는 용어를 심각하게 제한함으로써 협정이 발전시키고자 하는 안정성 및 예측가능성을 저해한다고 주장한다.<sup>473</sup>

321. 또한 청구인들은 “채택하거나 유지하는 조치”의 의미가 다양한 정부기관이 수행하는 “민주적인 수정 기능”의 필연적 결과라는 피청구국의 주장에 동의하지 않는다.<sup>474</sup> 청구인들은 여러 국가기관들이 취한 조치들이 행위의 성질을 바꾸지 않으며, 이 경우 국가기관들 사이의 통제 시스템은 시정 기능을 수행하는 것보다 위반을 촉진시키기 위해 사용된다고 주장한다.<sup>475</sup>

322. 나아가, 청구인들은 “조치”에 대한 피청구국의 제한적인 정의에 따르면 FTA의 다른 여러 실질적 보호가 무의미해질 것이라고 주장하면서, FTA 제 11.5 조 또는 제 11.6 조의 위반이 해당 범위를 벗어나는 예시를 든다.<sup>476</sup> 청구인들은 본 조항이 각각 금지하는 투자물의 파괴 또는 물리적 압류가 공식적인 입법, 규제 또는 결정에 반영될 가능성이 없으므로, 협정의 보호 대상에서 제외된다고 주장한다.<sup>477</sup>

323. 청구인들은 “조치”라는 용어가 국가의 작위 또는 부작위를 포함한다는 원칙을 뒷받침하기 위하여 여러 법적 권한들을 인용한다.<sup>478</sup> 이는 “조치”의 용어가 광범위하다는 주장을 뒷받침한다고 청구인들이 주장하는 북미자유무역협정(이하 “NAFTA”)

---

<sup>472</sup> FTA[CLA-23], 서문을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 19 항.

<sup>473</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 20-21 항.

<sup>474</sup> 답변서, 제 106-107 항.

<sup>475</sup> 답변서, 제 108 항.

<sup>476</sup> 답변서, 제 111 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 23 항.

<sup>477</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 23 항.

<sup>478</sup> *Fisheries Jurisdiction(Spain v. Canada)*, ICJ 판결, 1998년 12월 4일[CLA-112], 제 66 항; *Saluka v. Czech Republic*[CLA-41], 제 459 항(조치를 “[국가]의 작위 또는 부작위”로 정의함); *Saint-Gobain Performance Plastics Europe v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/13, 책임 및 손해산정 원칙에 관한 결정, 2016년 12월 30일[CLA-137], 제 394 항(조치가 “수용 행위에 해당할 수 있는 당사국의 모든 작위 또는 부작위”를 포함한다고 판시함); *Canfor Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 선결 문제에 대한 판정, 2006년 6월 6일[CLA-96](조치가 “미국이 국제법상 국가의 책임을 가지는 모든 행위”를 포섭한다고 지적함)을 인용하는 수정청구서면, 제 118-20 항.

제 201 조의 동일 조항에 대한 분석을 포함한다.<sup>479</sup> 청구인들은 FTA 와 유사한 NAFTA 체계에 따라 구성된 중재판정부들 인용하면서, 이들이 “조치”에 대하여 동일한 정의를 사용한다고 주장한다.<sup>480</sup>

324. 또한 청구인들은 “‘법률’ 또는 ‘규정’이 조치를 구성할 수 있으나 ... ‘법률’ 또는 ‘규정’에 의하여 부여된 권한 범위 내에서의 모든 행위가 ‘조치’인 것은 아니다”라는 피청구국의 주장에는 아무런 근거가 없다고 주장한다.<sup>481</sup> 또한 청구인들은 이러한 견해가 국제관습법뿐만 아니라, 해당 조항이 “문제된 행위의 유형에 따른 구분을 하지 않고 있다”는 미국의 입장과도 모순되므로, 상업적 행위가 “조치”의 일부를 구성할 수 없다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>482</sup>
325. 마지막으로, 청구인들은 “조치”의 보다 제한적인 정의를 뒷받침하기 위한 피청구국의 법적 권한이 실제로는 전혀 다른 쟁점을 다루고 있으며, 피청구국의 해석을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>483</sup>

---

<sup>479</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 86:23-87:5 페이지[청구인들의 모두진술]. Zachary Douglas, 투자 청구의 국제법(Cambridge Univ. Press, 2009)[CLA-49], 241 페이지(“NAFTA 의 당사국들이 제 201 조를 제 11 장 투자 보호 의무의 범위를 좁히기 위한 수단으로 사용하지 않는다”고 언급함) 참조.

<sup>480</sup> *Frontier Petroleum v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2010 년 11 월 12 일[CLA-113], 제 223 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 26 항.

<sup>481</sup> 재반박서면, 제 208 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 32 항.

<sup>482</sup> 한미 FTA 제 11.20 조 제 4 항[CLA-105]에 따른 미합중국의 서면, 제 3 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 32 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 89:20-90:12 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>483</sup> *Waste Management Inc. v. United Mexican States(II)*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/00/3, 중재판정, 2014년 4월 30일(청구인들은 중재판정부가 “주장된 ‘조치’는 ‘조치’가 아니라고 시사한 바 없다”고 지적함); *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999년 11월 1일[RLA-84](청구인들은 “중재판정부는 ‘채택하거나 유지하는 조치’의 의미에 관한 어떠한 논의도 하지 않았다”라고 주장함); *Railroad Development Corporation v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건번호 ARB/07/23, 관할권 이의제기에 대한 2 차 결정, 2010년 5월 18일[RLA-123], 제 125 항(“중재판정부는 문제된 조치가 ... 협정 발효 전에 이루어졌다는 내용의 시적 범위에 기한 항변”을 검토하였음); *Mesa Power v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2012-17, 중재판정, 2016년 3월 24일[CLA-120](“‘조치’라는 단어는 ‘폭넓게 보아야 한다’”고 판단함)을 인용하는 답변서, 제 113-114 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 30 항.

**b) 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 피청구국이“  
채택하거나 유지하는 조치”인지 여부**

326. 피청구국의 행위가 “조치”에 해당하는지에 관하여, 청구인들은 “홍완선 본부장 및 국민연금이 취한 행위 및 조치는 ... 한국 정부의 관련 기관이 채택한 조치를 구성하는 것이 명백하다”고 주장한다.<sup>484</sup> 청구인들은 본건 합병 표결에 대한 국민연금의 절차가 침해되어, 법규에 따라 위임된 권한을 행사하여 국민연금이 취한 찬성 투표가 부패하였다고 주장한다.<sup>485</sup>

**c) 박근혜 대통령, 문형표 장관, 청와대, 보건복지부 및 국민연금  
관계자들의 행위가 피청구국이“채택하거나 유지하는 조치”인지  
여부**

327. 또한, 청구인들은 “합병 찬성 투표를 위하여 박근혜 대통령과 및 청와대 공무원들이 취한 행위 및 조치”와 “합병 찬성 투표를 위하여 문 장관 및 보건복지부 공무원들이 취한 행위 및 조치”도 “한국 정부의 관련 기관이 채택한 “조치”를 구성하는 것이 명백”하다고 주장한다.<sup>486</sup>

328. 청구인들은 이러한 행위가 피청구국이 주장하는 것처럼 “정책적 이니셔티브의 추진’이나 단순한 ‘압력의 행사’가 아니었으며” “통제, 감독구조를 직접적으로 이용하고 남용한 것”이었다고 주장한다.<sup>487</sup> 청구인들은 문제되는 행위가 모두 “공적 권한이라는 영향력” 아래 이루어졌고, “준수가 요구되는 그러한 권한이 없었다면 이들의 활동은 전적으로 무위에 그쳤을 것”이라고 주장한다.<sup>488</sup>

**3. 미국 서면**

329. 미국은 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호가 한쪽 당사자의 정부기관 또는 당국이 채택하거나 유지하는 조치가 해당 당사자에게 귀속되며 문제되는 행위의 유형에 따른 구별이 없음을 확인한다고 주장한다.<sup>489</sup> 미국은 또한 국영기업과 같은 비정부기구에 대한 귀속은

---

<sup>484</sup> 답변서, 제 115 항.

<sup>485</sup> 답변서, 제 118 항.

<sup>486</sup> 답변서, 제 115 항.

<sup>487</sup> 반박서면, 제 219 항을 언급하는 답변서, 제 119 항.

<sup>488</sup> 답변서, 제 120 항.

<sup>489</sup> ILC 규정[CLA-166], 제 4 조, 주석 6 을 인용하는 미국 서면, 제 3 항.

문제되는 행위가 성질상 정부적 행위이고 “비정부기구가 채택하거나 유지하는 조치가 일방 당사국의 정부 또는 당국이 ‘위임한 권한을 행사하여’ 수행되는 경우에만 성립될 수 있다”고 주장한다.<sup>490</sup> 또한 미국은 FTA 제 16.9 조에 따라, 이러한 “위임”에는 “국영기업에게 이전되거나 ... 국영기업의 행사를 승인하는 ... 정부 당국의 입법 부여와 정부 명령, 지시 또는 기타 행위”가 포함될 수 있다고 명시한다.<sup>491</sup> 미국은 비정부기구의 문제되는 행위가 권한 위임의 범위를 벗어났다면 이는 FTA 제 11.1 조의 “조치”에 해당하지 않는다고 결론짓는다.<sup>492</sup>

#### 4. 중재판정부의 분석

330. 중재판정부는 먼저 피청구국의 문제되는 행위가 FTA 의 의미상 조치를 구성하는지 여부의 문제로 넘어가기 전에 FTA 제 11.1 조에서 인정된 “조치”라는 용어의 해석을 다룬다.

##### a) “조치”라는 용어에 대한 해석

331. VCLT 제 31 조 제 1 항에 따라, 중재판정부는 먼저 “조치”라는 용어의 통상적인 의미에 대한 분석 및 평가를 할 것이다.

332. FTA 제 11.1 조 제 3 항은 투자 챕터의 목적상, “당사국이 채택하거나 유지하는 조치”는 (a) 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국이 채택하거나 유지하는 조치, 그리고 (b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 조치를 의미한다”고 규정하고 있다.

333. 또한 FTA 제 1.4 조는 “조치”가 “모든 법, 규정, 절차, 요건 또는 관행을 포함한다”고 정의한다.

334. 중재판정부가 보기에, FTA 제 11.1 조 제 3 항 및 제 1.4 조에 정의된 “조치”라는 용어의 통상적인 의미는 입법부 또는 행정부의 규칙 제정 또는 관행의 주권적 절차에 의한

---

<sup>490</sup> ILC 규정[CLA-166], 제 5 조를 인용하는 미국 서면, 제 4-5 항.

<sup>491</sup> 미국 서면, 제 4 항.

<sup>492</sup> 미국 서면, 제 4 항.

결과인지 여부와 관계없이 투자유치국의 공식적 및 비공식적 행위를 모두 포괄할 정도로 충분히 광범위하다.

335. 첫째, 투자유치국의 행위의 성격에 대하여 제한이 없음을 “조치”라는 용어 그 자체로부터 유추할 수 있다. 피청구국이 인용한 사전들은 “조치”라는 용어에 대한 일반적이고 광범위한 정의를 포함하고 있으며,<sup>493</sup> 해당 용어에 관한 공통의 이해는 정부 절차의 공식적인 결과에 국한된다는 것을 의미하지 않는다.
336. 둘째, “포함하다”라는 동사는 FTA 제 1.4 조에서 정하는 예시 목록이 열거적인 의미가 아니라는 것을 명확히 한다. 열거된 예시들을 살펴봄으로써 “조치”라는 용어의 의미를 정하려고 하더라도, 그 통상적인 의미는 비공식적이거나 상업적 행위가 협정의 본문에서 배제된다는 것을 의미하지 않는다. 첫 2 개의 예시(법령)는 실제로 주권적인 입법부 또는 행정부의 규칙 제정 과정을 의미하지만, “절차”, “요건” 또는 “관행”은 서로 다른 맥락에서 다른 의미로 사용되는 일반적인 용어이며, 투자유치국의 주권적 권한 행사로 제한되지 않는다.
337. 셋째, 협정 당사국이 조치를 “채택하거나 유지”한다는 FTA 제 11.1 조 제 3 항을 추가함으로써 어떠한 다른 의미도 도출할 수 없다. 중재판정부의 관점에서, 이와 같은 두 동사의 통상적인 의미는 정당하게 취해진(“채택된”) 조치와 어느 시점 전에 취해졌으나 여전히 유지되고 있는(“유지된”) 조치가 모두 협정의 범위에 속한다는 것을 명확히 하는 것이다.
338. “조치”라는 용어의 통상적인 의미에 대한 이와 같은 해석은 다른 국제 재판소 및 중재판정부의 법리에도 부합한다. 특히, 청구인들은 *Fisheries Jurisdiction* 사건에서 국제사법재판소(이하 “ICJ”)가 “일상적인 의미에서 [‘조치’]라는 단어는 어떠한 행위, 단계 또는 절차조차 포괄할 수 있을 만큼 광범위하며, 그 실질적인 내용이나 그에 따라 추구되는 목표에는 특별한 제한이 부과되지 않는다”고 판시하였음을 지적한다.<sup>494</sup>

---

<sup>493</sup> Merriam-Webster 사전, “조치”의 정의, 2020년 10월 29일 접속[R-325](“목적을 위한 수단으로서 계획되거나 취해진 대책”); Lexico(Oxford University) 사전, “조치”의 정의, 2020년 10월 29일 접속[R-323](“특정한 목적을 달성하기 위하여 취해진 계획 또는 방책”); Oxford English 사전, “조치”의 정의, 2020년 10월 29일 접속[R-329](“어떠한 목적 달성을 의도한 계획 또는 방책”).

<sup>494</sup> *Fisheries Jurisdiction(Spain v. Canada)*, ICJ 판결, 1998년 12월 4일[CLA-112], 제 66 항; *Saluka v. Czech Republic*[CLA-41], 제 459 항 참조; *Saint-Gobain Performance Plastics Europe v. Bolivarian*

339. 상업적 행위가 협정 위반을 야기할 수 있는지 여부는 국가 귀속의 맥락에서 문제될 수 있지만, 협정의 본문에서 비공식적이거나 상업적으로 인정될 수 있는 모든 행위를 배제한다는 문언적 근거는 없다.
340. 따라서 중재판정부는 FTA 제 11.1 조에서 “조치”라는 용어가 투자유치국의 모든 작위 또는 부작위를 포함한다고 판단한다. 중재판정부가 보기에, 협정 문언상 “조치”라는 용어가 피청구국이 제안한 바와 같이 국가의 최종적이고 공식적인 행위인 입법적 또는 행정적 규칙 제정 및 관행의 주권적 절차에 국한된다는 징후는 없다.
341. 이러한 정의는 협정의 대상과 목적에서도 뒷받침된다(VCLT 제 31 조 제 1 항). 중재판정부는 “조치”라는 용어를 주권적 권한의 행사를 수반하는 공식적인 행위로 한정하는 것이 협정의 대상과 목적에 반한다는 청구인들의 의견에 동의한다. 그렇지 않을 경우, 투자유치국들은 공식적인 정부 의사결정 과정을 회피하고 비공식적인 행위에 관여함으로써 FTA 제 11.5 조 제 1 항에 따라 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 적용대상투자에 부여할 의무와 같은 협정상 의무를 면할 수 있을 것이다.
342. 나아가, “조치”라는 용어에 대하여 이와 같이 협소하게 해석하는 것은 국가 귀속에 관한 규칙들과 충돌할 것이다. 이러한 맥락에서, 피청구국은 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호<sup>495</sup>에 따라 국가기관의 상업적 행위가 국가에 귀속될 수 있음을 인정하는 것으로 보인다(그러나 피청구국에 따르면 비정부기관의 경우 이를 귀속시킬 수 없음<sup>496</sup>). 그러나 국가 귀속의 맥락에서 주권적 행위와 상업적 행위 사이의 이러한 구별은 모든 상업적 행위를 협정의 본문에서 완전히 배제한다면 무의미해질 것이다.
343. 따라서 중재판정부는 “조치”라는 용어가 주권적 권한의 행사를 수반하는지 여부와 관계없이 투자유치국의 공식적 및 비공식적 작위 또는 부작위를 모두 포함한다고 판단한다.

---

*Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/13, 책임 및 손해산정 원칙에 관한 결정, 2016년 12월 30일[CLA-137], 제 394 항.

<sup>495</sup> 반박서면, 제 245 항(ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조는 제 11.1 조 제 3 항 가호 및 나호를 해석함에 있어 단지 “유용한 지침”, “예컨대 주권행위와 상행위 간의 경계에 관한 지침”을 제공한다고 기재함).

<sup>496</sup> 반박서면, 제 281-285 항.



**b) 피청구국의 행위의 적격성**

344. 중재판정부는 피청구국의 문제되는 행위가 FTA 제 11.1 조의 의미 내에서 “조치”에 해당하는지 여부를 다루고자 한다.
345. 청구인들에 따르면, 다음과 같은 일련의 조치 및 단계는 한국 정부의 관련 기관이 채택한 “조치”를 구성한다.<sup>497</sup>
- (a) 대통령 산하 부처인 보건복지부와 보건복지부 공무원들에 대한 지시 등, 합병 찬성 투표를 위하여 박근혜 대통령과 및 청와대 공무원들이 취한 행위 및 조치;
  - (b) 직무 수행에 있어서 홍 본부장 및 국민연금 직원들에 대한 지시 등, 합병 찬성 투표를 위하여 문형표 장관 및 보건복지부 공무원들이 취한 행위 및 조치;
  - (c) 국민연금 임직원들의 국민연금의 적정 절차에 대한 침해 등 합병을 찬성하게 하여 부패한 계획을 실행하기 위해 홍 본부장 및 국민연금이 취한 행위 및 조치.
346. 반면, 피청구국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하는 것은 주권적 권한 행사를 결여한 순수한 상업적인 행위이므로 “조치”가 아니라고 주장한다.<sup>498</sup> 또한, 피청구국은 본건 합병의 표결 전에 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 행위가 특정 한국 행정부 소속 개인의 정책적 이니셔티브를 수반하였을 뿐 어떠한 규칙 제정이나 집행 권한을 수반하지 않았으므로, 협정상 “조치”에 해당함을 부정한다.<sup>499</sup>
347. “조치”가 주권적 권한의 공식적 행사를 수반할 필요가 없다는 중재판정부의 선행 판단에 비추어 볼 때, 중재판정부는 청구인들이 주장하는 국가 귀속의 문제 또는 협정 위반의 본안과 관계없이, 국민연금이 본건 합병에 찬성하는 표결과 청와대, 보건복지부 및 국민연금 공무원의 행위가 모두 FTA 제 11.1 조가 의미하는 피청구국이 “채택되거나 유지되는 조치”에 해당한다고 판단한다.
348. 따라서, 중재판정부는 청구인들의 청구가 피청구국이 “채택하거나 유지하는 조치”를 토대로 하지 않는다는 피청구국의 관할권 이의제기를 기각한다.

---

<sup>497</sup> 수정청구서면, 제 121 항.

<sup>498</sup> 반박서면, 제 213 항.

<sup>499</sup> 반박서면, 제 219 항.

## B. 피청구국의 조치가 청구인들과 그 투자와 “관련”되는지 여부

### 1. 피청구국의 입장

349. 피청구국은 청구인들의 청구의 기초가 되는 행위가 한국이 채택한 “조치”에 해당한다고 중재판정부가 판단한다고 하더라도, “메이슨은 해당 조치가 메이슨 또는 메이슨의 삼성물산 및 삼성전자에 대한 투자에 ‘관한’ 것인지 여부를 입증해야 한다”고 주장한다.<sup>500</sup> 피청구국은 구체적으로 “어떤 행위를 했을 때 그 대상이 추후 행위로 인해 간접적으로 영향을 받는다는 이유로 ‘관련’이 있다고 볼 수는 없다”고 주장한다.<sup>501</sup> 따라서, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결이 청구인들의 삼성물산 투자에 간접적이고 결과적인 영향을 미쳤을 뿐, 청구인들의 삼성전자 투자에 어떠한 영향도 미치지 않았으므로, 쟁점 조치는 청구인들 또는 청구인들의 투자에 “관한” 것으로 간주될 수 없다고 주장한다.<sup>502</sup>
350. 피청구국은 어떠한 조치가 투자자와 “관련”이 있어야 한다는 요건이 “그러한 요건이 없었더라면 당사국이 국가의 조치로 인해 부수적 또는 결과적으로 투자에 영향을 받은 투자자들에 대해 부담하였을 무한한 책임을 제한”하기 위한 것이라고 주장한다.<sup>503</sup> 피청구국은 “관련”이 적어도 NAFTA의 문맥에서 “투자자나 투자에 대한 조치의 단순한 효과 이상을 의미하며 ... 이들 간에 법적으로 유의미한 관련성을 요구한다”(피청구국의 강조 추가)는 원칙을 뒷받침하기 위하여 *Methanex v. United States* 사건을 인용한다.<sup>504</sup> 또한 피청구국은 *Dickson Car Wheel v. Mexico* 사건에서 국가의 행위로 인한 모든 결과적 또는 필연적 효과에 대해 국가가 책임을 부담할 수 있다는 주장을 배척하는 판결을 인용한다.<sup>505</sup> 피청구국은 협정 제 11.1조 제 1항의 “관하여”라는 문언은 법적으로 유의미한

---

<sup>500</sup> 반박서면, 제 194 항.

<sup>501</sup> 반박서면, 제 224 항.

<sup>502</sup> 반박서면, 제 224 항.

<sup>503</sup> 반박서면, 제 225 항.

<sup>504</sup> *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 부분판정문(이하 “*Methanex v. US*”)[**RLA-92**], 제 147 항을 인용하는 반박서면, 제 226 항.

<sup>505</sup> *Dickson Car Wheel Company (U.S.A.) v. United Mexican States*, 미국-멕시코 일반청구위원회, 4 R.I.A.A. 669, 1931년 7월[**RLA-206**]을 인용하는 재반박서면, 제 226 항.

관련성이 있을 것을 요구한다고 인정하나, 법적으로 유의미한 관련성이 “여하한” 관련성 이상을 의미한다고 주장한다.<sup>506</sup>

351. 또한, 피청구국은 “실질적으로나 단지 결과적으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 조치만으로는” NAFTA 의 “관련성” 요건에 불충분하다고 주장하기 위해 *Resolute Forest Products v. Canada* 사건을 지적한다.<sup>507</sup> 본 판례와 미국 서면을 토대로, 피청구국은 “관련성” 요건을 충족하기 위해서는 그 행위가 청구인들과 그 투자와 법적으로 유의미한 관련성을 가져야 하며, 청구인들에 대한 부정적인 영향만으로는 기준을 충족하지 못할 것이라고 주장한다.<sup>508</sup> 피청구국은 이러한 요건이 FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호에 따른 청구인들의 인과관계 입증책임과 동일하지 않다고 주장한다.<sup>509</sup>
352. 또한, 피청구국은 해당 문구가 적절한 맥락에서 고려되어야 하므로, 협정은 “관련성” 요건에 대한 청구인들의 광범위한 해석을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>510</sup> 피청구국은 “관련성” 요건이 협정에 따른 피청구국에 대한 잠재적 청구인들 집단을 한정하기 위한 것이므로 법적으로 유의미한 연관성을 요구하는 것이 본 목적에 부합하며, 또한 협정 당사국들의 국내법상 내국인 투자자보다 더 큰 실질적인 보호를 서로의 투자자에게 부여하지 않기로 합의한 것에도 부합한다고 주장한다.<sup>511</sup> 또한, 피청구국은 한국의 조치가

---

<sup>506</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 4 항.

<sup>507</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018년 1월 30일[**RLA-167**], 제 242 항을 인용하는 반박서면, 제 229 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 5 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1023:2-13 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>508</sup> 반박서면, 제 230 항; 재반박서면, 미국 서면, 제 7 항을 인용하는 제 219 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 4-5 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 202:17-20 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>509</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018년 1월 30일[**RLA-86**], 제 242 항(“중재판정부는 조치 및 청구인 또는 청구인의 투자 간에 ‘법적으로 유의미한 관련성’이 반드시 존재해야 한다는 결론을 내린다. 중재판정부는 법적 인과관계 충족여부를 기각함에 있어 *Apotex II* 사건 중재판정부와 같은 입장을 취한다. 청구 본안에 대한 결정 시 인과관계에 대한 제 11 장의 실체적 요건을 분석해야 한다.”)을 인용하는 재반박서면, 제 225 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1021:14-1023:7 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>510</sup> VCLT[**CLA-161**], 제 31 조 제 1 항 및 제 2 항을 인용하는 재반박서면, 제 222 항. Richard Gardiner, *Treaty Interpretation* (2nd ed. Oxford Univ. Press 2015)[**RLA-227**], 197 페이지, 202 페이지 참조.

<sup>511</sup> 재반박서면, 제 223-224 항.

다른 국내외 주주들에게 유사한 악영향을 끼쳤다면, 해당 조치와 청구인들 또는 청구인들의 투자 사이에 법적으로 충분한 관련성이 없다고 주장한다.<sup>512</sup>

353. 따라서, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결이나 선행 행위가 청구인들의 투자와 직접적이거나 법적으로 유의미한 관련성이 없다고 주장한다.<sup>513</sup> 피청구국은 “국민연금이 본건 합병에 대해 의결권을 행사했을 때, 의결권 행사는 그 자체로서 청구인 및 청구인의 삼성물산에 대한 투자에 대해 영향을 끼치지 않았다”고 주장한다.<sup>514</sup> 또한 피청구국은 국민연금의 의결권 행사가 삼성물산 및 제일모직의 주주들에게 “간접적이고 결과적인 영향을 미쳤을 수는 있으나”, “메이슨의 투자에 대하여 ‘법적으로 유의미한 관련성’을 갖지 않는다”고 주장한다.<sup>515</sup> 이와 같이 피청구국은 해당 행위가 “간접적이고 동떨어진 결과적인 영향력을 근거로” 메이슨의 투자와 “관련성이 있다”고 판단하는 경우, “이는 협정에 명시적으로 규정된 중요한 국가 책임의 한계를 무시하는 것”이라고 주장한다.<sup>516</sup>

354. 피청구국은 법적으로 충분한 관련성을 판단하기 위하여 “의도는 연관이 있을 수 있다”고 언급하지만 삼성물산 주주들이 피청구국의 음모의 구체적인 목표였다는 청구인들의 주장과 한국의 조치가 “삼성그룹에 투자한 메이슨과 기타 외국 헤지펀드들을 특정하여 겨냥한 것”이라는 청구인들의 주장을 반박한다.<sup>517</sup> 피청구국은 청구인들이 서울고등법원, 한국 언론 기사 및 기타 문서를 인용하지만 청와대가 해외 헤지펀드에 대한 차별적 의도를 가지고 있었음을 사실상 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>518</sup> 또한, 피청구국은 국민연금이 다른 삼성물산 주주들에 대한 본건 합병의 영향까지 고려하였다고 볼 만한 증거가 없다고 주장한다. 오히려, 투자위원회 위원들의 한국 법원 증언을 인용하면서, 피청구국은

---

<sup>512</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 7 항.

<sup>513</sup> 반박서면, 제 231-232 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1023:8-1028:18 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>514</sup> 반박서면, 제 232 항.

<sup>515</sup> 반박서면, 제 233 항.

<sup>516</sup> 반박서면, 제 234 항.

<sup>517</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 19 항; 재반박서면, 제 229-230 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1024:1-1027:8 페이지[피청구국의 최후진술]; 또한 피청구국은 잠재적 투자 협정 청구를 인식하는 것이 책임을 내포한다는 주장을 배척한다. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1071:14-1072:7 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>518</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 20-22 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1027:9-1028:18 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

국민연금이 국민연금 포트폴리오에 대한 본건 합병의 영향만을 고려하였다고 주장한다.<sup>519</sup>

355. 국민연금이 총수일가를 돕기 위해 본건 합병에 표결하였다고 가정하더라도, 피청구국에 따르면 이러한 의도는 삼성물산의 다른 주주들(청구인들 포함)을 국민연금 사이에 외관상 밀접한 관계를 형성하지 않을 것이다.<sup>520</sup> 결국, 국민연금은 삼성물산의 다른 모든 주주들과 마찬가지로, 한국 연금 가입자들에게 부담하는 “선관의무만을 전제로 하여, 그 동기를 불문하고 의결권을 자유롭게 행사할 수 있다”.<sup>521</sup>
356. 또한, 피청구국은 청구인들의 해석이 여전히 삼성물산에 대한 수많은 투자자들의 책임과 해당 투자자들에 대한 직접적인 영향의 부존재를 고려할 때, 청구인들의 “관련성” 요건에 대한 입장은 *Methanex v. United States* 사건에서 표현된 바와 같이 “불확정적인 투자자 집단”에 의한 청구를 방지하고자 하는 목적에 부합하지 않는다고 주장한다.<sup>522</sup>
357. 또한, 피청구국은 잠재적으로 영향을 받을 수 있는 투자자 집단을 쉽게 확인할 수 있으므로 불확정적인 책임을 회피한다는 청구인들의 주장에도 반대한다.<sup>523</sup> 피청구국은 이러한 이의제기를 뒷받침하기 위하여 *Resolute Forest Products v. Canada* 사건을 인용하면서, 잠재적으로 영향을 받은 투자자 집단을 확인하는 것이 법적으로 유의미한 관련성을 입증하지 않는다고 주장한다.<sup>524</sup> 또한, 본건 합병에 이르게 된 한국의 행위가 삼성물산의 주주들로부터 가치를 추출하기 위한 것이었다는 점을 입증하는 증거가 없다고 주장한다.<sup>525</sup> 피청구국은 여러 한국 법원 판결에 대한 청구인들의 인용을

---

<sup>519</sup> [redacted]의 투자위원회 회의록, 2015년 7월 10일[C-145], 9 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 17일[R-485], 4 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 10일[R-483], 4 페이지; [redacted] 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 5일[R-482], 2 페이지를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 23-25 항.

<sup>520</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 205:8-12 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>521</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 205:13-17 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>522</sup> 재반박서면, 제 231 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 203:7-18 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>523</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 8-17 항.

<sup>524</sup> *Resolute Forest Products v. Canada*[RLA-167], 제 4 항, 제 243-246 항을 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 9-11 항.

<sup>525</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 14 항.

거부하면서, 이 중 어느 것도 가치를 추출하기 위한 목적을 입증하지 않는다고 주장한다.<sup>526</sup> 설령 본건 합병이 삼성물산 주주들로부터 가치를 추출하기 위한 것이었다고 하더라도, 피청구국은 이것이 부수적 결과였을 뿐이라고 주장한다.<sup>527</sup> 어떠한 경우에도, 피청구국은 본건 합병은 시장 가격에 의해 결정되는 본건 합병비율에 따라 이루어졌으므로, 본건 합병이 가치를 추출하였다는 생각은 잘못된 경제 논리에 기초한다고 주장한다.<sup>528</sup>

358. 삼성전자 주식과 관련하여, 피청구국은 문제되는 행위가 삼성전자의 주주와 관련이 없었기 때문에 청구인들의 투자와의 관련성은 더욱 거리가 있다고 주장한다.<sup>529</sup>

359. 피청구국은 “문제되는 조치가 메이슨을 ‘명시적으로 겨냥한 것’이 아니므로”, 한국 공무원 및 국민연금 직원들의 행위가 “관련성” 요건을 충족하지 못한다고 결론 내린다.<sup>530</sup> 따라서, 청구인들은 “국민연금의 의결권 행사에 의해 기껏해야 간접적으로 영향을 받았다는 뿐”이므로,<sup>531</sup> 피청구국은 이러한 행위가 협정상 “조치”로 간주되더라도 청구인들 또는 그 투자와 “관련”된 것으로 간주되어서는 안 된다고 주장한다.<sup>532</sup>

## 2. 청구인들의 입장

360. 청구인들은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 “관하여”라는 문구가 피청구국의 조치와 청구인들 또는 청구인들의 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성이 있을 것을 요구한다고 주장한다.<sup>533</sup> 청구인들은 피청구국이 “관련성” 요건이 “조치가 단지 미미한 수준을 넘어서서 투자 및 투자자와 관련되어 있다는 점을 보여주는 것 이상의 요건을 부과한다”고 입증하지 못하였다고 주장하고, “[충분한 연관성]을 중재판정의 지나치게

---

<sup>526</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 14 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 249:9-250:10 페이지; 본안 심리 속기록, 5 일차, 809:17-811:16 페이지; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1024:1-1027:8 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>527</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 15 항.

<sup>528</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 16 항.

<sup>529</sup> 재반박서면, 제 227 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 206:18-207:16 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>530</sup> 반박서면, 제 234 항.

<sup>531</sup> 반박서면, 제 234 항.

<sup>532</sup> 반박서면, 제 234 항.

<sup>533</sup> 답변서, 제 124 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 128 항.

협소한 관문으로 해석할 이유가 없다”고 주장하면서 *Apotex v. United States* 사건을 인용한다.<sup>534</sup>

361. 청구인들은 “귀책 국가는 국제법상 위법행위로 인하여 발생한 피해를 완전 배상할 의무를 부담한다”는 ILC 규정 제 31 조 제 1 항과 그 주석서가 필수적인 연결을 규정한다고 주장한다.<sup>535</sup> 청구인들에 따르면, 본 조와 관련하여 ILC 규정에 대한 주석서는 너무 멀지 않은 충분한 인과관계, 국가기관이 문제되는 피해를 고의로 야기하였는지 여부 및 해당 피해가 위반된 위반 규칙의 범위 내에 있는지 여부를 요구한다.<sup>536</sup> NAFTA 청구의 맥락에서 *S.D. Myers* 사건 중재판정부를 인용하는 청구인들은 모든 국제적 의무 위반과 관련하여 인과관계가 동일하지 않으며, 손해가 너무 멀지 않은 한 예측 가능하였음을 요구하지 않는다고 주장한다.<sup>537</sup>

362. 청구인들은 취해진 조치가 직접적이고 명시적으로 투자자를 겨냥할 필요는 없다는 입장이며, FTA 는 “조치와 투자자 또는 협정 적용대상투자 사이에 존재할 수 있는 관련성의 유형을 제한하고 있지 않는다”는 점을 지적한다.<sup>538</sup> 청구인들은 *Methanex* 사건과 *Resolute* 사건 중재판정부들이 ““관하여”라는 문구는 해당 조치가 투자자에게 손해를 초래할 목적으로 채택되거나 투자자를 ‘명시적으로 겨냥’할 것을 요구하지 않는다는 점에 있어서 의견이 일치하였다”고 주장한다.<sup>539</sup> 또한 청구인들은 *Dickson Car Wheel* 사건의 결정에 대한 피청구국의 인용이 FTA 의 “관하여” 문구와 관련이 없으므로, 피청구국 해석과 관련이 없거나 이를 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>540</sup>

---

<sup>534</sup> *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc v United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/1, 중재판정, 2014년 8월 25일[CLA-211], 제 6.28 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 44 항.

<sup>535</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 31 조 제 1 항을 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 129 항.

<sup>536</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 31 조, 주석 10 을 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 129 항.

<sup>537</sup> *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 차 부분판정문, 2002년 10월 21일(이하 “*S.D. Myers v. Canada*”)[RLA-93], 제 159-160 항을 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 130 항.

<sup>538</sup> 답변서, 제 124-125 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1018:8-1019:22[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>539</sup> 답변서, 제 127 항.

<sup>540</sup> *Dickson Car Wheel Company(U.S.A.) v. United Mexican States*, 미국-멕시코 일반청구위원회, 4 R.I.A.A. 669, 1931년 7월[RLA-206]을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 50 항.

363. 청구인들은 문구의 통상적인 의미가 단순히 두 가지 사항 사이에 관련성이나 언급이 있다는 것을 의미하므로, “관련성” 요건이 관할권을 엄격하게 제한한다는 주장을 협정이나 피청구국이 인용한 법적 권한이 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>541</sup> 또한 청구인들은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 다른 제한이 “관련성”이 그 통상적인 의미보다 더 제한되어야 한다는 것을 의미하지 않으므로, 해당 조항의 문맥이 피청구국의 제한적인 해석을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>542</sup> 청구인들은 제한적인 해석이 협정의 목적에 부합한다는 피청구국의 주장에 대해 피청구국이 타당한 설명을 하지 않는다고 주장한다.<sup>543</sup>
364. 또한 청구인들은 제한적 해석이 법적 인과관계 판단기준을 잘못 도입시키는 결과를 낳게 되어, 관할권과 인과관계를 통합하여 FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호에 따른 인과관계 요건을 무의미하게 할 것이라고 주장한다.<sup>544</sup>
365. 청구인들은 한국의 조치가 메이슨과 삼성물산 및 삼성전자에 대한 투자에 미치는 영향은 그저 “미미”하거나 “간접적”이지 않았다는 입장이다.<sup>545</sup> 오히려, 청구인들은 지나치게 과대평가된 제일모직과 저평가된 삼성물산의 비율로 합병 승인을 얻도록 지시한 본건에서의 문제되는 행위들이 본건 합병일 당시 삼성 그룹의 주주들에게 가장 직접적으로 영향을 미쳤다고 주장한다.<sup>546</sup> 청구인들은 구체적으로 자신들을 포함한 삼성물산의 주주들이 피청구국의 계획의 구체적인 대상이고, 피청구국은 자신의 행위가 메이슨과 같은 외국인 투자자들에게 영향을 미쳐서 협정에 따른 책임을 야기할 것임을 알고 있었다고 주장한다.<sup>547</sup> 또한 청구인들은 피청구국의 조치가 “메이슨을 비롯한 외국

---

<sup>541</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 39-40 항.

<sup>542</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 41 항.

<sup>543</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 41 항.

<sup>544</sup> *Resolute Forest Products Inc v Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격 관련 결정문, 2018년 1월 30일[**RLA-167**], 제 242 항을 인용하는 답변서, 제 126 항, 제 128-129 항; *Apotex Holdings Inc. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/1, 중재판정, 2014년 8월 25일[**RLA-147**], 제 6.20 항, 제 6.26 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 43 항.

<sup>545</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 45 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 137-138 항. 본안 심리 속기록, 6일차, 2022년 5월 11일, 1014:13-1018:14 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>546</sup> 수정청구서면, 제 124 항.

<sup>547</sup> 답변서, 제 131 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 140 항; 본안 심리 속기록, 6일차, 2022년 5월 11일, 1014:13-1018:14 페이지[청구인들의 최후진술] 참조. 또한 청구인들은 투자 협정 청구에 직면할 수 있음을 한국 공무원들이 알고 있었기 때문에, 한국의 행위가 메이슨에 미치는 영향을



헤지펀드들을 겨냥하여 합심하여 벌어진 국수주의적 공공캠페인”의 일환이라고 주장한다.<sup>548</sup> 청구인들이 외국 헤지펀드라는 점을 고려할 때, 이러한 조치들이 구체적으로 청구인들을 겨냥하였음을 의미한다고 주장한다.<sup>549</sup>

366. 청구인들은 피청구국의 위반 혐의가 협정에 의해 보호되지 않는 국내 주주들에게 유사한 영향을 미쳤다는 사실은 관련이 없으며, 청구인들이 피청구국의 위반으로 인해 청구인들이 입은 구체적이거나 구별되는 결과를 입증하여야 할 필요가 없다고 주장한다.<sup>550</sup> 청구인들의 주장에 따르면, 이러한 요건은 국가가 자신의 위반으로 인한 모든 자연적인 결과에 대해 책임을 진다는 규칙에 위배된다고 주장한다.<sup>551</sup> 또한, 청구인들은 피청구국의 조치가 삼성 그룹에 대한 투자를 억제하고 해외 헤지펀드의 지배 권한 행사를 방해하기 위한 것이었다는 점을 입증할 국제법상 요건이 없다고 주장한다.<sup>552</sup> 그럼에도 불구하고 청구인들은 이러한 판단을 뒷받침하는 증거에 주목한다.<sup>553</sup>
367. 또한, 청구인들은 *Apotex* 사건 중재판정부가 완전히 불확정적이고 알려지지 않은 청구인들 집단의 청구를 방지할 수 있도록 하기 위한 기준이 실제로 존재한다고 판단하였고, 이와 유사하게 *Methanex* 사건의 중재판부는 “관련성” 요건이 ‘불확정 투자자집단’에 의한 청구를 방지하는 역할”을 한다고 실제로 판시하였음을 지적한다.<sup>554</sup> 그러나 청구인들은 기준을 사실관계에 적용하는 것에 현실적인 상식을 요한다고 주장하며, 본건에서 “확정적이고 한정된 집단이었으며, 메이슨은 그러한 집단의 중요한 일원”이기 때문에, 청구인들은 “청구 원인인 된 조치들과 메이슨 및 메이슨의 투자 간의 관계는 명확”하다고 주장한다.<sup>555</sup> 청구인들은 이러한 주주들이 실제로 숫자를 확정하고

---

고려하였다고 주장한다. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1071:4-10 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>548</sup> 답변서, 제 131 항.

<sup>549</sup> 답변서, 제 131 항.

<sup>550</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 133-134 항.

<sup>551</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 134 항.

<sup>552</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 135 항.

<sup>553</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 135 항.

<sup>554</sup> *Apotex Holdings Inc. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/1, 중재판정, 2014년 8월 25일[**RLA-147**], 제 6.24 항을 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 131 항; 답변서, *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 137 항을 인용하는 제 133 항.

<sup>555</sup> 수정청구서면, 제 123 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 131 항.

식별할 수 있기 때문에, 삼성 그룹의 투자자 규모가 크다는 사실로 인해 비확정적이 될 수 없다고 주장한다.<sup>556</sup>

### 3. 미국 서면

368. 미국은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 “관련성” 요건이 “조치와 투자자 또는 그 투자 사이에 ‘법적으로 유의미한 관련성’”을 요구한다고 주장한다.<sup>557</sup> 그렇지 않을 경우, 미국은 *Methanex* 사건 중재판정부를 인용하며, 기준이 국내 조치를 불확정적인 수를 포함할 정도로 낮을 것이라고 주장한다.<sup>558</sup> 또한, 미국은 여러 사건들을 인용하면서, 어떤 조치가 법적으로 유의미한 관련성을 갖는지 여부를 판단하는 것은 각 사건의 사실관계에 달려있고, 청구인에 대한 부정적인 영향에 불과한 것보다 더 직접적인 관련성을 필요로 한다고 주장한다.<sup>559</sup>

### 4. 중재판정부의 분석

369. 먼저, 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 “관련성” 요건에 적용되는 일반적인 법적 기준에 다툼이 없음을 지적한다. 당사자들은 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 “관하여”라는 단어가 피청구국의 조치와 청구인들 또는 그 투자 사이의 “법적으로 유의미한 관련성”을 요구한다는 점에 동의한다.<sup>560</sup>

370. 그러나, 당사자들은 본 요건의 의미에 대하여 의견이 일치하지 않는다. 피청구국은 조치의 일반적인 부정적 영향으로는 불충분하지만 투자자 또는 투자에 대한 조치가 “명백한

---

<sup>556</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 49 항.

<sup>557</sup> *Methanex v. US*[**RLA-92**] 제 147 항을 인용하는 미국 서면, 제 6 항; *Bayview Irrigation District, et al. v. United Mexican States*, NAFTA/ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/1, 중재판정, 2007 년 6 월 9 일, 제 101 항 참조; *William Ralph Clayton & Bilcon of Delaware Inc. et al. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, PCA 사건번호 2009-04, 중재판정, 2015 년 3 월 17 일, 제 240 항.

<sup>558</sup> *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 137 항을 인용하는 미국 서면, 제 6 항. *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13 항, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018 년 1 월 30 일, 제 242 항 참조.

<sup>559</sup> *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, 1 차 부분판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 234 항; *William Ralph Clayton & Bilcon of Delaware Inc. et al. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, PCA 사건번호 2009-04, 중재판정, 2015 년 3 월 17 일, 제 5 항, 제 12 항, 제 237 항, 제 239 항, 제 241 항; *Cargill Inc. v. United Mexican States*, NAFTA/ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009 년 9 월 18 일, 제 173 항, 제 175 항을 인용하는 미국 서면, 제 6-7 항.

<sup>560</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 128 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 4 항.

밀접성의 관계” 또는 “어떠한 구체적인 영향”이 있을 필요가 있다고 주장하지만,<sup>561</sup> 청구인들은 FTA가 투자자나 투자와의 관련성이 단순히 미미하지 않음을 보여주는 것 이상의 추가적인 요건을 도입하지 않는다는 견해를 취한다.<sup>562</sup>

371. 중재판정부는 조치가 투자자나 투자에 미치는 부정적 효과만으로는 법적으로 유의미한 관련성을 인정하기에 부족하다는 것이 공통의 견해라는 점을 지적한다. 중재판정부는 “실질적으로나 단지 결과적으로 청구인에게 부정적인 영향을 미친 조치만으로는 불충분하다”는 *Resolute Forest Products v. Canada* 사건 중재판정부의 견해에 동의한다.<sup>563</sup> 당사자들의 의견 불일치는 법적으로 유의미한 관련성에 대하여 추가적인 요건이 충족되어야 하는지 여부에 초점을 맞추고 있다.
372. 중재판정부가 보기에, 이러한 추가 요건은 “관련성”이라는 용어의 통상적인 의미로부터 도출될 수 없다. 문언상 “관련성”이라는 단어는 객관적으로 볼 때 조치 투자자 또는 투자 사이에 단순히 우연이 아닌 관련성이 있을 것을 요구하는 것에 불과하다. FTA 제 11.1 조 제 1 항은 조치가 투자자나 투자를 노리거나 겨냥할 것을 필요로 한다는 것을 말하지 않는다.<sup>564</sup> 어떠한 경우에도 피해를 야기하려는 의도를 요구하지 않는다.<sup>565</sup>
373. 이러한 해석은 협정의 대상과 목적에도 부합한다. 한편, *Methanex* 사건 중재판정부가 판시한 바와 같이, “손해를 입었다고 주장하는 불특정 투자자들이 극복할 수 있었을 기준은 전혀 기준이라 할 수 없으므로”, “관련성”이라는 용어에 대해서는 어떠한 의미를 부여해야 한다.<sup>566</sup> 또한 *Methanex* 사건 중재판정부는 “인간의 행위로 인한 가능한 결과는 무한하며, 특히 정부기관의 행위를 포함할 경우 더욱 그렇다”면서, 어느 시점에 “책임을 부담하는 결과를 일으키는 행위를 제한하는 한도가 필연적으로 부과된다”고

---

<sup>561</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 7 항.

<sup>562</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 132 항.

<sup>563</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018년 1월 30일[**RLA-167**], 제 242 항.

<sup>564</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018년 1월 30일[**RLA-167**], 제 242 항 참조.

<sup>565</sup> *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 2010 ONSC 4656 사건에 대한 온타리오 주 대법원 판결[**CLA-214**], 제 57 항 참조.

<sup>566</sup> *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 137 항.

언급하였다.<sup>567</sup> 이러한 법리에 따라, 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 “관련성” 요건의 목적에 대하여, 국가 행위가 투자자 또는 투자에 미칠 수 있고 투자자가 협정상 투자유치국에게 책임을 물을 수 있는 방대한 결과에 대한 제한을 가하는 최초의 관할권 요건으로 판단한다. 중재판정부가 보기에, 이는 주로 국가 귀속의 법적 쟁점과는 별개의 사실관계 문제이다.

374. 한편, 관할권 요건으로서의 법적 성격은 본 기준이 협정 제 11.16 조 제 1 항 가호 1)목 및 나호 2)목에 규정된 사실적 또는 법적 인과관계 요건과 다르다는 것을 의미한다. 중재판정부는 “본안에 대한 결정 시에 인과관계의 실체적 요건을 분석해야 한다”는 *Resolute Forest Products v. Canada* 중재판정부의 견해에 동의한다.<sup>568</sup> 따라서, 투자유치국의 조치가 투자자의 투자 손실과 상당인과관계가 있는지 여부는 중재판정부가 본안으로 유보하여야 한다고 생각하는 문제이다. 관할권 단계에서는 해당 조치가 투자자나 투자에 미치는 영향이 단순히 미미하거나 우연한 것이 아님을 보여주는 것으로 충분하다.
375. 결국, *Methanex* 사건 중재판정부가 설명하였고 미국도 비분쟁 당사자 서면에서 지적한 바와 같이, 법적으로 유의미한 관련성이 있는지 여부는 각 사건의 구체적 사실관계를 기초로 판단할 수밖에 없다.<sup>569</sup>
376. 법적으로 유의미한 관련성의 관할권 요건이 충족되는지 여부에 대한 조사를 위하여, 중재판정부는 “통상적으로 주장된 사실관계들을 임시로 인정해야 한다”는 *Resolute Forest Products v. Canada* 중재판정부의 견해에 동의한다.<sup>570</sup> 중재판정부는 “관련성” 요건에 관한 당사자들의 주장이 분쟁의 본안과 밀접하게 연관되어 있음을 주목한다. 청구인들과 피청구국 모두 피청구국의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 1 항에 따라 법적으로 유의미한 관련성을 입증하거나 반박하고자 하는 데 있어서 협정의 보호 기준을 위반하였거나 위반하지 않았는지에 관한 각자의 실체적 주장을 언급한다. 중재판정부가 보기에, 이러한

---

<sup>567</sup> *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 138 항.

<sup>568</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018 년 1 월 30 일[**RLA-167**], 제 242 항.

<sup>569</sup> *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 139 항; 미국 서면, 제 6-7 항.

<sup>570</sup> *Resolute Forest Products Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2016-13, 관할 및 청구적격에 관한 결정, 2018 년 1 월 30 일[**RLA-167**], 제 242 항.

접근법은 관할권 및 실체적 쟁점을 통합시킨다(그리고 FTA 제 11.1 조 제 1 항에 따른 법적으로 유의미한 관련성의 기준이 너무 높게 설정되어서는 안 되는 또 다른 이유이다). 중재판정부가 자신의 관할권을 확인하기 위해 청구인들의 주장과 피청구국의 항변에 대한 완전한 사실조사를 수행해야 한다면, 이는 분쟁의 본안과 협정 위반의 발생 여부에 대한 실체적 문제를 판단하는 것으로 이어지는 것이 예상될 것이다. 따라서, 중재판정부는 자신의 관할권 검토가 청구인들이 주장하는 사실이 피청구국의 쟁점 조치와 청구인들의 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성을 입증하는지 여부에 관한 문제로 반드시 국한되어야 한다고 본다.

377. 중재판정부는 청구인들이 본건에서 이러한 기준을 충족하였다고 판단한다. 청구인들의 사실관계에 따르면, 삼성물산 주주들에게 불공정한 합병비율로 본건 합병을 승인한 것은 국민연금의 표결 절차에서 피청구국의 불법적인 개입이 없었다면 발생하지 않았을 것이며, 삼성물산 주주들로부터 수십억 달러의 가치를 추출하여 총수일가와 제일모직의 다른 주주들에게 양도하게 했다.
378. 이러한 사건이 발생하였다고 가정할 때, 피청구국의 조치는 단순히 미미하거나 우연한 방법 이상으로 청구인들에게 영향을 미쳤다. 본건 합병 표결 당시, 청구인들은 삼성물산의 소액주주면서, 국민연금과의 공동주주였다. 본건 합병에 대한 국민연금의 표결과 해당 표결 절차에 대한 피청구국의 개입 혐의는 국민연금이 의결권 행사할 때에 자체 지침이나 한국법에 따라 소액주주의 이익을 고려해야 하는지 여부(중재판정부는 본 맥락에서 결정적인 것으로 판단하지 않음)와는 무관하게 청구인들의 삼성물산 투자에 직접적인 영향을 미쳤다.
379. 만약 본건 합병 표결이 한국 증권거래소에 상장되었으나 삼성 그룹에 소속되지 않은 다른 회사의 주가에 부수적으로 영향을 미쳤고, 해당 주주들이 한국 정부의 조치로 인해 어떤 식으로든 피해를 입었다고 생각하였다면 사안이 달라질 수 있었다. 이러한 경우, 문제되는 조치와 투자자들 사이에서 필요한 연관성이 깨졌을 수 있다. 그러나 본건에서 청구인들의 주장은 피청구국이 삼성물산의 소액주주로서 본건 합병 표결에 개입함으로써 직접적으로 영향을 받았다는 것이고, 그 결과 중재판정부는 피청구국의 조치와 청구인들의 삼성물산 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성이 있다고 판단한다.
380. 이를 위하여, 중재판정부는 피청구국이 청구인들을 포함하는 삼성물산의 외국인 주주들에게 손해를 가할 의도가 있었는지 또는 이들을 구체적으로 겨냥하였는지 여부와

무관하다고 판단한다. 중재판정부가 이미 실시하였듯이, 법적으로 중요한 관계를 입증할 필요는 없다. 오히려, 청구인들의 사실관계 설명에 비추어 볼 때, 피청구국의 총수일가(및 다른 제일모직 주주)에 대한 특혜 대우가 청구인들을 포함한 삼성물산 주주들에게 불가피하게 불이익을 주고 직접적으로 영향을 주었다고 진술하기에 충분하다.

381. 또한 중재판정부는 피청구국의 조치와 청구인들의 삼성전자 투자 사이에 법적으로 유의미한 관련성이 있음을 인정한다. 청구인들에 따르면, 삼성물산의 주된 자산은 삼성전자의 지분이었다. 삼성전자는 본건 합병의 일부가 아니었으나, 삼성 그룹의 일부를 구성하며, 청구인들이 주장하는 바와 같이, 삼성전자의 주가는 본건 합병 승인 과정에서 드러난 삼성 그룹 내 지배구조의 결함으로 인해 부정적인 영향을 받았다.<sup>571</sup> 실제로 이런 일이 있었는지 여부는 중재판정부가 법적 인과관계와 손해산정의 맥락에서 추후에 판단할 본안의 문제이다. 본 관할권 단락에서, 청구인들이 주장하는 사실은 피청구국의 조치와 청구인들의 삼성전자 투자 사이에 단순히 미미하거나 우연한 것이 아닌 충분한 관련성을 가짐을 입증한다고 말하기에 충분하다.

382. 중재판정부는 청구를 하는 잠재적 투자자 집단이 불확정적이라는 주장을 납득할 수 없다. 상장회사인 삼성물산과 삼성전자의 주주들은 쉽게 식별할 수 있으므로, 확정적인 투자자 집단을 구성한다. 남아 있는 유일한 문제는 두 회사 주주들의 막대한 규모에 비추어 볼 때, 잠재적 투자자의 집단이 너무 커서 불확정적인 것과 마찬가지로 볼지 여부이다. 원칙적으로 중재판정부는 확인할 수 있는 집단이 커질수록 법적으로 유의미한 관련성이 없을 가능성이 높다고 피청구국이 주장하는 경험칙에 동의한다. 그러나 본건에서는 FTA 제 11.28 조에서 “주식, 증권과 그 밖의 형태의 기업에 대한 지분 참여”를 보호 대상 투자로 명시적으로 열거하고 있다. 상장회사의 주식은 필연적으로 많은 수의 주주들이 빈번하게 거래하게 된다. 중재판정부가 보기에, 회사의 주주를 오로지 그들의 숫자에 근거하여 협정의 범위에서 배제하는 것은 투자와 그 대상 및 목적에 대한 협정의 정의에 부합하지 않을 것이다. 따라서, 잠재적 투자자 집단이 현재 다수의 개별 청구인들로 구성되어 있다는 사실은 문제되는 조치와 투자자 사이의 연결을 깨뜨리기에 부족하다.

---

<sup>571</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 190 항.

383. 삼성물산과 삼성전자의 내국인 투자자들이 동등하게 조치의 영향을 받았다는 점을 이유로 인하여 다른 결론을 도출할 수는 없다. FTA 제 11.1 조 제 1 항은 조치가 외국인 투자자나 투자에만 관련될 것을 요구하지 않는다.
384. 이러한 이유로, 중재판정부는 피청구국의 문제되는 조치가 FTA 제 11.1 조 제 1 항의 의미에서 청구인들 또는 그 투자와 관련이 없다는 피청구국의 관할권 이의제기를 기각한다.

### C. 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되는지 여부

#### 1. 피청구국의 입장

##### a) 적용 기준

385. 협정이 그 적용을 “중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국”과 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관”이 채택하거나 유지하는 조치로 제한함에 따라,<sup>572</sup> 피청구국은 특별법의 원칙이 적용되므로, FTA 제 11.1 조 제 3 항이 “협정상 행위의 귀속에 대한 유일한 근거”를 규정하고 있다고 주장한다.<sup>573</sup>
386. 피청구국은 국제관습법상 귀속원칙, 즉 ILC 규정 제 4 조, 제 5 조 및 제 8 조가 FTA 제 11.1 조 제 3 항에 포함되어 있거나 “협정의 조건에 의해 달리 배제되지 아니한다”는 청구인들의 주장을 인정한다.<sup>574</sup> 그러나, 피청구국은 귀속에 관한 ILC 규정의 관련 조항이 “... 국제법상의 특별한 규정의 지배를 받는 경우, 그 범위 내에서는 적용되지 아니한다”고 주장한다.<sup>575</sup> 피청구국은 제 11.1 조 제 3 항이 특별법의 예시로서 ILC 규정의 귀속 조항이 적용될 수 없다고 주장한다.
387. 피청구국은 특별법의 적용을 뒷받침하기 위해 여러 법적 권한을 인용하며, 이러한 권한을 구별하려는 청구인들의 시도가 이유 없다면서 배척한다.<sup>576</sup> 피청구국은 귀속에 관한 규칙을 정하는 미국-오만 FTA 제 10.1.2 조에 대한 *Al Tamimi v. Oman* 사건 중재판정부의

---

<sup>572</sup> FTA[CLA-23], 제 11.1 조 제 3 항.

<sup>573</sup> 반박서면, 제 240 항.

<sup>574</sup> 국제법위원회는 국제위법행위에 대한 국가책임에 관한 규정, 2001[CLA-24], 제 4 조, 제 5 조, 제 8 조[이하 “ILC 규정”]를 인용하는 반박서면, 제 240 항.

<sup>575</sup> ILC 규정[CLA-24], 제 55 조를 인용하는 반박서면, 제 241 항.

<sup>576</sup> 재반박서면, 제 298 항.

해석에 대해 “해당 협정 조항이 국제관습법상 귀속원칙을 배제”하였다고 지적한다.<sup>577</sup> 이와 마찬가지로, 피청구국은 *UPS v. Canada* 사건을 언급하면서, 중재판정부가 “NAFTA 제 15 장이 ‘독점행위 및 국영기업의 행위귀속에 관한 특별규정’을 규정하며 ... ILC 규정 제 4 조의 문언에 반영된 국제관습법상 규칙은 ... 적용되지 않는다”고 판시하였음을 지적한다.<sup>578</sup>

388. 피청구국은 *Al Tamimi* 사건 판결이 제 11.1 조 제 3 항과 같은 협정 조항을 해석함에 있어서 “ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조[]는 ‘유용한 지침’을 제공하는 것에 불과”하므로, “메이슨의 주장과 달리, ILC 규정 제 4 조 및 제 5 조는 중재판정부를 구속하지 않는다”고 주장한다.<sup>579</sup> 또한, 피청구국은 “즉시 행위귀속에 관한 특별한 기준으로서 국가 책임에 관한 일반 규칙의 대안이나 보충하는 특별법으로 적용될 수 있다”고 주장한다.<sup>580</sup>

389. 또한, 피청구국은 “ILC 규정 제 8 조에 상응하는 근거가 협정에는 명시되어 있지 않다”면서, “국가가 지시 또는 통제하는 행위”라는 행위귀속에 대한 추가적인 근거를 명시하고 있는” ILC 규정 제 8 조가 적용되지 않는다고 주장한다.<sup>581</sup> 피청구국은 제 10.1.2 조가 ILC 규정 제 8 조와 유사한 조항을 포함하지 않았으므로, “[오만이] OMCO 에 ‘유효하게 지배권’을 행사하였는지를 불문하고 ... 미합중국-오만 간의 자유무역협정 제 10.1.2 조에 따른 행위귀속의 심사와는 무관하다”고 언급하면서, 미국-오만 FTA 제 10.1.2 조에 대한 *Al Tamimi* 사건 중재판정부의 해석을 다시 인용하고 있다.<sup>582</sup> 마찬가지로, 피청구국은 ILC

---

<sup>577</sup> 미합중국 정부와 오만 왕국 정부 간의 자유무역지대를 창설하는 협정, 2009년 1월 1일[RLA-113], 제 10.1.2.조를 인용하는 *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2015년 11월 3일[RLA-156], 제 321 항을 인용하는 반박서면, 제 242 항.

<sup>578</sup> *United Parcel Service of America, Inc.(UPS) v. Government of Canada*, ICSID 사건번호 UNCT/02/1, 본안 판정, 2007년 5월 24일[CLA-18], 제 62 항을 인용하는 반박서면, 제 243 항.

<sup>579</sup> *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2015년 11월 3일[RLA-156], 제 324 항을 인용하는 반박서면, 제 245 항.

<sup>580</sup> *F-W Oil Interests, Inc. v. Republic of Trinidad & Tobago*, ICSID 사건번호 ARB/01/14 항, 중재판정, 2006년 3월 3일[RLA-98], 제 206 항을 인용하는 반박서면, 제 244 항.

<sup>581</sup> ILC 규정[CLA-24], 제 8 조를 인용하는 반박서면, 제 247 항.

<sup>582</sup> *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2015년 11월 3일[RLA-156], 제 322 항을 인용하는 반박서면, 제 248 항.



규정 제 8 조와 같은 조항이 협정에 포함되지 않았기 때문에 귀속 문제와 무관하다고 주장한다.<sup>583</sup>

390. ILC 규정 제 8 조의 적용 불가에 대한 자신의 주장을 뒷받침하기 위해, 피청구국은 “ILC 규정 제 8 조를 반영하는 조항을 협정의 초기 버전에 포함시키는 것을 구체적으로 고려하였으나 포함시키지 않았음을 보여준다”고 주장하는 FTA 교섭기록에 대해 지적하고 있다.<sup>584</sup> 피청구국은 “협정 당사국들이 해당 행위를 협정의 적용범위에서 배제하려는 구체적인 의도가 있었음”을 보여주므로,<sup>585</sup> 제 8 조가 귀속의 유효한 근거가 될 수 없다고 주장한다.
391. 또한, 피청구국은 국제적 책임이 특별법으로 규율되는 경우 ILC 규정이 적용되지 않는다고 ILC 규정 제 55 조 자체에서 규정하고 있으므로, 당사자들이 “적용가능한 국제법 규칙”을 편입시킨 FTA 제 11.22 조가 특별법의 원칙을 부정하지 않는다고 주장한다.<sup>586</sup>
392. 마지막으로, 피청구국은 청구인들의 미국 서면에 대한 인용을 다투면서, 미국이 ILC 규정 제 8 조가 적용되는지 여부는 커녕 행위귀속에 대해 국제관습법이 적용되는지도 주장하지 않았음을 지적한다.<sup>587</sup>

**b) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

393. 피청구국은 홍완선 본부장과 국민연금 직원들을 포함한 국민연금이 한국 중앙정부의 법률상 또는 사실상 기관이 아니라고 주장한다.<sup>588</sup>
394. 피청구국은 ILC 규정 제 4 조를 유용한 지침으로 삼으면서, 단체가 법률상 국가 산하 기관인지 여부를 판단하기 위한 관련 특징은 법인이 별개의 법인격을 가지는지 여부를

---

<sup>583</sup> 반박서면, 제 249 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 208:18-22 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>584</sup> 반박서면, 제 249 항, 한-미 자유무역협정 한국측 1 차 초안 (교섭기록), 2006 년 5 월 19 일[R-32]를 한-미 자유무역협정 미국측 1 차 초안 (교섭기록), 2006 년 5 월 19 일[R-33]과 비교.

<sup>585</sup> 반박서면, 제 249 항.

<sup>586</sup> FTA[CLA-23], 제 11.22 조를 인용하는 재반박서면, 제 294 항.

<sup>587</sup> 미국 서면, 제 3 항을 언급하는 재반박서면, 제 297 항.

<sup>588</sup> 반박서면, 제 253 항.

판단하는 것이라고 주장한다.<sup>589</sup> 피청구국은 “개인, 집단 또는 실체가 국가에 ‘완전하게 의존’하여 행위함으로써 궁극적으로는 수단에 불과하게 되는 경우”에 한하여 단체가 사실상 국가기관으로 간주될 수 있다고 주장한다.<sup>590</sup>

395. 피청구국은 김성수 교수의 독립성을 주장하면서, 국민연금이 한국법에 따라 법률상 국가기관으로 간주될 수 없다는 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 그의 진술을 인용한다.<sup>591</sup> 피청구국은 정부기관인지 여부를 판단하기 위해서는 국내법상 법인의 법적 지위를 고려하는 것이 중요하다고 주장하면서,<sup>592</sup> 김성수 교수에 따르면 한국의 국가기관은 “헌법의 명시적 근거를 토대로 또는 명시적인 법률 및 하위 규정에 의해 설립되며 다른 방식으로 설립될 수 없다”고 주장한다.<sup>593</sup>
396. 피청구국은 국가기관을 “헌법에 의하여 직접 설치된 헌법기관”, “정부조직법 및 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의하여 설치된 국가기관” 및 “특정 행정 목적을 위하여 기타 개별법에 의해 ‘중앙행정기관’으로 설치된 국가기관”의 세 가지로 나누어 주장하고 있다.<sup>594</sup> 피청구국은 먼저 “[국민연금]은 한국 헌법에 따라 직접 설립되지 않았기 때문에” 법률상 국가기관의 첫 번째 범주에 해당하지 않는다고 주장한다.<sup>595</sup> 둘째로, 피청구국은 “국민연금은 정부조직법 또는 한국 헌법에 따라 제정된 기타 법률에 의거하여 설립된

---

<sup>589</sup> ILC 규정 주석서(2001)[CLA-166], General Commentary to Chapter II(Attribution of Conduct to a State), 39 페이지 제 6 항을 인용하는 반박서면, 제 251 항.

<sup>590</sup> *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007 년 2 월 26 일[RLA-105], 제 392 항을 인용하는 반박서면, 제 252 항.

<sup>591</sup> 재반박서면, 제 242 항.

<sup>592</sup> *Jan de Nul N.V. & Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008년 11월 6일[RLA-112], 제 160 항을 인용하는 재반박서면, 제 238 항; James Crawford, *State Responsibility: The General Part*(Cambridge University Press, 2013)[RLA-224], 124 페이지(사실상 국가기관의 범주가 “일부 법 체계에서는 국내법뿐만 아니라 국내 관행에 의해서도 국가기관의 지위가 부여될 수 있다”는 점을 인정하기 위해 만들어진 것임을 언급함); ILC 규정 주석서(2001)[CLA-166], 39 페이지, 제 I 부, 제 2 장, 주석 6(“책임 판단을 위해 어느 것이 국가기관을 구성하는지 판단하는 데 있어서 각 국가의 국내법 및 관행이 가장 중요하다. 일반적으로 국가의 구조 및 국가기관의 기능은 국제법에 의해 규율되지 아니한다. 국가의 행정부를 어떻게 구성하고 어떤 기능을 수행할지 결정하는 것은 각 국가의 문제이다.”)을 인용하는 재반박서면 제 240 항 참조. 반박서면, 제 251-252 항 참조.

<sup>593</sup> 김성수 교수 전문가보고서(이하 “김성수 제 1 차 보고서”)[RER-3], 제 12-14 항, 제 16 항을 인용하는 반박서면, 제 256 항.

<sup>594</sup> 반박서면, 제 257 항(내부 참조 생략).

<sup>595</sup> 반박서면, 제 259 항.

기관이 아니다”라고 주지한다.<sup>596</sup> 피청구국은 구체적으로 “보건복지부를 규정하고 있는 제 38 조는 국민연금법 ... 설립되었음을 규정하고 있지 않다”고 언급한다.<sup>597</sup> 따라서, 피청구국은 국민연금법 두 번째 범주의 법률상 국가기관에 해당하지 않는다고 주장한다. 마지막으로, 피청구국은 국민연금법 “특정 행정 목적”상 “중앙행정기관”으로 설치된 기관이 아니라고 주장한다. 이에 대하여 피청구국은 국민연금법의 문구를 상기시키면서, 행정기관을 설립하는 다른 법령은 “각 위원회의 헌법적 권한의 근거를 명확하게 확인하며, 명시적으로 각 위원회가 정부조직법에 따라 ‘중앙행정기관’으로 설립되었음”을 언급하고 있으나, 국민연금법은 그러한 조항이 없음을 지적한다.<sup>598</sup>

397. 피청구국은 이러한 각 범주에 해당하지 않는다면, 이러한 3 가지 범주가 한국 국가기관을 전부 열거한다고 주장한다.<sup>599</sup> 또한, 피청구국은 한국법에 대한 김성수 교수의 인용과 피청구국이 한국 행정법에서 사용하고 있다고 주장하는 “국가기관”이라는 한국어 용어의 사용을 항변한다.<sup>600</sup> 김성수 교수의 증언을 인용하면서, 피청구국은 국민연금법 한국법상 국가기관의 3 가지 분류를 벗어난 행정 기관이라고 주장한다.<sup>601</sup>

398. 또한, 피청구국은 국민연금법 한국법상 “공공기관”으로 지정되었다는 것이 국민연금법 “구조적으로 한국 정부의 법 체계에 따라 산하 기관”이라는 청구인들의 주장도 반박한다.<sup>602</sup> 피청구국은 “공공기관”의 지정이 “법인들을 분류하기 위한 것으로 ... 한국법상 기관의 지위에 아무런 영향도 미치지 않는다”고 주장한다.<sup>603</sup> 또한, 피청구국은

---

<sup>596</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 39-40 항을 인용하는 반박서면, 제 260 항.

<sup>597</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 20 항; 정부조직법, 2020 년 9 월 12 일[R-342], 제 38 조를 인용하는 반박서면, 제 261 항.

<sup>598</sup> 예를 들어, 금융위원회의 설치 등에 관한 법률, 2018 년 4 월 17 일[R-344], 제 3 조; 방송통신위원회의 설치 및 운영에 관한 법률, 2015 년 2 월 3 일[R-343] 제 3 조 제 2 항을 인용하는 반박서면, 제 262 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 215:5-20 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>599</sup> 재반박서면, 제 246 항.

<sup>600</sup> 재반박서면, 제 245-247 항.

<sup>601</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 68 항.

<sup>602</sup> 수정청구서면, 제 137 항을 언급하는 반박서면, 제 263 항.

<sup>603</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 68-70 항을 인용하는 반박서면, 제 263 항.

“공공기관”으로 지정된 기관이 카지노 사업과 TV 홈쇼핑 네트워크를 포함하고 있으며, 이들 모두 한국 정부의 일부로 해석될 수 없다고 강조한다.<sup>604</sup>

399. 국민연금이 법률상 국가기관이 아니라는 주장을 추가로 뒷받침하기 위해, 피청구국은 국민연금이 별개의 법인격을 가지고 있으며, “국가기관들이 해당 기관이 속한 국가와 별개의 법인격을 갖지 않는 것을 주요 특징으로 한다”고 주장한다.<sup>605</sup> 또한, 피청구국은 법인이 국가기관이 아니라고 결론을 내리기 위하여 별개의 법인격에 대한 판단이 결정적이라면서 피청구국이 인용한 법적 권한에 관하여 청구인들이 반박하는 것을 배척한다. <sup>606</sup> 따라서, 피청구국은 국민연금이 “별개의 법인격을 가진 법인으로 설립되었고;”<sup>607</sup> “중요한 사항을 결정하는 이사회를 가지며”,<sup>608</sup> “자기 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분할 수 있는 능력을 가지고 있으며;”<sup>609</sup> “자기 명의로 제소 및 피소가 가능하고;”<sup>610</sup> “민법 규정에 따라 규율되는 사법상의 법인”이라고 주장한다.<sup>611</sup> 특히, 국민연금이 수익성 원칙에 따라야 한다는 점에 주목하면서, 피청구국은 국민연금의 기금 운용 및 관리가 민간 부문의 다른 재무관리 단체와 유사하다는 견해를 취한다.<sup>612</sup>
400. 또한, 피청구국은 국민연금이 별개의 법인격을 갖는다는 사실이 “주로 실무상의 이유”에 따른 것이라는 청구인들의 주장은 “별개의 법인격이 실무상의 목적에 따른 것일 경우

---

<sup>604</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 218:8-12 페이지[피청구국의 모두진술]. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 217:14-25 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>605</sup> *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Sanayi A.S. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/29, 중재판정, 2009 년 8 월 27 일(이하 “*Bayindir v. Pakistan*”)[**RLA-119**], 제 119 항; *Gustav F W Hamster GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010 년 6 월 18 일[**RLA-125**], 제 184-85 항; *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016 년 6 월 27 일[**RLA-161**], 제 209 항; *EDF(Services) Limited v. Romania*, ICSID 사건번호 ARB/05/13, 중재판정, 2009 년 10 월 8 일[**CLA-103**], 제 190 항을 인용하는 반박서면, 제 264-265 항.

<sup>606</sup> 재반박서면, 제 250-251 항.

<sup>607</sup> 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일[**CLA-157**], 제 26 조를 인용하는 반박서면, 제 266 항.

<sup>608</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 216:18-23 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>609</sup> 한국 민법, 2015 년 7 월 1 일[**CLA-53**], 제 34 조; 국민연금 정관 (제 15 차 개정), 2015 년 5 월 26 일[**R-118**], 제 1 조를 인용하는 반박서면, 제 266 항.

<sup>610</sup> 공공기관 경영정보 공개시스템, “14-1 소송 및 소송대리인 현황 (2020 년 2/4 분기), 국민연금공단, 2020 년 7 월 6 일[**SSK-26**]을 인용하는 반박서면, 제 266 항.

<sup>611</sup> 국민연금법, 2014 년 7 월 31 일[**CLA-157**], 제 48 조를 인용하는 반박서면, 제 266 항.

<sup>612</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 216:10-17 페이지[피청구국의 모두진술].

그러한 실체를 국가기관으로 간주해야 한다”는 주장에 대해 국제법상의 근거를 제시하지 못하고 있으므로, 이는 무관하다고 주장한다.<sup>613</sup> 피청구국은 *Amtó v. Ukraine* 사건과 *Bayindir v. Pakistan* 사건을 근거로 하여, “어느 기관이 정부와 특정한 연관성을 갖는다고 하여 그 자체로써 해당 기관의 독립적인 법인격이 의미를 상실하지는 않는다”고 주장한다.<sup>614</sup>

401. 또한, 피청구국은 청구인들의 주장과 달리 ILC 규정 제 2 장의 주석이 “국민연금을 법률상 국가기관으로 간주해야 한다는 입장을 뒷받침하지 않는다”고 주장한다.<sup>615</sup> 피청구국은 “주석은 별개의 법인격이 있다고 하여 기관이 국가에 ‘완전히 의존하여’ 행위하는 사실상 국가기관으로 판단되는 경우를 배제할 수 없다고 명시하고 있으나,[] 메이슨은 이러한 점을 입증하고 있지 않다”고 주장한다.<sup>616</sup>

402. 나아가, 피청구국은 청구인들이 한국자산관리공사, 예금보험공사 및 금융감독원과 국민연금을 비교하는 것에 대하여, 이러한 비교는 귀속 문제와 무관하다고 주장한다. 피청구국은 “메이슨이 파악한 해당 기관들 간의 유일한 공통점은 이들이 한국 공공기관의 운영에 관한 법률상 ‘기금관리형 준정부기관’으로 분류된다는 점”이며, 이러한 지정은 “각 실체가 한국법상 국가기관에 해당하는지의 여부와는 무관하다”고 주장한다.<sup>617</sup>

403. 또한, 피청구국은 국민연금이 “다른 법적 명령에 따른 ... 주권면제를 정당하게 주장할 수 있는지의 여부”는 국민연금이 법률상 국가기관에 해당하는지 여부와는 완전히 무관하다고 주장한다.<sup>618</sup> 피청구국은 *Dayyani v. Korea* 사건에서의 중재판정부의 결론을 구체적으로 제시하면서, “한국자산관리공사측 대리인이 미국 법원에서 한국자산관리공사가 미국법상 국가기관에 해당한다고 언급한 진술은 ... 국민연금은 말할 필요도 없이 한국자산관리공사가 협정 제 11.1 조 제 3 항 가호(또는 기타 규정)에

---

<sup>613</sup> 수정청구서면, 제 138 항을 언급하는 반박서면, 제 267 항.

<sup>614</sup> *Limited Liability Company Amtó v. Ukraine*, SCC 중재 번호 080/2005, 최종 중재판정, 2008년 3월 26일[RLA-109], 제 101 항; *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119], 제 119 항을 인용하는 반박서면, 제 267 항.

<sup>615</sup> 반박서면, 제 268 항.

<sup>616</sup> 반박서면, 제 268 항.

<sup>617</sup> 반박서면, 제 270 항.

<sup>618</sup> [REDACTED], “한국에 대한 이란의 중재 승소 판결의 상세”, *IAReporter*, 2019년 1월 22일[C-108], 3 페이지를 인용하는 반박서면, 제 270 항.

따른 국가기관에 해당한다는 결론에 도달하지 않는다”고 인용한다.<sup>619</sup> 김성수 교수의 증언을 인용하면서, 피청구국은 미국 법원에서 이루어진 한국자산관리공사의 주권면제 주장이 한국 행정법에 비추어 합리적이지 않으며, 한국자산관리공사나 국민연금이 국가기관임을 입증하지 않는다고 주장한다.<sup>620</sup>

404. 국민연금이 사실상의 국가기관이라는 청구인들의 주장에 대하여, 피청구국은 한국이 “국민연금에 ‘구체적으로 상당한 정도의 국가 통제권’을 행사하여 국민연금이 국가에 ‘완전히 의존’함”을 청구인들이 입증할 책임을 이행하지 못하였다고 주장한다.<sup>621</sup> 김성수 교수의 전문가보고서에 따라, 피청구국은 국민연금을 사실상 국가기관으로 분류하려는 청구인들의 주장들이 “한국법에 따른 국민연금의 기능 및 지위에 대해 불완전하고 그릇된 이해에서 비롯된 것”이라면서, 국민연금이 한국에 완전히 의존하고 있음을 보여주지 않는다고 주장한다.<sup>622</sup>

405. 구체적으로, 피청구국은 한국 법률상 “국민연금의 권한이 정부 법령으로부터 발생한다는 사실로 인해 ... 국가기관이라고 볼 수는 없고”; “국민연금이 특정 공공서비스를 제공한다는 사실로 인해 한국 헌법의 목적상 국민연금의 지위가 ‘중앙행정기관’으로 변하는 것이 아닐뿐더러 ... 사경제주체로서 행위 할 수 있다는 사실에는 변함이 없으며”; “기금 운영에 대한 경영진의 감독은 상당히 제한적이고 간접적이고;” “뇌물수수는 ... ‘공공성’을 특징으로 하는 업무를 수행하는 사람들에게 적용되는 범죄로서, 그 자체로 그들이 속한 조직의 법적 지위에 영향을 미치지 않는다”고 주장한다.<sup>623</sup>

406. 또한, 피청구국은 국민연금의 특성이 국민연금이 국가에 완전히 의존하고 있다는 청구인들의 주장과 양립할 수 없으며, 국민연금에 대한 보건복지부와 행정부의 감시와

---

<sup>619</sup> [REDACTED], “한국에 대한 이란의 중재 승소 판결의 상세”, *IAReporter*, 2019년 1월 22일[C-108], 3 페이지를 인용하는 반박서면, 제 271 항.

<sup>620</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 73 항.

<sup>621</sup> *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007년 2월 26일[**RLA-105**], 제 393 항을 인용하는 반박서면, 제 252 항, 제 272 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 70-71 항을 인용하는

<sup>622</sup> 반박서면, 제 274 항.

<sup>623</sup> 김성수 제 1 차 보고서[**RER-3**], 제 66-70 항, 제 56-61 항, 제 49-53 항, 제 62-64 항을 인용하는 반박서면, 제 274 항.

통제의 수준이 “일상적” 또는 직접적 통제가 아닌 “거시적”인 수준이라고 주장한다.<sup>624</sup> 또한, 피청구국은 국회와 감사원의 감사를 받아야 한다는 사실로 인하여 국가기관이 되는 것은 아니며, 나아가 국민연금의 권한의 근거, 즉 헌법과 국민연금법이 국민연금의 한국법상의 지위를 변경시키지 않는다고 주장한다.<sup>625</sup>

407. 피청구국은 단지 공공 분야에 있다는 이유만으로 단체가 사실상 국가기관이 되지 않는다는 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여 다수의 법률 권한을 인용한다.<sup>626</sup> 국민연금이 “... 한국 정부에 ‘완전히 의존하는’ 것으로 보아서는 안 되며, 한국이 국민연금의 활동에 ‘특별히 상당한 수준의’ 통제권을 갖는다고도 볼 수 없다”는 이유로, 피청구국은 “국민연금이 공적 업무를 수행하고 제한적으로 정부의 감독을 받는다는 사실은 ... 국민연금이 국제법상 사실상의 국가기관에 해당하기 위해 요구되는 ‘예외적인 경우’에 해당하지 않는다”라고 결론내린다.<sup>627</sup>

**c) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

408. 피청구국은 국민연금의 행위가 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하[는] 비정부 기관”에 의해 수행되지 않았으므로, 국민연금의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에 귀속되지 않는다고 주장한다.<sup>628</sup>

409. 피청구국은 제 11.1 조 제 3 항 나호에서 “권한”이라는 용어를 정의함에 있어서, “‘권한’이라는 용어는 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 의미한다”는 FTA 교섭기록을 지적하고 있다.<sup>629</sup>

---

<sup>624</sup> 김성수 교수 제 2 차 전문가보고서(이하 “김성수 제 2 차 보고서”)[RER-5] 제 76 항을 인용하는 재판박서면, 제 261-263 항. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 71 항 참조.

<sup>625</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 72 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 74:23-76:2 페이지; 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 367:11-368:7 페이지, 420:3-420:16 페이지.

<sup>626</sup> *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/14/4, 중재판정, 2018 년 8 월 31 일[CLA-145], 제 9.109 항, 제 9.99 항; *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016 년 6 월 27 일[RLA-161], 제 212-13 항; *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2012 년 6 월 12 일[RLA-134], 제 134 항, 제 154 항을 인용하는 반박서면, 제 275-77 항.

<sup>627</sup> 반박서면, 제 278 항.

<sup>628</sup> 반박서면, 제 279 항(강조 생략).

<sup>629</sup> 한-미 자유무역협정 8 차 초안(교섭기록), 2007 년 3 월 23 일[R-39], N 현행 협정 제 11.1 조 제 3 항 제 나호에 대한 참조 2, 135 페이지를 인용하는 반박서면, 제 280 항, 각주 555.

피청구국은 제 11.1 조 제 3 항 나호의 해석은 ILC 규정 제 5 조를 참고할 수 있으며, 국가에 귀속될 수 있기 위해서는 “문제가 된 행위가 위임받은 ‘정부 권한’이어야 하고”, “순수한 상행위는 제 5 조에 따라 국가에 귀속될 수 없다”고 주장한다.<sup>630</sup>

410. 또한, 피청구국은 미국 서면의 일부를 인용하면서, 어떤 행위가 국가에 귀속되기 위해서는 그 행위 주체가 “해당 상황에서 국가의 자격으로 행위”하였어야 한다고 주장한다.<sup>631</sup> 피청구국은 이러한 정부 권한이 “[국유 기업이] 관련 시장에서 경쟁하고 상업 활동을 수행하는 다른 사업체들과 공통으로 향유하는 권리 및 권한’과 대조된다”고 주장한다.<sup>632</sup>
411. 이러한 원칙을 국민연금에 적용하면서, 피청구국은 “국민연금이 공익을 위해 국민연금 기금을 운용 및 관리하는 역할을 수행”한다는 이유만으로, “국민연금이 투자 결정을 함에 있어 정부의 권한을 행사하게 된다”고 볼 수 없다고 주장한다.<sup>633</sup> 피청구국은 청구인들이 “한국법에 따라 ... 부여된 권한의 근원에 부적절하게 초점을 맞추어, 국민연금의 심의 및 주주 의결권 행사가 정부 권한의 행사인지의 여부에 관한 문제는 간과하고[] 있다”고 주장한다.<sup>634</sup> 피청구국은 보건복지부가 국민연금에 권한을 위임하였다는 사실이나 권한을 위임하는 조건이 국민연금의 상행위를 정부 권한으로 만들지 않는다고 주장한다.<sup>635</sup> 또한, 피청구국은 국민연금의 기금 관리에 대한 정부의 감독은 한국

---

<sup>630</sup> ILC 규정[**CLA-24**], 제 5 조를 인용하는 반박서면, 제 281-82 항; *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2015 년 11 월 3 일[**RLA-156**], 제 323 항. *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/97/7, 중재판정, 2000 년 11 월 13 일[**RLA-85**], 제 52 항을 인용하는 *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008 년 11 월 6 일[**RLA-112**], 제 166 항, 제 168 항을 인용하는 반박서면, 제 284 항 참조.

<sup>631</sup> *Bayindir v. Pakistan*[**RLA-119**], 제 123 항을 인용하는 반박서면, 제 283 항; 재반박서면, 제 276 항.

<sup>632</sup> *United Parcel Service of America, Inc.(UPS) v. Government of Canada*, ICSID 사건번호 UNCT/02/1, 본안 판정, 2007 년 5 월 24 일[**CLA-18**], 제 74 항; *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008 년 11 월 6 일[**RLA-112**], 제 170 항을 인용하는 재반박서면, 제 277 항.

<sup>633</sup> 반박서면, 제 286 항.

<sup>634</sup> 반박서면, 제 287 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 210:23-211:1 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>635</sup> 재반박서면, 제 283-284 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 211:12-19 페이지[피청구국의 모두진술].



국영기업의 일반적인 성격이며, 국민연금의 정부 지위나 권한에 대해 언급하지 않는다고 주장한다.<sup>636</sup>

412. 해당 실체들이 정부 권한을 위임받기는 하였으나, “문제되는 행위와 관련하여 그러한 정부 권한을 행사한 것은 아니다”라고 중재판정부가 판단한 *Bayindir* 사건과 *Jan de Nul* 사건의 결정을 토대로, 피청구국은 국민연금의 문제되는 행위의 성격이 위 사건에서 국유 단체의 문제되는 행위에 유사하다고 주장한다.<sup>637</sup>

413. 피청구국은 국민연금의 행위가 “정확하게 순수한 상행위의 영역에 속하는 것”이라고 주장한다.<sup>638</sup> 합병에 대한 표결에서, 피청구국은 국민연금이 “다른 전문 상업 투자자들과 동일한 방식으로 행위”하였다고 주장한다. “국민연금에 ... 본건 합병 의결권 행사의 심의에 관한 체계를 제공하는 ‘구조적인 제한’이 있었다는 사실로 인해 이러한 결론이 달라지는 것은 아니다”.<sup>639</sup> 또한 피청구국은 본건에서 “권한”이 순전히 상업적이며<sup>640</sup> “국민연금의 행위에 수반된다고 인식되고 있는 정부의 승인”과 “한국 상장기업들의 거대 투자자로서 국민연금이 갖는 지위와 이에 따른 주장되는 ‘시장 조성’ 효과”가 정부 권한을 행사한다는 의미가 아니라고 주장한다.<sup>641</sup> 피청구국은 국민연금이 공공의 목적으로 업무를 수행한다는 사실에 의해 국민연금의 본건 합병 표결의 상업적 성격이 변경되지 않는다고 결론내린다.<sup>642</sup>

414. 마지막으로, 피청구국은 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 한국 국내법을 지적한다. “주주의결권의 행사에는 [행정소송법과 행정심판법]이 적용되지 않으므로 ... 국민연금의 주주의결권 행사와 관련하여 한국 법원에서 국민연금을 상대로 소송이 제기되는 경우, ...

---

<sup>636</sup> 재반박서면, 제 287 항.

<sup>637</sup> 재반박서면, 제 288 항.

<sup>638</sup> 반박서면, 제 289 항.

<sup>639</sup> 반박서면, 제 289 항.

<sup>640</sup> 재반박서면, 제 281 항.

<sup>641</sup> 재반박서면, 제 282 항; 반박서면, 제 290 항.

<sup>642</sup> 재반박서면, 제 286 항.

소송은 한국의 행정법원이 아닌 민사법원에서 제기될 것”이라는 이유로, 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사가 주권적 성격이 아니라 상업적 성격이라고 주장한다.<sup>643</sup>

**d) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 ILC 규정 제8 조에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

415. FTA 제 11.1 조 제 3 항을 넘어서는 귀속의 근거가 있다고 하더라도, 피청구국은 “한국은 본건에서 문제가 되는 국민연금 행위를 ‘지시[]하거나 통제[]’하지 않았으므로” ILC 규정 제 8 조가 적용되지 않는다고 주장한다.<sup>644</sup>
416. 피청구국은 국제법에서 “행위귀속의 목적상 ‘지시 또는 통제’에 대한 입증 기준은 매우 높다”면서, 비국가 행위 주체에 대한 구속력 있는 지시를 요구한다고 주장한다.<sup>645</sup> ICJ 에 제기된 선행 사건들을 지적하면서, 피청구국은 “지시 또는 통제”가 “국가가 [사인의 행위]에 실효적 통제를 행사하였음”<sup>646</sup> 과 “문제되는 위반행위가 발생한 각 작용과 관련하여 ... 국가의 ‘실효적 통제’에 따라 사인이 행위한 것 ...”을 요구한다고 주장한다.<sup>647</sup> 마지막으로, 피청구국은 “사인의 행위에 미치는 ‘영향력’ 및 ‘지시 또는 통제’”를 구체적으로 구별하였으며, “전자의 경우는 사적 행위를 국가에 귀속시키는 데 불충분하다”고 지적한다.<sup>648</sup> 피청구국은 “투자사건 중재판정부들도 ICJ 의 접근을 채택한 바 있다”고 주장한다.<sup>649</sup>

---

<sup>643</sup> 반박서면, 제 291 항.

<sup>644</sup> 반박서면, 제 292 항.

<sup>645</sup> 반박서면, 제 293 항; 재반박서면, 제 300 항.

<sup>646</sup> *Case Concerning Military and Paramilitary Activities in and against Nicaragua(Nicaragua v. United States of America)*, I.C.J. 판결, 1986 년 6 월 27 일[**RLA-72**], 제 115 항(피청구국의 강조 추가)을 인용하는 반박서면, 제 293 항.

<sup>647</sup> *Case Concerning the Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007 년 2 월 26 일[**RLA-105**], 제 400 항(피청구국의 강조 추가)을 인용하는 반박서면, 제 293 항.

<sup>648</sup> *Case Concerning the Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007 년 2 월 26 일[**RLA-105**], 제 412 항을 인용하는 반박서면, 제 293 항; *Tulip Real Estate and Development Netherlands B.V. v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/11/28, 중재판정, 2014 년 3 월 10 일[**RLA-225**]을 인용하는 재반박서면, 제 301-302 항.

<sup>649</sup> *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008 년 11 월 6 일[**RLA-112**], 제 173 항; *Gavrilovic and Gavrilovic d.o.o. v. Republic of*

417. 피청구국은 “한국이 국민연금에 구속력 있는 지시를 내렸다거나 국민연금 행위에 실효적 통제를 행사하였다는 ... 증거가 존재하지 않는다”고 주장한다.<sup>650</sup> 피청구국은 문형표 장관의 구체적인 행위에 대해 지적하며, 그가 “홍완선 본부장(및 국민연금 투자위원회의 다른 위원들)로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 구체적으로 ‘지시하였다’고 가정하더라도, 메이슨은 ... 국민연금 투자위원회 12 인의 위원들 중 과반수가 해당 지시에 따라 행위하였음을 입증할 수 있는 어떠한 사실도 제시한 바가 없다”고 주장한다.<sup>651</sup>
418. 문형표 장관이 “전문위원회가 아닌 투자위원회로 하여금 본건 합병 안건을 심의하도록 하였으며”, “투자위원회로 하여금 본건 합병에 찬성 표결하도록 영향을 미치기 위해 본건 합병의 ‘시너지 효과’를 조작”하였다는 청구인들의 주장에 관하여, 피청구국은 청구인들이 “국민연금 직원들이 자신의 행위에 대한 보건복지부의 구속력 있는 ‘지시 또는 통제’에 따라 업무를 수행하였음을 증명하지 못하고 있다”고 주장한다.<sup>652</sup> 특히, 피청구국은 투자위원회가 합병에 대해 장시간 심의하여 국민연금 지침에 따라 국민연금에 최선의 이익이 된다고 판단한 방식으로 투표하였음을 강조한다.<sup>653</sup> “제시된 증거들을 최대한 인정한다 하더라도 국민연금 직원들이 보건복지부 직원들로부터 영향을 받았다는 점 정도만 인정이 되고, 통제를 받았다는 점은 절대로 인정되지 않으므로”,<sup>654</sup> 피청구국은 국민연금의 행위가 한국에게 귀속되기 위하여 필요한 “실효적 통제”의 수준에 도달하지 않는다고 주장한다.<sup>655</sup>

## 2. 청구인들의 입장

### a) 적용 기준

419. 청구인들은 “FTA 제 11.1 조의 문언은 협정 협상 과정에서 미국이 도입하였으며, 2004 미국 모델 BIT 에서 채택된 표현과 여러 면에서 유사하다”고 언급하면서, 2004 년

---

*Croatia*, ICSID 사건번호 ARB/12/39, 중재판정, 2018 년 7 월 26 일[CLA-31], 제 828 항을 인용하는 반박서면, 제 293 항.

<sup>650</sup> Csaba Kovács, *Attribution in International Investment Law*(2018)[RLA-171], 226 페이지(귀속에 관한 실효적 통제의 기준을 설명함)을 인용하는 반박서면, 제 294 항.

<sup>651</sup> 반박서면, 제 294 항.

<sup>652</sup> 반박서면, 제 297 항.

<sup>653</sup> 재반박서면, 제 305 항.

<sup>654</sup> 반박서면, 제 297 항.

<sup>655</sup> 반박서면, 제 297 항.

표준안에는 “행위귀속에 관한 규칙이 포함되어 있지 않으므로, 국제관습법상 규칙”이 귀속 문제를 규율한다고 언급한다.<sup>656</sup> “정부와 당국”이라는 용어가 ILC 규정 제 4 조에 더하여 “당사국의 기관”에 해당한다는 미국의 의견에 대하여, 청구인들은 FTA 제 11.1 조가 국제관습법상 귀속 원칙에 부합하고자 하는 취지의 도항이며, 이를 수정하거나 대체하지 않는다고 주장한다.<sup>657</sup>

420. 청구인들은 특별법 원칙에 대한 피청구국의 사용 및 해석을 배척한다. 청구인들은 이러한 견해를 뒷받침하기 위하여 협정 당사국들이 국제법의 적용 가능한 규칙을 FTA 에 편입시키는 FTA 제 11.22 조를 인용한다.<sup>658</sup> 또한, 청구인들은 특별법 원칙에 대하여, 협정 당사국들이 명백히 이를 대체하고자 하였거나 일부 실질적인 불일치가 있는 경우에 국제관습법의 규칙을 배제하는 경우에만 적용된다고 주장한다.<sup>659</sup> 청구인들은 협정 당사국들이 ILC 규정 제 8 조를 반영하는 조항을 포함시키는 것을 고려하였으나 포함시키지 않기로 결정하였으므로 해당 행위를 배제하려는 구체적인 의도가 있었다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>660</sup> 오히려, 청구인들은 협정 당사국들이 약간 다른 문구를 제안하였을 뿐이라고 주장한다.<sup>661</sup>
421. 마지막으로, 청구인들은 피청구국이 인용하는 법적 권한이 본건에서 제한적으로 적용된다고 주장한다. 청구인들은 *Al-Tamimi* 사건에서 중재판정부의 판시가 “분명히 잘못된 것”이고, 순전히 방론일 뿐이며, 평론가들에게도 비판을 받아왔다고 주장한다.<sup>662</sup>

---

<sup>656</sup> 2004 미국 모델 BIT[**CLA-23**]를 인용하는 수정청구서면, 제 126 항.

<sup>657</sup> *Elliott v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-51, 미국-한국 자유무역협정 제 11.20 조 제 4 항에 따른 미합중국의 서면, 2020년 2월 7일[**CLA-105**], 제 3-6 항을 인용하는 수정청구서면, 제 127 항.

<sup>658</sup> FTA[**CLA-23**], 제 11.22 조 제 1 항을 언급하는 답변서, 제 143 항.

<sup>659</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 55 조, 주석 4 를 인용하는 답변서, 제 143 항; Jürgen Kurtz, “투자자-국가 중재에서의 국가 책임에 대한 ILC 조항들의 역설적 취급”, 25 *ICSID Review* 200(Spring 2010)[**CLA-219**], 209 페이지를 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 82 항.

<sup>660</sup> 답변서, 제 146 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 68:15-23 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>661</sup> 답변서, 제 146 항.

<sup>662</sup> *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/33 항, 중재판정, 2015년 11월 3일[**RLA-156**]을 언급하는 답변서, 제 147 항; Csaba Kovács, *Attribution in International Investment Law* (2018)[**RLA-171**], 68 페이지; 관할에 대한 재항변서면, 제 83 항.

또한, 청구인들은 *UPS* 사건의 결정이 다른 문제와 관련이 있고, *F-W Oil* 사건의 결정은 실제로 청구인들의 견해를 뒷받침한다고 주장한다.<sup>663</sup>

**b) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

422. 청구인들은 박근혜 대통령이 “한국 중앙 정부 행정부의 수장”으로서 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 해당하고, ILC 규정 제 4 조의 국가기관에 해당하므로, 박근혜 대통령과 그 하급자들의 행위가 피청구국에게 귀속된다고 주장한다.<sup>664</sup> 따라서, 청구인들은 합병과 관련하여 박근혜 대통령과 그 하급자들의 행위가 “한국이 FTA 상 국제적 책임을 부담하는 조치”라고 주장한다.<sup>665</sup>
423. 또한 청구인들은 문형표 장관, 보건복지부 및 그 관계자들의 행위가 피청구국에게 귀속된다고 주장한다. 청구인들은 “보건복지부는 정부조직법에 따라 대통령 산하에 설립된 행정 부서”이므로, 그 행위는 피청구국에게 귀속된다고 주장한다.<sup>666</sup> 청구인들에 따르면, 문형표 장관과 기타 보건복지부 공무원은 “FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 한국 중앙 정부 행정부의 일부를 구성하며, ILC 규정 제 4 조의 국가기관에 해당”하므로, 피청구국의 행위에 대해 국제적 책임을 부담한다.<sup>667</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 문형표 장관과 그의 하급자들이 “불법 계획에서 매우 직접적이고 눈에 띄는 역할”을 맡았다고

---

<sup>663</sup> *United Parcel Service of America, Inc.(UPS) v. Government of Canada*, ICSID 사건번호 UNCT/02/1, 본안 및 Dean Ronald A. Cass 의 개별 진술에 관한 판정, 2007 년 5 월 24 일[CLA-18], 제 58-62 항; *F-W Oil Interests, Inc. v. Republic of Trinidad & Tobago*, ICSID 사건번호 ARB/01/14 항, 중재판정, 2006 년 3 월 3 일[RLA-98]을 언급하는 답변서, 제 147 항. “위 사건 중재판정부는 행위귀속에 관한 협정조항이 특별법으로서 작동할 수도 있으나, 그러한 효력이 없을 수도 있으며, ‘국가책임에 관한 2 차적 관련 규칙들은 이에 영향을 받지 않는다’고 판시하였다. 이와 관련하여 판정부는 ‘양국 정부가 양자간 투자협정 제 XV 조 제 2 항에 명시적으로 규정하기로 한 내용은 점에서 ILC 규정 초안 제 5 조가 전형적으로 나타내고 있는 일반국제법에 따른 입장과 모든 면에서 구별되지 않는다’고도 하였다.”

<sup>664</sup> 수정청구서면, 제 128 항.

<sup>665</sup> 수정청구서면, 제 129 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 20 항.

<sup>666</sup> 한국 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일[CLA-155], 제 38 조를 인용하는 수정청구서면, 제 130 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 20 항.

<sup>667</sup> ILC 규정[CLA-24], 제 4 조를 언급하는 수정청구서면, 제 131 항.

강조한다.<sup>668</sup> 청구인들은 문형표 장관이 국민연금의 활동에 관여하겠다고 마음먹은 때에 한국의 국제적 책임이 발생하였다고 덧붙인다.<sup>669</sup>

424. 청구인들에 따르면, “국민연금은 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 ... 한국 중앙 정부 행정부의 일부를 구성하며, ILC 규정 제 4 조의 국가기관에 해당한다”.<sup>670</sup> 따라서, 청구인들은 국민연금의 행위와 홍완선 본부장 및 기타 국민연금 관계자들의 행위가 피청구국의 귀속된다고 판단한다.<sup>671</sup> 청구인들은 중재판정부가 “한국이 국민연금에 대한 자신의 책임범위와 관련하여 제기한 항변은 제쳐 두고, 대통령과 장관의 행위를 바탕으로 한국의 책임과 메이슨의 손해에 관한 결론을 내릴 수 있다”면서도,<sup>672</sup> 청구인들은 여전히 “국민연금은 국제관습법상 한국 중앙정부의 일부이며 국가기관”이라고 주장한다.<sup>673</sup>

425. 국민연금이 국가기관이라는 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 다음과 같이 주장한다. 첫째로, 청구인들은 “한국법이 어떠한 단체가 ‘국가기관’에 해당하는지를 특정하지 않지만”, ILC 규정 주석의 “제 4 조상의 국가기관은 가장 일반적인 의미로 쓰여진 것”이라는 부분을 지적한다.<sup>674</sup> 청구인들은 제 4 조가 형식적인 정의가 아니라 “궁극적으로는 국제적으로 위법한 국가행위를 수반하는 것으로 의심되는 모든 상황의 실상과 관련되어 있다”고 주장한다.<sup>675</sup> 이러한 측면에서, 청구인들은 “어떠한 실체가 ‘기관’인지 여부에 있어 국내법의 태도가 가지는 의미는 매우 제한적”이라고 주장한다.<sup>676</sup> 청구인들은 국내법이 “두 가지 단계”에서만 관련이 있다고 주장한다: 1 단계는 국내법이 특정 법인을 “국가기관”으로 특징짓는 임무를 수행하는지 여부와의 관련성이고, 2 단계는

---

<sup>668</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 70:11-14 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>669</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 70:19-71:6 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>670</sup> ILC 규정[CLA-24], 제 4 조; FTA[CLA-23], 제 11.1 조 제 3 항 가호를 언급하는 수정청구서면, 제 134 항 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 21 항 참조.

<sup>671</sup> ILC 규정[CLA-24], 제 4 조; FTA[CLA-23], 제 11.1 조 제 3 항 가호를 언급하는 수정청구서면, 제 134 항

<sup>672</sup> 답변서, 제 138 항.

<sup>673</sup> 답변서, 제 139 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 71:8-22 페이지[청구인들의 모두진술].

<sup>674</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 4 조, 주석 6 을 인용하는 수정청구서면, 제 134 항

<sup>675</sup> Csaba Kovács, ATTRIBUTION IN INTERNATIONAL INVESTMENT LAW(2018)[RLA-171], 2페이지를 인용하는 답변서, 제148항.

<sup>676</sup> 답변서, 제 150 항.

“어느 법인의 구조적이고 기능적인 법적 특징들이 해당 법인에게 국가기관의 자격을 부여하는지 여부”와의 관련성이다.<sup>677</sup>

426. 청구인들은 김성수 교수가 자신의 전문가보고서에서 국민연금의 국가기관으로서의 지위에 대한 한국 국내법의 중요성에 관하여 내린 결론에 대한 신빙성에 의문을 제기한다.<sup>678</sup> 청구인들은 “한 국가의 국내법이 어떠한 단체가 “국가기관”으로서의 지위를 가지는지를 충분히 또는 전혀 특정하지 않을 수도 있다”면서, “한국법상 국민연금의 구조적, 기능적 특성” 또는 상기 언급된 2 단계를 고려하는 것이 더 관련이 있다고 주장한다.<sup>679</sup> 청구인들은 실제로 한국 국가기구 내에서 매우 다양성의 행정기관이 존재한다고 주장한다.<sup>680</sup> 따라서 청구인들은 “한국법이 어떠한 실체들이 국제법상 ‘기관’으로 정의되는지 분명하게 정의하고 있다”는 김성수 교수의 판단이 실제로 “입장을 심각하게 잘못 기술하고 있다”고 주장하며,<sup>681</sup> “국가기관”의 개념에 대한 그의 입장에는 권위 있는 근거가 없다고 주장한다.<sup>682</sup> 또한, 청구인들은 오랜 기간 동안 한국 정부와의 관계를 이유로 김성수 교수의 독립성을 공격한다.<sup>683</sup>
427. “2 단계”에서의 국내법의 관련성에 관하여, 청구인들은 “국민연금이 구조적인 측면에서 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에서 규정하는 한국 중앙 정부의 일부임은 명백하다”고 주장한다.<sup>684</sup> 특히, 청구인들은 “국민연금의 목적, 기능 및 권한은 국민연금법, 국민연금에 위임하는 기타 법령, 국민연금법에 따른 보건복지부 장관의 위탁에 따라 독점적으로 부여되었고”;<sup>685</sup> 국민연금 이사장은 한국 대통령이 임명하고, “국민연금 이사장은 보건복지부장관이 임명하는 이사 및 보건복지부에서 국민연금 업무를 담당하는

---

<sup>677</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 57 항.

<sup>678</sup> 답변서, 제 153-57 항(“김성수 교수가 한국정부로부터의 독립성이 명백히 부족하다”고 지적함).

<sup>679</sup> 답변서, 제 154 항.

<sup>680</sup> 김성수 제 2 차 보고서, 제 18 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 59 항.

<sup>681</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 11 항을 인용하는 답변서, 제 154 항.

<sup>682</sup> 김성수 제 2 차 보고서, 제 12 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 58 항.

<sup>683</sup> 답변서, 제 153 항.

<sup>684</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 4 조, 주석 11 을 인용하는 답변서, 제 158 항. 관할에 대한 재항변서면, 제 61 항 참조. 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 22 항 참조.

<sup>685</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 24 조, 제 25 조, 제 102 조; 국민연금법 시행령, 2015 년 4 월 16 일[CLA-150], 제 76 조를 인용하는 답변서, 제 159 항.

공무원과 함께 국민연금 이사회를 구성하며”;<sup>686</sup> 보건복지부는 “국민연금 본부장의 임명을 승인하고”;<sup>687</sup> “홍완선 본부장 및 기타 국민연금 임직원들은 뇌물죄 및 관련 범죄에 관하여 한국 형법상 ‘공무원’ 내지 ‘정부 직원’으로 간주되며”;<sup>688</sup> “국민연금 기금의 관리 및 운용에 관한 것을 포함하는 내부 규정 또는 지침을 정하는 국민연금 정관을 변경하려면 보건복지부장관의 인가를 받아야 하고”, “보건복지부 장관은 필요하다고 인정하면 정관의 변경을 명할 수 있으며”, “국민연금의 사업 운영 계획과 예산에 관하여 보건복지부 장관의 승인을 받아야 하고”;<sup>689</sup> “국민연금이 수행하는 기능은 한국 헌법과 정부조직법에서 확인되는 바와 같이 기본적으로 국가의 기능이며”;<sup>690</sup> “국민연금은 독립된 상업적 목적이나 기능을 가지지 않고”, “독립되거나 상업적인 수입원을 가지지 않으며”;<sup>691</sup> 다른 국가기관들과 마찬가지로 “국민연금은 청원법, 행정심판법 및 행정소송법 등 한국 행정법의 적용을 받는다”고 지적한다.<sup>692</sup>

428. 또한 청구인들은 국민연금이 법인격을 보유함에도 불구하고, 이는 “국민연금의 행위를 한국에게 귀속시킴에 있어서 장애가 되지 않는다”고 주장한다.<sup>693</sup> 청구인들은 “국제법은 내부적인 세분화 과정만으로 국가가 자신의 국제적 책임을 벗어나도록 허용하지 않는다”면서, 국가는 국내법에 의하여 인정되는 별개의 법인격을 가지는지 여부와 관계없이 그 기관의 행위에 대하여 책임을 부담한다고 주장한다.<sup>694</sup> 청구인들은 “독자적인

<sup>686</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 30 조 제 1 항, 제 30 조 제 2 항을 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>687</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 31 조 제 6 항; 국민연금직제규정, 2015 년 5 월 19 일[CLA-159], 제 6 조 제 2 항을 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>688</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 40 조; 한국 형법, 2016 년 5 월 29 일[CLA-154], 제 129-132 조를 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>689</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 28 조 제 2 항, 제 41 조 제 1 항, 제 41 조 제 3 항; 국민연금법 시행령, 2015 년 4 월 16 일[CLA-150], 제 34 조를 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>690</sup> 대한민국 헌법, 1988 년 2 월 25 일; 한국 정부조직법, 2014 년 11 월 19 일[CLA-155], 제 38 조를 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>691</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 88 조 제 2 항을 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>692</sup> 한국 청원법, 2015 년 3 월 31 일[CLA-158]; 한국 행정심판법, 2014 년 5 월 28 일[CLA-152]; 한국 행정소송법, 2014 년 11 월 19 일[CLA-153]을 인용하는 수정청구서면, 제 137 항.

<sup>693</sup> 수정청구서면, 제 138-39 항. 답변서, 제 162 항 참조.

<sup>694</sup> 수정청구서면, 제 139 항; ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 2 장, 주석 7 을 인용하는 답변서, 제 162 항. *Sergei Paushok, CJSC Golden East Company and CJSC Vostokneftegaz Company v. Government of Mongolia*, 관할권과 책임에 대한 판정, 2011 년 4 월 28 일, 제 583 항(“기관이 별개의 법적 지위를 가진다는 단순한 사실만으로는 그 기관이 당사국의 기관이 아니라는 결론을 바로 내릴 수 없다”)



법에 따라 설립되었으나 별개의 법인격을 가져 ‘국가와 법적으로 독립’되어 있었던” 회사가 여전히 국제법에 따라 국가의 기관으로 간주되는 상황이었던 *Muhammet Cap* 사건과 *M.C.I. Power v. Ecuador* 사건의 결정을 지적한다.<sup>695</sup> 또한 청구인들은 피청구국이 인용한 사건들이 “각각의 사건에서 다양한 사정들로 문제된 실체가 국가기관이 아니라는 영성한 분석과 결론이 도출될 수밖에 없었다”면서, 별개의 법인격이 국가 귀속 여부에 있어서 결정적이라는 명제를 실제로 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>696</sup> 국민연금이 별도의 법적 지위를 가진다고 하더라도, 청구인들은 국민연금의 행위가 여전히 피청구국에게 귀속된다고 주장한다.

429. 또한, 청구인들은 이러한 분석은 본건에서 근본적으로 국가 기능을 수행하는 법인 전체에 초점을 두어야 하므로, 피청구국이 별개의 인격의 존재를 주장하기 위해 인용하는 국민연금의 세 가지 특징들이 “필요한 구조적 또는 기능적 분석을 유의미하게 진전시키지 않는다”고 주장한다.<sup>697</sup> 실제로, 청구인들은 피청구국이 기능적 분석을 완전히 무시한다고 주장한다.<sup>698</sup>

---

참조; Csaba Kovács, Attribution in International Investment Law[**RLA-171**], 84 페이지를 인용하는 관할에 대한 재항변서면.

<sup>695</sup> *M.C.I. Power Group, L.C. and New Turbine, Inc. v. Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/03/6, 중재판정, 2007년 7월 31일[**CLA-179**], 제 222 항, 제 224-25 항을 언급하는 답변서, 제 164 항; *Muhammet Cap & Sehil Insaat Endustri ve Ticaret Ltd. Sti. v. Turkmenistan*, ICSID 사건번호 ARB/12/6, 중재판정, 2021년 5월 4일[**RLA-241**], 제 746 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 65 항.

<sup>696</sup> *Bayindir v. Pakistan*[**RLA-119**](“*Bayindir* 사건 판정부의 영성한 분석은 비판의 대상이 되어 왔다”면서, 별개의 법인격의 중요성에 대한 판정부의 결론에도 불구하고, “그럼에도 결국 문제가 된 행위는 국가에 귀속되는 것으로 판정되었다”고 지적함); *EDF v. Romania*, ICSID 사건번호 ARB/05/13/, 중재판정, 2009년 10월 8일[**CLA-103**](다시 한번 판정부의 영성한 분석을 비판하면서, “그럼에도 결국 문제가 된 행위는 국가에 귀속되는 것으로 판정되었다”고 지적함); *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010년 6월 18일[**RLA-125**](“중재판정부는 ... 다양한 요소들을 고려한 뒤 위원회가 국가기관의 기준을 충족시키지 못한다고 결론지었다”고 주장함); *Limited Liability Company Amto v. Ukraine*, SCC 중재번호 080/2005, 최종 중재판정, 2008년 3월 26일[**RLA-109**](중재판정부는 “[국유기업인 Energoatom]의 설립 법령 ... 설립허가서, 그리고 규제된 에너지 시장에 참여”를 고려한 뒤 “그럼에도 그 행위는 ILC 규정 제 5 조에 상응하는 규정에 따라 국가에 귀속될 수 있다는 다소 영성한 결론에 이르렀다”고 지적함)을 언급하는 답변서, 제 165 항.

<sup>697</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 67-69 항.

<sup>698</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 69 항.

430. 청구인들은 국민연금이 한국법상 “기금관리형 준정부기관”으로 지정되었음을 지적한다.<sup>699</sup> 청구인들은 이와 유사하게 분류된 정부기관인 한국자산관리공사가 최근 투자 분쟁의 대상이 되었는데, 중재판정부는 한국자산관리공사가 ILC 규정 제 4 조에 따른 국가기관이고 그 행위가 대한민국에 귀속된다고 판단하였음을 지적한다.<sup>700</sup>
431. 청구인들은 국민연금과 한국자산관리공사가 귀속 문제에 있어서 중요한 모든 동일한 특징을 공유하고 있다고 주장한다. <sup>701</sup> 구체적으로, 청구인들은 “국민연금과 한국자산관리공사 모두 별개의 법인격을 가지고 있고”,<sup>702</sup> “기금관리형 준정부기관으로 분류되는 공공기관”이며, <sup>703</sup> “국민연금은 당연히 국고의 지원을 받는 반면”, “한국자산관리공사는 법에 따라 자본금을 제공받는다”고 설명한다.<sup>704</sup> 또한 청구인들은 “둘 다 한국 법률상 동일한 지위를 가지고”, “다양한 자산 및 투자를 취득 및 처분할 수 있도록 법률상 권한을 부여 받았으며”, “수권받은 권한 범위 내에서 정부 위원회의 지배 및 감독에 따라 일상적인 의사결정의 주된 책임을 부담하는 경영진과 이사회를 가진다”고 언급한다.<sup>705</sup> 청구인들은 피청구국이 이러한 단체들을 구분해야 하는 이유에 대해 의미 있는 답변을 제공하지 않는다고 주장하며, 한국자산관리공사가 국가기관에 해당한다고 판단한 *Dayyani* 사건 판정을 중재판정부가 참고할 수 없다는 피청구국이 주장에 주목한다.<sup>706</sup>
432. 청구인들은 두 단체 모두 “김성수 교수의 자의적이고 근거없는 정의에 따를 경우 국가기관에 해당하지 않는다”고 주장한다.<sup>707</sup> 또한 청구인들은 김성수 교수의 이론이

---

<sup>699</sup> 공공기관의 운영에 관한 법률[**CLA-20**], 제 5 조 제 3 항 제 1 호 가목; 2018 년도 공공기관 지정, 기획재정부 보도자료, 2018 년 1 월 31 일[C-102]을 인용하는 수정청구서면, 제 141 항.

<sup>700</sup> *Republic of Korea v. Dayyani & Ors.*, [2019] EWHC 3580 (Comm), 2019 년 12 월 20 일[**CLA-135**], 제 93 항을 인용하는 수정청구서면, 제 141 항.

<sup>701</sup> 답변서, 제 168 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 24-25 항.

<sup>702</sup> 금융회사부실자산 등의 효율적 처리 및 한국자산관리공사의 설립에 관한 법률, 2012 년 3 월 21 일[**CLA-147**], 제 37 조 제 1 항을 인용하는 답변서, 제 168 항.

<sup>703</sup> 2018 년도 공공기관 지정, 기획재정부 보도자료, 2018 년 1 월 31 일[C-102]을 인용하는 답변서, 제 168 항.

<sup>704</sup> 답변서, 제 168 항, 한국 국민연금법[**CLA-157**], 제 43 조와 금융회사부실자산 등의 효율적 처리 및 한국자산관리공사의 설립에 관한 법률, 2012 년 3 월 21 일[**CLA-147**], 제 9 조 제 1 항 제 3 호 비교.

<sup>705</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 24 항.

<sup>706</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 25 항.

<sup>707</sup> 답변서, 제 168 항.

중재판정부가 협정 및 ILC 제 4조 및 제 5조에 따라 채택해야 하는 기준을 다루지 않는다고 주장한다.<sup>708</sup> 또한, 청구인들은 김성수 교수가 국민연금의 법률 및 규정을 오해하고 잘못 진술하였으며, 자신의 기존 서면, 한국자산관리공사와 관련된 *Dayanni* 사건 중재판정부의 판결 및 한국자산관리공사의 국가기관 지위에 관한 한국자산관리공사 스스로의 진술과 모순되는 좁고 경직된 이론을 제시하였다고 주장한다.<sup>709</sup>

433. 또한 청구인들은 예금보험공사가 앞서 언급한 기본적인 법적 특성을 공유하고 있다고 주장한다.<sup>710</sup> 청구인들은 예금보험공사가 “별개의 법인격을 가지며, 기금관리형 준정부기관이라는 소집단에 속한다”고 언급하고 있다.<sup>711</sup> 또한, 한국자산관리공사 및 예금보험공사 이외에, 청구인들은 *Peninsula Asset Mgmt. v. Hankook Tire Co* 사건에서 한국 정부가 참가하여 “국민연금과 마찬가지로 당시 ‘공공기관’으로서, 별개의 법인격과 ‘자기 명의로 자산을 취득, 보유 및 처분’하고, 자기 명의로 제소, 피소할 능력을 가지며, 민법의 규율을 받는 한국 금융감독원이 ‘국가기관’이라는 진술을 한 바 있다”라고 주장하였다고 한다.<sup>712</sup> 청구인들은 피청구국이 주장하는 이들 기관들 사이의 “이른바 ‘중대한’” 구조적 그리고 기능적 차이는 “분석에는 중요하지 않으며, 잘못된 특정 규정에 전제하고 있다”고 주장한다.<sup>713</sup>

434. 청구인들은 피청구국이 “미국 사법기관에서, ‘기금관리형 준정부기관’의 유형에 해당하는 ‘공공기관’이 한국법상 한국의 국가기관이며, 이에 따라 미국 법원에서 주권면제 대상이라고 지속적으로 주장하였다”고 지적한다.<sup>714</sup>

---

<sup>708</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 26 항.

<sup>709</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 27-28 항.

<sup>710</sup> 답변서, 제 171 항.

<sup>711</sup> 2018 년도 공공기관 지정, 기획재정부 보도자료, 2018 년 1 월 31 일[C-102]을 인용하는 답변서, 제 171 항.

<sup>712</sup> *Peninsula Asset Mgmt. (Cayman), Ltd. v. Hankook Tire Co.*, 사건번호 5:04 CV 1153, 2008 년 2 월 1 일[CLA-180]을 인용하는 답변서, 제 172 항.

<sup>713</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 71 항.

<sup>714</sup> *Murphy v. Korea Asset Management Corporation*, 421 F. Supp.2d 627(S.D.N.Y 2005 년 10 월 19 일)[CLA-121]; *Murphy v. Korea Asset Management Corporation*, 피고-피항소인 한국자산관리공사의 서면(2d Cir. 2006 년 4 월 7 일)[CLA-121]; *Filler v. Hanvit Bank*, 247 F. Supp.2d 425(S.D.N.Y. 2003)[CLA-110], *aff'd Filler v. Hanvit Bank*, 378 F.3d 213(2d Cir. 2004)[CLA-111]을 인용하는 수정청구서면, 제 142 항.

435. 청구인들은 “한국의 면제권 주장과 면제권을 확인한 판결은 국제관습법상 법리의 발전에 중대한 영향을 미친다”고 주장한다.<sup>715</sup> 청구인들은 “주권면제법과 국가 책임은 국제법상 다른 기능을 수행하지만 ... ‘주권면제법과 국제 귀속 규정 모두 국가기관 및 단체의 행위와 주권을 연결하는 작용을 공통적으로 인정한다’”<sup>716</sup>고 주장한다. Carlos de Stefano의 작업을 인용하면서, 청구인들은 피청구국이 주권면제를 주장하는 동시에 비국가 행위를 주장하면서 책임을 면하여 국제법상 모순되는 행위를 함으로써 이익을 얻을 수 없다고 주장한다.<sup>717</sup>
436. 국민연금을 사실상 국가기관으로 분류할 가능성과 관련하여, 청구인들은 국민연금이 “한국에 운영상으로, 재정적으로 완전히 종속되어 있다”고 주장한다.<sup>718</sup> 청구인들은 한국자산관리공사가 국민연금과 마찬가지로 “그 임무, 규제 기능, 공적 법인구조 및 정부감독의 수준을 구체적으로 정해 놓은 한국자산관리공사법에 따라 설립되었고”; “정부산하기관 관리기본법의 적용을 받으며”; “감사원의 감사 대상이며, 국회의 연례 감사 및 특별조사 대상이기도 하고”; “특정 조세를 면제받으며 복리증진 차원에서 특별 조세감면을 받을 수도 있으며”; “임원들은 ‘공무원으로 간주’되며 공무원들에 대해서만 적용되는 한국 형법의 특정 조항들에 따라 기소될 수 있다”는 미국 사법기관에 대한 한국자산관리공사의 진술을 지적한다.<sup>719</sup>
437. 이러한 측면에서 청구인들은 “행위자와 국가가 밀착되어 있어 전자가 단지 후자의 대리인으로 밖에 보이지 않는 경우 이들 간 관계의 실체를 파악하기 위해서는 법적지위 그 이상을 고려하는 것이 바람직하다”는 ICJ의 판시를 지적하면서, “국민연금이 법적으로

---

<sup>715</sup> 당사국의 관할권 면제(*Germany v. Italy*), I.C.J. 판결, 2012년 2월 3일[CLA-116], 제 55항을 인용하는 수정청구서면, 제 143항.

<sup>716</sup> Carlos De Stefano, 국제법상 귀속 및 중재(Oxford Univ. Press, 2020)[CLA-163], 25 페이지(인용 생략)를 인용하는 수정청구서면, 제 143항.

<sup>717</sup> Gordan A. Christenson, 외국인의 상해에 대한 국가의 책임을 다루는 국제법상 국가 책임의 귀속 이론(Richard B. Lillich ed., Univ. of Virginia 1983), 330 페이지를 인용하는 Carlos De Stefano, 국제법상 귀속 및 중재(Oxford Univ. Press, 2020)[CLA-163], 25 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 145항

<sup>718</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 72항.

<sup>719</sup> 답변서, 제 170항, *Murphy v. Korea Asset Management Corporation*, Brief of Defendant-Appellee Korea Asset Management Corporation(2d Cir. 2006년 4월 7일)[CLA-121], 41 페이지와 한국 국민연금법[CLA-157], 제 40조, 제 107조 제 2항, 공공기관의 운영에 관한 법률[CLA-20], 제 2조, 및 법인세 면제 관련 해명, 국민연금 보도자료(2020년 5월 26일)[C-196] 비교.

‘국가기관’이 아니라고 가정하더라도 실질적으로는 기관의 판단기준을 명백히 충족한다”고 주장한다.<sup>720</sup> 청구인들은 피청구국이 특히 국민연금이 보건복지부의 입장에 반하여 스스로 결정을 내린 경우와 같이, 국민연금과 보건복지부 사이의 실질적 관계에 대한 증거를 제출하지 않았다고 주장한다.<sup>721</sup>

438. 청구인들은 또한 국민연금의 국가에 대한 의존성에 대하여, “한국은 본건과는 사실관계에 있어 쉽게 구별되는 근거들을 선택적으로 제시하고 있으나, 위와 같은 결론이 이에 흔들리는 것은 결코 아니다”라고 주장한다.<sup>722</sup>

439. 청구인들은 국민연금에 대한 운영상의 정부 통제의 수준이 통제의 구조적 발현, 실질적 통제 및 재정적 의존을 포함하여, 사실상 국가기관에 해당한다는 결론을 내린다.<sup>723</sup>

**c) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

440. 예비적으로, 청구인들은 “국민연금이 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호의 정부 단체가 아니라고 하더라도, 국민연금 및 그 임직원의 행위는 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 한국에게 귀속된다”고 주장한다.<sup>724</sup>

441. 청구인들은 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호가 해당 비정부 단체가 국가로부터 위임받은 권한을 행사할 것과 청구 대상 행위가 그 권한으로 인하여 발생하였을 것이라는 두 가지 요건을 규정한다고 주장한다.<sup>725</sup> 청구인들은 행사되는 권한이 본질적으로 정부적인

---

<sup>720</sup> *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007년 2월 26일[**RLA-105**], 제 392 항을 인용하는 답변서, 제 175 항.

<sup>721</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 74 항.

<sup>722</sup> *Kristian Almås and Geir Almås v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016년 6월 27일(본건에서 문제된 실체에 관하여 “국민연금은 위와 같은 특성들 중 어느 것도 가지고 있지 않다”고 주장함); *Ulysseas, Inc. v. The Republic of Ecuador*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2012년 6월 20일(“최종단계에서 판정부가 도출한 영성한 분석결과에는 해당 실체들이 사실상 국가기관이라는 주장에 관한 언급은 전혀 없으며, 국가기관 여부의 판단을 위한 관련 기준을 검토한 내용도 없다”고 지적함)을 언급하는 답변서, 제 176 항.

<sup>723</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 75 항.

<sup>724</sup> 수정청구서면, 제 147 항.

<sup>725</sup> FTA[**CLA-23**], 제 11.1 조 제 3 항 나호를 인용하는 수정청구서면, 제 147 항.

성격이어야 한다는 추가적인 요건을 도입하는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>726</sup> 그럼에도 불구하고 청구인들은 여기서의 분석이 “국가가 위임한 권한에 따른 행위의 성격이 아니라 위임의 성격 및 이러한 권한의 성격”에 관한 것이기 때문에 국민연금이 위임된 정부 권한을 행사하였다고 주장한다.<sup>727</sup>

442. 청구인들은 보건복지부장관이 국민연금법에 따라 “기금을 관리 및 운영할 일반 권한과 지분 증권 거래에 관한 특별 권한”을 국민연금에 위임하였다고 주장한다.<sup>728</sup> 청구인들은 “최종적으로 합병 찬성 투표로 이어진 홍 본부장 등 국민연금 공무원들의 행위는 국민연금이 국민연금 기금의 관리 및 운용 권한을 행사하면서 발생한 행위임이 명백하다”고 주장한다.<sup>729</sup>

443. 또한 청구인들은 “국민연금과 그 임직원이 행사한 권한은 법률상 부여되어 시행령에 따라 위임되었다”면서, ILC 규정 제 5 조에 따라 국민연금 및 그 임직원의 행위도 한국에게 귀속될 것이라고 주장한다.<sup>730</sup> 청구인들은 “권한의 내용뿐만 아니라 권한이 어떠한 실체에 부여되는 방식, 권한이 행사되는 목적, 그리고 해당 실체가 정부에 대하여 권한행사에 대한 책임을 부담하는 정도”라고 규정된 ILC 규정 제 5 조의 구체적인 문구를 가리킨다.<sup>731</sup> 청구인들은 이를 종합적으로 고려할 때, 이러한 요소들이 “정부 권한”의 개념을 정의하고 국민연금이 문제되는 행위와 관련하여 정부 권한을 행사하고 있음을 보여준다고 주장한다.<sup>732</sup>

444. 청구인들은 먼저 피청구국이 “본건에서 문제된 국민연금의 권한행사 등과 관련하여 위임의 근원과 방식이 정부에서 비롯된다는 점을 다투지 않고 있고 다투 수도 없다”고 언급한다.<sup>733</sup>

---

<sup>726</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 76 항.

<sup>727</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 77 항(원문 강조).

<sup>728</sup> 국민연금법 시행령, 2015년 4월 16일[CLA-150], 제 76 조를 인용하는 수정청구서면, 제 150 항.

<sup>729</sup> 수정청구서면, 제 151 항.

<sup>730</sup> 한국 국민연금법[CLA-157]을 언급하는 수정청구서면, 제 152-153 항.

<sup>731</sup> ILC 규정 주석[CLA-166], 제 5 조, 주석 6(청구인들의 강조 추가)을 인용하는 답변서, 제 185 항.

<sup>732</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 79 항.

<sup>733</sup> 반박서면, 제 288 항을 언급하는 답변서, 제 188 항.

445. 이러한 권한의 행사와 관련하여, 청구인들은 “국민연금에 그러한 권한을 재량에 따라 마음대로 행사할 수 없다”고 주장한다.<sup>734</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 “이러한 권한의 행사는 고도로 규제된다”면서<sup>735</sup> “해당 지침들은 상세히 규정하고 있다”고 지적한다.<sup>736</sup> 구체적으로, 청구인들은 각각 “의결권이 어떻게 행사되어야 하는지에 관하여 42 개의 세부적인 규칙을 규정하고”, “국민연금의 어떠한 임원이나 위원회가 의결권을 행사할 수 있는지 정하고 있는” 국민연금의 의결권행사지침 및 기금운용규정을 인용하고 있다.<sup>737</sup>
446. 청구인들은 국민연금에 위임된 권한이 공공의 목적을 위해 행사되어야 한다고 주장한다.<sup>738</sup> 이에 따라 청구인들은 국민연금의 권한의 목적이 “모든 국민에 대한 정부의 대한민국헌법상 사회복지 제공의무를 이행”하는 것이라면서, 특히 “국민연금법상 관련 기준이 충족되면 법률상 의무적으로 가입하여야 하는 것”이라는 점에 주목한다.<sup>739</sup>
447. 또한, 청구인들은 문제되는 권한이 정부적인지를 평가함에 있어서 정부에 대하여 부담하는 책임의 정도가 중요한 요소라고 생각한다.<sup>740</sup> 국민연금의 책임과 관련하여, 청구인들은 “위 권한의 행사에 대하여는 다단계로 감독이 이루어진다”고 주장한다.<sup>741</sup> 청구인들에 따르면, “국민연금의 국민연금기금 운용은 국회(한국의 입법부), 감사원 및 [보건복지부]의 일부인 국민연금기금 운용실무평가위원회의 엄격한 감독을 받는다.”<sup>742</sup> 또한 청구인들은 보건복지부가 임명한 감사인의 보고서가 구체적으로 “본건에서 있었던

---

<sup>734</sup> 답변서, 제 188 항.

<sup>735</sup> 수정청구서면, 제 153 항.

<sup>736</sup> 답변서, 제 188 항.

<sup>737</sup> 국민연금의결권행사지침[C-75], 별표 1; 국민연금기금운용규정 시행규칙[CLA-151], 제 40 조를 인용하는 답변서, 제 188 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 83:2-7 페이지 참조.

<sup>738</sup> 수정청구서면, 제 154 항.

<sup>739</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 6 조, 제 8 조, 제 9 조, 제 88 조를 인용하는 답변서, 제 189 항.

<sup>740</sup> 답변서, 제 190 항.

<sup>741</sup> 수정청구서면, 제 155 항.

<sup>742</sup> 한국 국민연금법[CLA-157], 제 107 조 제 4 항; 국민연금법 시행령, 2015년 4월 16일[CLA-150], 제 87 조를 언급하는 답변서, 제 190 항.

위법행위를 가장 극명하게 드러낸 자료 중 하나”라고 지적하면서, 감독의 필요성이 “그저 동떨어진 간접적 위협이 아니다”라고 주장한다.<sup>743</sup>

448. 청구인들은 권한의 내용 그 자체는 중요하지 않으며, 국민연금의 국가 재산 운용은 순수한 상업적 성격으로 볼 수 없다고 주장한다.<sup>744</sup> 청구인들은 국민연금의 “국내 최대 기관 투자자”로서의 존재로 인해 국민연금의 “시장 조성적, 시장 규제적 영향력”과 “국민연금이 행위하는 정부의 승인” 모두가 국민연금이 정부 권한에 따라 행위하는 증거라고 지적한다.<sup>745</sup> 또한 청구인들은 박근혜 대통령과 문형표 장관이 노렸던 “바로 그러한 권한으로부터 비롯된 영향력이었다”고 주장한다.<sup>746</sup>
449. 또한, 청구인들은 국내법이 여전히 관련되지만, 피청구국이 “한국법의 핵심적인 이슈”를 다루지 못하였다고 주장한다.<sup>747</sup> 특히, 청구인들은 피청구국이 “국가[]의 ‘일반적인’ 재산으로서 국민연금의 자산의 회계상 취급 및 국민연금을 상대로 한 손해배상 청구의 분류”에 초점을 두고 있는 것은 “무작위의 방론들”이라고 주장한다.<sup>748</sup>
450. 마지막으로, 청구인들은 “한국이 인용한 근거들 역시 상업적 계약적 행위만을 다루고 있으므로 중재판정부에게 도움이 되지 않으며 본건과는 상이하다”고 판단한다.<sup>749</sup>

---

<sup>743</sup> 국민연금 제일모직-삼성물산 합병 관련 특정감사 결과, 2018년 7월 3일[C-26]을 언급하는 답변서, 제 191 항.

<sup>744</sup> 답변서, 제 192 항.

<sup>745</sup> 기금운용지침[C-6], 제 4 조를 언급하는 답변서, 제 192 항.

<sup>746</sup> 답변서, 제 192 항. 수정청구서면, 제 156 항 참조.

<sup>747</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 80 항.

<sup>748</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 80 항.

<sup>749</sup> *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119]을 언급하는 답변서, 제 194 항; *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008년 11월 6일[RLA-112).



d) **국민연금 또는 그 직원의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

451. 청구인들은 “설령 국민연금과 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호 또는 나호에 따라 한국에 귀속되지 않더라도, 위 행위는 국제관습법상 귀속 원칙에 따라 여전히 한국에게 귀속된다”고 주장한다.<sup>750</sup> 구체적으로, 청구인들은 ILC 규정 제 8 조를 지적한다:

개인 또는 집단의 행위는 그들이 그 행위를 수행함에 있어서 사실상 한 국가의 지시를 받거나 그 지시 또는 통제 하에서 행동하는 경우 국제법상 그 국가의 행위로 간주된다.<sup>751</sup>

452. ILC 규정 주석서를 인용하면서, 청구인들은 본 조에서 3 가지 분리되는 조건(국가가 지시하거나, 명령하거나, 통제함) 중 어느 하나를 결정함으로써 ILC 규정 제 8 조가 충족된다고 주장한다.<sup>752</sup> 청구인들은 이 3 가지 조건들이 전체적으로 위법행위와 관련이 있다고 주장한다.<sup>753</sup> “지시”라는 용어와 관련하여, 청구인들은 해당 지시가 “구속적”인지 여부보다 관련 행위자가 실제로 문제되는 행위의 수행 시 이러한 지시에 기반해 행위를 하였는지 여부에 초점을 맞추어 분석해야 한다고 주장한다.<sup>754</sup> 이와 유사하게, “통제”라는 용어와 관련하여, 청구인들은 “특정한 결과를 성취하기 위하여 국가가 구체적으로 기업에 대한 자신의 소유권 지분이나 통제를 이용했던 경우, 문제의 행위는 국가에 귀속되었다”고 주장하는 ILC 규정 주석서를 인용한다.<sup>755</sup>

453. 따라서, 청구인들은 한국 정부의 부정한 계획의 일부로서 합병을 승인함에 있어서 국민연금의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 따른 피청구국의 “지시, 명령 또는 통제”에 해당하였다고 주장한다.<sup>756</sup> 청구인들은 “구체적 작용”에 따른 모든 행위와 관련하여 구체적인 지시나 명령이 있었음을 입증할 필요가 없다고 주장한다.<sup>757</sup> 오히려, 청구인들은

---

<sup>750</sup> 수정청구서면, 제 157 항.

<sup>751</sup> ILC 규정[**CLA-24**], 제 8 조.

<sup>752</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 8 조, 주석 7 을 인용하는 관할에 대한 재항변서면.

<sup>753</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 85 항.

<sup>754</sup> James Crawford, 국가책임: 일반 부분, 28–29(Cambridge University Press, 2013)[**CLA-218**], 145 페이지를 인용하고, 재반박서면, 제 303 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 86 항.

<sup>755</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 8 조, 주석 6 을 인용하는 재반박서면, 제 87 항.

<sup>756</sup> 답변서, 제 195 항.

<sup>757</sup> 답변서, 제 197 항.

제 8 조의 목적상 “구체적 운영”이 국민연금의 본건 합병 승인이므로,<sup>758</sup> 관련 쟁점은 “대통령과 보건복지부장관 및 그 부하들이 ... 내린 지시 및/또는 명령 및/또는 행한 통제가 분명히 ‘[그러한] 특정 결과를 달성’할 목표로 이루어졌으며 실제로도 그러한 결과를 달성”하였는지 여부라고 주장한다.<sup>759</sup> 청구인들은 문형표 장관이 홍완선 본부장과 국민연금에 대한 자신의 통제권과 영향력을 남용하여 합병 승인을 취득함으로써 구체적 작용의 목적을 달성하였음이 명백하다고 판단한다.<sup>760</sup> 따라서 청구인들은 보건복지부가 합병 승인이 되도록 할 때에 국민연금과 그 관계자들에게 “실효적 통제”를 하였다고 주장한다.<sup>761</sup>

454. 마지막으로, 청구인들은 한국의 행위가 주식에 대한 국가의 지배, 이사회 구성원들의 임명과 공적인 진술이라는 사실을 훨씬 능가하므로, *Tulip v. Turkey* 사건의 결정이 피청구국의 주장에 대하여 도움이 되지 못한다고 주장한다.<sup>762</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

455. 먼저, 중재판정부는 피청구국이 국가 귀속에 관한 자신의 주장을 중재판정부의 관할권에 대한 이의로서 제기하였음을 지적한다. 피청구국은 “중재판정부의 관할권을 확정하기 위해서는, 메이슨은 자신이 문제 삼는 행위가 한국에 귀속됨을 입증할 책임이 있다”라고 주장한다.<sup>763</sup> 청구인들은 이러한 분류를 관할권 문제로 다루지 않는다.
456. 중재판정부가 보기에, 국가 귀속 문제는 중재판부의 관할권 및 분쟁의 본안 모두에 대하여 관련이 있다.<sup>764</sup> 문제되는 조치가 투자유치국에 귀속될 수 없는 한, 이는 FTA 제 11.1 조 제 3 항의 의미 내에서 당사국에 의하여 채택하거나 유지하는 것이 아니고, FTA

---

<sup>758</sup> 답변서, 제 198 항.

<sup>759</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 8 조, 주석 6 을 인용하는 답변서, 제 197 항.

<sup>760</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 8 조, 주석 6 을 언급하는 수정청구서면, 제 159 항.

<sup>761</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 88 항.

<sup>762</sup> *Tulip Real Estate and Development Netherlands B.V. v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/11/28, 중재판정[**RLA-225**]을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 89 항.

<sup>763</sup> 반박서면, 제 235 항.

<sup>764</sup> *Tulip Real Estate and Development Netherlands B.V. v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/11/28, 중재판정, 2014 년 3 월 10 일[**RLA-225**], 제 276 항 참조.

제 11.16 조에 따른 청구의 기초를 구성할 수 없다. 이러한 조치와 관련하여, 중재판정부는 관할권을 가지지 않는다.

457. 또한, 중재판정부는 피청구국의 관할권 이의제기가 피청구국의 주장에 따르면 피청구국에게 귀속되지 않는 국민연금과 그 임직원의 행위에 국한된다는 점에 주목한다. 피청구국은 청와대, 박근혜 대통령과 그 하급자들의 문제되는 행위의 귀속과 보건복지부, 문형표 장관 및 그 하급자들의 문제되는 행위의 귀속에 이의를 제기하지 않는다.<sup>765</sup> 중재판정부가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 그들의 행위에 대한 관할권을 가짐은 다툼이 없다.

458. 국가 귀속 문제에 대한 중재판정부의 상세 분석은 다음과 같이 구성되어 있다: 중재판정부는 먼저 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호 또는 나호와 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에 귀속될 수 있는지 여부의 문제를 다루기에 앞서, 적용 가능한 법적 기준을 논의한다.

a) 적용 기준

459. 당사자들은 FTA 제 11.1 조 제 3 항이 국가 귀속의 근거를 전부 열거하고 ILC 규정 제 8 조의 적용을 특별법으로서 배제하는지 여부에 대하여 의견이 불일치한다.

460. FTA 제 11.22 조 제 1 항은 중재판정부가 본 협정과 관련 국제법 규칙에 따라 분쟁 대상 쟁점을 판단한다고 규정한다. 청구인들이 제시한 바와 달리, 이는 국가 귀속에 관한 분석의 출발점이 국가 책임의 국제관습법이라는 것을 의미하지 않는다. 오히려 중재판정부는 다른 관련 국제법 규칙으로 전환하기에 앞서 협정의 규칙이 국가 귀속 문제를 배타적으로 전부 규율하는지 여부를 확인하기 위해 우선 협정을 살펴보아야 한다고 본다.

461. 비슷한 맥락에서, *Al Tamimi* 사건 중재판정부는 미국-오만 FTA 에 관한 국가 귀속에서 “협정의 당사국들이 특정 조항(특별법)에 따라 어떠한 실체의 행위가 국가에 귀속되는 상황을 제한할 수 있으며” 이 경우 “국제관습법에 따르거나 ILC 규정에 명시된 당사국의

---

<sup>765</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 206:20-207:4 페이지(피청구국의 모두진술).

책임에 관한 보다 광의의 원칙은 직접적인 관련성을 가질 수 없다”고 판시하면서 분석을 시작하였다.<sup>766</sup>

462. 설령 ILC 규정 조항을 출발점으로 삼았더라도, ILC 규정 제 55 조는 국제적으로 위법한 행위의 존재 조건이나 국가의 국제적 책임에 대한 내용 또는 이행이 국제법상 특별 규칙에 의해 규율되는 경우에 그 범위 내에서는 ILC 규정이 적용되지 않는다고 규정하고 있다. 본건의 경우, 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 3 항이 국제법상 특별 규칙으로서 ILC 규정에서 정하는 국가 귀속의 일반 원칙의 적용을 배제하는지 우선 살펴볼 것이다.
463. FTA 제 11.1 조 제 3 항은 국가 귀속을 다루며, 조치의 귀속에 대한 두 가지 사유로서 (a) 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국과 (b) 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하여 비정부 기관이 채택하거나 유지하는 경우를 명시한다. 해당 조항의 통상적인 의미에 따르면, 이러한 2 가지 경우는 협정상 국가 귀속의 유일한 근거가 되므로, ILC 규정의 적용은 ILC 규정이 보다 광범위한 귀속을 규정하는 한 배제된다. FTA 제 11.1 조 제 3 항의 문구는 국가 귀속의 사유를 그 자체로 전부 열거한 것으로 해석될 수 있을 뿐이다.
464. 중재판정부는 협정 문구에서 다른 국제관습법의 적용을 배제하려는 명확한 의사가 있어야 한다는 청구인들의 주장에 동의하지 않는다. 오히려, 국가 귀속 문제는 FTA 제 11.1 조 제 3 항에서 포괄적이고 열거적으로 다루어지고, 사유의 목록이 예시적인 의미이며 국제관습법상 다른 국가 귀속의 사유들이 병렬적으로 적용되어야 한다는 표시가 문언에 포함되지 않은 것으로 충분하다. FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호 및 나호를 단순한 예시로만 이해하는 것은 투자의 적용 범위를 포괄적이고 열거적으로 정하는 FTA 제 11.1 조의 일반적인 대상과 목적에 조화시키기도 어려울 것이다.
465. 이는 FTA 제 11.1 조 제 3 항의 해석이 ILC 규정과 서로 부합하는 범위에서 ILC 규정의 적용을 받을 수 없음을 의미하지 않는다. 실제로, FTA 제 11.1 조 제 3 항 가목은 ILC 규정 제 4 조를 밀접하게 반영하고 있고, FTA 제 11.1 조 제 3 항 나목은 ILC 규정 제 5 조를 밀접하게 반영하고 있다. 그러나 어떤 자 또는 그 집단이 그 행위를 수행함에 있어 국가의 지시 또는 통제에 따라 행위하는 경우 그 행위의 귀속을 허용하는 ILC 규정 제 8 조에

---

<sup>766</sup> *Adel A Hamadi Al Tamimi v. Sultanate of Oman*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2015 년 11 월 3 일[RLA-156], 제 321 항.

상응하는 FTA 는 존재하지 않는다. 이와 관련하여, 중재판정부는 ILC 규정이 더 광범위한 상황에서 비정부 단체의 행위가 국가에 귀속될 수 있으므로 협정과 ILC 규정 사이의 실질적인 불일치가 있다고 본다.

466. 이러한 이유로 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 3 항이 협정의 목적상 국가 귀속 문제를 포괄적으로 다루는 특별 규칙이라고 판단하며, ILC 제 8 조의 적용을 배제한다.

**b) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

467. FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호에 따라, 국민연금과 그 임직원의 행위는 국민연금이 중앙, 지역 또는 지방 정부와 당국에 해당한다면 피청구국에게 귀속될 수 있다.

468. 당사자들은 FTA 제 11.1 조 제 3 항과 ILC 규정의 관계에 대하여 의견이 불일치하지만, 적어도 ILC 규정 제 4 조와 ILC 규정 주석서가 국가기관의 조치의 귀속을 다루는 FTA 제 11.1 조 제 3 항 가호의 해석에 지침이 될 수 있음에는 동의한다.<sup>767</sup>

469. ILC 규정 제 4 조 제 2 항은 국가기관이 “국내법에 따라 그러한 지위를 가지는 모든 개인 또는 실체를 포함”한다고 규정하고 있다. 이에 따라, 중재판정부는 국민연금이 대한민국 국내법에 따라 국가기관에 해당하는지 여부, 즉 실체가 법률상 국가기관에 해당하는지 여부를 판단하고자 한다.

**(1) 국민연금이 법률상 국가기관에 해당하는지 여부**

470. 상기하자면, 피청구국은 첫째로 국민연금이 한국 국내법에 따른 국가기관이 아니며,<sup>768</sup> 둘째로 국민연금의 별개 법인격으로 인하여 더 이상 법률상 국가기관으로 분류될 수 없다고 주장한다.<sup>769</sup>

471. 첫 번째 쟁점에 관하여, 청구인들은 한국법이 국가기관을 구성하는 실체를 개념화하거나 분류하고 있음을 부정한다.<sup>770</sup> 두 번째 쟁점에 관하여, 청구인들은 별개의 법인격이 법인의

---

<sup>767</sup> 수정청구서면, 제 127 항; 답변서, 제 148 항; 반박서면, 제 251 항.

<sup>768</sup> 재반박서면, 제 244 항 이하 참조.

<sup>769</sup> 재반박서면, 제 248 항 이하 참조.

<sup>770</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 58 항.

구조적 및 기능적 법적 특성에 대한 보다 광범위한 분석에서 고려되어야 할 요소 중 하나에 불과하다고 주장한다.<sup>771</sup>

472. 중재판정부는 어떤 법인이 사실상 국가기관에 해당하는지 여부를 판단함에 있어서 국내법이 중요하다는 점에 대하여는 피청구국의 의견에 동의한다. 중재판정부는 이러한 분석의 첫 번째 단계가 국내법이 국가기관의 개념을 인정하고 있는지 여부를 판단하는 것이라는 입장이다. 이러한 입장은 “해당 국가의 법률이 어느 실체를 국가기관으로 규정한다면 어떠한 어려움도 없을 것”이라고 규정하는 ILC 규정 주석서로 뒷받침된다.<sup>772</sup>
473. 한국 행정법을 전문으로 하며 피청구국의 법률 전문가로 출석한 연세대학교 법학과 김성수 교수는 한국법상 국가기관의 분류와 한국 행정법상 국민연금의 법적 지위에 관하여 증언하였다. 청구인들은 한국 행정법에 대한 자신의 법률 전문가를 제시하지 않았다.
474. 김성수 교수의 전문가 증언에 대한 세부 사항을 다루기에 앞서, 중재판정부는 김성수 교수의 독립성에 대한 청구인들의 우려에 공감하지 않음을 주지한다. 김성수 교수는 자신의 전문가보고서에서 밝힌 바와 같이, 현재 국가수자원관리위원회에 재직하고 있으며 과거에도 다른 정부위원회 및 자문위원회에 재직하였으나, 중재판정부는 이것이 법률 전문가로서의 독립성에 영향을 미치지 않는다고 판단한다. 마찬가지로, 중재판정부는 김성수 교수가 피청구국에 대한 다른 투자 중재에서도 법률 전문가로 등장한다는 사정은 본 중재에서 법률 전문가로서의 독립성에 영향을 미친다고 보지 않는다.
475. 김성수 교수는 자신의 전문가보고서와 심리에서 한국법이 국가기관의 세 가지 범주를 (i) 헌법기관인 국가기관; (ii) 한국의 헌법에 근거하여 제정된 정부조직법 및 여타 법령에 따라 설립된 국가기관; 및 (iii) 여타 개별 법령에 따라 특별히 “중앙행정기관”으로 설치되는 국가기관으로 구분하고 있다고 제시하였다.<sup>773</sup> 김성수 교수에 따르면 한국의

---

<sup>771</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 61-62 항.

<sup>772</sup> ILC 규정 주석서(2001)[CLA-166], 제 4 조, 주석 11.

<sup>773</sup> 김성수 제 1 차 보고서 페이지[RER-3], 제 11 항; 김성수 제 2 차 보고서 페이지[RER-5], 제 12 항; 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 390:15-392:17 페이지[김성수의 반대신문].

국가기관은 “헌법 또는 특정 법률 또는 하위 규정에 따라 명시적으로 설치”되며, 달리 설치될 수 없다.<sup>774</sup>

476. 중재판정부는 한국 헌법이나 다른 법령에 국가기관에 대한 명시적인 법적 정의가 없다는 사실을 유념하고 있다. 그러나 중재판정부가 보기에, 이것이 한국법이 국가기관의 개념을 (적어도 묵시적으로) 인정하지 않는다는 의미도 아니다. 김성수 교수는 특히 헌법과 정부조직법 등 한국 법규에 대한 철저한 분석을 통하여 3 가지 범주의 국가기관을 도출하였다. 중재판정부는 김성수 교수가 제시한 분류가 한국법상 국민연금의 법적 지위의 분석에 도움이 될 수 있다는 견해를 취한다.
477. 헌법기관은 김성수 교수가 설명한 바와 같이 한국 헌법에 따라 직접 설립되며 국회, 대통령, 국무총리, 법원 등을 포함한다.<sup>775</sup> 국민연금이 한국 헌법에 따라 설립되지 않았으며, 언급조차 존재하지 않는다는 사실에는 다툼이 없다. 따라서, 국민연금은 첫 번째 범주인 헌법기관에 속하지 않는다.
478. 두 번째 범주와 관련하여, 김성수 교수는 정부조직법이 “중앙행정기관”이라고 불리는 다수의 주요 기관들을 설치한다고 설명하였다.<sup>776</sup> 정부조직법에 따라, 중앙행정기관은 세 가지 범주((i) 대통령에 소속된 부처(부); (ii) 국무총리에 소속된 부처(처); 및 (iii) 부 아래 설치되는 기관(청))으로 구분된다. 이는 정부조직법 제2조 제2항에서 정하는 바에 따른다. 김성수 교수에 따르면 이러한 유형의 중앙행정기관들은 모두 한국법상 국가기관으로 간주된다.<sup>777</sup> 보건복지부는 부의 예시이고, 한국 질병관리청은 정부조직법 제 38 조 제 2 항에 따라 보건복지부 소속으로 명시적으로 설치된 청의 예시이다.<sup>778</sup>
479. 다른 법령에 의하여 설치된 중앙행정기관도 있다. 김성수 교수의 분류에 따르면 이들은 세 번째 범주의 국가기관을 구성한다. 이러한 중앙행정기관 집단은 각각의 법령에서 명시적으로 설립 및 지정되어야 한다는 공통점이 있다(비교: 정부조직법 제 2 조 제 2 항).

---

<sup>774</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 16 항.

<sup>775</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 12 항.

<sup>776</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 14 항.

<sup>777</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 18 항.

<sup>778</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 20 항.

다른 법령에 의하여 설치된 중앙행정기관의 예시 중 하나로는 금융위원회의 설치 등에 관한 법률 제 3 조 제 1 항 및 제 2 항에 따라 국무총리 관할로 설치된 금융위원회가 있다.<sup>779</sup>

480. 김성수 교수에 따르면 국민연금은 중앙행정기관이 아니며, 두 번째 또는 세 번째 범주의 국가기관에 해당하지 않는다. 이는 정부조직법에 의해 제정되지 않았으므로 청이 아니다.<sup>780</sup> 국민연금은 다른 법령에 따른 중앙행정기관이 아니다. 특히 국민연금법은 이를 설립하거나 지정하지 않고 있다.<sup>781</sup>
481. 중재판정부는 앞서 언급된 세 가지 범주의 국가기관 이외에 한국법상 국가기관에 해당할 수 있는 다른 범주의 행정기관이 존재한다고 생각하지 않는다. 특히, 국민연금은 공공기관의 운영에 관한 법률상 공공기관이지만, 중재판정부는 이것으로 한국법상 국가기관에 해당하기에 충분하다고 생각하지 않는다. 김성수 교수가 설명한 바와 같이, “공공기관”으로 지정된 것은 단순히 공공 성격의 업무를 수행한다는 의미일 뿐이다. 그럼에도 불구하고, 공공기관은 카지노 운영과 같은 영리기업을 포함한다.<sup>782</sup>
482. 따라서 중재판정부는 국민연금이 한국법으로부터 파생될 수 있는 국가기관의 범주에 속하지 않는다고 판단한다.
483. 한국법이 국가기관의 개념을 인정하지 않는다는 견해를 취하더라도, 국민연금의 구조적 및 기능적 특징에 대한 분석으로 다른 결과가 도출되지 않는다.
484. 한국법상 국민연금은 별개의 법인격을 가지고 있음은 다툼이 없다. 사실상 국가기관으로서의 지위 여부를 판단함에 있어서 어떤 실체가 별개의 법인격이 있음이 결정적이지 않음은 다툼의 여지가 없다. 그러나 당사자들은 실체의 법률상 국가기관 지위에 대한 이러한 상황의 관련성에 대하여 의견이 일치하지 않는다.
485. 특히 법률상 국가기관의 맥락에서 문제를 다루기 위하여 당사자들이 인용한 법리를 검토할 때, 중재판정부는 대부분의 투자 중재판정부들이 어떤 실체에 대하여 독립된

---

<sup>779</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 14-15 항.

<sup>780</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 20 항, 제 39 항.

<sup>781</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 40 항.

<sup>782</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 24 항.



법인격으로 인해 법률상 국가기관이 될 수 없다는 견해를 취하였다고 본다. 기존 법리는 *Almás v. Poland* 사건의 중재판정부가 다음과 같이 요약하였다:<sup>783</sup>

“어떠한 실체가 국가의 법질서에서 독립적인 법인격을 갖는 경우 해당 실체는 국가의 법적 체계의 조건에 따른 국가기관이 아니다. 일례로, *Bayindir v. Pakistan* 사건에서, 중재판정부는 파키스탄 국도청이 별개의 법인격을 갖고 있다는 이유로 국가기관에 해당한다는 취지의 청구를 기각하였다. 마찬가지로, *EDF v. Romania* 사건에서, 중재판정부는 공항 지주회사와 국적 항공사가 ‘양자 모두 루마니아법상 국가와 별개의 독자적인 법인격을 갖고 있으므로’ 국가기관으로 간주될 수 없다고 판시하였다. 또 다른 예로, *Hamester v. Ghana* 사건에서, 중재판정부는 가나코코아위원회가 ‘가나 법률에 따라 국가기관으로 분류되지 않으며, “자기 법인명으로 소송의 피고인이 될 수 있는” “법인”으로 설립되었으므로’ ILC 규정 제 4 조에 따라 국가기관으로 간주할 수 없다고 판시하였다”.

486. 이를 토대로 *Almás v. Poland* 사건 중재판정부는 “별개의 법인격을 가지며 운영상 자율성이 있는” 실체는 어느 장관의 감독을 받았더라도 법률상 국가기관으로 간주될 수 없다고 판단하였다.<sup>784</sup>
487. 중재판정부는 이러한 분석에 동의한다. 어떤 실체가 별개의 법인격을 가지는 경우로서, 특히 민법의 규정에 따라 설립된 경우, 이는 그 실체를 국가기관으로 볼 수 있을 정도로 국가 조직 자체의 불가분의 일부를 구성하지 않음을 나타낸다.
488. 국민연금법은 국민연금법 제 26 조에 따라 법인에 해당한다. 따라서 별개의 법인격으로 설치되었다. 또한 국민연금법 제 48 조에 따라, 국민연금에 관하여는 본 법에 특별한 규정이 있는 경우를 제외하고는 재단법인에 관한 한국 민법의 규정을 준용한다. 김성수 교수가 자신의 전문가보고서에서 설명한 바와 같이 국민연금은 민법에 의해 규율되고, 자신의 명의로 재산을 취득하고 보유할 수 있는 능력을 가지며, 자신의 이름으로 소송을 제기하거나 소송을 당할 수 있다.<sup>785</sup>

---

<sup>783</sup> *Kristian Almás and Geir Almás v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016 년 6 월 27 일[RLA-161] 제 208 항.

<sup>784</sup> *Kristian Almás and Geir Almás v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016 년 6 월 27 일[RLA-161] 제 209 항.

<sup>785</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 74 항; 김성수 제 2 차 보고서[RER-5], 제 40 항.

489. 중재판정부는 국민연금이 사실상 국가기관에 해당하는지 여부에 대한 쟁점의 맥락에서 국민연금과 한국 정부 사이에 몇 가지 연결점이 있음을 인정한다. 법률상 국가기관과 관련하여, 이러한 연결점이 한국법상 국민연금의 법적 독립성에 영향을 미치지 않는다고 말할 수 있다. 국가에 대한 사실상 의존성이 법률상 국가기관을 판단함에 있어서 관련성이 있다면, 이는 법률상 국가기관과 사실상의 국가기관을 구별을 무의미하게 할 것이다.
490. 마지막으로, 중재판정부는 한국자산관리공사, 예금보험공사 및 금융감독원과의 비교로부터 어떠한 추론도 도출될 수 없다고 판단한다. 본건의 중재판정부는 *Dayyani v. Korea* 사건의 판정문을 제공받지 않았지만, 해당 사건의 중재판정부가 주권면제에 관한 한국자산관리공사 대리인의 미국 법원 진술을 인용하였음을 공개 보고서를 통하여 알고 있다. 본건에서, 국민연금에 관하여 이러한 진술은 이루어지지 않았다. 결과적으로, 미국법상 주권면제 문제는 한국법상 국민연금의 법적 지위에 관한 현재의 문제와는 차이가 있다. 중재판정부는 미국 법원에서의 이러한 진술이 본 쟁점과 직접 관련이 없다고 본다.
491. 이러한 이유로, 중재판정부는 국민연금이 법률상 국가기관에 해당하지 않는다고 판단한다.

(2) 국민연금이 사실상 국가기관에 해당하는지 여부

492. 중재판정부는 이제 국민연금이 국내법상의 분류와 관계없이 국제법에서 사실상 국가기관으로 분류되는지 여부에 대한 문제를 다룰 것이다.
493. 당사자들은 *Bosnian Genocide* 사건에서 ICJ가 정한 법적 기준을 동일하게 인용한다:<sup>786</sup>

“국제적 책임 논의상 개인, 집단 또는 실체는 국내법에서 국가기관의 지위가 도출되지 않더라도 국가기관과 동일시될 수 있다. 다만, 해당 개인, 집단 또는 실체가 국가에 ‘완전하게 의존’하여 행위함으로써 궁극적으로는 수단에 불과하게 되는 경우여야 한다. 이 경우, 행위자와 국가가 밀착되어 있어 전자가 단지 후자의 대리인으로 밖에 보이지 않는 경우 이들 간 관계의 실체를 파악하기 위해서는 법적지위 그 이상을 고려하는 것이 바람직하다. 그와 다르게 본다면 국가들이 순전히 허구에

---

<sup>786</sup> *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, I.C.J. 판결, 2007년 2월 26일[RLA-105] 제 392-393 항; 답변서, 제 175 항 참조; 재반박서면, 제 258 항.

지나지 않을 가상의 독립성을 가진 개인 또는 실체를 통하여 행동하는 방식을 택함으로써 자신의 국제적 책임을 회피할 수 있게 할 뿐이다”.

494. 따라서 관련 기준은 실체가 국가에 완전히 의존하는지 여부이다.<sup>787</sup>
495. 이러한 기준을 적용한 *Almás v. Poland* 사건 중재판정부는 “핵심 정부 기능의 수행, 중앙정부에 대한 일상적인 직접 종속 또는 모든 운영상의 자율성의 결여”와 같은 요소들이 관련된다고 보면서도, 사실상 국가에 대한 기준은 “어떤 실체가 상업적 거래에서 자신의 계산으로 관여하는 경우, 설령 그것이 국가 경제에 중요한 것이라 하더라도” 충족되지 않는다고 언급하였다.<sup>788</sup> 유사한 맥락에서, *Union Fenosa v. Egypt* 사건 중재판정부는 “공공기관”으로의 지정, 공적 관심사의 함의 또는 국가의 정부적 감독이 사실상 국가기관 여부에 결정적이지 않다고 판단하였다.<sup>789</sup>
496. 본건에서, 중재판정부(과반수)는 국민연금이 사실상 국가 기관의 기준을 충족한다고 생각하지 않는다.
497. 국민연금은 정부 입법(국민연금법)에 의해 설립되어 그 권한이 도출되지만, 이는 한국 정부에 완전히 의존하고 있음을 보여주지 않는다. 오히려 국민연금법은 국민연금에게 정부로부터 상당한 수준의 자율성을 부여하고 있다. 앞서 언급한 바와 같이 국민연금은 민법상 법인으로 설립되어 자기 명의로 재산을 취득하고 계약을 체결하며 소송 당사자가 될 수 있다.
498. 이러한 자율성은 국민연금의 의사결정 과정에도 반영된다. 한국 정부, 특히 보건복지부의 감독 및 감시가 일정 수준 있기는 하지만, 중재판정부는 정부가 이를 국민연금 내의 일상적인 운용을 결정한다고 할 수준으로 부과하고 있으며 한국 국가기구에 완전히 의존하고 있음을 나타낸다고 보지 않는다.

---

<sup>787</sup> 중재인 중 한 명은 완전한 의존성이 요구된다는 주장에 동의하지 않으며, 개별 행위를 살펴볼 필요가 있다는 견해를 취하고 있다.

<sup>788</sup> *Kristian Almás and Geir Almás v. The Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016년 6월 27일[RLA-161] 제 207항, 제 210항.

<sup>789</sup> *Union Fenosa Gas, S.A. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/14/4, 중재판정, 2018년 8월 31일[CLA-145] 제 9.99항.

499. 예를 들어, 국민연금 이사회와 이사장은 보건복지부 장관이 임명하거나 보건복지부 장관의 추천을 받아 임명하며, 국민연금의 운용 계획은 운용위원회와 대통령의 승인을 받아야 한다. 또한 전문위원회의 위원들은 운용위원회에서 임명한다. 그 밖에 보건복지부 장관의 보고 요구권, 국회 및 감사원의 감사 또는 감독권 등이 있다.
500. 그러나 이러한 감독 권한은 범위가 제한되며, 결정적으로 국영기업이나 단체에게 드물지 않다. 김성수 교수가 설명한 바와 같이, 보건복지부는 일상적인 업무 및 관리에 관하여 국민연금에게 지시를 할 권한이 없다.<sup>790</sup> 실질적으로, 감독 권한은 제한적으로 행사된다.<sup>791</sup> 국민연금은 독립적 의사결정기관으로서 이사회를 두고 있으며, 이사회는 14 명의 민간인 임원들과 단 1 명의 공무원으로 구성되어 있다.<sup>792</sup> 이미 분쟁의 사실관계에서 언급한 바와 같이, 국민연금기금 자체는 기금운용본부장이 이끄는 국민연금의 내부 부서인 기금운용본부가 관리하고 있다. 이는 국민연금이 기금 운용에 관한 일상적인 결정을 담당하는 자체 의사결정 기구를 두고 있으며, 이는 민간 연기금과 유사함을 보여준다. 따라서, 국민연금은 한국 정부의 의사결정에 완전히 의존하지 않는다.
501. 또한, 국민연금이 공적 기능을 수행한다는 사실만으로 사실상 국가기관이 되기에 충분하지 않다. 국민연금은 노령, 장애 또는 사망에 대한 연금을 제공하는 역할을 한다.<sup>793</sup> 필수 부담금의 징수 등과 같은 일부 업무는 행정적인 성격이지만, 국민연금기금 자산의 관리 및 운용 업무도 담당하고 있다.<sup>794</sup> 앞서 언급한 바와 같이, 국민연금은 약 6,000 억 달러의 자산을 운용하고 있고, 2019년 말까지 한국 증권거래소에 상장된 313개 기업의 지분 5% 이상을 보유하고 있다. 주식의 취득, 보유, 매각을 포함한 자산의 관리는 핵심 정부 기능이 아니다. 오히려 이러한 활동은 국민연금이 사모펀드 운용사처럼 수행하는 상거래이다.
502. 마지막으로, 국민연금기금의 운용과 관련하여 국민연금이 법인세를 면제받는다든가 사실(다만, 무관한 사업 활동으로부터 발생하는 수익에 관한 것은 아님)은 그 공적 임무와

---

<sup>790</sup> 김성수 제 1 차 보고서[RER-3], 제 51 항; 김성수 제 2 차 보고서[RER-5], 제 37 항.

<sup>791</sup> 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 368:2-370:2 페이지[김성수의 반대신문].

<sup>792</sup> 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 386:4-387:2 페이지[김성수의 반대신문].

<sup>793</sup> 비교: 한국 국민연금법[CLA-157], 제 1 조, 제 24 조

<sup>794</sup> 국민연금법 시행령, 2015 년 4 월 16 일[CLA-150], 제 76 조; 국민연금법 시행령, 1999 년 1 월 1 일[R-27], 제 54 조.

관련이 있을 수 있으나, 국민연금에 한국 국가기구에 완전히 의존하고 있다는 의미는 아니다.

503. 이러한 이유로, 중재판정부(과반수)는 국민연금이 법률상 또는 사실상 국가기관이 아니므로, 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에 귀속되지 않는다고 결정한다.

**c) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

504. FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호는 “중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 권한을 행사하는 비정부 기관”의 행위를 국가에 귀속시킨다.
505. 선결 문제로서, 중재판정부는 “권한”이라는 용어에 대한 당사자들 사이의 이견을 다루고자 한다.
506. FTA 자체는 “권한”이 의미하는 바를 정의하고 있지 않다. 용어의 통상적인 의미는 명확하지 않다. 적어도, 용어의 통상적인 의미는 전체 조항의 맥락에서 볼 때 이러한 권한이 반드시 정부적이어서 함을 나타낸다.
507. 그러나, 중재판정부는 통상적인 의미가 불명확하여 VCLT 제 32 조의 보충적인 해석 수단으로 교섭기록을 참고하는 것이 적절하다고 판단한다. 교섭기록에서, 협정 당사국들은 상호 합의에 의하여 교섭 이력에 포함된 “권한”이라는 용어에 대한 공동의 이해를 표명하였다: “보다 명확하게 하자면, “권한”은 규제, 행정 또는 기타 정부 권한을 말한다.”<sup>795</sup>
508. “권한”이라는 용어에 대한 이와 같은 공동의 이해는 미국의 비분쟁 당사자 서면에서도 확인되었다.<sup>796</sup> 직접적으로 적용되는 것은 아니지만 ILC 규정 제 5 조도 중재판정부의 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호 해석에 지침이 될 수 있으므로, 이를 뒷받침한다.

---

<sup>795</sup> 한-미 자유무역협정 8 차 초안(교섭기록)(2007 년 3 월 23 일)[R-39], 135 페이지.

<sup>796</sup> 미국 서면, 제 4-5 항.

509. 이를 근거로 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호의 “권한”이 정부 권한을 의미한다고 판단한다.
510. 이에 따라 국민연금의 문제되는 행위, 특히 본건 합병에 대한 표결이 위임된 정부 권한의 행사에 해당하는지 여부가 문제된다.
511. 이러한 맥락에서, FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 특정 행위는 위임된 정부 권한의 행사에 해당하여야 한다는 점에 주목한다. 예를 들어 *Bayindir v. Pakistan* 사건과 *Jan de Nul v. Egypt* 사건에서 확인되는 바와 같이,<sup>797</sup> 비정부 단체가 정부 권한의 요소를 일반적으로 행사할 수 있는 권한을 부여받는 것으로는 충분하지 않고, 오히려 특정 상황에서 부여받아야 한다.
512. 청구인들은 국민연금이 기금의 관리 및 운영에 있어서 정부 권한을 행사하고 있다고 주장한다. 이를 뒷받침하기 위해, 청구인들은 특히 국민연금 권한과 관련하여 위임의 근원과 방식이 정부에서 비롯된다는 사실, 높은 수준의 규제(상세한 의결권행사지침 포함), 공공 목적을 위한 권한 행사, 국민연금 투자의 막대한 규모 및 시장 영향, 국민연금의 책임성을 지적한다.
513. 우선 문제되는 권한의 내용을 보면, 상장회사의 주주권 행사는 정부 권한의 행사가 아니다. 오히려, 이는 국민연금이 삼성물산 주식을 소유함으로써 국민연금에게 부여된 권리이다. 국민연금은 이러한 권리를 다른 민간 주주들과 정확히 동일하게 행사하며, 어떠한 공적 기능에 따른 특권도 향유하지 않는다. 따라서 이러한 권한의 내용은 순수하게 상업적이다.
514. 청구인들이 원용하는 그 밖의 사정으로 다른 결론이 도출되지 않는다. 법률에 따라 기금의 관리 및 운영 권한이 국민연금에 부여되었다고 해서, 국민연금의 모든 행위가 정부 권한의 행사가 되는 것은 아니다. 이와 같은 위임의 근원이 정부에서 비롯된다는 사실은 의결권 행사의 상업적 성격에 영향을 미치지 않는다.

---

<sup>797</sup> *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119], 제 121-23 항; *Jan de Nul N.V. and Dredging International N.V. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/04/13, 중재판정, 2008년 11월 6일[RLA-112], 제 166 항, 제 168 항.

515. 중재판정부는 특히 국민연금이 “장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사하여야 한다”<sup>798</sup>고 규정한 국민연금 의결권행사지침이 국민연금과 민간 투자자를 구별한다고 생각하지도 않는다. 대규모 민간 투자 기금이 이와 유사한 원칙이나 지침을 채택하고 의결권 행사를 위한 위원회를 설치하는 것은 이례적이 아닐 것이다.
516. 국민연금의 지분 규모, 시장 영향 또는 종류를 불문한 “정부의 승인(있는 경우)”이 국민연금의 주주권 행사를 다른 시장 참여자에 대한 정부 권한 행사로 만들지는 않는다. 또한, 국민연금이 투자 결정이 국가 경제 및 국내 금융시장에 미치는 영향을 고려한다는 점(“공공성의 원칙”)<sup>799</sup>은 의결권 행사가 정부 권한의 행사라고 부를 수 있는 방식으로서 시장 통제의 도구로 기능한다는 것을 의미하지 않는다.
517. 이러한 내용은 국민연금의 공공 기능과 이에 따른 국민연금의 공적 감독에도 적용된다. 국민연금이 중요한 공공 목적을 수행하고 국회, 국민연금기금 운용실무평가위원회 및 기타 국가 당국의 감독을 받는다는 점에는 의문이 없으나, 이는 국민연금의 모든 행위가 정부적 성격을 가진다는 것을 의미하지는 않는다. 만약 그렇다면, 국민연금의 행위는 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 한국 정부에 귀속되며, 국가기관과 더 이상 아무런 차이도 없을 것이다. 오히려, 해당 쟁점 행위는 정부 권한의 행사를 수반해야 하며, 이를 보여주기 위해서는 국민연금의 일반적 기능이나 그 공적 감독을 언급하는 것으로는 불충분하다. 국민연금은 민간 연기금이 가입자들에게 하는 것과 마찬가지로 한국 국민들의 이익과 복지를 위하여 헌신한다.
518. 이러한 이유로, 중재판정부는 국민연금의 행위가 한국 정부가 위임한 정부 권한의 행사를 수반하지 않기 때문에 국민연금 또는 그 임직원의 행위가 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따라 피청구국에게 귀속되지 않는다고 판단한다.

---

<sup>798</sup> 국민연금 의결권행사지침[R-55] 제 4 조.

<sup>799</sup> 운용지침 제 4 조 제 3 항[C-6].

**d) 국민연금 또는 그 직원의 행위가 ILC 규정 제 8 조에 따라 피청구국에게 귀속되는지 여부**

519. FTA 제 11.1 조 제 3 항이 특별법이며 ILC 제 8 조의 적용을 배제한다고 판단하였으므로, 중재판정부는 국민연금 또는 그 직원의 행위가 위 조항에 따라 피청구국에 귀속될 수 있는지 여부를 결정할 필요가 없다.
520. 요약하자면, 중재판정부(과반수)는 국민연금과 그 직원의 행위가 피청구국에 귀속되지 않으며 중재판정부의 관할권 밖에 있다는 피청구국의 이의제기를 인용한다.

**D. 내국민대우 청구가 중재판정부의 관할권을 벗어나는지 여부**

**1. 피청구국의 입장**

521. 피청구국은 청구인들의 내국민대우 청구가 근거가 없으며, 한국이 FTA 에서 했던 유보로 인해 중재판정부의 관할권 범위를 벗어났다고 주장한다.<sup>800</sup> 본 서면을 제출함에 있어서, 피청구국은 다음의 두 가지 유보를 인용한다:

- (a) 한국이 “공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리”(이하 “**지분 이전 유보**”); 및
- (b) 한국의 “다음의 서비스가 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지되는 사회 서비스인 한도에서 ... 그 서비스에 대하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리: 소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회 복지, 공공훈련, 보건, 그리고 교육”(이하 “**사회서비스 유보**”).<sup>801</sup>

522. 지분 이전 유보와 관련하여, 피청구국은 (i) 어떤 법인(삼성물산)의 주식을 다른 법인(합병 후 삼성물산)의 주식으로 교환하는 것은 주식의 양방향 “이전”을 구성하고; (ii) 본건 합병은 국민연금이 합병 후 삼성물산 주식을 취득하기 위해 자신의 삼성물산 주식을 “처분”하기 위한 수단이었기 때문에, “이전 또는 처분”이라는 용어의 통상적인 의미는 본건 합병과 관련된 주식 거래를 포함한다고 주장한다.<sup>802</sup> 또한 피청구국은 “관하여”라는

---

<sup>800</sup> 반박서면, 제 398 항.

<sup>801</sup> FTA: 별표 II: 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 한국측 부속서 II, 2012 년 3 월 15 일[**CLA-23**], 2-3 페이지를 인용하는 반박서면, 제 400 항.

<sup>802</sup> 반박서면, 제 402-403 항; 재반박서면, 제 433 항.



문구가 그 목적물과 “관련하여” 또는 “관련되어” 있는 어떤 것을 의미한다는 점에 주목하면서, 국민연금의 주주 표결 뿐만 아니라 청와대 및 보건복지부 관계자들의 문제되는 행위가 모두 삼성물산 주식의 이전 또는 처분이 수반되는 본건 합병과 관련되어 있었다고 주장한다.<sup>803</sup>

523. 이와 마찬가지로, 피청구국은 국민연금의 표결과 해당 표결에 이르게 된 행위가 사회 서비스 유보의 의미 내에서 사회 보장 및 사회 복지 제공과 “관련된” 조치였다고 주장한다.<sup>804</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 본건 합병에 대한 국민연금의 투자 결정이 청구인들이 스스로 귀속 문제에 관하여 자신들의 의견서에 기재한 국민연금의 기능으로서 한국 연금 가입자들을 위해 투자를 관리하고 복지 지원을 제공할 수 있는 능력을 유지하기 위한 국민연금의 의무에 따라 이루어졌음을 강조한다.<sup>805</sup>

524. 사회 서비스 유보의 공공 목적 요건에 관하여, 피청구국은 *Vestey v. Venezuela* 사건을 인용하면서, 쟁점 조치가 공공 목적을 수행하였는지 여부를 판단하기 위한 관련 문제는 쟁점 조치가 “적어도 그 [공공] 목적을 발전시킬 수 있었는가” 여부라고 주장한다.<sup>806</sup> 피청구국이 보기에, 이러한 기준은 본건 합병에 찬성 표결을 하였음이 명백한 대다수 삼성물산 주주들이 동의한 바와 같이, 국민연금이 본건 합병을 승인할 적법한 경제적 이유가 있었기 때문에 쉽게 충족된다.<sup>807</sup>

## 2. 청구인들의 입장

525. 청구인들은 지분 이전 및 사회 서비스 유보로 인해 FTA 에 따른 내국민대우 청구가 배제된다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>808</sup>

526. 첫째로, 청구인들은 내국민대우 청구의 근거가 되는 문제되는 행위가 “지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련된” 조치와 관계없이 총수일가의 이익을 위해 한국 정부가

---

<sup>803</sup> 반박서면, 제 404 항; 재반박서면, 제 434 항.

<sup>804</sup> 반박서면, 제 408 항; 재반박서면, 제 437 항.

<sup>805</sup> 반박서면, 제 407 항; 재반박서면, 제 438 항.

<sup>806</sup> *Vestey Group Ltd. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/06/4, 2016 년 4 월 15 일[RLA-229], 제 294-296 항을 인용하는 재반박서면, 제 441 항.

<sup>807</sup> 재반박서면, 제 440-441 항. 반박서면, 제 183-190 항; 재반박서면, 제 25-26 항 참조.

<sup>808</sup> 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 한국측 부속서 II, 2012 년 3 월 15 일[CLA-23], 2-3 페이지를 언급하는 답변서, 제 275-276 항.

국민연금의 본건 합병에 대한 표결을 침해하는 범죄 계획에 관한 것이므로, 피청구국의 행위가 지분 이전 유보의 범위에 해당하지 않는다고 주장한다.<sup>809</sup>

527. 마찬가지로 청구인들은 국민연금의 본건 합병 표결이나 본건 합병 자체가 “이전 또는 처분”이 아니라 삼성물산의 기존 주식을 신설 법인, 즉 합병 후 삼성물산의 주식과 교환한 것이라고 주장한다.<sup>810</sup> 특히, 청구인들은 이러한 교환이 주식을 다른 법인 또는 제 3 자에게 양도하는 것을 포함하지 않으므로 통상적인 의미에서 “이전”에 해당하지 않음에 주목한다.<sup>811</sup>
528. 청구인들에 따르면, 피청구국이 자신의 조치가 이러한 유보에 따라 요구되는 대로 “제 21 장(투명성)의 조항들에 따라 시행”되었음을 입증하지 못하였으므로, 지분 이전 유보는 본건에 적용되지 않는다.<sup>812</sup> 청구인들은 제 21 장에 따라, 피청구국이 특히 자신의 공적 기능 수행에 있어서 작위 또는 부작위에 대한 대가로 뇌물을 유도하거나 수수하는 것을 불법화할 필요가 있었다고 설명한다.<sup>813</sup> 따라서, 청구인들은 피청구국이 “지분 이전 유보에 의존함으로써 정부 최고위층에서의 뇌물 수수를 포함하는 부패한 계획을 통해 [청구인들]에게 내국민 대우를 부여하지 못한 것에 대한 책임을 한국이 회피할 수 있다면”, 지분 이전 유보와 제 21 장의 문구와 정신 모두를 위반하는 것이라고 주장한다.<sup>814</sup>
529. 둘째로, 청구인들은 문제되는 조치가 국민연금의 사회 서비스 제공과 관련이 없거나 “공적인 목적을 위하여” 채택되지 않았다고 주장하면서 본건에서 사회 서비스 유보의 적용을 부인한다.<sup>815</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 본건 합병에 대한 국민연금의 표결이

---

<sup>809</sup> 답변서, 제 277-279 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 99 항.

<sup>810</sup> 답변서, 제 279 항.

<sup>811</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 100 항. Merriam-Webster 사전(온라인), “교환”, 2021 년 10 월 6 일 접속[CLA-207].

<sup>812</sup> FTA: 부속서 II: 서비스 및 투자 관련 비합치 조치, 한국측 부속서 II, 2012 년 3 월 15 일[CLA-23], 3 페이지를 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 101 항.

<sup>813</sup> FTA[CLA-23], 제 21.6 조 제 1 항 가목을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 101 항.

<sup>814</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 101 항.

<sup>815</sup> 답변서, 제 282-283 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 102 항.

한국의 공공의 이익을 고의적으로 무시하고 국민연금 지침을 위반하여, 이재용, 총수일가 및 박근혜 대통령의 사적 이익을 위한 “부패한 계획의 핵심적인 부분”이라고 강조한다.<sup>816</sup>

530. 마찬가지로, 청구인들은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 수 있는 타당한 경제적 이유가 있고, 이를 통해 국민연금이 “공적인 목적”으로 행위하였다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>817</sup> 청구인들에 따르면, 본건 합병이 피청구국의 주장과 같이 국민연금과 한국연금 가입자들의 이익을 위한 것이었다면, 국민연금의 절차를 침해하기 위한 한국 정부 공무원들의 범죄 계획은 필요하지 않았을 것이다.<sup>818</sup> 청구인들은 자신의 청구를 뒷받침하기 위해, 한국연금 가입자들이 본건 합병으로 인해 적어도 1억 3,000만 달러의 자산 가치 감소 피해를 입었다고 주장한다.<sup>819</sup>

531. 사회 서비스 유보에 따라, 청구인들은 피청구국이 자신의 조치가 단지 그렇게 하는 것이 “가능”했다는 것이 아니라 실제로 “공적인 목적으로 성립되거나 유지”되었다는 것을 입증할 책임이 있다고 주장한다.<sup>820</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 기존 중재판정부들이 조치의 의도와 실제 영향 모두에 초점을 맞추어서 피청구국이 주장하는 공적인 목적의 이익을 평가하였다고 주장한다.<sup>821</sup> 또한, 청구인들은 피청구국이 인용한 *Vestey Group v. Venezuela* 사건의 판결에 대하여, 중재판정부가 단지 어떤 정책이 공적인 목적으로 채택되었는지 여부를 결정할 때 중재판정부가 정부의 수용 이후의 행위를 포함하여 모든 관련 상황을 고려하여야 했다고 명시하고 있을 뿐이라고 설명한다.<sup>822</sup>

---

<sup>816</sup> 답변서, 제 283 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 103-104 항, 제 106 항.

<sup>817</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 105 항.

<sup>818</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 105 항.

<sup>819</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 105 항.

<sup>820</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 107 항.

<sup>821</sup> *ADC Affiliate Limited and ADC & ADMC Management Limited v. Republic of Hungary*, ICSID 사건번호 ARB/03/16, 중재판정, 2006년 10월 2일[**CLA-208**], 제 429 항, 제 432 항; *Inmaris Perestroika Sailing Maritime Services GmbH and others v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/08/8, 판정 발췌, 2012년 3월 1일[**CLA-217**], 제 303 항; *Waguhi Elie George Siag & Clorinda Vecchi v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/05/15, 중재판정, 2009년 6월 1일[**CLA-45**], 제 432 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 108 항.

<sup>822</sup> *Vestey Group Limited v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/06/4, 2016년 4월 15일[**RLA-229**], 제 296 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 107 항.

### 3. 중재판정부의 분석

532. FTA 제 11.12 조 제 2 항은 “제 11.3 조, 제 11.4 조, 제 11.8 조 및 제 11.9 조는 부속서 II의 자국 유보목록에 규정된 분야, 하위분야 또는 행위에 대하여 당사국이 채택하거나 유지하는 어떠한 조치에도 적용되지 아니한다”고 규정하고 있다.
533. 부속서 II의 공통주해에 따르면, “이 부속서의 당사국의 유보목록은 제 11.12 조(비합치 조치) 및 제 12.6 조(비합치 조치)에 따라, 그 당사국이 다음에 의하여 부과되는 의무와 합치하지 아니하는 기존의 조치를 유지하거나 새로운 또는 더 제한적인 조치를 채택할 수 있는 특정 분야, 하위분야 또는 행위를 규정한다. 가. 제 11.3 조(내국민 대우) 또는 제 12.2 조(내국민 대우) 나. 제 11.4 조(최혜국 대우) 또는 제 12.3 조(최혜국 대우) 다. 제 12.5 조(현지주재) 라. 제 11.8 조(이행요건) 마. 제 11.9 조(고위경영진 및 이사회), 또는 바. 제 12.4 조(시장접근)”
534. 한국의 부속서 II 유보목록 중 지분 유보의 내용은 다음과 같다:

<b>분 야</b>	모든 분야
<b>관련의무</b>	내국민 대우(제11.3조 및 제12.2조) 이행요건(제11.8조) 고위경영진 및 이사회(제11.9조) 현지주재(제12.5조)
<b>유보내용</b>	<u>투자</u>  대한민국은 공기업 또는 정부기관이 보유하고 있는 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보한다.  그러한 조치는 제21장(투명성)의 규정에 따라 이행된다.  제13.9조(비합치 조치)제3항에도 불구하고, 이 유보항목은 제13.2조(내국민 대우)의 적용을 받지 아니하는 비합치조치로 취급되지 아니한다.  이 유보항목은 과거 민간기업이었으나 기업구조조정 과정의 결과로 국가가 소유하게 된 기업에 대하여는 적용되지 아니한다.  이 유보항목의 목적상,  공기업에는 공기업 또는 정부기관의 지분 또는 자산의 매각 또는 처분만을 목적으로 설립된 기업도 포함된다.

535. 한국의 부속서 II 유보목록 중 사회 서비스 유보의 내용은 다음과 같다:

<b>분 야</b>	사회서비스
<b>관련의무</b>	내국민 대우(제11.3조 및 제12.2조) 최혜국 대우(제11.4조 및 제12.3조) 현지주재(제12.5조) 이행요건(제11.8조) 고위경영진 및 이사회(제11.9조)
<b>유보내용</b>	<u>국경간 서비스무역 및 투자</u>  대한민국은 법집행 및 교정 서비스, 그리고 다음의 서비스가 공공의 목적을 위하여 설립 또는 유지되는 사회 서비스인 한도에서 그 서비스의 제공에 대하여 어떠한 조치도 채택하거나 유지할 권리를 유보한다 : 소득 보장 또는 보험, 사회 보장 또는 보험, 사회 복지, 공공훈련, 보건, 그리고 보육.

536. 피청구국이 인용하는 유보들은 모두 FTA 제 11.3 조에 따른 내국민대우 의무에 관한 것이다. 이를 토대로, 피청구국은 중재판정부가 청구인들의 내국민대우 청구를 심리할 관할권이 없다고 주장한다.
537. 중재판정부는 지분 유보에 기초한 피청구국의 이의제기에 대하여 분석을 개시한다. 유보는 “국가 기업들 또는 정부 당국이 보유한 지분 또는 자산의 이전 또는 처분과 관련된 조치”를 말한다.
538. 국민연금의 행위가 중재판정부의 관할권 밖에 속한다고 (과반수가) 판단한 후, 이와 관련된 중재판정부의 분석은 청와대와 보건복지부의 문제되는 행위가 지분 이전 유보에 따라 배제되는 조치인지를 평가하는 것으로 국한된다.
539. 유보의 통상적인 의미를 토대로 볼 때, 중재판정부는 국민연금의 의사결정 절차에 대한 청와대 또는 보건복지부의 개입이 지분 또는 자산의 이전 또는 처분에 관한 조치를 구성한다고 생각하지 않는다. 설령 본건 합병이 국민연금의 표결의 결과이고 주식의 이전을 수반하였다는 주장을 받아들인다고 하더라도, 의결권 행사 방법에 관한 국민연금의 의사결정 과정에 대한 개입은 중재판정부의 관점에서 볼 때 이러한 주식의 이전에 관한 조치에 상응한다고 하기에는 지나치게 동떨어져 있다.

540. 따라서 중재판정부는 지분 유보가 청구인들의 내국민대우 청구에 적용되지 않는다고 판단한다.
541. 사회 서비스 유보로 넘어가 보면, 중재판정부는 피청구국이 국민연금의 문제되는 행위와 관련하여 해당 유보를 적용하였음을 지적한다. 피청구국은 “중재판정부가 (한국은 이와 반대되는 취지의 입장이지만) 국민연금의 행위가 어느 정도는 한국에 귀속될 수 있다고 인정할지라도”, “‘사회 보장’ 목적으로 수행된 국민연금의 조치를 내국민대우 보호에서 배제하고 있다”는 예비적 주장을 제기한다.<sup>823</sup> 따라서, 유보의 적용은 국민연금의 행위에 국한된다.
542. 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되지 않는다는 중재판정부(과반수)의 판단에 비추어 볼 때, 중재판부는 국민연금의 문제되는 행위에 대한 사회 서비스 유보의 적용에 대한 결정을 내릴 필요가 없다. 결과적으로, 중재판정부는 피청구국의 조치가 사회 서비스 제공과 관련되거나 “공적인 목적을 위하여” 채택되지 않았기 때문에 유보가 적용되지 않는다고 본다.
543. 따라서, 중재판정부는 지분 유보에 기초한 피청구국의 이의제기를 기각하고, 국민연금 또는 그 직원의 행위에 기초하지 않는 범위 내에서 청구인들의 내국민대우 청구에 관한 관할권을 인용한다.

## VI. 본안

544. 본안에서, 피청구국은 (i) 본건에서는 존재하지 않는 정부 권한의 행사로부터만 국제적 책임이 발생할 수 있다는 점(제 VI장 제 A 절)과 (ii) 청구인들의 청구는 들이 이미 알면서도 인수했던 위험의 발생을 근거로 한다는 점(제 VI장 제 B 절)을 주장하면서, 청구인들의 주장에 대한 두 가지 선결적 항변을 제기한다. 중재판정부는 피청구국이 (i) FTA 제 11.5 조를 위반하여 청구인들의 투자에 대한 국제관습법상의 최소대우 기준(제 VI장 제 C 절)을 부여하지 않고; (ii) FTA 제 11.3 조를 위반하여 내국민대우(제 VI장 제 D 절)를 부여하지 않음으로써, FTA 상 자신의 의무를 위반하였다는 청구인들 측의 주장으로 넘어가기 전에, 이러한 두 가지 선결적 쟁점을 다룰 것이다.

---

<sup>823</sup> 반박서면, 제 406 항.

A. 피청구국이 주권적 성격을 가지지 않는 상행위에 대하여 국제적으로 책임을 지는지 여부

1. 피청구국의 입장

545. 피청구국은 “메이슨이 문제 삼고 있는 핵심 행위(본건 합병에 대한 국민연금의 찬성의결권 행사)는 삼성물산 지분을 보유한 여느 상업적 당사자도 취할 수 있었던 행위였으며, 협정에 따른 국제법상의 책임을 야기하지 않는다”고 주장한다.<sup>824</sup> 피청구국은 이것이 정부 권한의 행사인지 여부가 청구인들의 청구의 “엄밀히 본안에 대한 것으로”,<sup>825</sup> “국제투자협정상 의무 위반을 주장하는 청구에 있어 정부 권한의 행사가 필수 요소”라고 주장한다.<sup>826</sup>
546. 피청구국은 *Hamester v. Ghana* 사건 및 *Azinian v. Mexico* 사건<sup>827</sup> 과 국제관습법을 인용하면서, 더 이상의 사항이 입증되지 않는 한, 국가의 모든 상행위가 국제법 위반을 수반할 수 없다는 자신의 주장을 뒷받침한다.<sup>828</sup> 피청구국은 투자 협정의 국제법상 의무가 상행위의 주체로 행위하는 경우 국가의 행위를 제한하지 않으며, “이를 달리 판단할 경우 국가 및 상행위를 한 당사자들에게 불공정한 이중의 기준을 부과하는 것”이라고

---

<sup>824</sup> 반박서면, 제 298 항.

<sup>825</sup> *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010년 6월 18일[**RLA-125**], 제 315 항, 제 317 항, 제 325-337 항을 인용하는 반박서면, 제 299 항; *Azurix Corp v. The Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/01/12, 중재판정, 2006년 7월 14일[**CLA-92**], 제 315 항; *Duke Energy Electroquil Partners & Electroquil SA v. Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/04/19, 중재판정, 2008년 8월 18일[**RLA-111**], 제 342-345 항.

<sup>826</sup> 반박서면, 제 300 항.

<sup>827</sup> *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010년 6월 18일[**RLA-125**], 제 328 항을 인용하는 반박서면, 제 299-300 항.

<sup>828</sup> *Gustav F W Hamester GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010년 6월 18일[**RLA-125**], 제 328 항; *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999년 11월 1일[**RLA-84**], 제 87 항; ILC 규정[**CLA-24**], 제 4 조를 언급하는 반박서면, 제 299-301 항; *Muhammet Cap & Sehil Insaat Endustri ve Ticaret Ltd. Sti. v. Turkmenistan*, ICSID 사건번호 ARB/12/6, 중재판정, 2021년 5월 4일[**RLA-241**], 제 705 항; *Siemens A.G. v. The Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/02/8, 중재판정, 2007년 2월 6일[**RLA-104**], 제 253 항; *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 대한 판결, 2005년 4월 22일[**CLA-69**], 제 260 항을 언급하는 재반박서면, 제 309-310 항.

설명한다.<sup>829</sup> 피청구국은 “협정 문언에는 협정 당사국이 이러한 국제법상 확립된 원칙을 지키지 않기로 하였음을 시사하는 내용은 없다”고 주장한다.<sup>830</sup>

547. 피청구국은 FTA 와 ILC 규정이 쟁점 행위 유형을 구분하지 않는다는 청구인들의 주장에 대하여, 귀속의 측면에서만 사실일 뿐이므로 근거가 없다고 다룬다.<sup>831</sup> 피청구국은 상업적 행위와 주권적 행위가 모두 국가에 귀속될 수 있다고 주장하지만, 귀속은 해당 행위가 국제적 위법행위에 해당됨을 의미하지 않는다고 주장한다.<sup>832</sup>

548. 피청구국은 “국민연금은 삼성물산 주식을 보유한 상업적 당사자의 지위에서 본건 합병에 대하여 의결권을 행사하였다”면서, 청구인들은 주식 소유가 주권적 성격을 가지지 않기 때문에 국민연금이 어떠한 정부 권한의 측면에서 삼성물산 주식을 소유하였음을 입증할 수 없다고 결론 내린다.<sup>833</sup> 마찬가지로, 피청구국은 청구인들이 국민연금이 정부 권한의 사용으로서 해당 주식에 수반되는 의결권을 행사하였음을 입증할 수 없다고 주장한다.<sup>834</sup> 또한, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결이 계약상 권리의 행사에 따라 이루어졌기 때문에 “주권행위 요건이 국가의 계약상의 권리 행사에만 적용된다고 가정하더라도, ... 여전히 이 사건에 적용될 것”이라고 주장한다.<sup>835</sup>

## 2. 청구인들의 입장

549. 청구인들은 협정이나 국제관습법에 국가가 순수한 상행위에 대한 책임을 부담할 수 없다는 원칙에 대한 근거가 없다고 주장한다.<sup>836</sup> 이러한 견해를 뒷받침하기 위해, 청구인들은 제 11.1 조 제 3 항이 행위 유형에 따른 구별을 도출하지 않는다는 미국의

---

<sup>829</sup> *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/02/17, 관할권에 대한 판결, 2005 년 4 월 22 일[CLA-69], 제 258-260 항을 인용하는 반박서면, 제 302 항.

<sup>830</sup> *Elettronica Sicula SpA(ELSI)(United States v. Italy)*, I.C.J. 판결, 1989 년 7 월 20 일[CLA-104], 42 페이지를 인용하는 반박서면, 제 303 항.

<sup>831</sup> 미국 서면 제 3 항을 인용하는 재반박서면, 제 307 항; ILC 규정 주석서(2001)[CLA-166], 제 31 조, 주석 13; ILC 규정 주석서(2001)[CLA-166], 제 4 조, 주석 6.

<sup>832</sup> 재반박서면, 제 308 항.

<sup>833</sup> 반박서면, 제 305 항.

<sup>834</sup> 반박서면, 제 305 항.

<sup>835</sup> 재반박서면, 제 313 항.

<sup>836</sup> 답변서, 제 200 항.



주장을 원용한다.<sup>837</sup> 또한, 청구인들은 FTA가 이에 관한 국제관습법의 입장을 반영하고 있음을 재차 강조하며, 이에 따라 청구인들은 “행위귀속의 관점에서 국가기관의 행위가 ‘상업적’ 또는 사법상 행위로 분류된다는 점은 무의미하다”는 ILC 규정 주석서를 인용하고 있다.<sup>838</sup> 또한, 청구인들은 “관여된 사람이거나 사람들이 개인인지, 이들의 행위가 ‘정부의 활동’을 수반한 것인지 여부는 중요하지 않다”는 ILC 규정 주석서를 인용한다.<sup>839</sup>

550. 구체적으로, 청구인들은 국가가 상업적 행위에 대한 책임을 부담할 수 없다면, 상업적 행위가 국가에 귀속되는 상황을 구별하는 국가 책임의 2 차적 규칙이 존재할 이유가 없다고 주장한다.<sup>840</sup> 또한 청구인들은 피청구국이 원용하고 있는 법리가 주로 계약 위반에 관한 이러한 원칙의 존재를 뒷받침하지 못한다면, 국가의 단순한 계약 위반이 반드시 협정의 실질적 위반과 동일시되지 않는다는 사실을 넘어서는 어떠한 내용도 입증하지 않는다고 주장한다.<sup>841</sup> 또한 청구인들은 계약상 맥락에서 “주권적 행위”의 필요성이 *Strabag* 사건 중재판정부에 의하여 거부되었다고 주장한다.<sup>842</sup>

551. 마지막으로, 청구인들은 한국 최고 권력자의 권한 남용을 수반하고 순수한 상업적 행위가 아닌 피청구국의 합병에 대한 부당한 간섭 및 개입에 관한 청구인들의 청구에 이러한 날조된 원칙이 적용되지 않는다고 주장한다.<sup>843</sup> 청구인들은 “국민연금기금을 통한 증권의 취득은 ‘국가의 취득’이고, ‘국민연금이 주권을 양도한 것이 국가가 주권을 양도하는 경우에 해당’하며”, “국민연금 의결권행사의 법적효과가 한국법상 귀속”되므로, 국민연금의 행위에 관한 피청구국의 한국법 분석이 잘못된 것이라고 본다.<sup>844</sup>

---

<sup>837</sup> 미국 서면, 제 3 항을 인용하는 답변서, 제 201 항.

<sup>838</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 4 조, 주석 6 을 인용하는 답변서, 제 202 항.

<sup>839</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 8 조, 주석 2 를 인용하는 답변서, 제 202 항.

<sup>840</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 91 항.

<sup>841</sup> 반박서면, 제 303 항을 언급하는 답변서, 제 203 항.

<sup>842</sup> *Strabag SE v. Libya*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/15/1, 중재판정, 2020 년 6 월 29 일[**CLA-225**], 제 164 항을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 93 항.

<sup>843</sup> 답변서, 제 183 항, 제 200 항, 제 204 항.

<sup>844</sup> *국민연금 v. 양주, 포천, 남양주, 춘천 및 서귀포 시장*, 2014 구합 9658 판결(의정부지방법원, 2015 년 8 월 25 일)[**CLA-126**]; *국민연금 v. 양주, 포천, 남양주, 춘천 및 서귀포 시장*, 2015 누 59343 판결(서울고등법원, 2016 년 3 월 9 일)[**CLA-127**]을 인용하는 답변서, 제 184 항.

552. 청구인들은 자신들의 청구가 주주들의 계약과 관련이 없으므로, 피청구국이 자신의 행위를 계약상의 분석에 “억지로 집어넣으려고” 하는 시도는 기각되어야 한다고 결론내린다.<sup>845</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

553. 중재판정부는 FTA 제 11.1 조 제 3 항 나호에 따른 귀속의 맥락에서 국가의 주권적 행위와 상업적 행위의 구별을 이미 다루었음을 상기시킨다. 이와 관련하여, 중재판정부는 국민연금의 행위가 중앙, 지역 또는 지방 정부나 당국으로부터 위임받은 주권적 권한을 행사하는지 여부에 관한 문제를 다루었다.

554. 순수 상행위에 대한 국제적인 책임이 없다는 피청구국의 주장은, 피청구국 스스로 진술하는 바와 같이, 청구인들의 청구를 기각할 “별도의 독립적인 근거”에 해당한다.<sup>846</sup> 피청구국에 따르면, 정부 권한의 행사는 협정 위반의 필수 요소이자 국제관습법에 명시된 원칙이다.<sup>847</sup>

555. 중재판정부는 귀속 문제를 제외하고, 국가의 상업적 행위가 국제적 책임을 수반하지 않는다는 FTA 또는 국제관습법상 별개의 일반적 원칙이 존재한다고 생각하지 않는다. 피청구국은 협정상 이러한 원칙의 존재를 뒷받침하는 FTA의 특정 조항을 지적하지 않았다.

556. ILC 규정 제 4 조에 대한 주석서<sup>848</sup>와 피청구국이 인용한 법리<sup>849</sup>는 모두 국가의 계약 위반도 국제법 위반에 해당하는지 여부를 다루고 있다(이는 다툼의 여지가 없다). 그러나

---

<sup>845</sup> 재판박서면, 제 313 항을 언급하는 관할에 대한 재항변서면, 제 96 항.

<sup>846</sup> 반박서면, 제 298 항.

<sup>847</sup> 반박서면, 제 300-301 항.

<sup>848</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 4 조, 주석. 6.

<sup>849</sup> *Gustav F W Hamster GmbH & Co KG v. Republic of Ghana*, ICSID 사건번호 ARB/07/24, 중재판정, 2010년 6월 18일[**RLA-125**], 제 327 항 이하 참조; *Robert Azinian and others v. The United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/2, 중재판정, 1999년 11월 1일[**RLA-84**], 제 87 항; *Muhammet Cap & Sehil Insaat Endustri ve Ticaret Ltd. Sti. v. Turkmenistan*, ICSID 사건번호 ARB/12/6, 중재판정, 2021년 5월 4일[**RLA-241**], 제 704-705 항; *Siemens A.G. v. The Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/02/8, 중재판정, 2007년 2월 6일[**RLA-104**], 제 246-253 항; *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 대한 판결, 2005년 4월 22일[**CLA-69**], 제 260 항.

이러한 법적 권한은 공권력의 행사만이 국제적 위법행위에 대한 국가의 책임을 발생시키는 국제관습법의 보다 넓은 원칙에 대한 피청구국의 주장을 뒷받침하지 않는다.

557. 또한 이러한 원칙은 일정한 조건 하에서 상업적 행위를 국가에 귀속시키는 균형잡힌 귀속 규칙을 약화시킬 것이다. 중재판정부는 국가가 애초에 상업적 행위에 대한 책임을 부담할 수 없다면 상업적 행위가 국가에 귀속되는 상황을 구별하는 2 차적 국가 책임 규칙이 존재하는 것이 비논리적이라는 청구인들의 의견에 동의한다.

558. 따라서 중재판정부는 주권적 성격이 없는 순수 상업적 행위에 대하여 국제적으로 책임이 없다는 피청구국의 주장을 배척한다.

## B. 위협의 인수

### 1. 피청구국의 입장

559. *Maffezini v. Spain* 사건 및 기타 투자 중재판정부 결정을 인용하면서, 피청구국은 청구인들이 투자를 할 때에 알려진 위험을 자발적으로 인수하였고 이것이 실현되면서 발생한 손실을 회복할 권리가 없다고 주장한다.<sup>850</sup> 피청구국에 따르면, 이러한 국제법의 일반원칙은 “양자간 투자협정은 잘못된 경영상 판단에 대한 보험이 아니다”라는 의미이다.<sup>851</sup> 청구인들의 주장과 달리, 통상적인 상업적 위험과 규제, 법적 및 정치적 위험 등 투자자가 의도적으로 부담하는 그 밖의 위험은 구별되지 않는다.<sup>852</sup> 따라서, 피청구국은 청구인들이 삼성물산 및 삼성전자에 투자하였을 때에 본건 합병이 승인될 위험이 알려져 있었고 청구인들이 이를 인수하였으므로, 청구인들은 이러한 위험의 실현으로 발생한 손실을 회복할 권리가 없다고 주장한다.<sup>853</sup>

---

<sup>850</sup> *Emilio Agustin Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/97/7, 중재판정, 2000년 11월 13일[**RLA-64**], 제 64 항; *Oxus Gold plc v. Republic of Uzbekistan*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2015년 12월 17일[**RLA-157**], 제 330 항, 제 332 항, 제 325 항; *Waste Management v. Mexico II*[**CLA-19**], 제 115-117 항, 제 140 항, 제 177-178 항; *Invesmart, B. V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, 중재판정, 2009년 6월 26일[**RLA-118**], 제 347-351 항, 제 426-427 항을 언급하는 반박서면, 제 309-313 항.

<sup>851</sup> *Emilio Agustin Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/97/7, 중재판정, 2000년 11월 13일[**RLA-64**], 제 64 항; 재반박서면, 제 319-320 항을 인용하는 반박서면, 제 309 항.

<sup>852</sup> 재반박서면, 제 323 항.

<sup>853</sup> 반박서면, 제 314 항; 재반박서면, 제 319 항, 제 321 항.

560. 피청구국에 따르면, 청구인들의 내부 문서는 국민연금이 본건 합병에 찬성하고 한국 정부의 영향력 행사에 따라 결정할 수 있다고 예상하였음을 보여준다.<sup>854</sup> 특히, 당시 문서는 (i) 청구인들이 (본건 합병이 핵심 부분인) 삼성 그룹의 구조조정에 대한 한국 정부의 지원을 알고 있었고;<sup>855</sup> (ii) 국민연금이 본건 합병을 승인할 가능성이 있다고 내부적으로 예측하였으며;<sup>856</sup> (iii) 의결권행사 전문위원회에 표결에 부의할 경우 본건 합병을 찬성할 수 있다고 생각하였음을 보여준다.<sup>857</sup>
561. 피청구국은 이러한 주장을 뒷받침하기 위하여, 청구인들이 삼성물산 주식 매수 전후로 수령한 여러 국내외 애널리스트들의 본건 합병의 승인에 대한 긍정적인 전망을 표명하는 서신들을 지적한다.<sup>858</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 Mr. Garschina 가 청구인들이 이러한 시장 애널리스트들의 의견을 알고 있었음을 부인하지 않았다는 점을 강조한다.<sup>859</sup>
562. 피청구국은 본건 합병 승인에 관한 “투자 논거”를 구성함에 있어서, 청구인들이 본건 합병비율을 충분히 알고 있으면서, 각 개별 삼성물산 주주가 본건 합병에 찬성하거나 반대할 동기와 관계 없이, 본건 합병이 승인될 통상적인 상업적 위험을 인수하였다고 주장한다.<sup>860</sup> 구체적으로, 피청구국은 청구인들이 국민연금의 표결과 관계 없이 본건 합병이 성공할 가능성을 고려하였고, 다음과 같은 위험을 인수하였다고 주장한다.<sup>861</sup>

---

<sup>854</sup> 재판박서면, 제 323-327 항, 제 332 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 35 항.

<sup>855</sup> ██████████ 가 ██████████ 에게 송부한 이메일, 2015년 6월 9일 중 ██████████ 가 K. Garschina 에게 송부한 이메일, 2015년 6월 8일[C-126]을 언급하는 재판박서면, 제 325 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 35 항.

<sup>856</sup> ██████████ 가 ██████████ 및 ██████████ 에게 송부한 이메일, 2015년 7월 7일[R-447], 1 페이지를 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 32-33 항. 본안 심리 속기록, 2일차, 2022년 3월 22일, 319:20-320:22[Mr. Garschina 의 반대신문] 참조.

<sup>857</sup> 재판박서면, 제 334 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 32 항.

<sup>858</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 27-28 항, 제 31 항. 본안 심리 속기록, 1일차, 2022년 3월 21일, 131:24-132:7 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>859</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 29 항. 본안 심리 속기록, 2일차, 2022년 3월 22일, 285:2-7 페이지[Mr. Garschina 의 반대신문] 참조.

<sup>860</sup> 재판박서면, 제 329 항, 제 331 항.

<sup>861</sup> 재판박서면, 제 336 항.

- (a) 청구인들은 삼성전자에 “본건 합병을 포함한 삼성그룹의 개편 시도를 모두 알고 있는 상태”에서 삼성전자 투자하였고, <sup>862</sup> 실제로 잠재적 구조개편에 관한 언론보도가 삼성전자 투자에 대한 “동기가 되었음”을 시사한다;<sup>863</sup>
- (b) 청구인들은 본건 합병이 삼성 그룹의 지주회사 구조 개편을 위한 마지막 행보를 나타내며, 본건 합병비율이 손해가 될 것임을 알고 있었음에도 불구하고 본건 합병 발표 이후 삼성물산에 대한 지분을 증가시켰다;<sup>864</sup>
- (c) 청구인들은 본건 합병이 승인될 가능성이 있다는 다른 전문가 및 주주들의 평가에도 불구하고 삼성물산에 투자하였다;<sup>865</sup> 및
- (d) 청구인들은 아직 실현되지는 않았으나 새롭게 시행된 상호출자 관련 규제의 영향, 구체화되지 않았지만 “주주 친화적” 지배구조를 취할 것이라는 판단과 재벌 개혁을 전제로 삼성전자 및 삼성물산 주식을 취득하였으며, 이러한 각 사건들이 발생하지 않을 위험이 있었다.<sup>866</sup>

563. 또한, 청구인들 전문가들의 증언과 같이, 피청구국은 청구인들이 본건 합병이 승인될 가능성과 조건을 모두 반영한 가격으로 삼성물산 주식을 매수하였음을 강조한다.<sup>867</sup>

564. 피청구국은 청구인들의 투자 논거에 대한 합리성은 투자 위험의 인수에 대한 합리성이 그러한 인수로부터 초래된 결과와 무관하므로, 국제법상의 문제로서 무관하다고 판단한다. <sup>868</sup> 결과적으로, 피청구국은 당시 문서에 따르면 청구인들이 특정 의결권

---

<sup>862</sup> 반박서면, 제 317 항; 재반박서면, 제 330 항. Garschina 제 2 차 진술서[CWS-3], 제 9 항 참조.

<sup>863</sup> 반박서면, 제 318 항; 재반박서면, 제 330 항.

<sup>864</sup> 반박서면, 제 319 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 172:7-15 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>865</sup> 반박서면, 제 319 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 151:24-152:6 페이지[피청구국의 모두진술]. Kenneth Garschina 제 3 차 증인진술서, 2020 년 6 월 9 일(이하 “Garschina 제 3 차 진술서”), 제 20 항[CWS-5] 참조.

<sup>866</sup> 반박서면, 제 320 항. 수정청구서면, 제 33-34 항; Garschina 제 1 차 진술서[CWS-1], 제 15 항; Garschina 제 2 차 진술서[CWS-3], 제 9-11 항, 제 14 항, 제 19 항 참조.

<sup>867</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 30 항. 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 610:3-5 페이지[Dr. Duarte-Silva 의 반대신문]; 2022 년 3 월 25 일, 5 일차, 917:10-25 페이지[Wolfenzon 교수의 반대신문] 참조.

<sup>868</sup> 재반박서면, 제 337 항.

자문사들의 보고서가 국민연금의 의사결정에 거의 영향을 미치지 않을 것으로 예상하였고, 다른 금융자문서비스회사들이 고려하였던 본건 합병의 찬반 논거의 존재를 알고 있었음을 알 수 있다면서, 청구인들은 본건 합병이 부결될 것으로 예상하는 것이 합리적이었다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>869</sup> 또한, 청구인들의 주장과 달리, 피청구국은 청구인들이 국민연금의 표결이 SK 합병에 미치는 영향에 관한 보고서를 받았고, 국민연금의 SK 합병 반대 표결이 국민연금의 본건 합병에 대한 표결을 미리 결정하지 않았음을 알고 있었다고 지적한다.<sup>870</sup>

565. 이에 비추어 볼 때, 피청구국은 청구인들이 본건 합병이 표결의 대상이 되는 다른 상업적 거래와 마찬가지로 승인 또는 거절될 수 있음을 “알고 있었고”, 본건 합병의 결과에 대한 예측이 잘못될 수 있는 위험을 인수하였다고 주장한다.<sup>871</sup> 피청구국은 청구인들이 인수한 통상적인 상업적 위험이 한국 또는 국민연금의 행위에 관련성이 없음을 강조한다.<sup>872</sup> 이에 따라, 피청구국은 청구인들이 내재된 위험을 단기적인 수익 창출을 위해 고의적으로 인수하였고, 이제 와서 FTA 를 이용하여 자신의 투자 논거를 중단하고 자신의 수익을 보장받을 수 없다고 주장한다.<sup>873</sup>

## 2. 청구인들의 입장

566. 청구인들은 본건 합병이 승인될 위험을 인수하였으므로 청구인들은 본건 합병으로 입은 손실에 대하여 스스로를 탓해야 한다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>874</sup>
567. 청구인들은 피청구국이 부패한 범죄 계획을 통해 본건 합병을 은밀하게 개입할 것이라는 “알려진” 위험을 인수하지 않았음을 명시한다.<sup>875</sup> 오히려, 이들은 반대로 한국 정부와 그

---

<sup>869</sup> 재반박서면, 제 338-340 항. Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 15 항 참조.

<sup>870</sup> ██████(KIS America)가 ██████ 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일[R-426]; ██████가 ██████ 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일 중 ██████가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일[R-248], 2 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 341 항.

<sup>871</sup> 재반박서면, 제 333 항.

<sup>872</sup> 재반박서면, 제 333 항.

<sup>873</sup> 반박서면, 제 321 항.

<sup>874</sup> 답변서, 제 205 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1011:19-1013:3 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>875</sup> 답변서, 제 206 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 2022년 3월 21일, 29:6-9 페이지[청구인들의 모두진술].

공무원이 자신의 법률에 따라 행동할 것이라고 추정하였다.<sup>876</sup> 피청구국의 주장과 달리, 청구인들은 정부 최고위층의 범죄행위를 “통상적인 상업적 위험”으로 볼 수 없고 그러한 행위를 예측하지 못한 것을 “잘못된 투자결정”으로 볼 수 없다고 주장한다.<sup>877</sup>

568. 청구인들은 (i) 청구인들이 관련 법체계에 변경을 가하거나 추가로 권리를 부여하도록 정부를 “납득시킬 수 있을 것이라는 희망”을 가지고 투자하지 않았고;<sup>878</sup> (ii) 청구인들의 손실은 부실한 “경영판단”의 결과가 아니라 본건 합병 승인 절차에 대한 피청구국의 범죄성 간섭행위로 인한 것이었으므로, 감수된 상업적 위험 또는 사업적 결정의 실현을 근거로 중재판정부가 청구인들의 보상 청구를 기각하였다고 피청구국이 원용한 사건들은 부적절하다고 주장한다.<sup>879</sup>
569. 청구인들의 투자가 “극도로 위험한 도박”이었다는 피청구국의 주장을 반박하면서, 청구인들은 자신의 투자와 관련된 상업적 위험이 “합리적이며, 연구조사와 분석 및 타당한 경영판단에 근거한 것”이라고 주장한다.<sup>880</sup> 특히, 청구인들은 독립된 주주자문기관들이 합병에 반대할 것을 강력히 경고하였기 때문에, 이러한 상황에서 청구인들이 본건 합병에 대한 표결이 부결될 것이라고 예상하는 것이 합리적이었으며, 청구인들의 분석 결과 본건 합병의 경제적 조건이 삼성물산에 매우 불리한 것으로 나타났고, 국민연금은 최근 SK 합병에 반대 표결을 하였음을 지적한다.<sup>881</sup>

---

<sup>876</sup> 답변서, 제 206 항, 제 212 항.

<sup>877</sup> 답변서, 제 207 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1011:19-1013:3 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>878</sup> *Oxus Gold plc v. Republic of Uzbekistan*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2015 년 12 월 17 일[**RLA-157**], 제 332 항; *Investmart, B.V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, 중재판정, 2009 년 6 월 26 일[**RLA-118**], 제 338 항, 제 347-351 항, 제 426-427 항을 언급하는 답변서, 제 208(b)-(c)항.

<sup>879</sup> *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/97/7, 중재판정, 2000 년 11 월 13 일[**RLA-85**], 제 64 항; *Waste Management v. Mexico III*[**CLA-19**], 제 114 항을 언급하는 답변서, 제 208(a)항. *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V079/2005, 중재판정, 2010 년 9 월 12 일[**CLA-38**]을 언급하는 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1011:19-1013:3 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>880</sup> 답변서, 제 210-212 항.

<sup>881</sup> 답변서, 제 211 항.

### 3. 중재판정부의 분석

570. 투자자들이 알면서 자발적으로 인수한 위험의 실현으로 인해 투자자에게 발생한 손실을 회복할 수 없다는 국제법상 일반 원칙이 존재하는지 여부와 관계없이, 중재판정부는 청구인들이 한국 당국이 본건 합병 표결에 부당한 영향력을 행사할 위험을 자발적으로 인수하지 않았다고 판단한다.

571. 청구인들이 국민연금이 본건 합병에 대한 반대 표결할 위험을 자발적으로 감수하였다는 주장을 뒷받침하기 위해, 피청구국은 특히 다음과 같은 당시 문서를 지적한다:

- █████(대우증권)가 █████에게 송부한 2014년 1월 13일자 이메일[R-375], “대표 회사에 대한 가치를 집중화할 필요성”으로 인하여 삼성 그룹이 “그룹의 가장 가치있는 부문을 삼성전자로 이전하는 데 주력”하였음을 언급한 프레젠테이션 첨부;
- █████가 █████ 등에게 송부한 2014년 11월 3일자 이메일[R-377], 삼성 그룹 내 다른 거래들을 진행하는 것이 “주식교환비율이 일가에 유리한 경우에만 [...] 납득 가능하다”고 언급함;
- █████가 █████에게 송부한 2015년 2월 17일자 이메일[R-382], 특히 삼성 그룹의 리더십에 관한 다음 내용이 포함된 문서가 첨부됨: “(아들인) 이재용이 모든 것을 지휘하고 있습니다. 그가 바로 자사주 매입을 결정한 자이며, 그가 다른 삼성 계열사들 내 최고위 경영진 교체를 모두 실행하였습니다. 최근 이재용의 인식은 대내외적으로도 크게 개선되지 않았습니다. 그는 체면을 살리기 위해 주가를 계속 올리려고 합니다. 또한 주가 상승은 국민연금(연기금)을 행복한 상태로 유지하는 직접적인 방법입니다”;
- █████가 █████에게 송부한 2015년 3월 4일자 이메일[R-385, R-385A], “[정부는] 현재의 재벌 체제를 해소하려 함”, “야당은 현재 [정부]보다 삼성에 비우호적임” 및 “[정부가] 야당의 제안과 상관없이 삼성에 피해를 입히는 법안을 통과시키지 않을 것이라는 점이 일반적인 견해”라고 기재된 문서(“논평”) 첨부;
- █████(KIS America)가 █████에게 송부한 2015년 5월 27일자 이메일[R-394], “국민연금이 더 많은 그룹 구조조정을 요구해왔고 삼성물산이 국민연금과



협의했을 가능성이 있기 때문에, 삼성물산 주주(9.98% 보통주 및 2.68% 우선주)로서 국민연금은 본건 합병에 찬성해야 합니다”라고 언급됨.;

- [REDACTED]가 K. Garschina에게 송부한 2015년 6월 8일자 이메일 [C-126], “요약: 국민연금이 우리 쪽에 표를 줄 경우, 80/90 퍼센트의 승산이 있습니다. 국민연금이 회사에 표를 줄 경우에는 50/50 이 됩니다”를 포함하며, “오늘 제가 접촉한 한국인(애널리스트들과 sales 들)은 국민연금이 합병에 찬성할 것으로 본다고 전하였습니다. 이들은 통찰력이 없으나 한국인들의 정서를 잘 보여주는 대목이라고 봅니다. 논점은 1) 정부는 삼성의 구조조정을 지원함, 2) 국민연금은 친정부 성향을 보임, 3) 합병안이 긍정적이기 때문에 주가 상승함, 4) 오너 일가의 엄청난 영향력...”라고 기재된 K. Garschina가 [REDACTED]에게 송부한 과거 이메일을 포함함;
- [REDACTED]가 [REDACTED]등에게 송부한 2015년 6월 10일자 이메일[R-417], “특히 현재 가격이 풋백(putback) 행사 가격보다 높기 때문에 현 시점에서 시장은 국민연금이 삼성그룹을 지원할 것으로 예상하고 있습니다. 다만, 여론이 국민연금의 결정에 영향을 미칠 것으로 사료됩니다. 현재 합병과 엘리엇의 지분 인수를 보는 2 가지 상반된 시각이 있습니다. 1) 미국 헤지펀드와 한국 회사(민족주의)의 싸움, 2) 삼성 및 총수일가와 소액주주들의 싸움. 여론이 총수일가와 소액주주들의 싸움으로 넘어간다면, 국민연금이 합병에 찬성 투표하기 곤란할 것입니다”라고 제안함;
- [REDACTED]가 K. Garschina등에게 송부한 2015년 6월 10일자 이메일[R-419], “저희가 이야기해본 현지인들은 국민연금이 회사측에 붙을 가능성을 50%이상으로 생각하고 있습니다”라고 기재됨;
- [REDACTED]가 미공개 수신자들에게 송부한 이메일 2015년 6월 15일자 이메일[R-422], “합병이 무산될 경우 관련 주식의 조정 가능성을 감안할 때, D-데이에 실제로 거래에 반대 표결하려는 투자자들이 많지 않을 것이므로 합병이 성사될 가능성이 있습니다”, “물론, 한국에서 공적으로 출자된 연기금이 해외 HF 편을 들어줄 것으로 상상하기는 어렵습니다”라고 유진투자증권의 분석을 요약함;

- ■■■■■가 K. Garschina 등에게 송부한 2015년 6월 24일자 이메일[R-429], “삼성은 국민연금이 ‘반대’표결할 경우 마이너스 손익이 발생할 것이라고 주장할 수 있습니다(삼성물산이 상승하는 것보다 훨씬 더 제일모직이 하락할 것이라고 가정함). 따라서, 찬성 표결이야말로 실제로 연금수급자에 대한 충실의무를 다하는 것이 될 것입니다”, “국민연금은 최종 투표를 결정하는 데 도움이 되는 내부 기업지배구조 팀을 가지고 있습니다. 국민연금은 내부적으로 견해가 나뉘거나 논란이 많은 사건일 경우 (국민연금과 관계가 있는) 외부인들로 구성된 9인의 의결권행사전문위원회(PVPC)로 회부하고 있습니다. 위원회는 매 2년마다 구성되며 교수, 변호사, 산업 전문가로 구성됩니다. 마지막 2년 동안, 본 위원회는 3회(만도, 기아, SK)에 걸쳐서 소집되었고, 3회 모두 부결되었습니다. 삼성물산 투표에서도 동일한 위원회가 소집될 수 있습니다. 삼성이 본 위원회 구성원들에게 영향력을 행사할 수 있다면 국민연금을 우군으로 삼을 수 있습니다. 현재 위원회는 거래 승인쪽으로 기울 수 있습니다(이는 직접 설명드리겠습니다)” 라고 기재됨.;
- ■■■■■(삼성증권)이 ■■■■■ 및 ■■■■■에게 송부한 2015년 7월 6일자 이메일[R-444], “한국 신문(서울경제신문) 기사에 따르면 국민연금이 삼성물산 합병을 투자위원회에서 결정하게 될 가능성이 있습니다. 최근 핵심 사건 일부에서 국민연금을 대리하여 표결한 9인의 의결권 위원회가 아닙니다”라고 기재됨.;
- ■■■■■가 ■■■■■ 및 ■■■■■에게 송부한 2015년 7월 7일자 이메일[R-447] 표결을 제대로 예측하였으며(국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 것을 예상함), “국민연금이 없어도 엘리엇은 목적을 달성할 수 있을 것”을 인정함;
- ■■■■■가 미공개 수신자들에게 송부한 2015년 7월 7일자 이메일[R-448] ISS 보고서는 국민연금에게 “그다지 중요하지 않습니다”, “민심과 삼성 및 다른 재벌에 대한 유대가 보다 중요합니다”라고 기재됨;
- ■■■■■가 ■■■■■ 등에게 송부한 2015년 7월 8일자 이메일[C-142], “합병이 무산될 경우 장기적으로 삼성전자 주주들에게는 도움이 됩니다”라고 기재됨.

572. 중재판정부가 보기에, 이러한 당시 이메일 서신은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 가능성을 청구인들이 고려하였음을 보여준다. 청구인들들은 한국 평론가들이 한국

정부가 본건 합병을 지지한다고 보았음을 알고 있었고, 여론이 국민연금의 의사결정에 영향을 미칠 수 있다고 판단하였다는 사실은 이메일 서신에서도 드러난다.

573. 그러나, 이러한 이메일(또는 기록의 다른 부분)에서 청구인들이 본 중재에서 청구의 근거로 주장하는 국민연금의 본건 합병 표결을 유도하기 위해 한국 공무원들이 부패하고 범죄적인 행위에 관여할 것으로 예상하였음을 시사하는 내용은 없다. 이는 심리 중 Mr. Garschina의 증언에 의해서도 확인되었다.<sup>882</sup>

574. 설령 청구인들이 본건 합병 승인에 대한 범죄적 개입 가능성을 인식하고 있었다고 하더라도, 이는 투자자가 협정 위반을 제기할 수 없도록 하는 통상적인 상업적 위험을 넘어서는 것이다. 피청구국이 인용한 사건들을 제외하고,<sup>883</sup> 청구인들은 한국 정부에게 일부 입법 조치를 채택하도록 설득할 수 있을 것으로 기대하지 않았으며, 투자와 관련된 사업상 위험을 인수하지도 않았다.

575. 이러한 이유로, 중재판정부는 청구인들이 투자를 할 때 자발적으로 인수한 알려진 위험의 실현으로 인해 FTA 위반에 대한 배상 청구를 구하는 것이 금지되지 않는다고 판단한다.

## C. 최소대우 기준

### 1. 청구인들의 입장

#### a) 최소대우 기준의 내용 및 적용 가능성

576. 청구인들은 FTA의 최소대우 기준에 적용되는 기준이 *Waste Management v. Mexico (II)* 사건 중재판정부가 정한 기준이고, 이는 투자유치국이 (i) 적법절차를 고의적으로 무시하는 것 등 자의적으로 또는 중대하게 지극히 불공정하게 행위하고; (ii) 차별적인 행위에 관여하며; (iii) 투명성이 완전히 결여된 조치를 채택하고; 및 (iv) 투자자 및 투자에 대하여 악의적으로 행동하지 않을 것을 요구하는 것이라고 주장한다.<sup>884</sup> 이와 관련하여,

---

<sup>882</sup> 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022년 3월 22일, 353:12-354:6 페이지[Garschina 재직접신문].

<sup>883</sup> *Oxus Gold plc v. Republic of Uzbekistan*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2015년 12월 17일[RLA-157], 제 332 항; *Investmart, B.V. v. Czech Republic*, UNCITRAL, 중재판정, 2009년 6월 26일[RLA-118], 제 338 항, 제 347-351 항, 제 426-427 항; *Emilio Agustín Maffezini v. Kingdom of Spain*, ICSID 사건번호 ARB/97/7, 중재판정, 2000년 11월 13일[RLA-85], 제 64 항; *Waste Management v. Mexico II*[CLA-19], 제 114 항.

<sup>884</sup> *Waste Management v. Mexico III*[CLA-19], 제 87 항을 언급하는 수정청구서면, 제 175 항, 제 177 항; 답변서, 제 220 항.

청구인들은 피청구국이 *Elliott v. Korea* 사건의 병행 중재에서 청구인들의 이러한 입장을 수용하였다고 지적한다.<sup>885</sup>

577. 청구인들은 피청구국이 1920년대 중재판정부가 인정한 이후에 진화한 최소대우 기준 위반의 기준점을 과대평가함으로써 FTA 제 11.5 조에 따른 자신의 의무를 잘못 해석하였다고 주장한다.<sup>886</sup> 청구인들은 중재판정부들이 국가 관행과 법적 확신을 참조하여 국제관습법의 이와 같은 진화를 조사하고, “보다 유의미한 보호조치를 수반한다”는 기준의 현대적인 기준을 도출하였다고 주장한다.<sup>887</sup> 청구인들에게 있어서, 국제관습법상 최소대우 기준을 해석하는 이와 같은 투자 중재판정부의 결정은 FTA의 동일 기준의 해석에 대한 설득력 있는 지침이 된다.<sup>888</sup>
578. 제한적인 기준이 적용된다고 하더라도, 청구인들은 본건에서 피청구국이 자신의 국경 내에서 선의로 규제 또는 행정에 관여하지 않았기 때문에, 피청구국은 현대 중재판정부가 요구하는 특정한 수준의 존중을 받을 권리가 없다고 주장한다.<sup>889</sup>
579. 어떠한 경우에도, 최소대우 기준이 더 낮은 기준이거나, 그 밖에 국가의 자의적이거나, 투명하지 않거나, 일관성이 없거나, 악의적인 행위로부터 보호하지 않는 것으로 해석되더라도, 이러한 요소들이 한국이 당사자이고 청구인들이 FTA 제 11.4 조의 최혜국 대우(이하 “**MFN**”) 조항에 따라 원용할 수 있는 다른 투자 협정에 명시된 공정하고 자율적 FET 기준에 따라 발생하므로, 청구인들은 FTA가 여전히 피청구국에게 이러한 대우에 따라 청구인들의 투자를 취급하도록 요구할 것이라고 주장한다.<sup>890</sup>

---

<sup>885</sup> *Elliott Associates, L.P. v. Republic of Korea*, PCA 사건번호 2018-51, 반박서면, 2019년 9월 27일[**C-183**], 제 495 항을 언급하는 답변서, 제 218 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 30 항.

<sup>886</sup> 답변서, 제 224 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 57:13-21 페이지 참조.

<sup>887</sup> *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 관할권과 책임에 대한 판정, 2015년 3월 17일[**CLA-3**], 제 435 항을 인용하고 *Modev International Ltd. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/99/2, 중재판정, 2002년 10월 11일[**RLA-31**], 제 115-119 항; *Pope and Talbot Inc. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 본안 판정, 2001년 4월 10일[**CLA-12**], 제 118 항; *Glamis Gold, Ltd. v. United States of America*, UNCITRAL, 중재판정, 2009년 6월 9일[**RLA-48**], 제 627 항을 언급하는 답변서, 제 222 항.

<sup>888</sup> 답변서, 제 223 항.

<sup>889</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 58:22-60:8 페이지(청구인들의 모두진술).

<sup>890</sup> 수정 청구서면, 제 177 항, 주석 284. 예컨대, 대한민국 정부와 알바니아공화국 정부 간의 투자의 증진 및 보호에 관한 협정, 2003년 12월 15일(이하 “**한국-알바니아 BIT**”)[**CLA-148**], 제 2.2 조 참조.

580. 본건에서 FTA 제 11.5 조의 적용 가능성과 관련하여, 청구인들은 통상적 의미에 따른 “대우”의 정의에 통상적인 의미에 따라 “투자자들이나 그들의 투자에 영향을 줄 수 있는 일체의 조치”를 포함한다고 주장한다.<sup>891</sup> 따라서, 청구인들은 (i) 국민연금의 본건 합병 표결에 대한 피청구국의 개입의 “유일한 의도”가 총수일가의 이익을 위하여 삼성물산 투자자들로부터 빼앗는 것이었다는 점; (ii) 청구인들, 특히 삼성물산의 다른 외국인 주주들이 자신의 행위로 인해 손해를 입을 것이고 ISDS 청구를 제기할 수 있으므로 “알고 있었다”는 점; 그리고 (iii) 피청구국의 행위가 청구인들의 투자에 심각한 경제적 영향을 미쳤다는 점을 이유로 하여, 피청구국의 조치가 청구인들과 그 투자에 대한 “대우”에 해당한다고 주장한다.<sup>892</sup>
581. 국민연금이 다른 삼성물산 주주들에게 어떠한 주의 의무도 부담하지 않으므로 국민연금의 본건 합병표결이 책임을 발생시킬 수 없다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 자신이 주장하는 관련 의무가 “메이슨과 같은 미국 투자자들을 [최소대우 기준] 또는 내국민대우 기준을 위반하는 방식으로 대우하지 않아야 하는 한국의 협정상 의무”임을 명시하고 있다.<sup>893</sup> 청구인들에 따르면, 박근혜 대통령과 국민연금이 속한 보건복지부가 시행한 범죄 계획을 통해 피청구국이 위반하였다는 것은 이러한 의무이다.<sup>894</sup>
582. 따라서, 청구인들은 한국법이 주주에게 다른 주주들의 경제적 이익을 고려할 것을 요구하는지 여부는 FTA 에 따른 청구와 무관하다고 주장한다.<sup>895</sup> 결과적으로, 청구인들은 국민연금이 자신의 권리를 남용하고 한국법을 위반하여 “부적절하고 완전하게 부차적인 목적을 가지고 의도적으로 주주로서 가지는 권리를 남용하는 사기”를 저지름으로써 악의적으로 행위하였다고 주장한다.<sup>896</sup> 또한, 청구인들이 보기에 국민연금이 SK 합병에서의 관행과 달리 본건 합병 표결에서 다른 주주들에게 미치는 해로운 영향을

---

<sup>891</sup> *Corn Products International, Inc. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정, 2008년 1월 15일[CLA-6], 제 119 항을 인용하는 답변서, 제 227 항.

<sup>892</sup> 답변서, 제 226-230 항.

<sup>893</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 13 항.

<sup>894</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 13 항. 본안 심리 속기록, 5 일차, 2022년 3월 25일, 816:16-25 페이지[청구인들 대리인] 참조.

<sup>895</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 14 항.

<sup>896</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 15 항.

고려하지 않았다는 사실은 국민연금이 자신의 권리를 남용하였다는 추가적인 증거가 된다.<sup>897</sup>

583. 또한 청구인들은 국내법상 관련 권리가 없다면 FTA가 해당 권리를 부여할 수 없다고 FTA 서문에 기재되어 있다는 피청구국의 주장에도 반대한다.<sup>898</sup> 청구인들은 오히려 서문에서 FTA가 더 큰 권리를 창출하려는 의미가 아니라는 점을 언급하고 있을 뿐이라고 주장한다.<sup>899</sup>

**b) 피청구국이 FET 기준을 위반하였는지 여부**

584. *Waste Management II* 사건 중재판정부가 수립한 현대적인 최소대우 기준을 적용하면, 청구인들은 피청구국의 행위가 자의적이고 중대하게 불공정하고, 적법한 절차와 투명성이 결여되었으며, 청구인들의 투자를 공정하고 공평하게 대우할 의무를 위반하여 청구인들과 그 투자에 대하여 차별적이었다고 주장한다.<sup>900</sup> 특히, 청구인들의 경우, 청와대와 국민연금 관계자들의 유죄 판결의 기초가 되는 “다툼 없는 사실”은 피청구국의 행위가 자의적이고, 명백한 절차 남용이며 사법적 타당성에 대한 위반이었음을 합리적인 의심의 여지 없이 입증한다.<sup>901</sup>

(1) 피청구국의 행위는 자의적이고 중대하게 불공정하였다

585. *ELSI* 사건 및 *EDF v. Romania* 사건을 참조하면서, 청구인들은 조치가 (i) “명백하게 적법한 목적”을 제공하지 않고 투자자에게 손해를 가하거나, (ii) 법적 기준을 대체하는 “재량, 선입견 또는 개인적 선호”에 근거하거나, (iii) “의사결정자가 제시한 이유와 다른 이유로” 취하여지거나, (iv) “적법, 적정절차를 의도적으로 무시”한 경우 자의성이 발생한다고 주장한다.<sup>902</sup>

---

<sup>897</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 16 항.

<sup>898</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 992:22-993:19 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>899</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 992:22-993:19 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>900</sup> 수정청구서면, 제 178 항; 답변서, 제 233 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 989:12-16 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>901</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 33 항.

<sup>902</sup> *EDF v. Romania*, ICSID 사건번호 ARB/05/13/, 중재판정, 2009년 10월 8일[**CLA-103**], 제 303 항을 인용하고 *Ellettronica Sicula S.p.A.(ELSI)*, 판결, I.C.J. 보고서 1989, 제 128 항[**CLA-104**]을 언급하는 수정청구서면, 제 180-182 항; 답변서, 제 234 항; *Teco v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건번호

586. 위 기준에 비추어 볼 때, 청구인들은 피청구국이 부정부패 및 뇌물수수를 통하여 국민연금의 본건 합병 찬성 표결에 개입하여, 이후에 한국 법률에 따라 여러 유죄 판결을 초래한 것은 다음과 같은 이유로 자의적이었다고 주장한다.<sup>903</sup>
587. 첫째로, 청구인들은 박근혜 대통령의 뇌물수수, 국민연금에게 본건 합병에 찬성 표결하라는 지시 등, 피청구국의 행정부의 행위와 “강력한 반외국인 정서로 인하여” 유발된 보건복지부의 행위와 국민연금이 행정부의 명령을 이행하도록 한 행위는 이재용에게 이익을 주고 삼성물산 주주들에게 불이익을 주기 위하여 의도된 위법행위에 기한 것이라고 주장한다.<sup>904</sup> 구체적으로, 청구인들은 본건 합병의 승인이 국민연금에게 실질적인 손실을 야기할 “알고 있었다”는 점에서, 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이 국민연금이 한국 공적 연금 가입자들의 이익을 위해 신의성실에 따라 의결권을 행사하고 장기 주주 가치를 제고해야 하는 의결권 행사 지침 제 3 조 및 제 4 조 등, 국민연금의 규칙을 위반하였다고 주장한다.<sup>905</sup> 또한, 청구인들에 따르면, 국민연금은 주주 가치를 손상시킬 것으로 합리적으로 예상할 수 있었던 합병 제안에 “반대” 표결할 의무가 있음에도 불구하고 본건 합병에 찬성 표결하였다.<sup>906</sup>
588. 둘째로, 청구인들은 국민연금이 박근혜 대통령과 이재용 사이의 대가관계로 인해 본건 합병에 찬성 표결하였으므로 찬성 표결에 대한 적법한 이유가 없었다고 주장한다.<sup>907</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 박근혜 대통령이 본건 합병이 핵심이었던 총수 일가의 승계 계획을 지원하는 대가로서 이재용으로부터 뇌물을 받았다는 점을 강조하기 위하여, 한국 법원의

---

ARB/10/17, 중재판정, 2013년 12월 19일[CLA-144], 제 457-458 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 30 항.

<sup>903</sup> 수정청구서면, 제 183 항; 답변서, 제 235 항.

<sup>904</sup> 수정청구서면, 제 185 항, 제 187 항. 박근혜 서울고등법원 판결[CLA-15], 92-93 페이지, 102 페이지; 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 56 페이지, 65-67 페이지 참조.

<sup>905</sup> 국민연금의결권행사지침[C-75], 제 4 조, 제 5 조; 답변서, 제 237(a)항을 언급하는 수정청구서면, 제 186 항.

<sup>906</sup> 국민연금의결권행사지침 별표 I[C-75], 제 34 조를 인용하는 수정청구서면, 제 186 항; 답변서, 제 37(d)항.

<sup>907</sup> 수정청구서면, 제 184 항, 제 188-189 항.

판결, 이재용의 공소장 및 한국의 현직 대통령 문재인 대통령의 진술을 포함한 수많은 문서들을 언급하고 있다.<sup>908</sup>

589. 또한, 청구인들은 국민연금의 표결이 국민연금과 다른 삼성물산 주주들이 입게 될 손실을 은폐하기 위해 문형표 장관의 지시에 따른 리서치팀의 기만적인 모델링과 표결 절차의 침해로 유도되었음을 강조한다.<sup>909</sup> 청구인들이 보기에, 수치가 어떻게 계산되었는지를 알았다면 본건 합병에 반대 표결하였을 것이어서 여러 투자위원회 위원들이 진술하였다는 사실은 본건 합병이 적법한 경제적 목적을 가지지 않았음을 입증한다.<sup>910</sup> 같은 취지에서, 청구인들은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 스스로에게 손실을 초래할 뿐만 아니라 다른 삼성물산 주주들에게도 손해를 입혔을 것이므로, 적법한 목적을 달성할 수 없었다고 주장한다.<sup>911</sup>
590. 청구인들은 피청구국이 본건 합병을 방어하기 위해 인용하는 출처가 부패 또는 이해상충에 의해 오염되었다고 주장한다.<sup>912</sup> 이러한 출처 중에는 보건복지부가 이미 본건 합병의 승인을 지시한 이후에 작성되어 투자위원회에 제출된 국민연금의 내부 보고서와 매도 측 애널리스트 보고서를 포함한다.<sup>913</sup>
591. 본건 합병에 찬성하는 경제적인 정당화 사유가 존재하지 않았다는 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 본건 합병에 찬성 투표한 삼성물산 주주들의 과반수가 총수일가 또는 제일모직과 일치되는 이해상충을 가지고 있었거나 본건 합병의 기초가 되는 이유 및 효과와 관련하여 “속았다”는 점을 강조한다.<sup>914</sup>

---

<sup>908</sup> [redacted] 및 [redacted], 항소심이 박근혜에게 징역 25 년형과 벌금 200 억원을 선고하다, 한겨레(2018 년 8 월 25 일)[C-106], 2 페이지; 이재용 공소장[C-188]; [redacted], 문재인 측 ‘특검 수사’로 탄핵 사유 더 명확해져, 중앙일보(2017 년 3 월 6 일)[C-168]를 언급하는 답변서, 제 236 항.

<sup>909</sup> 수정청구서면, 제 184 항; 답변서, 제 237(a)항.

<sup>910</sup> 답변서, 제 237(b)항.

<sup>911</sup> 수정청구서면, 제 184 항.

<sup>912</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 84 항.

<sup>913</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 84-85 항. 본안 심리 속기록, 4 일차, 761:17-19 페이지; 5 일차, 942:20-25 페이지 참조.

<sup>914</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 82-83 항. 이재용 공소장, 2020 년 9 월 1 일[C-188], 39-40 페이지, 44 페이지, 58-62 페이지, 65 페이지, 70-71 페이지 참조.



592. 청구인들에 따르면, 피청구국의 행위의 자의성은 국민연금이 적정 본건 합병비율 및 시너지 효과의 평가와 관련된 문서를 “변조” 및 “파기”하여 자신의 행적을 숨기고자 하였다는 증거로 더욱 강조된다.<sup>915</sup>

(2) 피청구국의 행위가 적법절차 및 투명성을 결여하였다

593. 청구인들은 국민연금의 이익과 한국 연금 가입자들에 대한 스튜어드십 의무에 막대한 손해를 야기함에도 불구하고 피청구국이 본건 합병의 승인을 위하여 대통령, 보건복지부 및 국민연금을 통하여 적정 절차와 적법 절차를 의도적으로 무시하였다고 주장한다.<sup>916</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 국민연금 절차의 침해에 저항하고자 하는 모든 시도가 다음과 같이 “목살”되었음을 강조한다.<sup>917</sup>

- (a) 문형표 장관은 적절한 국민연금 내 의사결정 절차와 관련하여 제기된 우려에도 불구하고 홍완선 본부장에게 의결권행사 전문위원회를 우회하도록 “직간접적인 압력을 행사”하였다;<sup>918</sup>
- (b) 홍완선 본부장은 이러한 시너지가 합리적으로 정당화될 수 없다는 이의제기에도 불구하고 국민연금 리서치팀에게 시너지를 조작할 것을 명령하였다;<sup>919</sup>
- (c) 홍완선 본부장이 적정절차를 벗어난 것이 보건복지부의 압박 때문이라는 점을 그의 팀에 전달해도 좋을지 묻자, 보건복지부 조남권 국장은 “국민연금 내부의 공공연한 비밀인 것처럼 논의대상이 되어서는 안 된다는 것을 명백히 했다”;<sup>920</sup> 및
- (d) 문형표 장관은 투자위원회의 결정을 뒤집는 것을 막고 “이견을 잠재웠다”.<sup>921</sup>

---

<sup>915</sup> 답변서, 제 237(e)항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 989:12-16 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>916</sup> 수정청구서면, 제 192 항; 답변서, 제 239 항.

<sup>917</sup> 수정청구서면, 제 191 항.

<sup>918</sup> 수정청구서면, 제 190 항; 답변서, 제 240(a)항. 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 31-32 페이지 참조.

<sup>919</sup> 수정청구서면, 제 191 항; 답변서, 제 240(d)항.

<sup>920</sup> 수정청구서면, 제 191 항; 답변서, 제 240(b)항.

<sup>921</sup> 수정청구서면, 제 191 항; 답변서, 제 240(c)항.

594. 위와 같이 볼 때, 청구인들은 피청구국이 본건 합병 표결을 승인하기 위해 국민연금의 절차를 “의도적으로 은폐”하여 침해한 것이 명백하였다고 주장한다.<sup>922</sup> 청구인들은 피청구국의 위법 행위의 존재와 그 정도는 국민연금의 내부 감사와 부패에 연루된 정부 공무원들 및 삼성 임원들에 대한 형사 절차를 통하여 사후적으로 밝혀지게 되었다고 주장한다.<sup>923</sup> 국민연금이 자신과 삼성 그룹의 다른 외국인 주주들의 이익에 반하여 합병 승인 투표를 하였음이 드러나자, 청구인들은 “즉시 한국 시장에서 철수하였음”을 주목하면서, 청구인들은 자신들의 투자가 “범죄계획에 좌절될” 것을 알았거나 의심하였더라면 삼성 그룹에 상당한 투자를 하지 않았을 것이라고 주장한다.<sup>924</sup>
595. 이에 따라, 청구인들은 *Metalclad v. Mexico* 사건 등을 인용하면서, 피청구국의 이와 같은 완전한 투명성 및 행정 절차상 이행능력의 결여가 FTA 의 최소대우 기준에 따라 청구인들의 투자를 취급할 의무에 대한 추가로 위반한 것에 해당한다고 주장한다.<sup>925</sup>

(3) 피청구국의 행위가 차별적이었다

596. 청구인들은 국민연금의 표결이 어떠한 선의의 정당화 사유도 없이 삼성물산 주주들에게 손해를 입혔기 때문에, 부패, 뇌물 및 특혜에 기초한 피청구국의 행위는 차별적이었다고 주장한다.<sup>926</sup>
597. 차별이 엘리엇의 공격적인 투자 접근법에 대한 보호 조치의 일부였다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 메이슨이 엘리엇과 무관하며 동일한 투자 전략을 채택하지

---

<sup>922</sup> 수정청구서면, 제 197 항; 답변서, 제 241 항.

<sup>923</sup> 수정청구서면, 제 198 항.

<sup>924</sup> 수정청구서면, 제 199 항; Garschina 제 4 차 진술서[CWS-7], 제 16 항을 인용하는 답변서, 제 241 항.

<sup>925</sup> *Metalclad Corporation v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/97/1, 중재판정, 2000 년 8 월 30 일[CLA-9], 제 76 항; *Waste Management v. Mexico(II)*[CAL-143], 제 98 항; *Técnicas Medioambientales Tecmed, S.A. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/00/2, 중재판정, 2003 년 5 월 29 일(이하 “*Tecmed v. Mexico*”)[CLA-143], 제 154 항을 언급하는 수정청구서면, 제 196 항, 제 200 항.

<sup>926</sup> 수정청구서면, 제 195 항.

않는다는 점을 분명히 한다.<sup>927</sup> 따라서 청구인들의 경우, 피청구국은 메이슨에게 엘리엇과 동일한 대우를 부여할 근거가 없었다.<sup>928</sup>

598. 피청구국이 청구인들의 내국민대우를 부인하고 미국 투자자를 그 투자와 관련하여 차별하는 맥락에서 아래 제 VI.D.1 항에 기재된 바와 같은 이유로, 청구인들은 피청구국의 차별적 행위가 FTA 제 11.5 조에 따른 최소기준 대우의 위반으로 피청구국에게 책임을 물을 수 있는 별개의 독립된 근거를 구성한다고 주장한다.<sup>929</sup>

(4) 피청구국의 행위는 신의성실에 반하여 채택되었다

599. 청구인들은 신의성실의 원칙이 국제관습법상 FET 기준의 기본 요소라고 주장한다.<sup>930</sup>
600. 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결을 초래하고 포함시킨 피청구국의 조치가 형사 절차 및 국민연금의 내부 감사에서 밝혀진 바와 같이 “부패의 결과”였음을 상기시키면서, 청구인들은 이러한 조치가 국제관습법상 FET 기준을 위반하여 신의성실에 반하여 이루어졌다고 결론내린다.<sup>931</sup>

c) 피청구국의 행위가 FPS 기준을 위반하였는지 여부

601. 청구인들은 피청구국의 조치(청구인들의 투자에 반하는 범죄 계획을 방지하지 못하였을 뿐만 아니라 청구인들의 투자에 상당한 경제적 피해를 야기한 범죄 행위에 적극적으로 가담하는 것)가 FTA 제 11.5 조에서 인정된 충분한 보호 및 안전(이 “FPS”) 기준을 위반하였다고 주장한다. <sup>932</sup> 청구인들은 FTA 가 비물리적 자산을 포함하는

---

<sup>927</sup> 답변서, 제 245 항.

<sup>928</sup> 답변서, 제 245 항. 참조 답변서, 제 244 항.

<sup>929</sup> 수정청구서면, 제 193-195 항.

<sup>930</sup> *Waguih Elie George Siag and Clorinda Vecchi v. The Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/05/15, 중재판정, 2009년 6월 1일(이하 “*Siag v. Egypt*”)[RLA-8], 제 291 항; *Frontier Petroleum v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2010년 11월 12일[CLA-113], 제 297 항; *Tecmed v. Mexico*[CLA-143], 제 154 항; *Bayindir Insaat Turizm Ticaret Ve Samayi A.S. v. Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/29, 관할권에 대한 판결, 2005년 11월 14일[CLA-93], 제 232-243 항, 제 250 항을 언급하는 수정청구서면, 제 201-203 항.

<sup>931</sup> 수정청구서면, 제 204-205 항.

<sup>932</sup> 수정청구서면, 제 206 항, 제 213 항; 답변서, 제 258 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 64:8-19 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

적용대상투자를 보호하기 때문에, FTA 에 따라 FPS 를 제공할 피청구국의 의무가 “무형자산”의 물리적 안전과 법적 안전 모두에 미친다고 주장한다.<sup>933</sup>

602. FPS 기준이 물적 재산의 보호에 국한된다는 피청구국의 주장을 배척하면서, 청구인들은 투자 중재판정부의 의무를 제한하는 투자 협정에 구체적인 문구가 없는 경우에 FPS 기준이 “투자로부터 보호와 안전을 박탈하는 일체의 수단”으로 확장되었다고 주장한다.<sup>934</sup>
603. 또한 청구인들은 FTA 제 11.5 조의 “경찰보호”에 대한 언급이 FPS 기준을 물리적 안정으로 제한한다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>935</sup> 청구인들에 따르면, 피청구국이 인용한 어떠한 정의도 “경찰”이 오로지 사람의 물리적 자산 보호에 대한 책임만을 부담하는 것을 의미하지 않는다.<sup>936</sup> 실제로, 청구인들은 본건에서 문제된 범죄계획에 대한, “물리적인” 자산으로 제한되지 않는, 한국의 자체 수사과 기소 행위야말로 “전형적인 국가 경찰력의 행사”라고 강조한다.<sup>937</sup>
604. 피청구국의 주장과 달리, 청구인들은 2 가지 기준이 별개의 목적을 위한 것이라는 점에서, 물리적 안전을 넘어서 FPS 기준을 적용하는 것은 제 11.5 조의 FET 기준을 참조하는 것을 불필요하게 하지 않는다고 주장한다: FPS 기준은 FET 기준과 달리 “일반적으로 국가의

---

<sup>933</sup> *CME Czech Republic BV(The Netherlands) v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정문, 2001년 9월 13일[**CLA-100**], 제 613 항; *Ceskoslovenska Obchodni Banka, A.S. v. The Slovak Republic*, ICSID 사건번호 ARB/97/4, 관할권 이의제기에 관한 중재판정부의 결정, 1999년 5월 24일[**RLA-26**], 제 170 항; *Compañía de Aguas del Aconquija SA and Vivendi Universal SA v. The Argentine Republic*, ICSID Case No ARB/97/3, 중재판정, 2007년 8월 20일[**CLA-5**], 제 7.4.15-7.4.16 항; *Azurix Corp v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/01/12, 중재판정, 2006년 7월 14일[**CLA-92**], 제 408 항; *Biwater Gauff(Tanzania) Ltd v. United Republic of Tanzania*, ICSID 사건번호 ARB/05/22, 중재판정, 2008년 7월 24일(이하 “**Biwater v. Tanzania**”)[**CLA-95**], 제 729-730 항; *National Grid plc v Argentine Republic*, UNCITRAL, 중재판정, 2008년 11월 3일[**CLA-125**], 제 187 항을 언급하는 수정청구서면, 제 207-211 항; 답변서, 제 251 항. George K. Foster, *보호 및 안전의 회복: 협정 기준의 모호한 기원, 잊혀진 의미와 현재의 핵심 중요성*, 45 *Vanderbilt J. Transnational L.* 1095 (2012)[**CLA-165**] 참조.

<sup>934</sup> *CME Czech Republic BV v. Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정문, 2001년 9월 13일[**CLA-100**], 제 612 항; *Azurix Corp v. Argentina*, ICSID 사건번호 ARB/01/12, 중재판정, 2006년 7월 14일[**CLA-92**], 제 406 항; *Compañía de Aguas del Aconquija SA and Vivendi Universal SA v. The Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/97/3, 중재판정, 2007년 8월 20일[**CLA-5**], 제 7.4.15 항을 언급하는 답변서, 제 248-249 항.

<sup>935</sup> 답변서, 제 250 항.

<sup>936</sup> 답변서, 제 250 항. Oxford English 사전, “경찰”의 정의, 2020년 10월 29일 접속[**R-330**] 참조.

<sup>937</sup> 답변서, 제 250 항.

기관에 의한 의사결정과정과는 관련이 없고”, 오히려 “주로 경찰력의 행사와 관련되어 있고”, “국가가 그 주의의무를 다하지 못함으로써 사악한 국가 관료들이나 다른 이들의 행위에 의하여 야기되는 손해로부터 투자자의 재산을 보호하지 못하는 것”과 관련이 있다.<sup>938</sup>

605. 결과적으로, 청구인들은 FTA 제 11.4 조의 MFN 조항에 따라, 한국이 당사국인 협정에 포함된 보다 광범위한 보호를 받을 권리가 있다고 주장한다.<sup>939</sup>

606. 청구인들은 피청구국의 범죄 계획에 대한 핵심적인 관여와 이에 따라 청구인들의 투자를 보호하지 못한 것이 FPS 기준을 위반하여, 주의의무의 중대하고 명백한 결여에 해당한다고 판단한다.<sup>940</sup>

## 2. 피청구국의 입장

### a) 최소대우 기준의 내용 및 적용 가능성

607. 피청구국은 청구인들의 최소대우 기준 청구가 피청구국 또는 국민연금인 청구인들에게 청구인들의 문제되는 행위와 관련하여 청구인들의 이익을 고려할 의무를 부담하지 않는다는 기준점 사유에 부합하지 않는다고 주장한다.<sup>941</sup>

608. *Al-Warraq v. Indonesia* 사건을 참조하면서, 피청구국은 피청구국 또는 국민연금이 삼성전자 및 삼성물산에 대한 투자에 관하여 청구인들에게 관여한 적이 없는 상황에서, 청구인들은 불공정하거나 불공평하다고 주장하는 피청구국의 행위에 대해 어떠한 기대도 할 수 없었다고 설명한다.<sup>942</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 청구인들이 기업 거래(즉, 본건 합병)에 대한 표결을 함에 있어 다른 소액주주(즉, 청구인들)의 경제적 이익을 보호하기 위해 민간회사(즉, 삼성물산)의 소액주주(즉, 국민연금)에게 요구되는 국제법

---

<sup>938</sup> Campbell McLachlan et al., *International Investment Arbitration: Substantive Principles*(OUP, 2017)[CLA-84], 제 7.175-7.177 항을 인용하는 답변서, 제 252 항.

<sup>939</sup> 수정청구서면, 제 207 항, 주석 311. 예컨대, 한국-알바니아 BIT[CLA-148] 참조.

<sup>940</sup> 답변서, 제 257 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 990:9-991:12 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>941</sup> 반박서면, 제 326 항.

<sup>942</sup> *Hesham T.M. Al-Warraq v. Indonesia, UNCITRAL*, 최종 중재판정, 2014 년 12 월 15 일[RLA-150], 제 619 항을 언급하는 반박서면, 제 326 항, 제 329 항; 답변서, 제 356 항.

또는 한국법상 근거를 밝히지 않았다고 주장한다.<sup>943</sup> 또한, 피청구국은 국민연금이 국민연금 지침에 따라 기금의 수익자의 이익만을 고려하여야 한다고 주장한다.<sup>944</sup>

609. 국민연금은 본건 합병과 관련하여 의결권을 행사함에 있어 청구인들의 이익을 고려할 의무가 없었으므로,<sup>945</sup> 피청구국은 표결에 대하여 한국 정부의 압박이 있었다고 하더라도 청구인들이 국민연금의 본건 합병 표결 행사에 대해 불만을 제기할 근거가 없다고 주장한다.<sup>946</sup> 따라서, 이러한 주의의무가 없는 한, 피청구국은 청구인들이 피청구국으로부터 특정한 형태의 대우를 기대할 근거가 없으므로, 피청구국이 FTA 제 11.5 조에 따른 국제관습법상 최소대우 기준을 위반하여 청구인들을 대우하였다고 주장할 근거가 없다고 결론짓는다.<sup>947</sup>
610. 또한, 피청구국은 주주 의결권의 맥락에서 한국법과 국제법상 권리남용에 관한 법리가 본건에 적용되지 않는다고 본다.<sup>948</sup>
611. 피청구국은 국가의 행위에서 효과가 얼마나 간접적이거나 제거되었는지와 관계없이, “대우”에 투자자 또는 그 투자에 영향을 미치는 행위가 포함된다는 청구인들의 과도하게 광범위한 정의를 배척한다.<sup>949</sup> 청구인들의 주장과 달리, 피청구국은 *Corn Products v. Mexico* 사건 중재판정부의 결정이 청구인들의 용어 확장 해석을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>950</sup> 그 대신에, 피청구국은 FTA 제 11.5 조의 “대우를 ... 부여한다”라는 문구의

---

<sup>943</sup> 재반박서면, 제 355 항, 제 357 항.

<sup>944</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 42 항.

<sup>945</sup> 피청구국은 국제법과 한국법 모두 주주가 다른 주주의 경제적 이익을 고려할 것을 요구하지 않는다고 주장한다. 피청구국에 따르면, 국민연금은 국민연금 지침에 따라 기금의 수익자의 이익만을 고려하여야 한다. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 38-42 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1043:19-1045:11 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>946</sup> 재반박서면, 제 358 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 140:4-9 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>947</sup> 재반박서면, 제 346 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 46 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 141:3-11 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>948</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 43-45 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 139:3-17 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>949</sup> 재반박서면, 제 350 항.

<sup>950</sup> *Corn Products International, Inc. v. Mexico*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정, 2008 년 1 월 15 일[CLA-6], 제 119 항을 언급하는 재반박서면, 제 351 항.

통상적인 의미가 그 대상과 목적에 비추어 문맥에 따라 해석할 때 더욱 제한적이며, “어떤 행위가 투자를 대상으로 삼을 것”을 요구한다고 주장한다.<sup>951</sup>

612. 피청구국에 따르면, 피청구국이 청구인들의 투자에 대우를 부여하였다는 청구인들의 다른 주장 역시, 기록상 (i) 피청구국의 행위의 목적이 청구인들에게 손해를 입히기 위한 것이었고; (ii) 피청구국은 본건 합병이 승계될 경우 청구인들을 포함한 삼성물산의 외국인 주주들이 손해를 입게 될 것임을 알고 있었다는 주장을 뒷받침하는 내용이 없으므로 이유 없다.<sup>952</sup> 피청구국은 청구인들의 사건이 거의 전적으로 청와대 내부 문서에 관한 언론 기사와 박근혜 대통령, 문형표 장관 및 기타 개인과 관련된 한국 법원의 판단에 기초하고 있으며, 피청구국이 보기에 청구인들 또는 기타 외국인 투자자가 아니라 기껏해야 국민연금, 그 수혜자 또는 보다 넓은 범위로 한국 국민에게 부담하는 의무를 위반한 것이다.<sup>953</sup>
613. 최소대우 기준의 내용에 관하여, 피청구국은 *Waste Management II* 사건에서 정하는 기준이 아니라 *Neer v. Mexico* 사건에 명시한 기준이 투자유치국의 외국인 투자자 대우가 최소대우 기준을 침해하는지 여부에 대한 전통적인 국제관습법의 “기준 척도”를 반영한다 있다고 주장한다. 즉, 대우는 “폭행, 불신, 고의적인 직무 태만, 또는 합리적이고 공평한 모든 사람들이 그 불충분함을 인식할 수 있는 국제 기준에 미달하는 불충분한 정부 행위에 해당해야 한다”는 것이다.<sup>954</sup>
614. 피청구국은 청구인들이 *Waste Management II* 사건 중재판정부가 정한 최소대우 기준의 4 가지 의무가 국가 관행 및 법적 확신 모두에서 비롯된다는 점을 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>955</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 전적으로 투자 중재판정부 결정에 기초한 현대적인 최소대우 기준의 성립이 FTA 제 11.5 조에 의해 통합된 국제관습법의 규칙을

---

<sup>951</sup> 재반박서면, 제 347-349 항.

<sup>952</sup> 재반박서면, 제 352-354 항.

<sup>953</sup> 반박서면, 제 328 항; 재반박서면, 제 354(a)-(b) 항.

<sup>954</sup> *Neer v. Mexico*[CLA-10], 61 페이지를 인용하는 반박서면, 제 343 항.

<sup>955</sup> *Rights of Nationals of the United States of America in Morocco (France v. United States)*, I.C.J. 판결, 1952 년 8 월 27 일[RLA-193], 200 페이지; *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009 년 9 월 18 일[CLA-97], 제 273 항을 인용하는 반박서면, 제 335-336 항.

제정할 직접적인 법적 근거를 제공하지 않는다고 주장한다.<sup>956</sup> 피청구국에 따르면, *Elliott v. Korea* 중재에서 최소대우 기준 의무가 *Waste Management II* 사건 중재판정부가 정한 바와 같다는 사실을 인정하지만, 청구인들의 청구는 이러한 기준의 성립을 충족하지 못한다.<sup>957</sup>

615. 청구인들이 주장하는 바와 같이 *Neer* 사건 이후에 최소 기준이 발전하였다고 하더라도, 피청구국은 최근 다수의 중재판정부가 국가의 중대하고 명백한 (“높은 엄격성 및 중대성 기준”<sup>958</sup>, “중대한 불공정”<sup>959</sup>, “중대한 정의 부인”<sup>960</sup> 또는 “명백한 자의성”<sup>961</sup>) 위법행위의 경우에만 국가에 국제법상 대우의 최소기준 위반에 대한 책임을 물을 수 있다고 판단하였다고 주장한다.<sup>962</sup> 실제로, 피청구국은 “[청구인들이] ‘진화된’ 대우의 최소기준을 지지한다고 인용한 중재판정부들 중 어느 누구도 피청구국의 행위가 그러한 기준을 위반한 것이라고 판단하지 않았다”고 지적하고 있다.<sup>963</sup>
616. 또한, 미국 및 투자 중재판정부가 확인한 바와 같이, 피청구국은 단순히 국내법의 위반이 그 자체로 국제법 위반에 해당하지는 않으며, 국제관습법상 최소대우 기준의 위반을 입증하기 위해 요구되는 높은 기준을 충족하기 위해 “어느 국가의 국내법에 따른 단순한 불법 또는 법적 근거의 결여 이상의 것이 필요하다”고 강조한다.<sup>964</sup> 또한, 최소대우 기준의

---

<sup>956</sup> 반박서면, 제 337 항; 재반박서면, 제 362 항.

<sup>957</sup> 재반박서면, 제 362 항.

<sup>958</sup> *Apotex Holdings Inc. and Apotex Inc. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/1, 중재판정, 2014년 8월 25일[**RLA-147**], 제 9.47 항을 인용하는 반박서면, 제 346 항.

<sup>959</sup> *Waste Management v. Mexico II*[**CLA-19**], 제 98 항을 인용하는 반박서면, 제 344 항.

<sup>960</sup> *International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 중재판정, 2006년 1월 26일[**RLA-97**], 제 194 항을 인용하는 반박서면, 제 346 항.

<sup>961</sup> *International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 중재판정, 2006년 1월 26일[**RLA-97**], 제 194 항을 인용하는 반박서면, 제 346 항.

<sup>962</sup> 반박서면, 제 348 항; 재반박서면, 제 363 항.

<sup>963</sup> 반박서면, 제 347 항.

<sup>964</sup> 미국 서면, 제 14 항을 인용하고 *S.D. Myers v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분판정문, 2000년 11월 13일[**CLA-66**], 제 261 항; *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 관할권과 책임에 대한 판정, 2015년 3월 17일[**CLA-3**], 제 436 항을 언급하는 재반박서면, 제 364-365 항.



위반은 “국제법이 일반적으로 해당 국가의 자국 영역 내의 사안 규제와 관련하여 국내 당국의 권한에 부여하는 높은 수준의 재량”에 비추어 결정되어야 한다.<sup>965</sup>

617. 마지막으로, 피청구국은 2,000 개 이상의 투자 협정에서 자율적 FET 기준의 보급과 실무 조직의 발전이 이루어진 사실이 독립적인 국제관습법 기준의 발전을 입증한다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>966</sup>
618. 또한 피청구국은 한국이 당사자이고 FTA 제 11.4 조의 MFN 조항에 따라 청구인들이 원용할 수 있는 다른 협정의 자율적 FET 기준에 따를 권리가 있다는 청구인들의 주장을 반박한다.<sup>967</sup> 피청구국에 따르면, 제 11.4 조의 MFN 조항의 문구는 청구인들이 “동종의 상황에서” 다른 투자자에게 부여된 실제 특혜 “대우”를 참조하도록 요구한다.<sup>968</sup> 피청구국은 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여 미국이 다른 협정에서 FTA와 실질적으로 동일한 문구로 인정된 MFN 조항에 대하여 동일한 입장을 유지하고 있음을 주목한다.<sup>969</sup> 따라서, 피청구국은 청구인들이 제 11.4 조의 MFN 조항을 원용하여 한국이 당사국인 투자 협정에서 원하는 가장 유리한 실체적 조항을 선택할 권리가 없다고 주장한다.<sup>970</sup>

**b) 피청구국이 FET 기준을 위반하였는지 여부**

619. 피청구국은 청구인들의 투자에 대하여 국제관습법에 따른 FET 를 제공할 의무를 위반하였다는 주장을 부인한다.<sup>971</sup> 국민연금의 합병 찬성 표결 결정이 국민연금 지침에 따른 것임을 주목하면서, 피청구국은 본건 합병을 승인할 정당한 이유를 보았던 그 밖의 여러 삼성물산 전문 투자자들의 표결과 일치한다고 주장한다.<sup>972</sup>

---

<sup>965</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 175:10-16 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>966</sup> 반박서면, 제 338 항.

<sup>967</sup> 반박서면, 제 339 항.

<sup>968</sup> *İçkale İnşaat Limited Şirketi v. Turkmenistan*, ICSID 사건번호 ARB/10/24, 중재판정, 2016 년 3 월 8 일[RLA-159], 제 329 항을 인용하는 반박서면, 제 340 항.

<sup>969</sup> 반박서면, 제 341 항.

<sup>970</sup> 반박서면, 제 340 항.

<sup>971</sup> 반박서면, 제 325 항.

<sup>972</sup> 재반박서면, 제 368 항.

(1) 피청구국의 행위가 자의적이거나 중대하게 불공정하지 않았다

620. 피청구국은 *ELSI* 사건에서 ICJ 가 정한 자의성의 입증 기준에 동의하지만,<sup>973</sup> 국가의 행위가 “정책의 목적 및 목표의 예기치 못한 충격적인 부정에 해당하거나 또는 달리 표면상 드러나지 않는 동기로 국내법 또는 정책을 중대하게 위반하는 경우”에 해당하여야 한다면서, 국제관습법상 자의성의 입증 기준은 청구인들이 제시하는 기준보다 훨씬 높은 기준을 가진다고 주장한다.<sup>974</sup>
621. 또한 피청구국은 자의성의 기준이 국가의 “투자자들과의 거래” 또는 투자자에 대한 행위를 근거로 함을 지적한다.<sup>975</sup> 따라서, 피청구국은 청구인들에 대한 “한국의 행위가 결여”되어 있는 자의성을 주장하는 청구인들의 청구가 성격상 “예외적”이라고 판단한다.<sup>976</sup>
622. 본건의 사실관계로 돌아와서, 피청구국은 본건 합병에 관한 한국 공무원 및 국민연금의 행위가 청구인들에게 자의적이거나 중대하게 불공정하였다는 주장을 부인한다.<sup>977</sup>
623. 첫째로, 피청구국은 박근혜 대통령, 보건복지부 및 기타 임원들이 국민연금의 표결에 개입함으로써 자의적으로 행위하였다는 청구인들의 주장이 기록과 모순되므로 국제관습법상 FET 위반에 대한 요구 기준을 충족하지 못한다고 주장한다.<sup>978</sup> 한국 법원이 박근혜 대통령이 이재용으로부터 받은 뇌물이 본건 합병과 무관하다는 점을 입증하였음을 상기시키면서,<sup>979</sup> 피청구국은 2015년 7월 25일 면담, 즉 본건 합병이 승인된

---

<sup>973</sup> 그러나 피청구국은 *EDF v. Romania* 사건에서 Christoph Schreuer 교수가 제공한 당사자 지정 전문가 의견에 대한 청구인들의 인용에 대하여 다투면서, 피청구국이 보기에 다른 국제 법원 및 중재판정부가 “일반적으로 채택한 것보다 부당하게 낮은” 자의성의 기준을 적용한다고 주장한다. 결과적으로, 피청구국은 Schreuer 교수의 의견이 부적절하다고 주장한다. *EDF v. Romania*, ICSID 사건번호 ARB/05/13, 중재판정, 2009년 10월 8일[**CLA-103**], 제 303 항을 언급하는 반박서면, 제 352 항 참조.

<sup>974</sup> *Cargill Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009년 9월 18일[**CLA-97**], 제 293 항을 인용하는 반박서면, 제 353 항; 재반박서면, 제 369 항.

<sup>975</sup> *TECO Guatemala Holdings, LLC v. Republic of Guatemala*, ICSID 사건번호 ARB/10/23, 중재판정, 2013년 12월 19일[**CLA-144**], 제 458 항을 인용하는 재반박서면, 제 370 항.

<sup>976</sup> 재반박서면, 제 370 항.

<sup>977</sup> 반박서면, 제 354 항; 재반박서면, 제 371 항.

<sup>978</sup> 반박서면, 제 356 항; 재반박서면, 제 372 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1046:22-1049:11 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>979</sup> 반박서면, 제 356 항; 재반박서면, 제 373 항.

이후에 박근혜 대통령과 이재용 사이의 대가관계가 발생하였다는 법원의 판단을 강조한다.<sup>980</sup>

624. 청와대와 보건복지부가 박근혜 대통령의 명령으로 국민연금에 영향력을 행사했다는 주장을 받아들인다 하더라도, 피청구국은 이러한 행위가 자의성을 입증하기 위해 요구되는 “표면상 드러나지 않는 동기로 국내법 또는 정책을 중대하게 위반하는 경우”가 아니라는 견해를 취한다.<sup>981</sup>
625. 둘째로, 피청구국은 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하기로 결정한 것은 본건 합병에 찬성 및 반대할 적법한 경제적 이유를 주의 깊게 형량한 후 투자위원회가 기금운용지침 및 의결권행사지침에 따라 적법하게 검토한 것이라고 주장한다.<sup>982</sup> 구체적으로, 피청구국은 투자위원회가 삼성물산, 제일모직 및 그 밖에 15개 삼성 그룹 회사에 대한 국민연금의 지분에 비추어 볼 때 본건 합병이 기금에 가져올 수 있는 중장기적인 가치 상승을 고려하여, (국민연금이 의결권을 행사할 때 따라야 하는 주된 목표인<sup>983</sup>) 수익성 및 안정성의 2가지 원칙을 모두 준수하여 표결하였음을 지적한다.<sup>984</sup>
626. 본건 합병에 찬성해야 할 경제적 이유를 청구인들 및 그 애널리스트들과 그 밖의 독립적인 분석이 사실상 인정하였다는 점을 지적하면서,<sup>985</sup> 피청구국은 전문 해외 펀드 등 삼성물산의 총 발행주식 58%를 초과하는 주주 300명 이상이 국민연금과 동일한 결정에 도달하였다는 점을 근거로, 국민연금의 본건 합병 승인 결정은 삼성물산 주주들 사이에서 예외가 아니었다고 주장한다.<sup>986</sup> Dr. Duarte-Silva가 인정한 바와 같이, 피청구국은 이러한

---

<sup>980</sup> 재반박서면, 제 373 항; 재반박서면, 제 46-50 항 참조; 서울고등법원 2018 노 1087, 2018 년 8 월 24 일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 1-2 페이지, 55 페이지; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1045:14-1046:21 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>981</sup> *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009 년 9 월 18 일[CLA-97], 제 293 항을 인용하는 재반박서면, 제 374 항; 반박서면, 제 356 항, 주석 686.

<sup>982</sup> 재반박서면, 제 378 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1049:12-1052:2 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>983</sup> 김성수 제 2 차 보고서, 제 65 항.

<sup>984</sup> 재반박서면, 제 378 항, 제 386 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 64 항. 본안 심리 속기록, 4 일차, 598:15-25 페이지[Dr. Duarte-Silva의 반대신문] 참조.

<sup>985</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 60-63 항 참조.

<sup>986</sup> 재반박서면, 제 379 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 65 항. 반박서면, 제 106-107 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1051:6-1052:2 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

주주들이 본건 합병의 본안을 평가하였고, 그들의 주의의무에 따라 본건 합병에 찬성 투표하는 것이 “그들의 경제적 이익”을 위하는 것이는 결론을 내렸다고 주장한다.<sup>987</sup> 따라서, 피청구국이 보기에, 자의성에 관한 청구인들의 주장은 청구인들이 생각하기에 “본건 합병에 대한 사리사욕적인 주관적 평가”를 토대로 경제적 가치를 극대화하는 방식으로 본건 합병에 표결하지 않았다는 주장으로 귀결된다.<sup>988</sup>

627. 피청구국은 국민연금 리서치팀이 계산한 수치가 기만적이라는 점에 주목하면서, 국민연금 리서치팀의 적정 비율 수정이 합리적이고 당시의 분석과 일치하며, 시너지 효과도 일반적으로 사용되는 민감도 분석을 토대로 계산되었다고 주장한다.<sup>989</sup> 또한, 피청구국은 시너지 효과 계산이 어떠한 경우에도 본건 합병에 대한 결정에 결정적인 것이 아니었다고 투자위원회 위원들이 증언하였음을 강조한다.<sup>990</sup>

628. 피청구국에 따르면, 투자위원회 회의록은 출석한 3 명의 직원들의 노트를 통합하여 작성되었고 편집은 홍완선 본부장의 일방적 결정이 아니라 투자위원회 위원들의 만장일치 승인을 받아 작성된 것이므로, 홍완선 본부장이 특정 문서를 은폐하였다는 주장은 기록을 잘못 해석하고 있는 것이다.<sup>991</sup>

629. 피청구국은 전문위원회가 본건 합병에 대한 표결을 결정했어야 함에도 보건복지부와 홍완선 본부장의 압력으로 인하여 할 수 없었다는 주장을 부인한다.<sup>992</sup> 피청구국에 따르면, 한국 법원은 본건 합병의 결정이 “곤란”한지 여부에 대한 투자위원회의 판단과 오픈식 표결 방식 등, 국민연금의 표결 절차가 국민연금 지침을 준수하였으며, 보건복지부의

---

<sup>987</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 587:18-593:5 페이지[Dr. Duarte-Silva의 반대신문]를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 65 항.

<sup>988</sup> 반박서면, 제 354-355 항; 재반박서면, 제 389 항.

<sup>989</sup> 재반박서면, 제 381 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일 181:24-182:8 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>990</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 20 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 381 항; 서울중앙지방법원 2016가합 510827, 2017년 10월 19일[R-242], 44 페이지.

<sup>991</sup> 재반박서면, 제 387-388 항. 재반박서면, 제 165 항 참조.

<sup>992</sup> 재반박서면, 제 382 항; 피청구국은 전문위원회 위원장이 운영지침 제 5.5.6.조에 따라 전문위원회에 사안을 회부할 권한을 가진다는 청구인들의 주장도 배척한다. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1048:8-1049:11 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

어떠한 압박으로부터도 유발되지 않았다고 판단하였다.<sup>993</sup> 투자위원회 과반수가 본건 합병을 승인하기로 결정하였다는 점을 고려할 때, 본건 합병을 만드시 전문위원회에 부의할 필요는 없었다.<sup>994</sup>

630. 결과적으로, 피청구국은 국민연금 지침에 따라 전문위원회가 투자위원회의 결정을 번복할 권한을 가지지 않았음을 재차 강조한다.<sup>995</sup> 또한, 피청구국은 청구인들이 인정한 바와 같이, 전문위원회가 “투자위원회와 동일한 결정을 내릴 수 있었고 또 그럴 만한 충분한 경제적 이유가 있었던” 경우, 투자위원회의 본건 합병 승인 결정이 자의적이라고 볼 수 없다고 주장한다.<sup>996</sup>

(2) 피청구국의 행위가 투명성을 결여하지 않았다

631. 우선, 피청구국은 청구인들이 불공정하다고 문제삼는 “절차”가 한국의 행정 절차 또는 사법 절차가 아니라 상업적 행위, 즉 국민연금의 주주권 행사와 관련된 내부 절차이기 때문에 적법절차 요건이 본건에 적용될 수 없다고 본다.<sup>997</sup>
632. 본건에서 적법절차 기준이 적용된다고 하더라도, 피청구국은 (i) 어느 행정관도 국민연금 정책을 무시할 능력이 없었고; (ii) 관련 지침에 따라 의결권행사 전문위원회가 표결을 결정하였어야 한다는 입장을 뒷받침하는 문서로 된 입증자료가 없으므로, 피청구국의 조치가 적법절차 및 적절한 절차를 의도적으로 무시한 채 채택되었다는 청구인들의 주장이 부당하다고 본다.<sup>998</sup>

---

<sup>993</sup> 반박서면, 제 354-355 항; 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 20 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 62 항, 제 383 항; 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일[R-242], 44 페이지. 반박서면, 제 139 항, 제 152 항, 제 156-157 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1047:16-1048:7 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>994</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 178:3-6 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>995</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 178:20-24 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>996</sup> 재판박서면, 제 384 항. [redacted]가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일 중 [redacted]가 K. Garschina 등에게 송부한 이메일, 2015년 6월 24일[R-249] 참조.

<sup>997</sup> *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119], 제 348 항을 인용하는 재판박서면, 제 390-391 항; Rudolf Dolzer and Christoph Schreuer, *Principles of International Investment Law*(OUP, 2012)[RLA-11], 156 페이지.

<sup>998</sup> 반박서면, 제 357 항.

633. 청구인들의 주장과 달리, 피청구국은 투자위원회가 처음에 사안을 심의하는 결정이 국민연금 지침에 부합한다고 주장한다.<sup>999</sup> 피청구국에 따르면, 한국 법원은 실제로 보건복지부가 투자위원회에 본건 합병을 승인하도록 명령한 것이 아니라, 투자위원회가 본건 합병을 먼저 심의 및 의결하고 다수결에 이르지 못할 경우 전문위원회에 부의할 것을 요청하였을 뿐이라고 판시하였다.<sup>1000</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 청구인들의 입장이 문형표 장관의 표현에 대한 서울고등법원의 판시를 잘못 번역하였음에 기인하며, 문형표 장관의 표현은 “삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다”라고 언급한 것이지, “삼성 합병 건이 성사되기를 원한다”라고 언급한 것이 아니라고 주장한다.<sup>1001</sup>
634. 한국 법원의 판단에 따라, 피청구국은 투자위원회가 심의 과정에서 오픈식 표결 방식을 채택한 것이 국민연금 지침에 부합한다고 주장한다.<sup>1002</sup> 투자위원회 위원들의 과반수가 본건 합병에 찬성 표결함에 따라, 해당 사안은 결정이 “곤란”하지 않았으며, 국민연금 지침에 따라 전문위원회에 부의될 필요가 없다.<sup>1003</sup> 법원의 판단에 비추어 볼 때, 피청구국은 본건 합병이 전문위원회에 부의되었어야 한다는 조영길 위원과 그 밖의 전문위원회 위원들의 입장이 근거가 없다는 견해를 취하고 있다.<sup>1004</sup>
635. 피청구국은 SK 합병과 관련하여 국민연금이 전문위원회에 국민연금의 표결을 부의하기 위해 따라야 할 국민연금 지침의 절차적 “선례” 역할을 한다는 주장에 반박한다.<sup>1005</sup> 오히려, 이는 “일반적인 경우가 아닌 예외”였다.<sup>1006</sup> 결과적으로, 피청구국은 SK 합병이 삼성물산-제일모직 합병과 실질적으로 달랐다고 상기시킨다.<sup>1007</sup>

---

<sup>999</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 48 항.

<sup>1000</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 14 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 394 항. 재판박서면, 제 92-101 항 참조.

<sup>1001</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 14 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 396 항.

<sup>1002</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 2017 년 11 월 14 일(CLA-14 수정 및 추가 번역본)[R-243], 44-45 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 3947 항.

<sup>1003</sup> 반박서면, 제 156 항; 재판박서면, 제 76 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 56(a)항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 162:7-21 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1004</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 57 항.

<sup>1005</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 52 항.

<sup>1006</sup> 재판박서면, 제 392 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 51 항.

<sup>1007</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 53 항.

636. 마지막으로, 청구인들의 주장과 달리, 피청구국은 투자 중재판정부가 국제관습법상 최소기준 대우에 내재된 일반적인 투명성 의무가 없음을 널리 인정하였다고 주장한다.<sup>1008</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 미국이 투명성 의무가 독립적 의무를 초래하는 국제관습법상 FET의 구성 요소로서 “확정”되지 않았다는 자신의 입장에 동의한다는 점을 강조한다.<sup>1009</sup> 반대로, 피청구국에 따르면 청구인들이 인용한 권한은 부적절하거나 신빙성이 없다.<sup>1010</sup>
637. 국제관습법상 최소대우 기준이 독립적이고 일반적인 투명성 의무를 구성한다고 가정하더라도, 피청구국은 어떠한 방식으로 의결권을 행사할 지에 관한 국민연금의 심의를 청구인들이 감독할 수 있는 권리, 즉 기업의 소수주주는 기업지배구조에 관해 논쟁의 여지가 있는 결정에 대해 다른 소수주주가 행사할 표결에 대해 사전에 알 수 있는 권리를 부여하는 한국법 또는 국민연금 규정상의 근거를 밝히지 못하였다고 주장한다.<sup>1011</sup> 2014년과 2015년에 삼성 그룹에 투자하지 않았을 것이라는 청구인들의 주장에 대하여, 피청구국은 투명성 요건 위반 혐의가 발생하기 전에 청구인들이 삼성물산 및 삼성전자 주식을 매수하였다고 지적한다.<sup>1012</sup>

(3) 피청구국의 행위가 차별적이지 않았다

638. 우선, 피청구국은 차별금지가 국제관습법상 최소대우 기준에 따른 독립적 의무라는 점에 대한 입증책임을 청구인들이 이행하지 못하였다고 주장한다.<sup>1013</sup> 이와 관련하여,

---

<sup>1008</sup> *Merrill & Ring Forestry L.P. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 중재판정, 2010년 3월 31일[CLA-119]; *Cargill Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009년 9월 18일[CLA-97], 제 294 항; *Mercer International Inc. v. Government of Canada*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/12/3, 중재판정, 2018년 3월 6일[RLA-168], 제 7.77 항을 언급하는 반박서면, 제 367 항.

<sup>1009</sup> 미국 서면, 제 22 항을 인용하는 재반박서면, 제 398 항.

<sup>1010</sup> *Tecmed v. Mexico*[CLA-143]; *White Industries Australia Limited v. Republic of India*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2011년 11월 30일[CLA-146], 제 10.3.5-10.3.6 항; *El Paso Energy International Company v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/03/15, 중재판정, 2011년 10월 31일[RLA-130], 제 341 항; *MTD Equity Sdn. Bhd. And MTD Chile S.A. v. Republic of Chile*, ICSID 사건번호 ARB/01/7, 취소 결정, 2007년 3월 21일[RLA-106], 제 66-67 항; *United Mexican States v. Metalclad*, 2001 B.C.S.C. 664, 2001년 5월 2일[RLA-90], 제 71-72 항; UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements II, Fair and Equitable Treatment(2012), 65 페이지[RLA-138]를 언급하는 반박서면, 제 365(b)-(c)항, 제 366(a)항.

<sup>1011</sup> 반박서면, 제 368 항.

<sup>1012</sup> 재반박서면, 제 399 항.

<sup>1013</sup> 재반박서면, 제 401 항.

피청구국은 청구인들이 통상적인 최소 기준의 위반을 판단하기 위한 차별 행위의 법률 기준을 잘못 해석한다고 본다.<sup>1014</sup>

639. 피청구국은 *Grand River v. U.S.A* 사건과 미국 서면을 인용하면서, 피청구국은 국제관습법상의 최소대우 기준이 투자유치국이 외국인 투자자와 현지 투자자를 차별하는 것을 금지하지 않는다고 주장한다.<sup>1015</sup> 대신, 피청구국은 국가의 행위가 “상이한 대우 이상의 것을 요구한다 ... [청구인들의] 투자를 구체적으로 외국인 투자로서 적용대상으로 하는 것이어야 한다”면서, 청구인들이 이를 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>1016</sup>
640. 또한, 피청구국은 FTA 제 11.3 조에 따른 내국민대우 기준을 위반하였다고 판명될 경우 FTA 제 11.5 조에 따른 최소대우 기준 위반에 대한 책임을 부담한다는 청구인들의 주장을 배척하면서, 청구인들의 이러한 주장은 협정 실효적 해석의 원칙에 반한다고 주장한다.<sup>1017</sup> 또한 피청구국은 미국이 국적에 근거한 차별에 대한 청구가 “제 11.5 조 제 1 항이 아닌, 해당 내용을 명시적으로 다루고 있는 제 11 장의 규정에 따라 배타적으로 규율된다”고 확인하고 있음을 강조한다.<sup>1018</sup>
641. 청구인들이 제 11.5 조에 따른 자신의 사건에 대하여 FTA 제 11.3 조에 따른 내국민대우 청구를 본안으로 채택하고자 하는 범위 내에서, 피청구국은 아래 제 6 장 제 D 절 제 2 관에 명시된 이유로 제 11.3 조에 따른 피청구국의 내국민 대우 의무를 위반하였음을 부인한다.<sup>1019</sup>

---

<sup>1014</sup> 반박서면, 제 359 항.

<sup>1015</sup> *Grand River Enterprises Six Nations v. U.S.A.*, UNCITRAL, 중재판정, 2011년 1월 12일[RLA-99], 제 176 항, 제 208 항을 언급하는 반박서면, 제 359 항; 비분쟁 당사자 서면, 제 21 항을 인용하는 재반박서면, 제 402 항.

<sup>1016</sup> *Lemire v. Ukraine*[CLA-8], 제 261 항을 인용하는 반박서면, 제 360-362 항. *Glamis Gold, Ltd. v. United States of America*, UNCITRAL, 중재판정, 2009년 6월 8일[RLA-117], 제 24 항, 제 791-797 항, 제 828 항; UNCTAD, Series on Issues in International Investment Agreements II, Fair and Equitable Treatment(2012)[RLA-138], 82 페이지 참조.

<sup>1017</sup> 반박서면, 제 363-364 항; 재반박서면, 제 403 항.

<sup>1018</sup> 미국 서면, 제 21 항을 인용하는 재반박서면, 제 403 항.

<sup>1019</sup> 반박서면, 제 364 항.



(4) 피청구국의 행위는 신의성실에 반하여 채택되지 않았다

642. 피청구국은 신의성실 원칙이 투자 중재판정부가 인정한 바와 같이 의무가 이행되어야 하는 방식에 대한 설명에 불과하다고 주장하면서 국제법상 의무의 독자적 항목이라는 청구인들의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1020</sup> 이에 반하여, 피청구국은 모든 사건이 국제관습법에 대한 언급이 없는 공정하고 공평한 대우에 관한 자율적 기준을 포함하였고, 중재판정부는 어떠한 경우에도 악의만으로 자율적 FET 기준을 위반하였다고 판단하지 않았으며, 신의성실이 FET 기준의 별개의 요소라고 판단하지 않았으므로, 청구인들이 원용한 사건들이 달리 뒷받침하지 않음을 지적한다.<sup>1021</sup>
643. 설령 다른 부정행위와 결부되지 않은 신의성실의 결여가 FTA 위반의 수준을 초래할 수 있다고 하더라도, 피청구국은 (i) 한국 법원이 인정한 바와 같이 박근혜 대통령이 수령한 뇌물과 본건 합병의 표결 사이에 관계가 없고, (ii) 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결이 객관적인 경제적 이유에 의해 뒷받침되며 한국 법률 및 국민연금 절차를 준수하여 이루어졌으므로, 피청구국 또는 국민연금의 행위가 자의적이었음을 입증할 “엄격”한 책임을 청구인들이 이행하지 않았다고 주장한다.<sup>1022</sup>

c) 피청구국의 행위가 FPS 기준을 위반하였는지 여부

644. 피청구국은 FPS 기준이 투자유치국이 상황에 따라 합리적으로 예상할 수 있는 방식으로 행동해야 한다는 주의의무 중 하나라고 주장한다.<sup>1023</sup> 앞서 언급한 바와 같이, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결과 관련하여 국민연금 또는 한국 공무원이 청구인들에게

---

<sup>1020</sup> *Vigotop Limited v. Hungary*, ICSID 사건번호 ARB/11/22, 중재판정, 2014년 10월 1일[RLA-149], 제 554 항, 제 585 항을 언급하는 반박서면, 제 369-372 항; *Mobil Investments Canada Inc. v. Canada*, ICSID 사건번호 ARB/15/6, 관할 및 청구자격 관련 결정문, 2018년 7월 13일[RLA-170], 제 168-169 항; *ADF Group Inc. v. United States of America*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/00/1, 중재판정, 2003년 1월 9일[CLA-87], 제 191 항. 투명성 의무와 마찬가지로, 피청구국은 청구인들이 답변서에서 최소 기준의 독립된 요소로서 신의성실을 “포기”하였음을 지적한다. 재반박서면, 제 366 항 참조.

<sup>1021</sup> *Tecmed v. Mexico*[CLA-143]; *Siag v. Egypt*[RLA-8], 제 454-455 항; *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119], 제 178 항, 제 377 항; *Frontier Petroleum v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2010년 11월 12일[CLA-113], 제 435 항, 제 529 항을 언급하는 반박서면, 제 371 항, 주석 722.

<sup>1022</sup> *Bayindir v. Pakistan*[RLA-119], 제 143 항, 제 223 항을 인용하고 *Waste Management v. Mexico II*[CLA-19], 제 138-139 항을 언급하는 반박서면, 제 373-375 항.

<sup>1023</sup> 반박서면, 제 330 항.

어떠한 주의의무도 부담하지 않으므로, 청구인들이 “법적으로 한국 또는 국민연금에 주의의무를 다하지 않았음을 입증”할 수 없다고 주장한다.<sup>1024</sup>

645. 피청구국 또는 국민연금이 청구인들에게 어떠한 종류의 의무를 부담하였다고 가정하더라도, 피청구국은 여러 이유로 청구인들의 FPS 청구가 이유 없다고 주장한다.<sup>1025</sup>
646. 첫째로, 피청구국은 FTA 의 문언상 FPS 기준이 투자유치국에게 물리적 피해로부터 투자를 보호하는 것만을 요구한다는 “보다 전통적이고 일반적으로 인정되는 견해”에 어긋나는 주장을 정당화하는 내용이 포함되어 있지 않다고 주장한다.<sup>1026</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 미국이 제 11.5 조의 FPS 의무는 투자유치국에게 “제 3 자에 의해 발생하는 경제적 피해를 방지”할 것을 요구하지 않으며, 대다수의 사건에서 국가가 “외국인이나 외국 자산을 물리적으로 침해한 범죄적 성격의 행위에 대해 합리적인 경찰보호”를 제공하지 않을 때 FPS 의무를 위반하였다고 판시하였음을 확인함으로써 자신의 입장에 동의한다는 점에 주목한다. <sup>1027</sup> 따라서, 피청구국은 다른 협정들의 문언이 협정 당사국들의 의사에 반하여 FTA 에서 사용된 문언의 통상적인 의미에 어떠한 영향을 미칠 수 없다고 주장한다.<sup>1028</sup>
647. 둘째로, 피청구국은 FTA 의 문언상 어떤 내용도 모든 보호가 모든 종류의 투자에 직접 적용됨을 요구하지 않는다고 주장한다.<sup>1029</sup> 자신의 주장을 뒷받침하기 위해, 피청구국은 자신의 입장을 뒷받침하는 모든 결정이 “투자”의 정의에 무형자산을 포함하는 투자

---

<sup>1024</sup> 반박서면, 제 331 항.

<sup>1025</sup> 반박서면, 제 377 항.

<sup>1026</sup> *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/09/1, 중재판정, 2014 년 9 월 22 일[**RLA-148**], 제 622-623 항을 인용하고 *Indian Metals & Ferro Alloys Ltd v. Republic of Indonesia*, PCA 사건번호 2015-40, 중재판정, 2019 년 3 월 29 일[**RLA-176**], 제 267 항; 재반박서면, 제 415 항을 언급하고, *Saluka v. Czech Republic*[**CLA-41**], 제 484 항; *Crystallex International Corp. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/11/2, 중재판정, 2016 년 4 월 4 일[**RLA-160**], 제 632 항을 언급하는 반박서면, 제 383 항. 반박서면, 제 380 항, 주석 734-735 참조.

<sup>1027</sup> 미국 서면, 제 24 항, 주석 47(피청구국의 강조 추가)을 인용하는 재반박서면, 제 416 항.

<sup>1028</sup> 재반박서면, 제 415 항.

<sup>1029</sup> 반박서면, 제 387 항.

협정에 따라 내려졌다고 주장한다.<sup>1030</sup> 반대로, 청구인들이 인용한 결정들은 FTA와 상이한 FPS 조항을 가진 협정들과 관련이 있다.<sup>1031</sup>

648. 피청구국은 이것이 *Tatneft v. Ukraine* 사건에서와 같이, 정유 공장의 “강제 인수”로 인한 “법인으로서의 본질적인 권리”의 박탈로부터 보호하는 등, 어떠한 경우에도 무형자산의 물리적 안전을 보호하기 위하여 “가능한 일이며 종종 필요한 것”이라고 주장한다.<sup>1032</sup>
649. 셋째로, 피청구국은 FTA의 “경찰보호”에 대한 명시적 언급에 따라 FPS 의무의 범위가 제한되며, 이는 통상적 의미에 있어서 물리적 재산 및 사람에 대한 보호를 의미한다고 주장한다.<sup>1033</sup> 또한 피청구국은 단순한 법률적 이익은 일반적으로 국가 경찰 업무의 영역에 속하는 것이 아니라, 자본시장을 감독하고 위반을 기소하는 업무를 담당하는 한국의 금융위원회 및 금융감독원, 미국의 증권거래위원회와 같이, 분야별 법정 위임을 받은 전문 규제기관의 영역에 속한다고 설명한다.<sup>1034</sup>
650. 또한, 피청구국은 FTA에 따라 적용되는 FPS 기준이 국제관습법에 따라 부여되는 범위를 초과하지 않음을 지적한다.<sup>1035</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 다수의 투자 중재판정부들이 FPS 기준을 물리적 안전으로 제한하는 “보다 전통적이고 보편적으로 인정되는 견해”를

---

<sup>1030</sup> 반박서면, 제 387 항.

<sup>1031</sup> *Siemens A.G. v. The Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/02/8, 중재판정, 2007년 2월 6일[**RLA-104**], 제 303-304 항; *National Grid plc v. Argentina Republic*, UNCITRAL, 중재판정, 2008년 11월 3일[**CLA-125**], 제 187 항을 언급하는 재판박서면, 제 418 항. FPS 기준의 상이한 표현(예를 들어, “보호 및 안전”이 아니라 “충분한 보호 및 안전”)은 일반적으로 기준에 있어 실질적인 차이를 발생시키는 것으로 취급되지 않았다. 반박서면, 제 384 항, 주석 744 참조.

<sup>1032</sup> *OAO Tatneft v. Ukraine*, UNCITRAL, PCA 사건번호 2008-8, 본안에 대한 판정, 2014년 7월 29일(이하 “*OAO Tatneft v. Ukraine*”)[**RLA-146**], 제 63-67 항, 제 94 항, 제 147 항, 제 169 항, 제 171 항을 인용하는 반박서면, 제 388 항. 피청구국은 협정이 구체적으로 법적 보호를 명시하였음에도 불구하고 중재판정부가 해당 주장이 “물리적 안전 영역에서 [FPS] 위반...을 가리킨다”는 결론을 내렸음을 지적한다. *OAO Tatneft v. Ukraine*[**RLA-146**], 제 425-428 항 참조.

<sup>1033</sup> 반박서면, 제 381-382 항, 제 386 항; 재판박서면, 제 417 항. Campbell McLachlan et al., *International Investment Arbitration* (OUP, 2017)[**RLA-195**], 제 7.258 항 참조; Merriam-Webster 사전, “경찰”의 정의, 2020년 10월 7일 접속[**R-299**]; Oxford English 사전, “경찰”의 정의, 2020년 10월 29일 접속[**R-330**]; Cambridge 사전, “경찰”의 정의, 2020년 10월 7일 접속[**R-300**]. 표준국어대사전, 경찰의 정의, 2020년 10월 22일 접속[**R-309**](“국민의 생명·신체·재산을 보호하고 범죄의 예방과 수사, 피의자의 체포, 공안의 유지 따위를 담당한다”) 참조.

<sup>1034</sup> 반박서면, 제 382 항.

<sup>1035</sup> 반박서면, 제 383 항.

인정하였다고 재강조한다.<sup>1036</sup> 피청구국에 따르면, 중재판정부들은 물론 평론가들도 FPS 기준을 물리적 안전 이상으로 확장할 경우 FET 기준에 수렴하여 FET의 존재의의가 몰각될 수 있다는 우려에 공감하였다.<sup>1037</sup>

651. 넷째로, 피청구국은 한국이 당사국인 협정에 포함된 보다 광범위한 FPS 보호의 혜택을 받기 위해 청구인들이 제 11.4 조의 MFN 조항을 원용할 권리는 한국과 미국 사이에 체결된 실체적 기준의 내용에 관한 구체적 합의를 저해하므로 인정될 수 없다는 주장을 반복한다.<sup>1038</sup> 설령 청구인들이 다른 협정에서 더 유리한 실체적 조항을 도입하기 위해 MFN 조항을 원용할 수 있다고 하더라도, 피청구국은 청구인들이 한국-알바니아 BIT가 FTA 보다 더 자유로운 FPS 기준을 제공한다는 명분을 제시하지 않았음을 지적한다.<sup>1039</sup>
652. 마지막으로, 설령 FPS 기준이 법적 확실성에 적용되어야 한다고 하더라도, 피청구국은 외국인 투자자들에 대한 손해에 대해 국가가 책임을 질 수 있는 것은 심각하고 악의적인 의무불이행의 경우만 해당된다고 주장한다.<sup>1040</sup> 그러나, 앞서 설명한 바와 같이, 피청구국은 국민연금의 주주 의결권 행사 절차에서 국민연금이 청구인들에 대하여 어떠한 의무도 부담하지 않았으므로, 해당 절차를 수행함에 있어서 주의의무를 다하지 않았을 수 없다고 강조한다.<sup>1041</sup>
653. 설령 청구인들이 삼성물산의 한 소액주주(국민연금)가 다른 소액주주(청구인들)에 대한 주의의무를 부담하였다는 근거를 입증할 수 있을지라도, 피청구국은 특히 국민연금이

---

<sup>1036</sup> *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/09/1, 중재판정, 2014년 9월 22일[**RLA-148**], 제 622-623 항을 인용하는 반박서면, 제 383 항.

<sup>1037</sup> Campbell McLachlan et al., *International Investment Arbitration* (OUP, 2017)[**RLA-195**], 제 7.26 항을 언급하는 반박서면, 제 383 항; *Enron Creditors Recovery Corporation(formerly Enron Corporation) and Ponderosa Assets, L.P. v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/01/3, 중재판정, 2007년 5월 22일[**CLA-107**], 제 286 항; *Mobil Argentina Sociedad Anónima et al v. the Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/04/16, 관할권과 책임에 대한 판결, 2013년 4월 10일[**RLA-223**], 제 1002 항을 언급하는 재반박서면, 제 419 항.

<sup>1038</sup> 반박서면, 제 389 항. 예컨대, 한국-알바니아 BIT[**CLA-148**] 참조.

<sup>1039</sup> 반박서면, 제 390 항. 한국-알바니아 BIT는 “충분한 보호 및 안전”에 대한 정의를 제시하지 않고 “각 당사국 투자자들의 투자는 언제나 공정하고 공평한 대우를 부여받아야 하며, 다른 쪽 당사국의 영토에서 충분한 보호 및 안전을 향유하여야 한다”고 규정하고 있다. 한국-알바니아 BIT[**CLA-148**], 제 2조 제 2 항.

<sup>1040</sup> 반박서면, 제 394 항.

<sup>1041</sup> 반박서면, 제 394 항; 재반박서면, 제 422 항.

삼성 그룹의 지주회사 구조로부터 이익을 얻을 수 있으므로 본건 합병에 찬성 표결할 적법한 상업적 유인을 가짐이 명백할 때에, 본건 합병에 대한 찬성 또는 반대 간 국민연금의 양자택일이 피청구국에게 한국에 국제법적 책임을 지울 정도의 명백히 불성실했다는 것을 보여준다는 점을 입증할 수 있다는 주장을 부인한다.<sup>1042</sup> 따라서, 피청구국은 피청구국이 청구인들의 투자에 대한 경제적 손해를 예방하기 위한 “합리적인 예방 조치”를 취하지 않은 “명백한 과실”을 입증할 책임을 청구인들이 다하지 않았다고 주장한다.<sup>1043</sup>

### 3. 미국 서면

654. 미국은 FTA 제 11.5 조의 문언이 “국제관습법의 최소 기준을 제 11.5 조의 적용 기준으로 설정하고자 하는 당사자들의 명시적인 의사”를 입증한다고 주장한다.<sup>1044</sup> 또한, 최소대우 기준은 “특정 상황에서 시간이 지남에 따라 국제관습법으로 구체화하는 일련의 규칙을 반영한 우산 개념”으로서, “외국인 투자자의 대우가 더 이상 떨어질 수 없는 바닥”을 정한다.<sup>1045</sup>
655. 미국에 따르면, FTA 부속서 11-가는 제 11.5 조가 적용되는 국제관습법이 “국가가 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다”는 당사자들의 “공유된 양해”를 표현하고 있다.<sup>1046</sup> 즉, 제 11.5 조가 적용되는 국제관습법 규칙이 구체화되었는지 여부는 ICJ가 판단한 바와 같이 2 가지 접근법(국가 관행 및 법적 확신)이 필요하다.<sup>1047</sup> 따라서, 국가 관행과 법적 확신에 대한 심사가 결여된 중재 결정에 전적으로 기초하여 제정된 국제관습법 규칙은 제 11.5 조에 포함된 국제적인 관습 규칙을 제정하지 못한다.<sup>1048</sup> 마찬가지로, 미국은 국제관습법의 문맥을 벗어나, 다른 협정에서 자율적 FET 및 FPS

---

<sup>1042</sup> 반박서면, 제 397 항; 재반박서면, 제 423-424 항.

<sup>1043</sup> F. V. García Amador, *International Responsibility: Second Report*, Yearbook of the International Law Commission, Vol. II(1957)[**RLA-67**], 122 페이지, 제 9 항을 인용하는 반박서면, 제 391-393 항, 제 395-396 항; 수정청구서면, 제 213 항; 재반박서면, 제 420 항.

<sup>1044</sup> 미국 서면, 제 10 항.

<sup>1045</sup> 미국 서면, 제 10 항.

<sup>1046</sup> 미국 서면, 제 11 항.

<sup>1047</sup> *당사국의 관할권 면제(Germany v. Italy: Greece intervening)*, 판결, I.C.J. 보고서 2012, 99 페이지, 122-123 페이지를 언급하는 미국 서면, 제 11-12 항.

<sup>1048</sup> 미국 서면, 제 15 항.

조항을 해석하는 중재 결정들은 해당 결정에서 국가 관행에 대한 검토가 관련될 수 있다고 하더라도 그 자체로는 국제관습법의 성립을 위한 “국가 관행”이 아니라고 주장한다.<sup>1049</sup>

656. 미국은 국가 관행과 법적 확신의 요건을 충족하는 국제관습법에 따른 관련 의무의 존재와 적용 가능성을 입증할 책임이 청구인에게 있음을 확인한다.<sup>1050</sup> 일단 국제관습법의 규칙이 제정되면, 청구인은 피청구국이 그 규칙을 위반하는 행위를 하였음을 입증하여야 한다.<sup>1051</sup> 이와 관련하여, 미국은 국내법 위반이 그 자체로 제 11.5 조를 위반하지는 않는다는 점을 지적한다.<sup>1052</sup> 오히려, 국가 행위는 “자국 영역 내의 사항을 규제할 국내 당국의 권한에 대한 국제법의 일반적인 높은 수준의 존중에 비추어 이루어져야 한다”.<sup>1053</sup>
657. 최소대우 기준과 관련하여, 미국은 국제관습법이 “세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적 심판절차에 있어서 재판을 받는 것을 거부당하지 않을 의무”를 포함하는 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무와 같이 “소수의 영역에서만”을 성립하였다고 주장한다.<sup>1054</sup> 그러나 미국은 “적법한 기대, 신의성실, 차별금지, 투명성 및 비례성의 개념은 [투자유치국의 독립된 의무를 발생시키는] 국제관습법에 따른 [FET]의 구성 요소에 해당하지 않는다”고 주장한다.<sup>1055</sup> 특히, 미국은 국제관습법상 최소대우 기준이 외국인에 대한 차별이나 상이한 국가의 외국인들 사이의 차별에 대한 일반적인 금지를 포함하지 않음을 주목한다.<sup>1056</sup> 국적에 근거한 차별은 “제 11.5 조 제 1 항이 아니라 해당 사안을 구체적으로 다루는 제 11 장의 규정에 의해서만 규율된다”.<sup>1057</sup>

---

<sup>1049</sup> 미국 서면, 제 15 항.

<sup>1050</sup> 미국 서면, 제 13 항.

<sup>1051</sup> 미국 서면, 제 14 항.

<sup>1052</sup> 미국 서면, 제 14 항.

<sup>1053</sup> *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 1 차 부분판정문, 2000 년 11 월 13 일, 제 234 항을 인용하는 미국 서면, 제 14 항.

<sup>1054</sup> FTA[CLA-23], 제 11.5 조 제 2 항 가목을 인용하는 미국 서면, 제 16 항.

<sup>1055</sup> 미국 서면, 제 17-23 항.

<sup>1056</sup> 미국 서면, 제 21 항.

<sup>1057</sup> 미국 서면, 제 21 항.

658. 미국에 따르면 FTA 제 11.4 조의 MFN 조항은 제 11.5 조에 따른 FET 의무의 실제적 내용을 변경하는 데 사용될 수 없다.<sup>1058</sup>

#### 4. 중재판정부의 분석

659. FTA 제 11.5 조는 해당 부분에서 다음과 같이 규정한다:

##### 제 11.5 조: 최소대우 기준

1. 각 당사국은 공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자자에 부여한다.
2. 보다 명확히 하기 위하여, 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준을 적용대상투자자에 부여하여야 할 최소대우 기준으로 규정한다. “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”이라는 개념은 그러한 기준이 요구하는 것에 추가적인 또는 이를 초과한 대우를 요구하지 아니하며, 추가적인 실질적 권리를 창설하지 아니한다. 제 1 항의 의무는 다음과 같이 정한다:
  - (a) 제 1 항의 “공정하고 공평한 대우”를 제공할 의무는 세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사, 민사 또는 행정적 심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무를 포함한다. 그리고
  - (b) 제 1 항의 “충분한 보호 및 안전”을 제공할 의무는 각 당사국이 국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공하도록 요구한다.<sup>1059</sup>

660. 제 11.5 조 각주 1 은 “제 11.5 조는 부속서 11-가에 따라 해석된다”고 정하고 있다. 본 부속서는 “국제관습법”이라는 제목으로 다음과 같이 규정한다:

당사자들은 “국제관습법”이 일반적으로 제11.5조 및 부속서 11-나에 구체적으로 언급된 바와 같이 법적 의무에 따르는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다는 점과 관련하여, 사안에 대해 공통된 입장을 가지고 있다는 점을 확인하였다. 제11.5조에 관하여, 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준은 외국인의 경제적 권리와 이익을 보호하는 모든 국제관습법상 원칙을 지칭한다.

661. 당사자들은 FTA 제 11.5 조에 언급된 국제관습법상 최소대우 기준이 적용대상투자자에 공정하고 공평한 대우(이하 “**FET**”)와 충분한 보호 및 안전(이하 “**FPS**”)을 제공할 의무를 포함함에 동의한다.<sup>1060</sup> 그러나, 당사자들은 본 분쟁과 관련된 국제관습법에 따른

---

<sup>1058</sup> 미국 서면, 제 34 항.

<sup>1059</sup> 협정[**CLA-23**], 제 11.5 조.

<sup>1060</sup> 답변서, 제 217 항; 재반박서면, 제 343 항.

최소대우 기준의 내용 및 적용 가능성과 피청구국의 행위가 해당 기준의 위반에 해당하는지 여부에 대하여 의견이 일치하지 않는다.

662. 따라서 중재판정부는 (a) 피청구국이 최소대우 기준의 범위 및 적용을 판단하고, (b) 피청구국이 FET 기준을 위반하였는지에 관한 문제를 다루며, (c) 피청구국의 행위가 FPS 기준을 위반한 것인지 여부의 다루면서 분석을 개시할 것이다.

**a) 최소대우 기준의 적용 가능성 및 내용**

663. 피청구국은 FTA 제 11.5 조에 따른 적용 가능성 및 최소대우 기준의 내용에 관한 두 가지 주장을 제기한다: 첫째로, 청구인들은 국제관습법상 최소대우 기준에 대한 구체적인 내용을 입증하지 않았다고 주장한다.<sup>1061</sup> 둘째로, 피청구국은 청구인들이 문제 삼는 행위와 관련하여 한국이나 국민연금이 청구인들에게 주의의무를 부담하지 않았으므로, 청구인들에게 FTA 제 11.5 조에서 요구하는 어떠한 대우도 부여하지 않았다고 주장한다.<sup>1062</sup>
664. FTA 제 11.5 조는 최소대우 기준은 협정에서 정한 자율적 기준이 아니라 국제관습법 중 하나라고 규정하고 있다. 해당 규정에서 “공정하고 공평한 대우”와 “충분한 보호 및 안전”의 개념을 언급하고 있는 이상, 이러한 개념은 국제관습법의 기준을 벗어나지 않으며 추가적인 실체적 권리를 창설하는 것이 아님을 분명히 하고 있다.
665. FTA 제 11.5 조 제 2 항 가호는 FET 기준의 적용을 받는 구체적인 의무, 즉 “세계의 주요 법률체계에 구현된 적법절차의 원칙에 따라 형사·민사 또는 행정적 심판절차에 있어서의 정의를 부인하지 아니할 의무”를 언급하고 있다. FTA 제 11.5 조 제 2 항 가호의 문구(“포함”)가 명확하므로, 이러한 구체적 의무는 기준을 모두 열거한 것이 아니다.
666. FTA 제 11.5 조 제 2 항 나호는 FPS 기준에 대한 추상적인 정의를 포함하고, 이에 따라 각 당사국은 “국제관습법에 따라 요구되는 수준의 경찰보호를 제공”해야 한다. 다시 말해, 국제관습법상의 대우 기준을 언급한다.

---

<sup>1061</sup> 반박서면, 제 333 항.

<sup>1062</sup> 반박서면, 제 326 항.



667. FTA 부속서 11-가는 두 가지 측면에서 FTA 제 11.5 조의 해석에 관한 지침을 제공한다. 첫째로, 국제관습법이 법적 의무 측면에서 따라야 하는 일반적이고 일관된 국가의 관행으로부터 발생한다는 협정 당사국들의 공통의 이해를 확인한다. 따라서, 국가 법원 및 국제 법원 사이의 일반적인 관행처럼,<sup>1063</sup> 국제관습법에 따른 최소대우 기준의 내용을 판단하기 위해서는 국가 관행과 법적 확신이라는 2 가지 요소가 요구된다. 둘째로, 부속서 11-나는 FTA 제 11.5 조에 규정된 국제관습법상 최소대우 기준이 외국인의 경제적 권리 및 이익을 보호하는 모든 국제관습법 원칙을 의미함을 명확히 한다.
668. 국제법상 관습의 입증책임은 피청구국이 제안하고 *Rights of Nationals of the United States of America in Morocco* 사건 ICJ<sup>1064</sup>와 *Cargill v. Mexico* 사건 중재판정부가 확인한 바와 같이, 이를 원용하는 당사자(즉, 청구인들)에게 있다.<sup>1065</sup>
669. 또한, 피청구국은 다른 협정에서 국제관습법을 해석하는 다른 투자 중재판정부들의 결정을 인용하는 것이 국제관습법의 규칙을 입증하기에 부족하다고 주장한다.<sup>1066</sup> 중재판정부가 보기에, 국제 법원 및 중재재판소의 결정은 그 자체로는 국가 관행이 아닌 것이 사실이다. 그러나 이는 국제관습법 규칙의 존재를 판단함에 있어서 가치 있는 지침을 제공할 수 있다.<sup>1067</sup>
670. 이러한 내용을 염두에 두고, 중재판정부는 이제 국제관습법상 최소대우 기준의 내용을 확인하고자 한다.
671. 당사자들은 국제관습법상 최소대우 기준의 역사적 출발점이 1926 년의 *Neer v. Mexico* 결정부터였다는 점에 동의한다.<sup>1068</sup> 해당 결정에서, 미국-멕시코 일반청구위원회는 “국제적 범죄가 성립되기 위해서는” 외국인의 대우가 “폭행, 불신, 고의적인 직무 태만,

---

<sup>1063</sup> 미국 서면, 제 11 항 참조.

<sup>1064</sup> *Rights of Nationals of the United States of America in Morocco (France v. United States)*, I.C.J. 판결, 1952 년 8 월 27 일[**RLA-193**], 200 페이지.

<sup>1065</sup> *Cargill, Incorporated v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/05/2, 중재판정, 2009 년 9 월 18 일[**CLA-97**], 제 273 항.

<sup>1066</sup> 재판박서면, 제 361-362 항.

<sup>1067</sup> 국제법위원회, 제 70 회 세션의 업무에 관한 국제법위원회 보고서(A/73/10)(2018)[**CLA-196**], 149 페이지.

<sup>1068</sup> *L. F. H. Neer and Pauline Neer(U.S.A.) v. United Mexican States*, R.I.A.A. Vol. IV, 60-66 페이지, 1926 년 10 월 15 일[**CLA-10**], 61 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 171 항; 반박서면, 제 343 항.

또는 합리적이고 공평한 모든 사람들이 그 불충분함을 인식할 수 있는 국제 기준에 미달하는 불충분한 정부 행위에 해당해야 한다”고 판시하였다.<sup>1069</sup>

672. 당사자들은 1926 년 결정 이후 국제관습법상 최소대우 기준이 어떻게 발전하였는지 여부와 발전한 방식에 대하여서는 의견이 일치하지 않는다.
673. 청구인들은 *Waste Management v. Mexico(II)* 사건 중재판정부의 정의가 현대적인 최소대우 기준을 반영한다면서,<sup>1070</sup> 해당 결정에서 국제관습법상 최소대우 기준은 다음과 같은 용어로 설명된다고 주장한다.<sup>1071</sup>

종합하면, S.D. Myers, Mondev, ADF 및 Loewen 사건은 공정하고 공평한 대우의 최소기준이—사법절차에서 당연한 정의가 명백히 좌절되거나 행정절차에서 투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우와 같이—자의적이고, 지극히 불공정하며, 부당하거나 비정상적이고 차별적이며, 청구인을 지역적, 인종적 편견에 노출시키거나 적법절차가 결여되어 사법적 타당성을 해치는 결과를 야기하는 행위로서 국가에 귀속되고 청구인에게 해를 입히는 행위에 의하여 침해됨을 시사함을 보여준다.

674. 피청구국은 자신의 반박서면에서, 청구인들이 *Waste Management v. Mexico(II)* 사건에 명시된 기준과 그 기준을 인용하는 후속 결정들에 원용한 것은 국가 관행을 입증할 책임을 다하지 않은 것이라고 주장하였다.<sup>1072</sup> 피청구국은 자신의 재반박서면에서 *Elliott v. Korea* 중재에서 자신이 “[FTA]상 대우의 최소기준 의무에 적용되는 기준”을 해당 기준으로 수용하였음을 인정하면서도, 청구인들의 청구는 이러한 기준을 충족하지 못하였다고 주장하였다.<sup>1073</sup> 또한, 피청구국은 재반박서면에서 위반을 입증하는 데 필요한 높은 엄격성과 중대한 기준을 최근의 선례들이 강조하고 있다는 견해를 취하였다.<sup>1074</sup>
675. 이러한 선례들 중에는 “1926 년 Neer 청구사건의 결정 이후 관습법의 진화에도 불구하고, 최근의 선례에서 알 수 있듯이 대우의 최소기준 위반 판정의 기준은 여전히 높은

---

<sup>1069</sup> L. F. H. Neer and Pauline Neer(U.S.A.) v. United Mexican States, R.I.A.A. Vol. IV, 60-66, 1926 년 10 월 15 일[CLA-10], 61 페이지.

<sup>1070</sup> 수정 청구서면, 제 175 항.

<sup>1071</sup> *Waste Management v. Mexico II*[CLA-19], 제 98 항.

<sup>1072</sup> 반박서면, 제 337 항.

<sup>1073</sup> 재반박서면, 제 362 항.

<sup>1074</sup> 재반박서면, 제 363 항.

편이다”라고 판시한 *Thunderbird v. Mexico* 사건 결정이 있다.<sup>1075</sup> 그 일환으로 *Thunderbird v. Mexico* 사건 중재판정부도 *Waste Management v. Mexico (II)* 사건 결정을 인용하였다.

676. 중재판정부는 국제관습법상 최소대우 기준의 위반을 입증하는 기준이 높음에 동의한다. 중재판정부의 견해에 따르면, 이는 *Waste Management v. Mexico(II)* 사건 중재판정부가 정립한 기준(“지극히 불공정”, “사법적 타당성을 해치는 결과”, “당연한 정의가 명백히 좌절”, “투명성과 공평성이 전적으로 존재하지 않는 경우”)을 적절하게 반영한다. 국내 법원 판결의 맥락에서, 국내 형법상 범죄 등 국내법 위반이 반드시 국제법 위반에 해당하지는 않음을 주지한다.
677. 그러나 최소대우 기준 위반을 인정하기 위한 기준은 과도하게 확장되어서도 안 된다. *Mondev v. United States, Bilcon v. Canada* 사건 또는 *Pope & Talbot v. Canda* 사건과 같은 사건들에서 중재판정부들이 일관되게 판시한 바와 같이,<sup>1076</sup> 현대적인 최소대우 기준은 외국인의 물리적 안전에 관한 *Neer v. Mexico* 사건에서 판시된 바와 같이 더 이상 지독하거나 부당한 행위에 한정되지 않는다. *Mondev v. United States* 사건 중재판정부가 판시한 바와 같이, “현대적인 관점에서, 불공정하거나 불공평한 행위는 터무니없거나 악질적인 행위일 필요는 없다. 특히, 국가가 신의성실에 반하여 행위한 경우가 아니라도 외국인 투자를 불공정하고 불공평하게 대우할 수 있다.”<sup>1077</sup>
678. 이러한 결정은 NAFTA 제 1105 조의 해석에 관한 것이기는 하지만, 여전히 FTA 제 11.5 조의 해석에 유용한 지침을 제공할 수 있다. 이는 조문의 문구가 매우 유사하기 때문이다. NAFTA 제 1105 조 제 1 항은 각 당사국이 다른 당사국 투자자들의 투자에 “공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제법에 따른 대우”를 부여할 것을 요구하지만, FTA 제 11.5 조는 각 당사국에 대하여 “공정하고 공평한 대우와 충분한 보호 및 안전을 포함하여, 국제관습법에 따른 대우”를 적용대상투자에 부여할 의무를

---

<sup>1075</sup> *International Thunderbird Gaming Corp. v. Mexico*, UNCITRAL, 중재판정, 2006년 1월 26일[**RLA-97**], 제 194 항.

<sup>1076</sup> *Mondev v. United States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/99/2, 중재판정, 2002년 10월 11일[**RLA-31**], 제 116-117 항; *Clayton and Bilcon of Delaware, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, PCA 사건번호 2009-04, 관할권과 책임에 대한 판정, 2015년 3월 17일[**CLA-3**], 제 435 항. *Pope & Talbot Inc. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 본안 판정, 2001년 4월 10일[**CLA-12**], 제 57 항.

<sup>1077</sup> *Mondev v. United States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/99/2, 중재판정, 2002년 10월 11일[**RLA-31**], 제 116 항.

부과한다. NAFTA 제 1131 조에 따라 행위하는 자유무역위원회는 “제 1105 조 제 1 항은 외국인의 대우에 대한 국제관습법상 최소기준을 적용대상투자자에 부여하여야 할 최소대우 기준으로 규정한다”고 명확히 하였다.<sup>1078</sup> 따라서, 두 조항은 동일한 국제관습법상 최소대우 기준을 의미한다.

679. 요컨대, 중재판정부는 *Waste Management v. Mexico(II)* 사건 중재판정부가 인정한 내용에 국제관습법상 최소대우 기준이 적절히 요약되어 있다고 판단한다. 그러나 기준의 추상적인 정립은 사안의 구체적인 사실관계에 대한 심사를 대체할 수 없다. *Mondev v. United States* 사건 중재판정부의 문언에 따르면, “무엇이 공정하고 공평한지에 대한 판단은 추상적으로는 이루어질 수 없으며; 특정 사건의 사실관계에 의존할 수밖에 없다”.<sup>1079</sup>
680. 이제 중재판정부는 청구인들에게 어떠한 주의의무도 부담하지 않았기 때문에 FTA 제 11.5 조에서 요구하는 청구인들에 대한 어떠한 대우도 부여하지 않았다는 피청구국의 두 번째 주장으로 넘어가고자 한다.
681. 이와 관련하여, 피청구국은 본건 합병에 대한 표결을 함에 있어서, 소액주주인 국민연금은 청구인들을 포함한 다른 삼성물산 주주들에게 어떠한 주의의무도 부담하지 않았다고 주장한다.<sup>1080</sup> 피청구국에 따르면, 이는 청구인들이 피청구국의 특정한 형태의 대우를 기대할 근거가 없었음을 의미하며, 따라서 피청구국이 청구인들에게 FTA 제 11.5 조를 위반한 대우를 부여하였다고 주장할 근거가 없다.<sup>1081</sup>
682. 재차 상기하자면, FTA 제 11.5 조는 관련 부분에서 각 당사국이 “국제관습법에 따른 대우를 적용대상투자자에 부여한다”고 규정한다. 해당 조항의 통상적인 의미를 토대로, 적용대상투자를 국제관습법에 따라 취급할 의무는 FTA 제 11.5 조에 따른 분석과 관련된 유일한 의무이다. 피청구국이 국제관습법, 특히 FET 및 FPS 기준에 따라 청구인들의 투자를 취급하였는지 여부는 중재판정부가 아래에서 추가로 다룰 사실관계의 문제이다.

---

<sup>1078</sup> *Waste Management v. Mexico III*[CLA-19], 제 90 항.

<sup>1079</sup> *Mondev v. United States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/99/2, 중재판정, 2002 년 10 월 11 일[RLA-31], 제 118 항.

<sup>1080</sup> 재판박서면, 제 316 항.

<sup>1081</sup> 재판박서면, 제 346 항.

683. 중재판정부는 “대우를 ... 부여한다”는 용어가 FTA 제 11.1 조 제 1 항에서 요구하는 법적으로 유의미한 관련성과 FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호에서 정하는 인과관계 요건을 넘어서서 피청구국의 행위와 청구인들의 투자 사이의 추가적인 “주의의무”를 요구하거나 추가적인 연관성을 도입한다고 보지 않는다.
684. 따라서, 국민연금이 소액주주로서 한국법 및/또는 국제법에 따라 본건 합병에 대한 표결을 할 때 삼성물산의 다른 주주들의 경제적 이익을 고려하여야 하였는지 여부는 FTA 제 11.5 조에 따른 분석과 무관하다.
685. 따라서 중재판정부는 청구인들이 어떠한 대우를 부여받지 않았으므로 FTA 제 11.5 조가 적용되지 않는다는 피청구국의 주장을 기각한다.

**b) 피청구국이 FET 기준을 위반하였는지 여부**

686. 중재판정부는 피청구국이 국민연금의 본건 합병 표결에 개입함으로써 청구인들의 투자를 부당하고 불공평하게 대우하였는지 여부에 대한 사실관계의 평가로 넘어갈 것이다.
687. 중재판정부는 판정의 관할권 부분에서 국민연금의 행위가 피청구국에 귀속되지 않는다는 결정을 상기시킨다. 따라서, 중재판정부는 박근혜 대통령, 문형표 장관 또는 그 밖에 청와대와 보건복지부의 한국 공무원들의 행위에 대한 내용으로 사실 분석을 제한한다.
688. 위 분쟁의 사실관계(제 III 장 제 C 절 제 3 관)에 요약된 바와 같이, 청구인들은 피청구국이 (a) 전문위원회가 아닌 투자위원회가 본건 합병에 표결하도록 함으로써 국민연금의 내부 의사결정 과정을 침해하고; (b) 국민연금 리서치팀에게 본건 합병으로 인해 국민연금이 입게 될 것이 예상되는 손실을 만회하기 위하여 시너지 효과 등의 특정 계산을 조작하도록 명령하며; (c) 투자위원회 위원들에게 본건 합병을 승인하도록 압박함으로써, 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 압박하고자 위법하게 합심하여 노력하였다고 주장한다.
689. 청구인들에 따르면, 이러한 사실관계 주장은 한국 정부의 고위 공무원에 대한 한국 범죄 수사 및 재판으로 입증된다. 본건 합병 표결을 둘러싼 형사 및 민사 소송 절차는 위 분쟁의 사실관계 (제 III 장 제 D 절)에 요약되어 있다.

690. 청구인들은 자신의 사실관계 주장을 뒷받침하기 위하여, 여러 증거들 중에서 특히 한국 형사 법원의 판결, 한국 검사의 공소장, 검찰 증인조서 및 법원 증언 녹취록을 원용한다.<sup>1082</sup> 청구인들이 인용한 법원 판결은 박근혜 대통령, 문형표 장관, 홍완선 본부장, 이재용 및 최순실에 대한 형사 사건의 판결을 포함한다.

(1) 증거 가치에 대한 최초 판단

691. 우선, 중재판정부는 이러한 법원 판결 및 검찰 문서의 증거 가치를 다루고자 한다.

692. 피청구국은 자신의 반박서면에서, 한국 대법원의 최종 판결이 계류 중인 동안 청구인들이 인용한 확정되지 않은 법원 판결의 진실성 및 적절성에 대하여 견해를 취하지 않았다고 주장하였다.<sup>1083</sup> 피청구국은 법원의 판단이 주로 본 중재판정부에서 아직 검증되지 않은 증언에 의존하였다고 덧붙였다.<sup>1084</sup> 또한, 피청구국은 형사 공소장에서 검사가 제기한 혐의는 사실관계에 대하여 본질적으로 일방적인 판단을 나타내며 아직 검증되지 않았으므로 증거가 될 수 없다고 주장하였다.<sup>1085</sup> 재반박서면에서, 피청구국은 문형표/홍완선 사건의 사실판단 및 결론이 여전히 한국 대법원 상고심의 대상이고, 검찰이 제기한 혐의가 확정적인 사실관계의 진술이 아니라는 입장을 반복하였다.<sup>1086</sup> 검사가 작성한 신문조서는 일부 증언을 선택적으로 포함하고 있어 한국법에 따른 특정 조건하에서만 증거능력이 있다고 덧붙였다.<sup>1087</sup>

693. 이러한 증거 가치에 관한 주장을 제외하고, 피청구국은 박근혜 대통령, 문형표 장관, 홍완선 본부장 및 기타 피고들에 대한 형사소송에서 한국 법원의 사실판단을 다투지 않았다. 법원의 판결을 반박할 수 있는 반대증거를 제시하거나 한국 형사법원에서 심리한 증인의 증언을 제시하지 않았다.<sup>1088</sup> 오히려, 피청구국은 법원의 사실판단에 대한 자신의

---

<sup>1082</sup> 청구인들의 심리 개시 프레젠테이션, 슬라이드 3; 비교: 수정청구서면, 제 49-101 항; 답변서, 제 31-81 항.

<sup>1083</sup> 반박서면, 제 120 항.

<sup>1084</sup> 반박서면, 제 120 항.

<sup>1085</sup> 반박서면, 제 120 항.

<sup>1086</sup> 재반박서면, 제 39 항.

<sup>1087</sup> 재반박서면, 제 40-42 항.

<sup>1088</sup> 피청구국이 증인으로 소환한 조영길은 서울중앙지방검찰청과 특별검사실에서 면담을 하였으나, 한국 법원에서 했던 증언은 전혀 언급하지 않았다; 비교: 조영길 진술서[RWS-1], 제 29 항; 본안 심리 속기록, 3 일차, 2022년 3월 23일, 448:12-18 페이지[조영길의 반대신문].

해석(예를 들어, 법원의 판단은 박근혜 대통령, 청와대 관계자 또는 보건복지부가 국민연금에게 본건 합병의 승인이 이루어지도록 지시하였다는 결론을 뒷받침하지 않는다고 주장함)을 제시하였고, 한국 형사법원의 이러한 판결과 한국 민사법원의 다른 판결(특히 본건 합병 무효 사건)을 대조하였다.<sup>1089</sup>

694. 박근혜 사건에서 서울고등법원의 판결이 확정된 사실은 다툼이 없다.<sup>1090</sup> 심리 이후, 문형표/홍완선 사건의 서울고등법원 판결도 확정되었다. 2022년 4월 7일 심리 이후에 당사자들에게 송부된 질의 목록에서, 중재판정부는 한국 대법원의 절차 현황에 관하여 질의하였다. 당사자들은 심리 후 주장서면에서, 한국 대법원이 피고들과 검찰의 항소를 모두 기각하고, 고등법원의 2022년 4월 14일자 판결의 사실판단을 인정하였음을 확인하였다.<sup>1091</sup>
695. 따라서, 중재판정부는 서울고등법원의 문형표/홍완선 사건 사실판단이 더 이상 확정되지 않음을 이유로 유보할 수 없다고 판단한다. 또한, 중재판정부는 본 중재에서 검증되지 않은 증언에 대한 한국 법원의 인용이 해당 소송의 법원 판결의 증거 가치를 감소시킨다고 생각하지 않는다. 피청구국은 한국 법원의 사실판단을 반박하는 증언을 제출할 의무가 있었을 것이다.
696. 또한 중재판정부는 한국 형사법원이 판결에서 명백하게 드러나는 바와 같이 광범위한 증거수집 절차, 여러 증인들에 대한 심리, 진술서와 상당한 분량의 당시 서신 및 기타 문서의 검토를 수행하였음을 주지한다.<sup>1092</sup> 법원 판결들을 주의 깊게 연구한 후, 중재판정부는 각 사건의 사실관계를 종합함에 있어서 한국 법원들이 이러한 다양한 증거들을 개방적이고 비판적인 방식으로 고려하였다고 판단한다.

---

<sup>1089</sup> 반박서면, 제 123 항 이하 참조; 재반박서면, 제 33 항 이하 참조; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 20일, 142:11-146:7 페이지[피청구국의 모두변론].

<sup>1090</sup> 한국 대법원 2020 도 9836, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2021년 1월 14일[CLA-182]; 비교: 재반박서면, 제 36 항.

<sup>1091</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 39 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 17 항. 본건 합병 무효 사건의 지위에 관한 중재판정부의 추가 질의에 대하여, 당사자들은 서울고등법원의 판결에 대한 항소가 아직 계류 중임을 확인하였다.

<sup>1092</sup> 비교: 서울중앙지방법원 2017 고평합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 14 페이지 이하 참조.

697. 따라서 중재판정부는 한국 형사법원의 사실판단이 피청구국이 국민연금의 본건 합병 표결에 개입함으로써 FET 기준을 위반하였는지 여부를 평가하는 신뢰할 수 있고 사실상 다툼이 없는 증거를 제공한다고 결론 내린다. 그러나 앞서 언급한 바와 같이 국내(형사)법 위반은 국제법 위반과 동일하지 않는다. 한국 법원의 판결에 요약된 바와 같은 사실관계가 국제법 위반에 해당하는지 여부는 중재판정부가 단독으로 판단한다.
698. 중재판정부는 형사 공소장에는 한국 검사의 관점을 제시하며, 대립당사자 절차의 결과가 아니라는 점을 유념한다. 중재판정부는 한국 검사가 작성한 증인 진술조서의 불완전성에 대한 피청구국의 의견도 주목한다. 중재판정부는 증거 가치를 평가함에 있어서 이러한 사항들을 고려한다.
699. 증거 쟁점에 대하여 이와 같은 최초 판단을 마친 중재판정부는 이제 문형표 장관 및 홍완선 본부장, 박근혜 대통령, 이재용 및 최순실 사건의 법원 판결과 구별될 수 있고 중재판정부가 보기에 FTA 제 11.5 조에 따른 협정 위반의 결정과 관련되는 핵심적인 사실관계를 요약할 것이다.

(2) 문형표/홍완선 사건의 2017년 6월 8일자 서울중앙지방법원 판결

700. 중재판정부는 문형표/홍완선 사건의 2017년 6월 8일자 서울중앙지방법원 판결[CLA-13]에 대한 분석을 개시한다. 사실판단을 시작함에 있어서, 법원은 특히 2015년 1월 2일부터 2015년 5월 22일까지 다른 주요 건설사들의 주가가 상승한 반면, 삼성물산의 주식은 상대적으로 낮은 가격에 거래되고 있었다고 언급하였다. 법원에 따르면, 삼성물산은 약 2조 원 상당의 카타르 발전소에 대한 신규 계약을 공시하지 않았으며, 여러 건설 프로젝트들을 삼성물산에서 삼성엔지니어링으로 이관하였다. 법원의 견해에 따르면, 이러한 사건들은 “삼성그룹 차원에서 의도적으로 삼성물산 주가를 낮게 유지함으로써 이재용, 총수일가 및 제일모직 주주에게 유리하고 삼성물산 주주에게 불리한 합병비율이 나올 수 있는 합병시점을 의도적으로 선택하였다는 합리적 의심”을 가질 만하다고 판시하였다.<sup>1093</sup>

---

<sup>1093</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 3 페이지.



701. 법원은 국민연금이 삼성물산 주식의 11.21%를 소유한 단일 최대 주주로서 본건 합병에서 사실상 캐스팅 보트를 가졌다고 판단하였다. 법원에 따르면 삼성이 발표한 본건 합병비율이 불공정하고 삼성물산 주주들에게 불리하다는 여러 정황이 제시되었다. 이어 법원은 기금운용본부 리서치팀의 본건 합병비율 분석과 국민연금이 ISS, Glass Lewis 및 Sustainvest 등 의결권 자문사들로부터 받은 권고들을 요약하였다.<sup>1094</sup> 마지막으로, 법원은 국민연금 투자위원회가 SK 합병에 대한 표결을 SK 합병에 반대하는 의결권행사 전문위원회에 부의하였다는 사실을 지적하였다. 이에 따라 법원은 “[투자위원회]가 검토 및 의결을 위해 본건 합병을 의결권행사 전문위원회에 부의하였다면, SK 합병에서와 같이 의결권행사 전문위원회가 본건 합병에 반대할 가능성이 매우 높았다”고 결론을 내렸다.<sup>1095</sup>
702. 법원은 사실판단의 다음 부분에서 직권남용(한국 형법 제 123 조)과 위증(한국 국회에서의 증언·감정 등에 관한 법률 제 14 조 제 1 항)으로 구성된 문형표 장관에 대한 공소사실과 관련된 사실을 정리하였다. 우선, 법원은 문형표 장관이 인사 및 예산 관련 사항을 포함하여 국민연금을 지휘 및 감독할 수 있는 권한을 가졌다고 언급하였다. 이후 법원은 국민연금 표결 절차에서 문형표 장관의 역할을 조사하였고, 국민연금이 본건 합병을 승인하도록 문형표 장관이 권한을 남용하였음을 보여주는 몇 가지 정황을 언급하였다.<sup>1096</sup>
703. 첫 번째 상황으로서, 법원은 2015 년 6 월 말 문형표 장관과 보건복지부 조남권 연금정책국장 사이에서 조남권 국장이 홍완선 본부장과 기타 국민연금 관계자들에게 개입하는 다음 대화를 언급하였다: <sup>1097</sup>

2015. 6. 하순경 [...] 정부세종청사 10동에 있는 보건복지부 장관실에서, 조남권 보건복지부 연금정책국장으로부터 이 사건 합병의 진행 상황 등을 보고받고 조남권에게 “삼성 합병 건이 성사되었으면 좋겠다”는 취지로 말하였고, 이에 따라 조남권 등은 2015. 6. 30. [...] 국민연금공단 기금운용본부 사무실에 찾아가 국민연금공단 기금운용본부장 홍완선 등에게 “삼성물산과 제일모직 간 합병에 대하여 투자위원회에서

<sup>1094</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 3-4 페이지.

<sup>1095</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5 페이지.

<sup>1096</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5 페이지.

<sup>1097</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5 페이지.

결정하라. 삼척동자도 다 그렇게 알겠지만, 복지부가 관여한 것으로 말하면 안 된다”라고 말하여 국민연금공단이 이 사건 합병에 찬성해야 한다는 취지로 지시하였다.

704. 홍완선 본부장에 대한 혐의를 다루는 부분에서, 법원은 국민연금의 기금운용에 대해 독립적으로 책임을 부담하는 홍완선 본부장은 자신이 알고 있는 바와 같이 투자 결정이나 특정 주식에 대한 의결권 행사에 전문성이 없는 보건복지부의 개입을 묵인해서는 안 된다는 것을 알았다고 덧붙였다.<sup>1098</sup>
705. 보건복지부의 개입이 내부 저항에 부딪히고 국민연금 관계자들이 본건 합병에 대한 표결을 의결권행사 전문위원회에 부의할 것을 촉구하자, 보건복지부는 2015년 7월 초에 다시 국민연금에 개입하였다. 법원은 2015년 7월 6일 보건복지부 조남권 국장과최홍석 국민연금재정과장이 본건 합병을 의결권행사 전문위원회에 부의하지 말아 달라는 보건복지부의 요청을 재강조하였다고 판시하였다.<sup>1099</sup>

그러나 2015. 7. 6. 국민연금공단 기금운용본부 운용전략실장 [REDACTED], 책임투자팀장 [REDACTED], 리서치팀장 [REDACTED]는 보건복지부 연금정책국장실로 찾아가 국장 조남권, 연금재정과장 최홍석, 사무관 백진주에게 이 사건 합병 안건에 대한 분석보고서 초안을 설명하면서 “그래도 [피고인 문형표의 지시에도 불구하고] 이 사건 합병 안건은 SK 합병 안건과 마찬가지로 의결권행사 전문위원회에 부의하여야 한다”는 입장을 전달하였고, 이에 최홍석은 [REDACTED] [REDACTED]에게 “이 사건 합병 안건을 의결권행사 전문위원회로 부의하지 말고 기금운용본부에서 책임의식을 갖고 판단하라”고 말하고, 조남권은 [REDACTED] 등에게 “당신네들, 반대하겠다는 거야”라고 말하여 국민연금공단이 의결권행사 전문위원회에 이 사건 합병 안건을 부의하지 말고 투자위원회에서 이 사건 합병에 찬성해야 한다는 취지로 재차 지시하였다.

706. 그 후 법원의 사실판단에 따르면, 문형표 장관은 조남권 등에게 의결권행사 전문위원회 위원들의 투표 패턴을 예측하는 분석을 준비하라면서 “100% 슈어(Sure)해야 한다. 의결권행사 전문위원회 위원별로 상세한 대응방안을 만들어 보라”고 지시하였다.<sup>1100</sup> 이에 따라 보건복지부와 국민연금의 공동 TF를 구성하여 의결권행사 전문위원회 위원별

<sup>1098</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 11 페이지.

<sup>1099</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5-6 페이지.

<sup>1100</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 6 페이지.

성향을 분석하였다.<sup>1101</sup> 문형표 장관은 (가부동수를 예측한) 분석에 따라 의결권행사 전문위원회의 본건 합병 승인이 확실하지 않음을 알게 되자, “기금운용본부 내부직원들로만 구성된 내부 투자위원회에서 합병 찬성을 결정하게 하기로” 하였다.<sup>1102</sup>

707. 법원에 따르면, 문형표 장관은 2015년 7월 8일 조남권 국장에게 홍완선 본부장과 기타 국민연금 관계자들을 보건복지부 사무실로 즉시 오게 하라고 지시하였다.<sup>1103</sup>

이에 조남권 등은 같은 날 오후 급히 홍완선, [REDACTED], [REDACTED]를 세종특별자치시 소재 보건복지부로 오게 하여 연금정책국장실에서 이 사건 합병 안건을 의결권행사 전문위원회에 부의하여야 한다고 주장하는 홍완선, [REDACTED], [REDACTED]에게 “제일모직과 삼성물산 합병 건은 의결권행사 전문위원회로 부의하지 말고 투자위원회에서 의결을 하라. 장관님 의중이다”라고 말하면서 이 사건 합병을 투자위원회에서 찬성시켜야 한다는 취지로 강하게 지시하여, 결국 조남권은 2015. 7. 9. 홍완선으로부터 이 사건 합병 안건을 투자위원회에서 결정하겠다는 답변을 들었다.

708. 그 후, 법원은 홍완선 본부장이 국민연금 리서치팀장 [REDACTED]에게 본건 합병으로 인해 국민연금이 입게 될 손실을 상쇄하기 위한 합병의 시너지 효과에 대한 근거를 마련하라고 지시하였다고 보고하였다. 이러한 지시에 따라 국민연금 리서치팀은 검증하지 않은 전망을 토대로 2조 원이 넘는 시너지 효과를 도출하였다.<sup>1104</sup>

709. 2015년 7월 10일, 홍완선 본부장은 투자위원회를 소집하였고, 투자위원회는 국민연금 리서치팀이 산정한 시너지 효과를 통보받아 본건 합병을 승인하였다. 투자위원회의 비상임 위원 3명은 홍완선 본부장이 임명하였으며, 이는 법원에 따르면 운용전략실이 위원들을 지명하는 관행에서 벗어났다. 법원에 따르면, 홍완선 본부장은 회의 전에 위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성할 것을 권고하였다.<sup>1105</sup>

---

<sup>1101</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 6 페이지.

<sup>1102</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 6 페이지, 36 페이지.

<sup>1103</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 6-7 페이지.

<sup>1104</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 7 페이지, 주석 12.

<sup>1105</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 7-8 페이지, 주석 13.

710. 법원에 따르면 홍완선 본부장은 의결권행사 전문위원회를 소집하여 본건 합병을 결정하도록 해달라는 █████ 의결권행사 전문위원회 위원장의 요청을 무시하였다. 문형표 장관은 2015년 7월 12일경 최홍석에게 개별 의결권행사 전문위원회 위원들과 직접 접촉하여 회의 소집을 저지하도록 유도할 것을 지시하였다. 또한 법원은 문형표 장관이 직접 █████ 의결권행사 전문위원회 위원에게 전화를 걸어 “한 사람이 판단을 한 것이 아니라 [투자] 커미티(Committee)가 판단을 한 것이다. 규정상 문제가 없다고 알고 있다. 그런데도 의결권행사 전문위원회를 연다고 하는데 시끄럽지 않게 해달라”고 말하였다고 판시하였다.<sup>1106</sup> 법원은 그렇게 함으로써 문형표 장관이 의결권행사 전문위원회의 반발을 무마하려 했다고 결론내렸다. 그럼에도 불구하고 2015년 7월 14일에 의결권행사 전문위원회 회의가 소집되었다. 법원에 따르면, 최홍석은 간사로 출석하여 투자위원회 결정을 뒤집지 못하게 유도하고, 이후 투자위원회 개최의 문제점에 대한 내용을 포함시키지 않도록 보도자료를 다시 썼다.<sup>1107</sup>

711. 이후 법원은 문형표 장관의 본건 합병 표결 개입에 대해 다음과 같은 결론을 내렸다:<sup>1108</sup>

이로써 피고인은 보건복지부 담당 공무원인 조남권 등을 통해 국민연금공단 기금운용본부 담당자인 홍완선, █████로 하여금 이 사건 합병 안건을 의결권행사 전문위원회에 부의하지 못하게 하고, 투자위원회에서 심의하여 합병 찬성을 의결하게 함으로써 보건복지부 장관의 국민연금공단에 대한 지도·감독권을 남용하여 홍완선, █████로 하여금 의무없는 일을 하게 하였다.

712. 법원의 판결 이유에 포함된 증거의 요지를 보면, 법원은 앞서 언급된 보건복지부 관계자 조남권, 최홍석과 국민연금 관계자 █████, █████ 등, 피고인들과 여러 증인들로부터 증언을 청취하였다.

713. 서울중앙지방법원은 판결 주문에서 문형표 장관에 대하여 한국 형법 제 123조에 따라 직권남용죄를 유죄로 인정한 원심판결을 다음과 같이 인용하였다:<sup>1109</sup>

---

<sup>1106</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 8 페이지.

<sup>1107</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 8 페이지.

<sup>1108</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 8 페이지.

<sup>1109</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 47-48 페이지.

판시 사실과 위에서 인정한 사실관계를 종합할 때, 이 부분 피고인 문형표의 행위는, ① 2015. 6. 하순경 연금정책국장 조남권에게 이 사건 합병이 성사되었으면 좋겠다고 말하여 사실상 국민연금공단의 의결권 행사에 개입하도록 지시한 것, ② 7. 6. 조남권 등 연금정책국 공무원들로부터 국민연금공단이 의결권행사 전문위원회 부의 입장이라는 보고를 받고 합병 찬성을 확실하게 하기 위하여 의결권행사 전문위원회 위원별로 상세한 대응방안을 만들어보라고 지시한 것, ③ 보건복지부의 입장이 의결권행사 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 결정토록 하는 방향으로 바뀐 7. 8. 오전경 보건복지부 공무원들에게 투자 위원회에서 찬성 의결하게 하라는 취지로 승인한 것으로 정리할 수 있다.

이러한 피고인의 일련의 행위, 특히 위 ①, ③ 행위일시 직후 이루어진 보건복지부의 기금운용본부에 대한 압력 행사는 보건복지부장관이자 기금운용위원회 위원장으로서 국민연금공단에 지도·감독권을 갖는 피고인이 보건복지부 공무원들을 통해 기금운용의 독립성이 보장되는 국민연금공단의 개별 의결권 행사 사안에 개입하여 그 결정 방향을 구체적으로 지시한 것으로서, 공무원이 일반적 직무권한에 속하는 사항을 불법하게 행사한 경우에 해당한다.

이와 같은 피고인의 부당한 개입과 지시에 따라 홍완선 등 기금운용본부 관계자들은 투자위원회에서 합병 찬성을 하는 것 외에 사실상 다른 선택을 하지 못하게 됨으로써 아래에서 보는 바와 같이 ‘의무 없는 일’을 한 것이다.

### (3) 문형표/홍완선 사건의 2017년 11월 14일자 서울고등법원 판결

714. 서울고등법원은 2017년 11월 14일 판결에서 문형표 장관과 홍완선 본부장의 유죄 판결을 유지하였고, 서울중앙지방법원의 판결을 대부분 확정하였다. 한국 대법원은 2022년 4월 14일 서울고등법원 판결을 확정하였다.

715. 서울고등법원은 범죄사실에서 삼성물산 주식의 저평가와 의결권행사 전문위원회가 본건 합병에 반대 표결할 가능성과 관련하여 다음과 같이 판단하였다:<sup>1110</sup>

당시 에스케이 주식보다 삼성물산 주식의 저평가 정도가 더 심하다고 일반적으로 분석되었고, 에스케이 합병의 경우에는 합병 후 법인에 대한 국민연금공단의 지분이 상승하는 사안으로서 의결권행사 자문기관인 ISS(인스티튜셔널셰어홀더서비스), 한국기업지배구조원이 합병 찬성의 의견을 제시하였음에도 전문위원회의 반대 결정이 있었으므로 이 사건 합병 안건이 전문위원회에 부의될 경우 반대 결정이 내려질 가능성이 높은 것으로 예상되었다.

716. 또한 서울고등법원은 문형표 장관이 2015년 6월 하순경 조남권 국장에게 본건 합병이 성사되었으면 좋겠다는 취지로 말하였고, 2015년 6월 30일 조남권 국장과 최홍석이

<sup>1110</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 10 페이지.

홍완선 본부장 및 그 밖의 국민연금 관계자들에게 투자위원회가 본건 합병을 결정해야 하지만 보건복지부가 관여한 것으로 말하면 안 된다고 지시하였다는 원심의 판단을 확정하였다.<sup>1111</sup>

717. 또한, 서울고등법원은 2015년 7월 6일 문형표 장관 등 보건복지부 공무원들이 전문위원회에서 본건 합병을 찬성 의결하는 방안을 모색하였음을 확인하였다.<sup>1112</sup> 그럼에도 불구하고, 이들이 투표 패턴을 분석하여 투표가 가부동수일 가능성이 있음을 알게 되자, 문형표 장관은 투자위원회가 본건 합병을 결정하도록 할 것을 결정하였다. 문장관의 결정은 보건복지부 공무원 백진주, 조남권이 국민연금에 전달하였다.<sup>1113</sup>
718. 서울고등법원은 국민연금이 산정한 적정합병비율이 2015년 6월 30일경 1차 보고서에서는 0.46~0.89의 범위였다가, 2015년 7월 10일 투자위원회 회의를 위해 작성된 3차 보고서에서는 국민연금 리서치팀장이었던 █████의 압력 행사로 인해 0.34~0.68의 범위로 어떻게 변경되었는지에 대해서도 자세히 설명했다.<sup>1114</sup> 마찬가지로, 서울고등법원은 홍완선 본부장과 █████가 국민연금 리서치팀에게 본건 합병으로 인해 예상되는 손실을 상쇄하기 위해 필요했던 2조 원 규모의 합병 시너지 효과를 도출하라고 지시하였다고 판시하였다.<sup>1115</sup>
719. 2015년 7월 10일자 투자위원회 회의와 관련하여, 서울고등법원은 █████와 홍완선 본부장이 위원회 위원들의 질의에 답변하기 위해 이러한 시너지 효과를 인용하면서 본건 합병으로 인한 손실을 상쇄하였다고 판시하였다.<sup>1116</sup>

---

<sup>1111</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 11 페이지.

<sup>1112</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 12 페이지.

<sup>1113</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 13 페이지.

<sup>1114</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 15-17 페이지.

<sup>1115</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 17-19 페이지.

<sup>1116</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 19-21 페이지.

720. 인정사실의 기재 이후 서울고등법원은 두 피고인이 제기한 항소 이유를 판단하였다. 문형표 장관에 대하여 다음과 같은 결론에 도달하였다:<sup>1117</sup>

피고인 문형표가 국민연금공단에 대한 지도·감독권을 남용하여 보건복지부 공무원들을 통하여 피고인 홍완선으로 하여금 이 사건 합병 안건을 전문위원회가 아닌 투자위원회에서 결정하겠다고 보고하게 하고, 투자위원회 일부 위원들에게 찬성을 권유하며 ██████에게 조작된 합병시너지 수치로 설명하도록 하여 찬성 의결을 유도하게 하고, ██████로 하여금 투자위원회 위원들에게 조작된 합병시너지 수치로 설명하도록 하여 찬성 의결을 유도하게 함으로써 의무 없는 일을 하게 하였다.

721. 문형표 장관의 범행의 동기와 관련하여, 서울고등법원은 청와대 공무원들의 관여는 문형표 장관을 면탈한 것이 아니며, 적어도 박근혜 대통령의 “이 사건 합병 안건에 대한 국민연금공단의 의결권행사 문제를 잘 챙겨보라”는 지시를 알고 있었다고 판시하였다.<sup>1118</sup>

722. 서울고등법원은 양형의 이유에서 문형표 장관의 유죄판결에 대하여 다음과 같이 설시하였다 <sup>1119</sup>:

국민연금기금은 연금급여의 재원이므로 수익성, 안전성, 공공성, 유동성의 원칙을 지켜 국민연금 재정의 안정성을 유지하도록 관리·운용되어야 하고, 연금가입자들의 이익과 무관한 정책목표의 달성수단이 되거나 정치적인 목적 또는 이익집단의 이익 추구에 이용되어서는 아니 된다. 국민연금공단은 보건복지부장관의 위탁을 받아 국민연금 기금을 관리·운용하면서 기금운용본부를 별도로 설치한 다음 기금운용 부문을 연금 가입·수급 부문과 분리하여 분야별 전문가의 자율적인 운용에 맡기고 있고, 국민연금 기금의 개별적인 투자 결정은 기금운용본부가 독립적으로 판단하도록 위임되어 있으며, 보유 주식의 의결권행사는 기금운용본부의 투자위원회에서 의결권행사지침에 따라 자율적으로 심의·의결하도록 규정되어 있는 등으로 행정기관이나 정치권력 또는 이익집단이 국민연금기금의 관리·운용에 개입하지 못하도록 제도적 장치가 마련되어 있다. 그리고 기금운용본부의 임직원은 국민연금기금을 관리하는 수탁자로서 기금운용의 자율성, 독립성을 바탕으로 하여 선량한 관리자의 주의의무로써 국민연금기금을 투명하고 전문적으로 운용하여야 한다.

이 사건 범행은 국민연금기금의 관리·운용을 총괄하는 보건복지부장관인 피고인 문형표가 국민연금공단에 대한 지도·감독권을 남용하여

---

<sup>1117</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 26-27 페이지.

<sup>1118</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 27 페이지.

<sup>1119</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 49-50 페이지.

보건복지부 공무원들을 통하여 피고인 홍완선 등으로 하여금 이 사건 합병 안건의 찬성 의결을 유도하게 하는 등으로 의무 없는 일을 하게하고, 국회에서의 증언·감정 등에 관한 법률에 의하여 증인으로 선서하고 허위의 진술을 한 것으로 그 죄질이 좋지 아니한 점, 피고인 문형표가 특정 기업의 합병을 성사시키려는 목적으로 국민연금공단이 보유한 특정 기업 주식의 의결권 행사에 위법·부당한 영향력을 행사하여 국민연금기금 운용의 독립성을 보장하기 위한 제도적 장치를 형해화하고 국민연금공단에 손해를 초래하였으며, 나아가 국민연금기금의 전문적, 자율적 관리·운용에 대한 국민의 신뢰를 실추시켜 국민연금 제도의 근간을 흔드는 위험을 야기한 점 등을 참작하면, 피고인 문형표에 대한 엄정한 처벌이 필요하다.

그러나 피고인 문형표가 초범인 점, 피고인 문형표가 메르스 사태의 수습 이후 보건복지부장관직의 사퇴를 앞둔 상황에서 이 사건 직권남용권리행사방해 범행으로 인한 해악이나 파급효과 등을 제대로 살피지 못하고 잘못을 저지른 것으로 보이는 점, 그 밖에 피고인 문형표의 연령, 성행과 환경, 범행의 동기, 수단과 결과, 범행 후의 정황 등 이 사건 변론에 나타난 양형의 조건을 참작하여 주문과 같이 형을 정한다.

723. 이에 따라 서울고등법원은 문형표 장관이 국민연금에게 투자위원회가 본건 합병을 결정을 하도록 지시하고 투자위원회에 영향력을 행사하여 본건 합병에 찬성 표결하도록 함으로써 자신의 권한을 남용하였음을 확인하였다. 또한, 서울고등법원은 문형표 장관의 개입으로 인해 투자위원회가 조작된 시너지 효과를 토대로 본건 합병을 결정하고 의결권 행사 전문위원회에 표결을 부의하는 것을 차단하였음을 확인하였다.

#### (4) 박근혜 사건의 서울중앙지방법원 및 서울고등법원 판결

724. 중재판정부는 이제 박근혜 대통령에 대한 형사소송을 다루고자 한다. 위 분쟁의 사실관계에서 정리한 바와 같이, 2018년 4월 6일 서울중앙지방법원 판결[CLA-134]은 2018년 8월 24일 서울고등법원에서 파기되었고[CLA-15], 이는 특히 삼성 그룹 내 승계 계획의 존부에 관하여 결론을 달리하였다. 한국 대법원도 2019년 8월 29일에 서울고등법원 판결을 파기 환송하였으나[R-276], 이는 한국 대법원이 보기에 공직선거법을 위반한 다수의 범죄에 대하여 하나의 형이 선고된 것에 관한 것이었다. 환송 후 서울고등법원은 2020년 7월 10일 판결을 변경하였고[R-284], 이 판결은 2021년 1월 14일 한국 대법원에서 유지되었다[CLA-182].

725. 2018년 4월 6일 서울중앙지방법원은 박근혜 대통령이 2015년 7월 25일 이재용과 개인 면담을 하여 이재용에 승마협회를 지원해달라고 요청했다고 판단했다.<sup>1120</sup> 또한 법원은

<sup>1120</sup> 서울중앙지방법원 2017 고합 364-1, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 4월 6일[CLA-134], 3 페이지.



이재용이 이러한 요청에 응했고, 박근혜 대통령과 측근 최서원이 자신 등으로부터 수십억 원 상당의 재산상 이익을 받았다고 판시하였다.<sup>1121</sup>

726. 서울고등법원은 2018년 8월 24일자 판결에서, 본건 합병이 이재용의 삼성전자에 대한 지배권을 공고히 하려는 목적으로 이루어졌으며, 총수일가의 승계 계획의 핵심 요소라고 판단하였다.<sup>1122</sup> 박근혜 대통령의 본건 합병 표결에 대한 관여와 관련하여, 법원은 다음과 같이 판단하였다:<sup>1123</sup>

피고인은 2015. 6. 말경 고용복지수석 최원영에게 “이 사건 합병 안건에 대한 국민연금공단 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라.”라고 지시하였다. 최원영은 수사기관 및 관련사건 법정에서 “2015. 6. 말경 피고인으로부터 이 사건 합병 안건에 대한 국민연금공단의 의결권 행사 문제를 챙겨보라는 지시를 받았고, 노홍인 선임행정관에게 상황을 파악해보라고 하였다.”라는 취지로 진술하였고, 최원영의 업무수첩에는 “삼성-엘리엇 다툼에 국민연금 의결권 행사 문제”라고 기재되어 있다. 당시는 SK 합병 건과 관련하여 전문위원회에서 반대 의결이 있는 직후로서 이 사건 합병 건에 대하여도 전문위원회에서 반대 의결이 이루어질 가능성이 높아졌고, 엘리엇의 등장으로 비상상황에 처한 삼성그룹의 어려움이 가중되던 때였는데, 피고인의 지시사항은 '합병' 문제를 잘 챙겨보라는 일반적인 지시가 아니라 '의결권 행사' 문제를 잘 챙겨보라는 구체적인 지시였다.

727. 서울고등법원에 따르면, 최원영은 보건복지부에게 본건 합병에 관한 정보를 요청한 다른 청와대 관계자들에게 이러한 지시를 전달하였고, 그 때부터 본건 합병에 관하여 지속적으로 보고받았다. <sup>1124</sup> 법원은 박근혜 대통령이 투자위원회가 본건 합병을 승인하도록 유도하기 위한 계획을 보고받았다고 판단하였다.<sup>1125</sup> 법원에 따르면 안중범 청와대 경제수석비서관은 곧바로 투자위원회 표결 결과를 통보 받았고, 회의를 위해 대기 중이던 투자위원회 위원들을 해산시키라는 지시를 내렸다. 2015년 7월 17일 안중범은 삼성 사건이 “잘 마무리된 셈”이라는 통지를 받았다.<sup>1126</sup>

---

<sup>1121</sup> 서울중앙지방법원 2017 고합 364-1, 피고인 박근혜에 대한 형사판결, 2018년 4월 6일[CLA-134], 5-6 페이지.

<sup>1122</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 15 페이지.

<sup>1123</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 37 페이지.

<sup>1124</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 37 페이지.

<sup>1125</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 36 페이지.

<sup>1126</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 39 페이지.

728. 서울고등법원은 박근혜 대통령이 “이 사건 합병 안건에 대하여 찬성 입장을 결정하는 과정에서 지시나 승인”을 하였고,<sup>1127</sup> “피고인과 청와대 참모진은 국민연금공단의 의결권 행사 과정에 보건복지부를 부당하게 개입시킴으로써 국민연금공단이 이 사건 합병에 찬성하는 의결권을 행사하도록 하였다”고 판시하였다.<sup>1128</sup>
729. 서울고등법원은 박근혜 대통령과 이재용의 2015년 7월 25일 관련 면담 이전에 이미 본건 합병에 대한 주주들의 승인이 있었음을 인정하여 뇌물수수죄에서 요구되는 대가관계가 성립하지 않는다고 판단하였다.<sup>1129</sup> 그럼에도 불구하고, 법원은 삼성의 승마협회에 대한 후원이 박근혜 대통령의 총수일가 승계 계획에 대한 지원의 대가라는 박근혜 대통령과 이재용 사이에 공통의 이해가 있었다고 보았다.<sup>1130</sup>

당시 피고인과 이재용 사이에는 이재용의 승계작업이라는 현안과 이와 관련하여 막강한 권한과 지위를 가진 피고인의 우호적인 입장에 관한 공통의 인식과 양해가 이미 형성되어 있었고, 위 단독 면담 직전에 이 사건 합병에 대한 박근혜 정부의 결정적인 도움이 있었으며, 위 단독 면담 이후에도 승계작업에 대한 박근혜 정부의 우호적인 기조는 계속 유지되었다. 뒤에서 보는 바와 같이 피고인은 위 단독 면담 자리에서 CB에게 문화 융성과 스포츠 발전을 위한 지원과 동계스포츠 메달리스트들이 설립한 단체 지원을 요청하였다. 또한 피고인은 2016. 2. 15.에 있었던 이재용과 단독 면담에서도 이재용에게 금액을 특정하여 스포츠영재센터 지원을 요청하였고, 피고인과 이재용 사이에서는 이때에도 여전히 이재용의 승계작업에 대한 인식을 공유하고 있었다고 보는 것이 사리에 맞다. 스포츠영재센터 등에 대한 지원이 이 공통의 인식과 대가관계에 있다고 인정되는 경우 청탁의 대상이 되는 직무집행 내용과 이러한 지원이 그 직무집행에 대한 대가라는 점에 대하여 피고인과 CB 사이에서 공통의 인식이나 양해가 있었다고 보아야 한다. 이 경우 묵시적 의사표시에 의한 청탁이 성립한다.

#### (5) 이재용 사건에 대한 2019년 8월 29일자 한국 대법원 판결

730. 한국 대법원은 2019년 8월 29일 판결에서 “이재용은 전 대통령과 단독 면담을 할 때 전 대통령으로부터 승마 지원을 요구받고 그 직무와 관련한 뇌물을 제공하기 위하여 정유라(대통령의 측근 최서원의 딸)에게 승마 지원을 하였다”고 거듭 밝혔다.<sup>1131</sup>

---

<sup>1127</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 40 페이지.

<sup>1128</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 45 페이지.

<sup>1129</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 54-55 페이지.

<sup>1130</sup> 서울고등법원 2018 노 1087, 2018년 8월 24일(CLA-15 추가 번역본)[R-258], 46 페이지.

<sup>1131</sup> 한국 대법원, 2018 도 2738, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[CLA-133], 6 페이지.

731. 그 후 한국 대법원은 부정한 청탁의 대상이 된 포괄적인 승계 계획에 대한 증거가 부족하다고 본 원심의 결론을 검토하였다. 한국 대법원은 “대통령의 포괄적인 권한에 비추어 보면, 스포츠영재센터 법인 지원금은 대통령 직무와 대가관계가 있다고 볼 여지가 충분하다”고 판시하면서, 이러한 결론에 동의하지 않았다.<sup>1132</sup>
732. 이에 한국 대법원은 서울고등법원에 사건을 환송하여, “피고인 A(즉, 이재용)의 승계작업을 도와달라는 부정한 청탁의 대가로”, “34억 1,797만 원(258만 유로) 상당액”을 제공하였다는 취지를 반영하도록 범죄사실을 변경하였다.<sup>1133</sup>

(6) 최서원 및 안중범 사건의 2019년 8월 29일 한국 대법원 판결

733. 박근혜 대통령의 측근 최서원과 청와대 관계자 안중범에 대한 형사 사건에서 한국 대법원은 2019년 8월 29일 판결을 내렸다. 2015년 7월 25일 박근혜 대통령과 이재용의 면담 및 대가관계와 관련하여 원심의 결론을 다음과 같이 정리하였다:<sup>1134</sup>

2015. 7. 25. 단독 면담 당시 전 대통령과 이재용 사이에는 이재용의 승계작업이라는 현안과 관련하여 전 대통령의 우호적인 입장에 관한 공통의 인식과 양해가 형성되어 있었다. 단독 면담에서 전 대통령은 이재용에게 스포츠영재센터 법인을 지원해달라고 요청하였다. 전 대통령과 이재용 사이에서는 이재용의 승계작업을 위한 전 대통령의 직무집행과 이재용의 스포츠영재센터 법인 지원이 직무집행에 대한 대가라는 것에 관하여 공통의 인식이나 양해가 있었다.

734. 법원에 따르면 “승계작업”이란 “이재용이 최소한의 개인자금을 사용하여 삼성 그룹 핵심 계열사들인 삼성전자와 삼성생명에 대하여 사실상 행사할 수 있는 의결권을 최대한 확보할 수 있도록 하는 것을 목표로 하는 삼성 그룹 지배구조 개편”을 가리키며, 삼성물산과 제일모직의 본건 합병이 포함되었다.<sup>1135</sup>
735. 이러한 원심의 결론에 대하여 한국 대법원은, 대통령의 승계계획 지원과 이재용의 승마협회 자금 지원 사이에 대가관계가 충분히 성립하였다고 판시하였다.<sup>1136</sup>

---

<sup>1132</sup> 한국 대법원, 2018도 2738, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[CLA-133], 9페이지.

<sup>1133</sup> 서울고등법원, 2019노 1937, 피고인 이재용에 대한 형사판결, 2021년 1월 18일[CLA-181], 4페이지.

<sup>1134</sup> 한국 대법원, 2018도 13792, 피고인 최순실에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[CLA-132], 5페이지.

<sup>1135</sup> 한국 대법원, 2018도 13792, 피고인 최순실에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[CLA-132], 4-5페이지.

<sup>1136</sup> 한국 대법원, 2018도 13792, 피고인 최순실에 대한 형사판결, 2019년 8월 29일[CLA-132], 5-6페이지.

원심이 인정한 사실관계에 따르면, 최소 비용으로 삼성그룹 주요 계열사들인 삼성전자와 삼성생명에 대한 이재용의 지배권 강화라는 뚜렷한 목적을 갖고 미래전략실을 중심으로 삼성그룹 차원에서 조직적으로 승계작업을 진행하였음을 알 수 있다. 이러한 뚜렷한 목적과 성격을 가진 승계작업에 대하여 대통령의 권한으로 영향을 미칠 수 있으므로 위와 같은 승계작업은 그에 관한 전 대통령의 직무행위와 제공되는 이익 사이에 대가관계를 인정할 수 있을 정도로 특정되었고 부정한 청탁의 내용이 될 수 있다.

승계작업 자체로 대가관계를 인정할 수 있는 이상 승계작업의 일환으로서 이루어지는 구체적인 각각의 현안과 대가관계를 특정하여 증명할 필요는 없고, 그러한 현안이 청탁 당시 이미 발생하고 있어야 하는 것도 아니다. 따라서 원심판결 이유를 위 법리와 적법하게 채택된 증거에 비추어 살펴보면, 원심의 판단에 잘못이 없다.

### (7) 한국 법원의 판결이 확정된 사실관계

736. 상기 내용을 토대로, 중재판정부는 다음과 같은 사실이 한국 법원의 판결에 의해 입증된다고 판단한다:

- 박근혜 대통령은 본건 합병이 핵심적인 역할을 하는 총수일가의 승계 계획을 인식하고 이를 실행하는 데 직접 도움을 주었다. 박근혜 대통령은 2015년 6월 말 최원영에게 국민연금의 의결권 행사에 대해 “잘 챙겨보라”라고 지시하였다. 이는 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 하는 것이라고 밖에 볼 수 없었다.
- 승계 계획에 대한 박근혜 대통령의 지원은 이재용과 삼성 그룹이 최서원의 딸에게 금전적 혜택을 제공하는 방식으로 보상을 받았다. 박근혜 대통령은 2015년 7월 25일 면담에서 이재용에게 승계 계획에 대한 일반적인 지원을 대가로 최서원의 딸이 궁극적인 혜택을 받도록 승마협회의 지원에 나설 것을 요청했다.
- 박근혜 대통령의 지시에 따라, 청와대 관계자들은 국민연금 내 의결권 행사에 관한 진행을 면밀히 관찰하고, 박근혜 대통령의 진행 상황을 보고하였다.
- 2015년 6월 말, 국민연금 의결권 행사 문제를 잘 챙겨보라는 박근혜 대통령의 지시를 알고 있었던 문형표 장관은 조남권 국장에게 국민연금이 본건 합병을 지지하고 투자위원회가 본건 합병의 표결을 결정하도록 하라고 지시하였다. 조남권 국장과 최홍석은 이러한 지시를 국민연금에 전달하였다.
- 이러한 계획이 국민연금 내부의 저항에 부딪힌 것이 명백해지자, 문형표 장관은 개별 의결권행사 전문위원회 위원들에 대한 맞춤형 대응 계획을 준비하고

의결권행사 전문위원회를 통해 본건 합병에 대한 승인을 확보하는 방안을 모색하라는 지시를 내렸다. 의결권행사 전문위원회의 본건 합병 승인이 불확실함을 알게 된 그는 의결권행사 전문위원회를 우회하여 투자위원회가 대신 표결하도록하기로 결정하였다. 다시 말해, 이러한 지시는 투자위원회가 본건 합병을 승인되어야 함을 분명히 한 조남권 국장과 그 밖의 보건복지부 공무원이 홍완선 본부장 및 기타 국민연금 관계자들에게 전달하였다.

- 그 후, 홍완선 본부장은 국민연금 리서치팀에게 본건 합병으로 인해 국민연금에 예상되는 손실 금액에 상응하는 시너지 효과를 도출하도록 지시하였다. 문형표 장관의 지시에 따라, 이와 같이 조작된 시너지 효과는 2015년 7월 10일자 투자위원회 표결 과정에서 제출되었고, 본건 합병에 찬성 투표하도록 투자위원회의 결정에 영향을 미쳤다.
- 문형표 장관은 2015년 7월 12일경 전문위원회 위원들에게 연락할 것을 지시하고, 그들 중 한 명에게 직접 연락하여 전문위원회가 투자위원회의 결정을 번복할 수 있는 회의를 소집하지 못하도록 하였다.

737. 중재판정부가 보기에, 이러한 사실관계는 박근혜 대통령, 문형표 장관 및 청와대 하급자와 보건복지부 공무원들이 국민연금의 본건 합병에 대한 의결권 행사에 영향력을 행사하였음을 보여준다. 이들은 홍완선 본부장과 그 밖의 국민연금 관계자들이 의결권행사 전문위원회에 표결을 부의하지 못하도록 지시함으로써, 본건 합병에 찬성 표결할 가능성이 더 높을 것이라고 예상한 투자위원회가 대신 표결하도록 하였다.

738. 또한 이들은 투자위원회가 본건 합병을 지원하도록 홍완선 본부장과 그 밖의 국민연금 관계자들에게 지시함으로써 본건 합병 표결에 개입하였다. 중재판정부가 보기에, 이러한 지시는 투자위원회가 본건 합병을 승인하도록 하기 위해 필요한 모든 조치를 국민연금 관계자들이 취해야 한다는 의미라고 밖에 볼 수 없다. 국민연금의 본건 합병 적정 비율 계산이나 시너지 효과를 조작하기 위한 구체적인 지시가 있었는지 여부와는 별개로, 국민연금 관계자들의 이러한 행위는 투자위원회가 본건 합병을 지원하라는 일반적인 지시에 따라 이루어졌음이 명백하다. 국민연금 관계자들의 조작은 피청구국에게 귀속되지 않지만, 청와대와 보건복지부의 국민연금에 대한 지시는 귀속된다.

(8) FET 기준에 반하는 청와대와 보건복지부의 행위에 대한 평가

739. 중재판정부는 박근혜 대통령이 본건 합병을 포함한 총수일가의 승계 계획에 대하여 박근혜 정부가 지원하는 대가로 금전적 이익을 청탁한 것이 FET 기준을 위반한다고 판단한다. 박근혜 대통령과 이재용의 2015년 7월 25일자 면담은 본건 합병 표결 이후에 이루어졌지만, 중재판정부는 한국 대법원이 이재용 및 최서원 사건에서 판시한 바와 같이, 해당 면담 이전에 박근혜 대통령과 이재용 사이에 재정적 이익을 대가로 하여 본건 합병을 포함한 총수일가의 승계 계획을 지원할 것이라는 공통의 이해가 있었을 가능성이 높다고 판단한다. 결과적으로, 본건 합병에 대한 박근혜 대통령의 지원은 본건 합병 승인 이후에 부당한 이익으로 보상을 받았다. 중재판정부가 보기에, 이러한 행위는 개인적 선호에 근거한 적법절차 및 적정절차에 대한 고의적 해태에 해당하며, 자의적이고 중대하게 불공정하다.
740. 또한, 이와 별개로 중재판정부는 국민연금의 의결권 행사에 대한 문형표 장관과 그 밖의 보건복지부 공무원들의 개입이 FET 기준에 위반된다고 판단한다.
741. 의결권행사지침 제 8 조 제 1 항은 기금이 보유하는 주식의 의결권은 기금운용본부가 설치한 투자위원회의 심의 및 의결을 거쳐 행사하도록 규정하고 있다. 같은 조 제 2 항에 따르면, 투자위원회가 찬성 및 반대 투표 중 선택하기 곤란하다고 판단하는 안건에 대하여, 기금운용본부는 의결권행사 전문위원회에 결정을 요청할 수 있다. 같은 취지에서 기금운용지침 제 17 조 제 5 항은 의결권은 원칙적으로 국민연금이 행사하지만, 국민연금이 찬성 또는 반대 여부를 결정하기 곤란한 안건은 의결권행사 전문위원회가 결정하는 것으로 규정하고 있다.
742. 따라서 의결권 행사에 관한 결의를 할 수 있도록 지정된 의사결정 기구는 2 곳이다. 두 의사결정 기구 중에서 어느 의사결정 기구가 본건 합병에 대한 표결을 결정할 권한이 있었는지 여부(중재판정부는 아래에서 다를 예정임)와 관계없이, 의결권 행사가 보건복지부의 권한이 아닌 국민연금의 권한에 속함은 명백하다. 앞서 귀속과 관련하여 언급한 바와 같이, 국민연금은 기금 운용에 있어서 상당한 자율성을 향유하며 보건복지부의 제한적인 감독을 받을 뿐이다. 특히, 보건복지부는 일상적인 경영 결정에 관하여 국민연금에 지시를 할 권한이 없다.

743. 따라서, 국민연금의 의사결정 과정에 대한 보건복지부의 개입은 자신의 감독 권한을 초과한다. 본건 합병에 찬성 표결하기로 한 결정은 공식적으로 투자위원회에서 이루어졌지만, 보건복지부는 홍완선 본부장과 그 밖의 국민연금 관계자들에게 투자위원회가 본건 합병 표결을 결정 및 승인하도록 지시함으로써 이를 침해하였다. 이로 인하여 한국 법원은 문형표 장관이 자신의 직권을 남용하는 범죄를 저질렀다는 결론을 내리게 되었다. 중재판정부가 보기에, 이는 적법한 사유가 아니며, 삼성물산 주주들에게 불이익을 주고 이재용에게 이익을 주기 위한 개입으로서, 적법절차 및 투명성을 완전히 결여하였고, 자의적이고 중대하게 불공정하므로 FET 기준을 위반한다.
744. 이러한 결론에 도달함에 있어서, 중재판정부는 투자위원회가 국민연금의 의결권 행사에 대해 결정하는 것이 국민연금 지침에 따라 정당한지 여부가 관련이 있다고 생각하지 않는다. 피청구국의 부당한 개입이 없었다면 투자위원회가 표결을 의결권행사 전문위원회에 부의하였을지 여부는 중재판정부가 아래에서 추가로 다룰 인과관계의 문제이다. 현 단계에서는, 청와대와 보건복지부 모두 전문위원회가 장악되어 본건 합병에 반대할 것이라고 예상하였기 때문에 국민연금의 내부 의사결정 과정에 부당하게 개입하였다고 말하기에 충분하다. 부당한 사유에 기인한 독립기관의 의사결정 과정에 대한 이러한 개입은 협정의 위반을 구성한다.
745. 같은 이유로, 중재판정부는 이것이 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 수 있는 건전한 경제적 이유가 있었는지 여부와 관련이 있다고 생각하지 않는다. 중재판정부는 인과관계의 맥락에서 이러한 주장을 다룰 것이다.
746. 마지막으로, 중재판정부는 엘리엇<sup>1137</sup>과 한국 국내 투자자들<sup>1138</sup>이 제기한 민사사건에서 이루어진 서울중앙지방법원의 두 판결이 앞서 정리한 한국 형사법원의 사실판단과 모순되어 다른 결론에 도달한다고 생각하지 않는다. 앞서 정리한 바와 같이, 서울중앙지방법원 민사부는 엘리엇의 본건 합병 승인 금지 가처분 신청을 기각하였다. 해당 판결은 서울고등법원에서 유지되었다.<sup>1139</sup> 두 번째 사건에서, 법원은 본건 합병의 소급 취소를 기각하였다. 해당 판결에 대한 항소는 서울고등법원에 계류 중이다.

---

<sup>1137</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177].

<sup>1138</sup> 서울중앙지방법원, 2016 가합 510827, 2017년 10월 19일[R-242].

<sup>1139</sup> 서울고등법원 2015 라 20485, 2015년 7월 16일[R-214].

747. 첫 번째 사건에서, 엘리엇은 본건 합병비율이 불공정하며, 본건 합병은 합병회사에 대한 이재용의 지배력 강화를 위해 추진되었고, 한국 재무 규제를 위반하였다고 주장하였다. 서울중앙지방법원은 엘리엇의 신청 중 일부에 대하여는 소송요건 흠결을 이유로 각하하였고, 나머지는 전부 기각하였다. 법원은 본건 합병비율이 한국법상 법정 산식에 따라 산정되었고 본건 합병비율을 기준으로 한 주가가 시장 조작이나 부정거래의 영향을 받았다는 점을 엘리엇이 입증하지 않았다고 판단하였다. 법원은 일반적인 공개시장에서의 주가는 상장회사의 객관적인 가치를 합리적으로 반영한다고 볼 수 있고, 달리 특별한 증거가 없다는 이유로, 삼성물산의 주식이 저평가되었다는 엘리엇의 주장을 기각하였다. 또한 법원은 본건 합병의 발표 이후에 삼성물산의 주가가 상승하였다는 사실은 시장이 본건 합병을 우호적으로 보았을 뿐 삼성물산 주주들에게 손해를 끼친 것이 아님을 보여준다고 판시하였다. 본건 합병이 총수일가의 이익을 위해 추진되었다는 엘리엇의 주장은 입증이 부족하다면서 기각하였다. 마지막으로, 법원은 본건 합병이 한국 재무 규제에 위반되지 않는다고 판단하였다.
748. 중재판정부는 이것이 법원이 당사자들이 제출한 증거를 토대로 판단한 민사사건임을 지적한다. 형사법원과 달리, 민사법원은 독자적으로 사실인정에 관여하지 않았다. 판결에서 드러나는 바와 같이, 법원은 엘리엇의 여러 주장들이 증거에 의해 충분히 뒷받침되지 않는다면서 기각하였다. 특히, 법원은 한국 정부 공무원들이 개입한 범죄사실을 알지 못하였다(이는 한국 형사법원의 후속 판결에 의해서만 입증되었음). 따라서, 이러한 결정은 한국 형사법원의 사실판단과 모순되지 않는다. 민사법원이 입증책임에 따라 판단한 바와 같이, 이는 본건 합병이 적법한 목적에 부합하고 삼성물산에 경제적으로 건전한 시너지를 제공하였다는 점을 입증할 수도 없다.
749. 두 번째 사건에서, 삼성물산의 한국 국내 투자자였던 청구인들은 본건 합병의 목적이 부적절하고, 본건 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불리하며 현저하게 불공정하고, 삼성물산 이사들이 선관주의 의무를 위반하여 본건 합병을 승인하였으며, 국민연금이 본건 합병비율에 불법적으로 영향을 미쳤고, 박근혜 대통령과 문형표 장관의 부적절한 지시에 따라 국민연금이 위법하게 의결권을 행사하였다는 이유로 본건 합병의 소급적 취소를 구하였다.
750. 서울중앙지방법원은 판결 이유에서 먼저 합병의 소급적 무효의 기준점이 높다는 점을 강조하였다. 법원은 증거의 일부로서 문형표 장관과 홍완선 본부장에 대한



서울중앙지방법원 형사부의 판결을 고려하였다. 법원은 형사 유죄 판결에도 불구하고, 본건 합병 발표 당시 삼성물산의 수익이 여러 요인에 의해 감소하고 있었으므로 본건 합병의 목적이 불공정하다고 볼 수 없으며, 본건 합병은 이러한 침체를 극복하기 위한 방편으로 고려된 것이라고 판단하였다. 다시 말해, 법원은 본건 합병이 발표 당시에 시장에서 긍정적인 피드백을 받았다고 언급하였다. 본건 합병비율의 공정성과 관련하여, 법원은 이것이 한국법에 따라 산정되었고, 시장 조작이나 불공정 거래의 증거가 없다고 판단하였다. 또한, 법원은 국민연금이 주가조작 또는 불공정 거래를 통해 주가에 영향을 미쳤고, 삼성물산의 이사들이 본건 합병을 승인하기 위한 경영판단을 함에 있어서 선관주의 의무를 위반하였다는 신청인의 주장을 기각하였다.

751. 국민연금이 의결권을 위법하게 행사하였는지 여부와 이것이 본건 합병의 무효사유가 될 수 있는지 여부에 관하여, 법원은 기금을 적법하게 대리한 국민연금 이사회 의장이 보건복지부 또는 흥완선 본부장의 내부 의사결정 과정에 개입하였음을 알았다고 볼 증거가 없다고 판단하였다. 법인의 의도를 판단하기 위한 기준은 대표이사라고 판시하면서, 법원은 국민연금의 본건 합병 승인 선언이 하자가 있다고 볼 수 없다고 판단하였다. 법원은 투자위원회의 본건 합병 찬성 결정이 배임에 해당한다고 볼 증거가 부족하다고 판시하였다. 법원이 보기에, 적정 합병비율을 확실하게 결정할 수 없었고 내부적 계산이 실제 본건 합병비율과 다르다는 사정은 배임죄를 구성하지 않았다. 법원은 투자위원회가 투표를 의결권행사 전문위원회에 부의할지 여부에 대한 재량을 가지고 있었고, 투자위원회가 특정 결과에 치우치지 않는 오픈식 표결 방식을 채택하였다고 결정하였다. 서울중앙지방법원 형사부는 국민연금의 의사결정 과정에 문제가 있다고 판단했지만, 이는 민사법원의 관점에서 결의 자체가 흥완선 본부장의 선관주의 위반으로 간주될 수 있다는 것을 의미하지는 않았다. 법원은 엘리엇으로부터 개인 책임에 대한 경고를 받은 투자위원회 위원들의 결정이 개인의 영향력에 휘둘리거나 위원들이 알고 있던 시너지 효과가 신뢰할 수 없고 손실을 완전히 상쇄할 수 없다고 생각하지 않았다. 법원에 따르면, 본건 합병에 찬성한 투자위원회 위원들은 본건 합병이 지배구조를 안정시킬 것이라고 결론을 내린 것으로 보인다.
752. 중재판정부가 보기에, 이러한 결론은 앞서 언급한 한국 형사법원의 사실판단과 모순되지 않는다.

753. *첫째로*, 본건 합병 무효 사건의 민사법원은 국민연금 내 의사결정 절차에 대한 어떠한 증거도 채택하지 않았다. 판결문에서 형사법원들의 사실판단에 동의하지 않는다고 명시하지 않았다. 오히려, 법원은 다른 증거들과 함께 판결에서 이를 고려하였다.
754. *둘째로*, 법원은 대부분 본건 합병 무효 사건의 판결 이후에 선고된 상기 법원 판결들(특히, 문형표/홍완선 사건에 대한 서울고등법원 판결, 박근혜 사건에 대한 서울중앙지방법원 및 서울고등법원 판결, 이재용 및 최서원 사건에 대한 한국 대법원 판결)에 전혀 접근하지 못하였다.
755. *셋째로*, 민사법원은 형사법원이 판단하여야 하는 형사 책임 문제와 달리, 본건 합병이 소급적으로 취소될 수 있는지에 관한 법적 문제와 본 중재판정부가 다루는 FTA 위반 문제를 다루었다. 이에 따라 법원은 특히 범인의 고의에 대한 귀속에 대하여 다른 법적 기준을 적용하였다. 본건 합병 무효 사건과 달리, 중재판정부는 주주총회에서 국민연금의 본건 합병 승인이 적법 유효한지 여부를 판단할 필요가 없다. 오히려, 민사법원이 관련성이 없다고 판단한 국민연금과 한국 정부의 내부 의사결정 과정을 살펴보아야 한다.
756. *넷째로*, 본건 합병의 경제적 타당성에 관한 본건 합병 무효 사건에서 서울중앙지방법원이 도출한 결론, 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 수 있는 적법한 이유와 투자위원회에서 표결을 부의하지 않기로 한 결정은 주로 인과관계의 쟁점과 관련이 있다. 그러나, 국민연금의 본건 합병 표결에 대한 (가상의) 경제적 정당화 사유는 내부 의사결정 과정에서 앞서 언급한 FET 기준 위반에 해당하는 청와대와 보건복지부의 부당한 개입을 무효화할 수 없다.
757. 요컨대, 중재판정부는 박근혜 대통령이 본건 합병에 대한 박근혜 정부의 지원과 박근혜 대통령, 문형표 장관 및 청와대와 보건복지부의 하급자들의 국민연금 의결권 행사 개입에 대한 대가로서 재정적 이익을 청탁한 사실이 FET 기준을 위반한다고 판단한다.

**c) 피청구국의 행위가 FPS 기준을 위반하였는지 여부**

758. 당사자들은 FPS 기준이 투자의 물리적 안전과 법적 안전 모두를 포함하는지에 대해 의견이 일치하지 않는다. 피청구국의 행위가 FPS 기준과 마찬가지로 FTA 제 11.5 조에 명시된 최소대우 기준의 일부인 FET 기준을 위반한다고 판단하였기 때문에, 중재판정부는 본 문제에 대한 결정을 유보할 수 있으며, 피청구국 행위도 FPS 기준을 위반하는지 여부를 판단할 필요가 없다.

## D. 내국민대우

### 1. 청구인들의 입장

759. 청구인들은 내국민대우 기준을 해석함에 있어서, 중재판정부가 위반이 인정되기 위해 필요한 세 가지 요소를 정하였다고 주장한다: (i) 피청구국은 외국인 투자자 또는 그 투자에 대하여, 관련 투자에 관하여 어떠한 종류의 대우를 부여하였어야 하고; (ii) 외국인 투자자나 투자는 피청구국의 투자자 또는 투자와 “동종의 상황에서” 이루어져야 하며; (iii) 그 외국인 투자자에게 부여된 대우가 비교대상에게 부여된 것보다 불리하여야 한다.<sup>1140</sup>
760. 청구인들은 앞서 언급한 세 가지 요소들이 본건의 증거로 충족된다고 주장한다.<sup>1141</sup>
761. 첫째로, “대우”를 “어떠한 단체 또는 개인에 대한 행동”으로 정의하면서, 청구인들은 “대우”는 투자자의 사업 활동에 따라 국가가 취한 조치를 포함하는 광범위한 개념이라고 주장한다.<sup>1142</sup> “어떤 것을 다루는 행위 또는 방식”을 의미하는 “대우”의 사전적 정의를 인용하면서, 청구인들은 본건 합병에 대한 피청구국의 개입과 한국 정부 최고위층의 관련 범죄 계획이 본건 합병으로 영향을 받은 모든 투자자들에 대한 대우에 해당한다고 주장한다.<sup>1143</sup>
762. 청구인들에 따르면, 이재용과 그 가족들에게 이익을 주기 위한 부정한 계획의 일환으로 본건 합병 표결에 관한 국민연금의 의사결정 과정을 개입함으로써, 피청구국은 청구인들의 삼성 주식에 대한 투자의 “관리”, “행위” 및 “운영”을 직접적으로 방해하였다.<sup>1144</sup> 청구인들이 자신의 주식을 매도하거나 자신의 투자를 운영하지 못하도록 방해받지 않았다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 FTA가 “대우”의 개념을 투자의 강제 매도에 영향을 미치는 조치로 제한하지 않는다고 주장한다.<sup>1145</sup> 본건에서,

---

<sup>1140</sup> 수정청구서면, 제 218 항.

<sup>1141</sup> 수정청구서면, 제 219 항.

<sup>1142</sup> Campbell McLachlan et al., *International Investment Arbitration: Substantive Principles*(OUP, 2017)[CLA-84], 제 7.277 항을 인용하는 답변서, 제 263-265 항; 관할에 대한 재항변서면, 제 111 항.

<sup>1143</sup> Merriam-Webster 사전(온라인), “대우”, 2021년 10월 6일 접속[C-208]을 인용하는 관할에 대한 재항변서면, 제 111 항.

<sup>1144</sup> *Siemens A.G. v. Argentina*, ICSID 사건번호 ARB/02/8, 관할권에 대한 판결, 2004년 8월 3일[CLA-17], 제 88 항을 인용하는 수정청구서면, 제 220-221 항.

<sup>1145</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 112 항.

청구인들은 피청구국의 조치가 없었다면 자신의 삼성물산 주식이 터무니없이 저평가되어 제일모직과 강제 합병되지 않았을 것이고, 삼성전자에 대한 자신의 투자는 손실이 발생하지 않았을 것이라고 주장한다.<sup>1146</sup>

763. 둘째로, 내국민대우의 목적상 “동종의 상황”에서 비교대상을 특정하는 것이 매우 구체적으로 사실관계에 관한 내용이고, 쟁점 조치의 성격에 의존한다는 점을 지적하면서, 청구인들은 자신들이 내국민대우 기준에 위반되어 불리한 대우를 받았다고 판단할 수 있는 적절한 비교대상이 총수일가라고 주장한다.<sup>1147</sup> 이는 이들이 모두 동일한 경제적 및 사업적 “분야”에 있었기 때문이다.<sup>1148</sup>

- (a) 청구인들과 총수일가는 모두 삼성전자와 삼성물산의 주주였다;
- (b) 이들은 모두 동일한 거래 제안에 대하여 이해관계를 가지고 있었다(“총수일가, 특히 이재용은 삼성물산-제일모직 합병이 통과되면 이익을 얻고 메이슨은 손실을 입게 됨”);
- (c) 피청구국의 조치에 의하여 청구인들과 총수일가 모두 직접적인 영향을 받았다. 청구인들은 그의 투자의 가치에 막대한 손실을 겪게 한 반면, 총수일가는 반대로 삼성물산에서 제일모직으로의 가치의 이전의 결과 막대한 이익을 얻었다.<sup>1149</sup>

764. 적합한 비교대상으로서 삼성물산 한국 주주들을 선택하여야 한다는 피청구국의 주장에 대하여, 청구인들은 “한국 정부의 눈에, 본건 합병은 삼성 총수 일가와 본건 합병에 반대하는 [청구인들을 포함한] 해외 헤지펀드라는 두 대립하는 파벌의 전장이 되었다”고

---

<sup>1146</sup> 관할에 대한 재항변서면, 제 112 항.

<sup>1147</sup> *Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/5, 중재판정, 2007 년 11 월 21 일[**CLA-90**], 제 97 항을 인용하는 수정청구서면, 제 222-223 항; *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 단계 본안에 대한 판정, 2001 년 4 월 10 일[**CLA-129**], 제 75-76 항을 인용하는 답변서, 제 267 항.

<sup>1148</sup> *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 부분판정문, 2000 년 11 월 13 일[**CLA-139**], 제 250 항을 인용하는 수정청구서면, 제 223 항.

<sup>1149</sup> 수정청구서면, 제 224 항; 답변서, 제 268(a)-(c)항.

강조하면서, 피청구국의 조치는 청구인들과 삼성물산의 다른 주주들의 비용으로 삼성 총수 일가에게 이익을 주려는 단일한 목적에서 고의적으로 채택된 것이라고 주장한다.<sup>1150</sup>

765. 셋째로, 청구인들은 동일한 그룹 계열사의 “다른 내국인 투자자에게 제공될 수 있는 최고 수준의 대우”에 상응하는 대우를 받을 권리가 있었으나, 청구인들은 피청구국이 부패한 계획을 통해 청구인들을 희생시킴으로써 총수일가의 이익을 고의로 추구하였다고 주장한다.<sup>1151</sup> 이와 관련하여, 총수일가가 본건 합병을 통해 더 많은 합병 후 삼성물산 지분을 확보하였고, 그 결과 승계 계획의 결정적인 부분을 성공적으로 달성했다는 것을 피청구국이 부인하지 않음을 강조한다.<sup>1152</sup>
766. 청구인들은 총수 일가가 아닌 삼성물산의 내국인 투자자에 대한 피청구국의 대우가 내국인 투자자에 부여하는 최고 수준의 대우에 못지 않게 유리한 대우를 청구인들에게 부여할 피청구국의 의무로부터 면제하여 주지 않음을 덧붙인다.<sup>1153</sup>
767. 마지막으로, 청구인들은 피청구국이 총수일가의 이익을 위하여 해외 헤지펀드인 청구인들을 의도적으로 차별하였다고 주장한다.<sup>1154</sup> 청구인들에 따르면, 특히 한국 법원의 판결, 청와대 기록, 엘리엇을 “외국 벌처 펀드”로 지칭하는 보건복지부의 보고서 등을 포함한 서증은 박근혜 대통령과 그 하급자들이 해외 헤지펀드로부터 국내 기업의 경영권을 방어하기 위한 목적으로 “반외국인 정서”에 의해 추진되었음을 입증한다.<sup>1155</sup>

## 2. 피청구국의 입장

768. 피청구국은 청구인들이 내국민대우 청구를 위해 FTA 에서 요구하는 세 가지 요건을 충족

---

<sup>1150</sup> 답변서, 제 268(d)항.

<sup>1151</sup> *Archer Daniels Midland Company and Tate & Lyle Ingredients Americas, Inc. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/5, 중재판정, 2007년 11월 21일[**CLA-90**], 제 205 항; *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, 2 단계 본안에 대한 판정, 2001년 4월 10일[**CLA-129**], 제 42 항을 인용하는 수정청구서면, 제 226-227 항.

<sup>1152</sup> 답변서, 제 270 항.

<sup>1153</sup> 답변서, 제 271 항.

<sup>1154</sup> 수정청구서면, 제 230 항; 답변서, 제 274 항.

<sup>1155</sup> 수정청구서면, 제 228-229 항; 피고인 문형표/홍완선에 대한 서울고등법원 형사판결 85[**CLA-14**]; 박근혜 서울고등법원 판결[**CLA-15**], 102 페이지; [REDACTED], 靑, 박근혜 정부 문건 추가브리핑(전문), YTN(2017년 7월 20일)[**C-178**], 1 페이지를 인용하는 답변서, 제 273 항.

하지 못하였다고 주장한다.<sup>1156</sup>

769. 첫째로, 피청구국은 투자자를 “감안한” 모든 국가의 조치를 포함하여 제한이 없는 용어로 “대우”를 해석한 청구인들의 견해를 부정한다.<sup>1157</sup> 그 대신, 피청구국은 “대우를 ... 부여한다”는 표현의 일반적 의미는 특정한 국가 행위가 어느 투자자 또는 그의 투자를 대상으로 할 것을 요건으로 한다고 주장한다.<sup>1158</sup> 또한, FTA가 내국민대우 의무를 “투자의 설립, 인수, 확장, 경영, 영업, 운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대한 ... 대우”로 명시적으로 제한하고 있음을 언급하면서, 피청구국은 청구인들이 한국 정부가 이러한 제한적인 근거 중 어느 근거로 청구인들 또는 그 투자에 “대우”를 부여하지 않았는지 명시하지 않았다고 주장한다.<sup>1159</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 FTA 제 11.5 조에서 이러한 구체적 요건이 발견되지 않음을 강조하며, 내국민대우 의무의 범위에 대한 명확한 제한을 제시한다.<sup>1160</sup>
770. 피청구국에 따르면, 피청구국은 청구인들의 삼성 그룹 지분에 관하여 청구인들과 어떠한 상호 작용도 하지 않았고, 쟁점 조치 중에서 어떤 것도 청구인들을 겨냥하지 않았다는 사실은 논란의 여지가 없다.<sup>1161</sup> 특히, 피청구국은 문제되는 조치 중 어느 것도 청구인들이 주식을 매도할 권리를 방해하거나 삼성물산과 삼성전자에 대한 투자를 관리 및 운영할 권리를 방해하지 않았다는 점을 지적한다.<sup>1162</sup> 따라서, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결과 그 표결에 이르게 된 행위가 무관하며, FTA 제 11.3 조에 따른 청구인들의 “대우”에 해당하지 않는다고 본다.<sup>1163</sup>
771. “대우” 요건에 대한 동일한 제한을 해석한 NAFTA 중재판정부에 따르면, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결은 국민연금이 삼성물산에 대한 개인 주주권을 행사한 순수한

---

<sup>1156</sup> 반박서면, 제 415-516 항.

<sup>1157</sup> 재반박서면, 제 443 항.

<sup>1158</sup> 재반박서면, 제 443 항.

<sup>1159</sup> 반박서면, 제 409 항, 제 411 항; 재반박서면, 제 444 항.

<sup>1160</sup> 재반박서면, 제 444 항.

<sup>1161</sup> 재반박서면, 제 442 항.

<sup>1162</sup> 반박서면, 제 412 항; 재반박서면, 제 445 항.

<sup>1163</sup> 재반박서면, 제 445 항.

상행위이므로, FTA 제 11.3 조의 별개의 “대우” 요건으로 인정되기 위한 “메이슨의 사업에 적용되는 규제조치”가 아니었다고 주장한다.<sup>1164</sup>

772. 둘째로, 피청구국은 총수일가가 서로 가족관계로만 결합되어 있을 뿐, 별개의 투자 프로필을 가진 다양한 개인들의 집단으로 구성되어 있으므로, 총수일가를 “동종의 상황” 분석에서 비교대상으로 삼는 것은 부적절하다고 본다.<sup>1165</sup> 예를 들어, 피청구국은 청구인들과 달리 이재용이 2015년 6월 1일 당시 삼성물산이 아니라 제일모직에 대한 상당한 지분을 보유하고 있었음을 지적한다.<sup>1166</sup>
773. 따라서, 총수일가는 삼성물산, 제일모직과 삼성 그룹의 다른 회사들의 상이한 주주들을 가지고 있었으므로, 피청구국은 총수일가가 본건 합병 표결의 결과에 대하여 청구인들과 다른 이해관계를 가지고 있었음을 강조한다.<sup>1167</sup> 피청구국은 총수일가의 구성원들을 정의하지 않았으므로, 청구인들과 총수일가가 모두 삼성물산과 삼성전자의 주주로서 적절한 비교대상이라는 주장을 청구인들이 입증하지 않았다고 주장한다.<sup>1168</sup> 같은 맥락에서, 피청구국은 청구인들이 총수일가의 모든 구성원들이 본건 합병으로 이익을 얻었거나 한국의 조치로 직접적으로 영향을 받았다는 점을 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>1169</sup>
774. 이에 반하여, 피청구국은 가장 “동종의 상황”에 있는 더 유사한 비교대상은 삼성물산 주식을 소유하였으나 제일모직 주식을 소유하지 않은 모든 한국 투자자들이라고 주장한다.<sup>1170</sup> 이는 삼성물산과 삼성전자를 모두 소유한 투자자들이 삼성물산에만 주식을 소유한 투자자들과 반드시 차이가 있고 더 복잡한 이해관계를 가지고 있었기 때문이다.<sup>1171</sup>

---

<sup>1164</sup> *Mrrill & Ring Forestry L. P. v. The Government of Canada*, UNCITRAL, 중재판정, 2010년 3월 31일[**CLA-119**], 제 79 항을 언급하는 반박서면, 제 413 항.

<sup>1165</sup> 반박서면, 제 418 항.

<sup>1166</sup> 재판박서면, 제 450 항.

<sup>1167</sup> 재판박서면, 제 456 항.

<sup>1168</sup> 재판박서면, 제 450 항.

<sup>1169</sup> 재판박서면, 제 451 항.

<sup>1170</sup> *Methanex Corporation v. United States of America*, UNCITRAL, 관할권 및 본안에 대한 최종 결정, 2005년 8월 3일[**RLA-96**], 제 19 항을 인용하는 반박서면, 제 420-421 항; 재판박서면, 제 454 항.

<sup>1171</sup> 재판박서면, 제 452 항.

그 결과, (내국민대우 분석 목적상) 국민연금의 본건 합병 표결에 “좌우”되는 “경제 부문”은 제일모직의 주주가 아닌 삼성물산의 모든 한국인 주주들이다.<sup>1172</sup>

775. 미국이 확인한 바와 같이, 피청구국은 내국민대우 의무가 미국 투자자들에게 어떠한 상황에서도 한국 투자자들이 “받을 수 있는 최고 수준의 대우”를 부여하는 것이 아니라, 외국인 투자자들을 내국인 투자자들보다 불리하지 않은 대우를 제공하는 의미라고 강조한다.<sup>1173</sup> 따라서, 피청구국은 내국인 투자자가 국가에 의해 “부당하게 취급된 경우”라고, 협정상 의무는 외국인 투자자들에게 동종의 상황의 내국인 투자자보다 유리한 대우를 제공하지 않는다고 주장한다.<sup>1174</sup> 총수일가가 본건 합병으로 받았다는 더 유리한 대우 역시 총수일가가 제일모직 주식을 소유하지 않은 청구인들 또는 다른 한국 삼성물산 주주들과 동일한 지위에 있지 않았으므로 무관하다.<sup>1175</sup>
776. 셋째로, 피청구국은 청구인들이 삼성전자 주식을 소유하지 않은 총수일가 또는 그 밖의 한국 삼성물산 투자자보다 불리한 대우를 받지 않았다고 주장한다.<sup>1176</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 *Popa & Talbot* 사건을 참조하면서, “동종의 상황”에 있는 내국인 투자자들을 외국인 투자자들과 동일하게 취급한다면 “불리한” 대우가 있을 수 없으므로, 내국민대우 의무의 위반이 없다고 주장한다.<sup>1177</sup>
777. 피청구국에 따르면, 청구인들과 마찬가지로 삼성물산 주식을 소유하였으나 제일모직 주식을 소유하지 않은 다수의 한국 투자자들이 있었고, 본건 합병 당시 청구인들과 동일한 지위에 있었다.<sup>1178</sup> 이러한 한국 투자자들은 한국 법원에서 본건 합병의 취소에 승소하지 못한 개인뿐만 아니라, 기관 투자자들을 포함한다.<sup>1179</sup> 청구인들이 본건 합병으로 인해

---

<sup>1172</sup> 반박서면, 제 421 항. 재반박서면, 제 453 항 참조.

<sup>1173</sup> 미국 서면, 제 31 항을 언급하는 재반박서면, 제 460 항.

<sup>1174</sup> 재반박서면, 제 458-459 항.

<sup>1175</sup> 재반박서면, 제 461 항.

<sup>1176</sup> 반박서면, 제 427 항.

<sup>1177</sup> *Pope & Talbot v. Government of Canada*, UNCITRAL, 2 단계 본안에 대한 판정, 2001 년 4 월 10 일[CLA-129], 제 87 항을 언급하는 반박서면, 제 425 항.

<sup>1178</sup> 반박서면, 제 426 항.

<sup>1179</sup> 반박서면, 제 426 항. 서울중앙지방법원 2016 가합 510827, 2017 년 10 월 19 일[R-242]상의 원고들 및 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016 년 5 월 30 일[C-115]상의 신청인/항고인 참조. 위 제 269 항 참조.



어떠한 손해를 입은 범위 내에서, 피청구국은 이러한 한국 투자자들이 동일한 손해를 입었을 것이라고 주장한다.<sup>1180</sup>

778. 마지막으로, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 결정이 외국인 투자자들을 차별하려는 의도에 기인하였다는 점을 청구인들이 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>1181</sup>

779. 선결 문제로서, 피청구국은 *S.D. Myers v. Canada* 사건을 인용하면서, 외국인 투자자들에 대한 실질적인 불리한 대우가 없더라도 차별적인 내용이 존재하는 것만으로 FTA 에 따른 위반을 입증하기에 충분하다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>1182</sup> 또한 피청구국은 *Corn Products v. Mexico* 사건 중재판정부(청구인들이 자신들의 입장을 뒷받침하기 위해 인용한 유일한 사건)가 의도가 입증되었다는 사실이 투자유치국이 청구인에 “불리한 대우”를 하였는지에 대한 “제 3 차” 기준에 있어 “결정적”이었다고 판시하였음을 분명히 한다.<sup>1183</sup>

780. 결과적으로, 피청구국은 국민연금의 표결로 인하여 혜택을 받은 제일모직의 여러 미국 주주들이 있다는 점을 고려할 때, 청구인들이 인용한 그 어떠한 증거도 국민연금이 외국인 투자자들을 차별할 의도를 가지고 있었다는 점을 입증하지 못한다고 주장한다.<sup>1184</sup> 마찬가지로, 본건 합병을 지지한 다수의 해외 삼성물산 주주들과 본건 합병에 반대한 한국 삼성물산 주주들이 있었다는 사실은 피청구국의 행위와 삼성물산 및 제일모직 주주들의 국적 사이의 관련성이 결여되었음을 보여준다.<sup>1185</sup>

781. 피청구국에 따르면, 증거는 소수의 미국계 헤지펀드의 약탈적인 행동과 그러한 행동이 한국 경제에 초래할 수 있는 해악에 대한 반응으로 피청구국이 본건 합병을 지원하였음을 입증할 뿐이다.<sup>1186</sup> 특히, 엘리엇 그룹이 단기 먹튀 거래를 행하는 것으로 알려져 있었다는 점에 주목하면서, 피청구국은 박근혜 대통령과 청와대 관계자들의 발언은 본건 합병에 반대하는 엘리엇 그룹의 강경한 캠페인에 비추어 볼 때 본건 합병의 승인이 한국 경제에

---

<sup>1180</sup> 반박서면, 제 427 항; 재반박서면, 제 457 항.

<sup>1181</sup> 반박서면, 제 428 항.

<sup>1182</sup> *S.D. Myers v. Canada*[**RLA-93**], 제 254 항을 언급하는 반박서면, 제 429 항.

<sup>1183</sup> *Corn Products International, Inc. v. Mexico*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/01, 책임에 관한 결정, 2008 년 1 월 15 일[**CLA-6**], 제 117 항, 제 138 항을 언급하는 반박서면, 제 430 항.

<sup>1184</sup> 반박서면, 제 432 항.

<sup>1185</sup> 반박서면, 제 433 항; 재반박서면, 제 462 항.

<sup>1186</sup> 반박서면, 제 463 항.

최선의 이익이 되었다는 그들의 믿음을 보여줄 뿐이라고 주장한다.<sup>1187</sup> 피청구국에 따르면 미국 헤지펀드로부터 야기되는 매우 구체적인 위협에 대한 이러한 구체적인 반응은 국제법 기준상 모든 미국 투자자에 대하여 FTA 를 위반하는 차별적 의도의 증거로 채택될 수 없다.<sup>1188</sup>

### 3. 미국 서면

782. 미국은 FTA 제 11.3 조가 투자자나 투자 간의 모든 차별적 대우를 금지하기 위한 것이 아니라, 국적에 따른 차별을 금지하기 위해 마련된 것이라고 주장한다.<sup>1189</sup> 국적에 근거한 차별은 법률상(명목상 차별적) 발생하거나 사실상(명목상 중립적이지만, 적용에 있어서는 국적에 근거하여 차별적임) 발생할 수 있다.<sup>1190</sup> 청구인은 차별적 의사를 입증할 필요가 없다.<sup>1191</sup>
783. 미국에 따르면, 제 11.3 조에 따른 내국민대우 위반을 입증하기 위해, 청구인은 자신 또는 자신의 투자에 (i) “대우”가 부여되었고; (ii) 내국인 투자자 또는 투자와 “동종의 상황”에 있었으며; (iii) 내국인 투자자나 투자에 부여하는 대우보다 “불리한” 대우를 받았다는 점을 입증할 책임이 있다.<sup>1192</sup> 미국은 청구인이 비교대상과 “동일한 상황”에 있는지에 대한 분석은 맥락에 따라 청구인 또는 그 투자가 소유권의 국적 이외에 관련된 모든 측면에서 유사한 내국인 투자자 또는 투자와 비교되어야 하는 구체적 사실관계에 대한 조사라는 점을 지적한다.<sup>1193</sup> 특히, 미국은 “‘상황’이라는 용어가 대우 자체가 아니라 대우에 수반되는 조건이나 사실을 의미하는 것으로 이해한다”.<sup>1194</sup>
784. 미국은 제 11.3 조에 따른 “동종의 상황”에서 대우가 부여되는지 여부에 대한 분석은 해당 대우가 정당한 공공 복지 목적을 토대로 투자자 또는 투자를 구별하는지 여부 등,

---

<sup>1187</sup> 반박서면, 제 435 항; 재반박서면, 제 463(b)항, 제(c)항, 제(e)항, 제 464 항.

<sup>1188</sup> 반박서면, 제 436 항.

<sup>1189</sup> 미국 서면, 제 27 항.

<sup>1190</sup> 미국 서면, 제 27 항.

<sup>1191</sup> 미국 서면, 제 27 항.

<sup>1192</sup> 미국 서면, 제 26 항.

<sup>1193</sup> 미국 서면, 제 29-30 항.

<sup>1194</sup> 미국 서면, 제 29 항.

전반적인 상황에 달려 있다고 주장한다.<sup>1195</sup> 미국에 따르면, 제 11.3 조의 어떠한 내용도 외국인 투자자나 그 투자에 대하여 상황에 관계없이 내국인 투자자나 투자에 부여되는 최선의 대우 또는 가장 유리한 대우를 부여할 것을 요구하지 않는다; 적절한 비교는 동종의 상황에서 외국인 투자자와 내국인 투자자 또는 투자에 부여하는 대우 사이의 비교이다.<sup>1196</sup> 이러한 “[협정] 당사국들이 의도한 중요한 차이”로 인하여, 투자유치국은 제 11.3 조를 위반하지 않고 행위주체를 구별하는 조치를 채택할 수 있다.<sup>1197</sup>

#### 4. 중재판정부의 분석

785. FTA 제 11.3 조는 다음과 같이 규정하고 있다:

##### 제 11.3 조: 내국민대우

1. 각 당사국은 자국 영역내 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자에게 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 다른 쪽 당사국의 투자자에게 부여한다.
2. 각 당사국은 투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분에 대하여 동종의 상황에서 자국 투자자의 자국 영역내 투자에 부여하는 것보다 불리하지 아니한 대우를 적용대상투자자에게 부여한다.<sup>1198</sup>

786. 당사자들은 FTA 제 11.3 조에 따른 내국민대우 기준의 위반이 인정되기 위해서는 다음의 세 가지 요소가 충족되어야 함에 동의한다:

- (a) 쟁점 “대우”는 “투자의 설립·인수·확장·경영·영업·운영과 매각 또는 그 밖의 처분”에 관한 것이어야 한다;
- (b) 청구인들 또는 그 투자는 “한국의 투자자 또는 투자와 동종의 상황에 있어야 한다; 그리고
- (c) 청구인들이나 그 투자는 적절한 비교대상에게 부여된 대우보다 “불리한” 대우를 부여받았어야 한다.<sup>1199</sup>

---

<sup>1195</sup> 미국 서면, 제 30 항.

<sup>1196</sup> 미국 서면, 제 31 항.

<sup>1197</sup> 미국 서면, 제 31 항.

<sup>1198</sup> 협정[CLA-23], 제 11.3 조.

<sup>1199</sup> 수정청구서면, 제 218 항; 반박서면, 제 415 항.

787. 청구인들은 피청구국이 총수일가를 위하여 청구인들과 그 투자를 차별함으로써 내국민대우 기준을 위반하였다고 주장한다.<sup>1200</sup>
788. FTA 제 11.5 조의 맥락에서 논의된 것과 동일한 이유로, 중재판정부는 청구인들에게 FTA 제 11.3 조의 의미 내에서 “대우”를 “부여”하지 않았다는 피청구국의 주장에 동의하지 않는다.
789. 그러나 중재판정부는 청구인들과 그 투자가 총수일가와 그 삼성물산 지분과 동종의 상황에 있었다고 보지 않는다. 우선, 총수일가는 서로 다른 지분을 가진 개인들로 구성되어 있다. 예를 들어, 이재용은 2015년 6월 1일 당시 삼성물산이 아니라 제일모직의 주주였을 뿐이었고, 반면 그의 아버지는 삼성물산과 제일모직의 주식을 모두 보유하고 있다.<sup>1201</sup> 중재판정부가 보기에, 청구인들에 대하여 더 유사한 비교대상은 삼성물산 주식을 보유하고 제일모직 주식을 보유하지 않은 한국 투자자들이다. 그러나 이들의 투자는 청구인들의 투자와 동일한 방식으로 피청구국의 행위에 의해 영향을 받았다.
790. 이러한 이유로, 중재판정부는 피청구국이 청구인들의 투자에 대하여 동종의 상황에서 국내 투자에 부여한 것보다 불리하게 대우를 부여하지 않았다고 판단한다. 피청구국은 FTA 제 11.3 조에 따른 내국민대우 기준을 위반하지 않았다.

## VII. 인과관계

791. 당사자들은 FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호에서 발생하는 사실적 및 법적 인과관계의 기준과 요건에 대해 의견이 일치하지 않는다. 인과관계의 기준 및 요건에 대한 자신의 해석을 토대로, 청구인들은 피청구국이 사실상 및 법률상 청구인들의 손실을 야기하였음이 입증되었다고 주장한다. 반면, 피청구국은 청구인들이 피청구국의 위반 혐의가 사실상 또는 법률상 청구인들의 손실을 야기하였음을 입증하지 않았다고 주장한다.

### A. 인과관계의 기준 및 요건

#### 1. 청구인들의 입장

---

<sup>1200</sup> 수정청구서면, 제 227 항.

<sup>1201</sup> 서울고등법원 2016 라 20189(병합), 2016년 5월 30일[CLA-115], 11 페이지.

**a) 사실적 인과관계**

792. 청구인들은 사실적 인과관계가 청구인들이 국제법상 높은 수준의 사실적 확실성을 입증해야 한다는 피청구국의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1202</sup> 사실적 인과관계에 대한 입증은 개연성의 균형이나 증거의 우위 기준에 따라 입증된다는 것이 청구인들의 입장이다.<sup>1203</sup> 청구인들은 피청구국이 인용한 *Clayton et al v. Canada* 사건 및 *Nordzucker v. Poland* 사건의 판정에서 보다 엄격한 기준이 적용되어야 한다는 내용이 포함되어 있지 않다고 주장한다.<sup>1204</sup> 청구인들은 *Gold Reserve v. Venezuela* 사건 및 *Tethyan Copper Company v. Pakistan* 사건의 판정을 인용하며, 이들은 모두 청구인들의 주장에 따르면 적절한 기준이 개연성의 균형이라고 판시하였다.<sup>1205</sup> 청구인들은 피청구국의 부당한 압박이 없었다면 국민연금이 본건 합병을 승인하지 않았을 것이라는 점을 청구인들이 입증해야 한다는 피청구국의 입장에 이의를 제기한다.<sup>1206</sup>

**b) 법적 인과관계**

793. 청구인들은 법적 인과관계를 판단하기 위한 적절한 요건이 ‘근접성’ 또는 ‘예측가능성’을 입증하는 것이라는 점에 동의하지만, 국제법 또는 FTA 에 의해 피청구국의 위반이 청구인들의 손실의 ‘주된’ 또는 ‘주요한’ 원인임을 입증해야 한다는 것에는 동의하지 않는다.<sup>1207</sup> 오히려 청구인들은 법적 인과관계를 판단하기 위한 요건이 “협정 위반에서 비롯된, 협정 위반을 이유로” 발생한 손실에 대한 보상을 규정하는 FTA 제 11.16 조 제 1 항

---

<sup>1202</sup> 반박서면, 제 444-448 항을 언급하는 답변서, 제 290 항.

<sup>1203</sup> 답변서, 제 290 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 94 항.

<sup>1204</sup> *Clayton et al. v. Canada*, UNCITRAL, PCA 사건번호 2009-04, 손해배상에 대한 판정, 2019년 1월 10일(이하 “*Clayton et al v. Canada*”)[RLA-174]; *Nordzucker v. Poland*, UNCITRAL, 3 차 부분 및 최종 판정, 2009년 11월 23일[RLA-120]을 언급하는 답변서, 제 291 항.

<sup>1205</sup> *Gold Reserve Inc. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/09/1, 중재판정, 2014년 9월 22일[RLA-148], 제 685 항; *TCC v Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/12/1, 중재판정, 2019년 7월 12일[CLA-187], 제 290 항을 인용하는 답변서, 제 290-291 항.

<sup>1206</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 107 항.

<sup>1207</sup> 반박서면, 제 441-442 항, 제 479-483 항을 언급하는 답변서, 제 311 항.

나호에서 나타난다고 주장한다.<sup>1208</sup> 청구인들은 “예견 가능하지 않은 개입 행위에 의하여 인과관계가 단절되었다”는 점을 입증할 책임이 피청구국에 있다고 주장한다.<sup>1209</sup>

794. “근접성”이 필요하다는 미국의 FTA 해석을 인용하면서,<sup>1210</sup> 청구인들은 이러한 요건을 충족하기 위해 “중재판정부가 가해 당사국의 관점에서 인과관계를 조사하고, 일련의 단계를 통하여 위법행위가 손해로 연결될 수 있다는 점이 ‘예견가능’했는지 여부를 고려해야 한다”고 주장한다.<sup>1211</sup> 청구인들은 중재판정부들이 예측가능성의 개념을 강조했던 *Lemire v. Ukraine* 사건 및 *Angola* 사건의 결정으로 이러한 입장을 뒷받침한다.<sup>1212</sup>
795. 청구인들은 위반이 청구인들의 손실의 “최종적이고 직접적이며 즉각적인 원인”이라는 요건이 없다고 주장한다.<sup>1213</sup> ILC 규정 및 그 주석서와 *CME Czech Republic BV(The Netherlands) v. the Czech Republic* 사건의 부분판정문과 관련하여, 청구인들은 손실의 원인이 되는 요소들 중 하나만이 국가의 책임으로 귀속되는 경우, 이러한 책임은 동시 발생한 요소가 존재한다는 사실로 인하여 경감되지 않는다고 주장한다.<sup>1214</sup>
796. 이러한 입장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 “정상적인 상황에서 특정 원인이 특정 결과를 낳는다는 점이 입증될 수 있다면, 양 사건들 간 인과관계의 (반박가능한) 추정 존재하며, 첫 번째 사건이 두 번째 사건의 근인이라고 보아도 무리가 없다”고 명시한 *Lemire v. Ukraine* 사건의 결정을 지적한다.<sup>1215</sup> 따라서, ICJ 및 기타 중재판정부들의 사례를 인용하면서, 청구인들은 인과관계에 여러 고리들이 있거나 다른 동시 발생한 손실 원인이

---

<sup>1208</sup> FTA[CLA-23], 제 11.16 조 제 1 항 나호를 인용하는 답변서, 제 312 항.

<sup>1209</sup> 답변서, 제 317 항.

<sup>1210</sup> 미국 서면, 제 35 항을 인용하는 답변서, 제 312 항.

<sup>1211</sup> 답변서, 제 312 항.

<sup>1212</sup> *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/06/18, 관할권과 책임에 대한 판결, 2010년 1월 14일(이하 “*Lemire v. Ukraine*”)[CLA-8], 제170항; Recueil des Sentences Arbitrales, Volume II, 1928년 7월 31일(이하 “*Angola* 사건”)[CLA-202], 1031페이지를 인용하는 답변서, 제312항.

<sup>1213</sup> 답변서, 제 313-314 항.

<sup>1214</sup> ILC 규정 주석서,[CLA-166], 제31조, 주석 12; *CME Czech Republic BV(The Netherlands) v. The Czech Republic*, UNCITRAL, 부분판정문, 2001년 9월 13일[CLA-100], 제581항, 제583항을 인용하는 답변서, 제313항. 본안 심리 속기록, 6일차, 2022년 5월 11일, 1013:6-16페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1215</sup> *Lemire v. Ukraine*[CLA-8], 제 169 항을 인용하는 답변서, 제 314 항.

있다는 것이 피청구국의 행위가 청구인들의 손실과 동떨어졌다는 의미는 아니라고 결론 내린다.<sup>1216</sup>

## 2. 피청구국의 입장

### a) 사실적 인과관계

797. 피청구국은 국제법에서 청구인들이 사실적 인과관계에 대한 결정을 충족하기 위하여 고도의 확실성을 충족할 것을 요구한다고 주장한다.<sup>1217</sup> 피청구국은 청구인들이 이러한 요건을 충족할 책임을 부담한다고 강조하면서, *Gemplus* 사건 및 *Gavazzi* 사건이 모두 이러한 규칙을 확인한다는 점을 지적한다.<sup>1218</sup> *Clayton et al v. Canada* 사건을 인용하면서, 피청구국은 피청구국의 행위가 없었다면 “‘거의 확실히’ 또는 ‘충분한 수준의 확실성으로’ 자신이 주장하는 손실을 입었을 것임”을 청구인들이 입증해야 한다고 주장한다.<sup>1219</sup> 피청구국은 손실이 발생하지 않았다는 가정적 시나리오가 여러 가지 조건부 사실이나 사실적 가정을 필요로 하는 경우, 높은 수준의 사실적 확실성 기준을 충족시키지 못한다고 주장한다.<sup>1220</sup> 이와 관련하여, 피청구국도 투자자가 다수의 추정적 가정에 의존하였기 때문에 중재판정부가 사실적 인과관계를 인정하지 않았던 *Nordzucker v. Poland* 사건을 인용하고 있다.<sup>1221</sup>
798. 피청구국이 보기에, 청구인들이 상기 사건들이 개연성의 균형 기준을 사용하였다고 주장하는 것은 틀렸으며, *Chorzów* 사건 및 *Bosnian Genocide* 사건 결정을 인용하면서 이러한 사건들이 높은 수준의 사실적 확실성을 요구한다고 재강조한다.<sup>1222</sup> 피청구국은

<sup>1216</sup> *Corfu Channel 사건(United Kingdom v Albania)(Merits)[1949] ICJ Rep 4(이하 “Corfu Channel”)[CLA-174]; Hulley Enterprises Limited(Cyprus) v. The Russian Federation, UNCITRAL, PCA 사건번호 AA 226항, 관할 및 청구 적격에 관한 중간판정, 2009년 11월 30일[CLA-176], 제1774항; Saluka v Czech Republic[CLA-41], 제480-481항을 인용하는 답변서, 제315-316항.*

<sup>1217</sup> 반박서면, 제 444-445 항; 재반박서면, 제 471 항.

<sup>1218</sup> *Gemplus v. Mexico[CLA-114]*, 제 12-56 항; *Gavazzi v. Romania[CLA-178]*, 제 148 항을 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 76 항.

<sup>1219</sup> *Clayton et al v. Canada[RLA-174]*, 제 110-112 항을 인용하는 반박서면, 제 444-446 항.

<sup>1220</sup> 반박서면, 제 445 항, 제 448 항.

<sup>1221</sup> 반박서면, 제 447-448 항.

<sup>1222</sup> *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 판정, 1928년 9월 13일, PCIJ, Rep. Series A, No. 17[CLA-1]; *Case Concerning Application of the Convention on the Prevention and Punishment of the Crime of Genocide(Bosnia and Herzegovina v. Serbia and Montenegro)*, ICJ 판결, 2007년 2월 26일[RLA-105]을 언급하는 재반박서면, 제 473 항.

*Nordzucker v. Poland* 사건에서 폴란드의 행위가 없었다면 투자자가 “반드시” 손해를 입었을 것을 요구하는 더 엄격한 기준을 사용하였다고 덧붙인다.<sup>1223</sup> 또한, 피청구국은 청구인들이 인용한 다른 투자 결정들이 개연성의 균형 기준이 필요하다는 주장을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>1224</sup>

**b) 법적 인과관계**

799. 피청구국은 본 중재에서 법적 또는 “근접한” 인과관계가 FTA 제 11.16 조 제 1 항 가호 2)목로부터 도출된다는 점에 동의한다.<sup>1225</sup> 그러나, 피청구국은 국제법상 상당인과관계를 입증하기 위해서는 협정 위반과 청구 대상 손실 사이의 충분한 인과관계를 증명할 필요가 있고, 이에 따라 협정 위반이 청구 대상 손실의 주된, 주요한 또는 근본적인 원인이 되어야 한다고 주장한다.<sup>1226</sup> 피청구국은 중재판정부가 “발생한 손해와 피청구국의 BIT 위반 사이에 충분한 인과관계가 성립”하기 위하여는 “청구인들이 BIT [위반]이 [손해의] 주된 원인임을 입증하여야 한다”고 실시한 *Micula v. Romania* 사건의 중재판정부를 인용한다.<sup>1227</sup> 또한 피청구국은 이탈리아의 위법한 회사 수용이 손실과 관련된 요인 중 하나일 뿐 “근본적인 원인”이 아니라는 이유로 ICJ가 배상 청구를 기각한 *ELSI(USA v. Italy)* 사건 결정을 인용한다.<sup>1228</sup> 마지막으로, 피청구국은 투자자들이 이탈리아의 행위가 “... 프로젝트 실패의 주요한 원인”임을 입증하는데 실패한 *Blusun v. Italy* 사건을 인용한다.<sup>1229</sup>

<sup>1223</sup> 재반박서면, 제 474 항.

<sup>1224</sup> 답변서, 제 291 항을 언급하는 재반박서면, 제 475 항.

<sup>1225</sup> FTA[**CLA-23**], 제 11.16 조 제 1 항 나목을 언급하는 재반박서면, 제 528 항.

<sup>1226</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 31 조 제 1 항, 주석 10; *Biwater Gauff v. Tanzania*[**CLA-95**], 제 785 항; *BG Group Plc. v. Republic of Argentina*, UNCITRAL, 중재판정, 2007년 12월 24일[**CLA-94**], 제 428 항; *S.D. Myers v. Canada*[**RLA-93**], 제 140 항; *Methanex v. US*[**RLA-92**], 제 138 항; *Trail Smelter Case (United States v. Canada)*, 3 R.I.A.A. 1905, 1938년 4월 16일[**RLA-66**], 1931 페이지; *ELSI*[**CLA-104**], 제 101 항; *Ioan Micula, Viorel Micula, S.C. European Food S.A., S.C. Starmill S.R.L. and S.C. Multipack S.R.L. v. Romania*[I], ICSID 사건번호 ARB/05/20, 최종 중재판정, 2013년 12월 11일(이하 “*Micula v. Romania I*”)[**RLA-143**], 제 1137 항; *Blusun S.A., Jean-Pierre Lecorcier and Michael Stein v. Italian Republic*, ICSID 사건번호 ARB/14/3, 중재판정, 2016년 12월 27일(이하 “*Blusun v. Italy*”)[**RLA-162**], 제 394 항을 인용하는 재반박서면, 제 529 항; 반박서면, 제 479 항. 본안 심리 속기록, 6일차, 2022년 5월 11일, 1041:16-1042:12[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1227</sup> *Micula v. Romania II*[**RLA-143**], 제 1137 항을 인용하는 반박서면, 제 482 항.

<sup>1228</sup> *ELSI*[**CLA-104**], 제 101 항을 인용하는 반박서면, 제 480 항.

<sup>1229</sup> *Blusun v. Italy*[**RLA-162**], 제 394 항을 인용하는 반박서면, 제 481 항.



800. 피청구국은 법적 인과관계에 따라 위반이 “손해의 ’최종적이고 직접적이며, 즉각적인 원인’”이 되어야 하며, 손해에 대하여 개입하거나 추월적인 원인이 없었음을 입증해야 한다고 주장한다.<sup>1230</sup> 이에 따라 피청구국은 이러한 인과관계를 입증할 책임이 청구인들에게 있으며, 청구인들이 이러한 부분에 대하여 인용하는 사건들은 청구인들의 주장을 뒷받침하지 않는다고 주장한다.<sup>1231</sup>
801. 또한, 피청구국은 *HG Venable* 사건 및 미국 서면을 인용하면서, 국가의 행위로 인한 손실의 예측가능성을 입증하는 것이 상당인과관계를 판단하는 것과 관련은 있지만, 그것만으로는 충분하지 않다고 주장한다.<sup>1232</sup> 피청구국은 법적 인과관계가 청구인들의 행위가 손실을 야기할 것을 국가가 예견하였는지 여부가 아니라 그 행위가 주된, 주요한 또는 근본적인 원인인지 여부에 따라 결정된다는 피청구국의 근거에 대하여 청구인들이 자신의 입장을 설명하지 않는다고 주장하면서, 예측가능성에 초점을 맞추는 청구인들의 주장을 반박한다.<sup>1233</sup> 또한 피청구국은 청구인들이 인용하는 근거인 *Lemire v. Ukraine* 사건 및 *Angola* 사건이 예측가능성과 근접성을 동일시하지 않으며, 예측가능성만으로 각각 법적 인과관계를 입증한다고 판시하지 않는다고 주장한다.<sup>1234</sup>
802. 마지막으로, 피청구국은 청구인들이 손해배상과 관련하여 피청구국의 책임을 입증하기 위한 인과관계와 피청구국 협정 위반을 입증하기 위해 인과관계를 합쳤다고 주장한다.<sup>1235</sup> 피청구국은 행위가 손실의 당시 몇몇 ‘조건적’ 그리고 상당한 원인들 중 하나라면 책임을 질 수 있다는 점에 이의가 없지만, 청구인들이 인용한 결정들은 배상책임이나 사실적

---

<sup>1230</sup> 재반박서면, 제 529 항; *Robert S. Lauder v Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2001년 9월 3일(이하 “*Lauder v. Czech Republic*”)[**RLA-87**], 제 234 항을 인용하는 반박서면, 제 483 항.

<sup>1231</sup> 재반박서면, 제 536 항.

<sup>1232</sup> *H.G. Venable(U.S. v. Mexico)*, 4 R.I.A.A. 219(1927)[**RLA-64**], 225 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 533 항; 미국 서면 제 38 항.

<sup>1233</sup> 재반박서면, 제 531 항.

<sup>1234</sup> *Lemire v. Ukraine*[**CLA-117**], 제 166 항; *Angola* 사건[**CLA-202**], 1031 페이지를 언급하는 재반박서면, 제 532 항.

<sup>1235</sup> 재반박서면, 제 534 항.

인과관계의 맥락에서 동시 발생하는 원인을 다루는 것이지, 법적 인과관계를 판단하는 맥락이 아니라고 주장한다.<sup>1236</sup>

### 3. 미국 서면

#### a) 사실적 인과관계

803. 미국은 제 11.16 조 제 1 항 가호의 통상적인 의미에서 청구인들이 “위반과 손실 또는 손해 사이의 인과관계”를 입증할 것을 요구하며, 이러한 사실적 인과 관계의 기준은 “조건적” 또는 “필수불가결” 기준이며, 이에 따라 문제되는 행위가 없었더라면 결과가 발생하지 않았을 경우에 인과관계가 결정된다는 입장이다.<sup>1237</sup> 미국은 위반 당사자가 자신의 의무를 준수하였다면 동일한 결과가 발생할 수 경우에는 “조건적” 기준이 충족되지 않는다고 설명한다.<sup>1238</sup>

#### b) 법적 인과관계

804. NAFTA 제 1116 조 제 1 항 및 제 1117 조 제 1 항의 실질적으로 동일한 문구에 관한 자신의 입장을 인용하면서, 미국은 제 11.16 조 제 1 항 나호의 통상적 의미가 청구인들에게 상당인과관계를 증명할 것을 요구한다고 주장한다.<sup>1239</sup> 특히 미국은 조항 위반과 손실 사이에 “충분한 인과관계”가 존재해야 한다고 판시한 *S.D. Myers* 사건 중재판정부를 인용하고 있다.<sup>1240</sup> 미국은 또한 같은 중재판정부가 “동일한 개념을 다른 방식으로 설명하자면, 손해가 너무 동떨어져서는 안 된다거나, 특정 NAFTA 조항의 위반이 손해와 상당인과관계가 있어야 한다”고 명시하였음을 언급하고 있다.<sup>1241</sup>

---

<sup>1236</sup> *Corfu Channel*[CLA-174], 350 페이지; *Hully v. Russian Federation*[RLA-226], 제 1774 항; *Saluka v. Czech Republic*[CLA-41], 제 480-481 항을 언급하는 재판박서면, 제 534-535 항.

<sup>1237</sup> 비분쟁 당사자 서면, 제 36 항.

<sup>1238</sup> *Islamic Republic of Iran v. United States of America*, AWD 602-A15(IV)/A24-FT, 2014 년 7 월 2 일, 제 52 항을 인용하는 비분쟁 당사자 서면, 제 36 항.

<sup>1239</sup> *William Ralph Clayton & Bilcon of Delaware Inc. et al. v. Government of Canada*, PCA 사건번호 2009-04, 미합중국의 서면, 2017 년 12 월 29 일, 제 23-27 항; *Methanex Corp. v. United States of America*, 피청구국 미국의 수정반박서면, 2003 년 12 월 5 일, 제 213 항; *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*, 미합중국의 7 차 서면, 2001 년 11 월 6 일, 제 2 항, 제 13 항; *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, 미국의 서면, 2001 년 9 월 18 일, 제 12 항을 인용하는 비분쟁 당사자 서면, 제 37 항.

<sup>1240</sup> *S.D. Myers* 1 차 부분판정문, 제 316 항을 인용하는 비분쟁 당사자 서면, 제 37 항.

<sup>1241</sup> *S.D. Myers* 2 차 부분판정문, 제 140 항을 인용하는 비분쟁 당사자 서면, 제 37 항. *Pope & Talbot, Inc. v. Government of Canada*, NAFTA/UNCITRAL, 손해배상에 관한 판정, 2002 년 5 월 31 일, 제 80 항;

805. 미국은 FTA 제 11.16 조 제 1 항에서 당사자들이 이러한 관련 국제법 규칙을 벗어나려고 의도하였다는 징후가 없으므로, 손실 및 손해는 위반 혐의에 기속되는 행위, 사건 또는 상황에 근거해야 하며, “관련 국제법의 규칙에 따라 충분히 ‘직접적이거나’, ‘예측가능하거나’, ‘근접’하지 않은 손해는 손해배상을 산정할 때 고려되지 않는다”고 주장한다.<sup>1242</sup>

#### 4. 중재판정부의 분석

806. FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호에 따르면, 청구인들은 “그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한” 손실 또는 손해에 대하여, 협정 의무 위반에 따른 청구를 중재에 회부할 수 있다. 당사자들은 이러한 인과관계 기준이 사실적 요소와 법적 요소를 모두 가진다는 점에 동의한다.

##### a) 사실적 인과관계

807. 청구인들이 피청구국의 위반이 청구인들의 손실의 조건부 원인임을 입증하기 위한 입증책임을 부담한다는 점에는 이견이 없다.<sup>1243</sup> 당사자들은 사실적 인과관계에 대한 관련 입증 기준, 즉 “개연성의 균형” 또는 “증거의 우위” 기준이 적용되는지 또는 “높은 수준의 사실적 확실성”이 요구되는지 여부에 대하여 의견이 일치하지 않는다.

808. 중재판정부는 *Clayton v. Canada* 사건 중재판정부의 분석에 동의하며, 이에 따라 “국제공법 문헌에서는 의무위반과 피해 사이의 인과관계를 증명하는데 있어 높은 수준의 사실적 확실성을 요구한다. 즉, (*Chorzów* 사건에서와 같이) 문제되는 피해가 위반행위로 인해 ‘거의 확실히’ 발생했거나, (*Genocide* 사건의 경우와 같이) 위반행위가 없었다면, 피해를 피할 수 있었을 것이라는 점이 ‘충분한 수준의 확실성’에 달할 정도라는 증거가 요구된다”.<sup>1244</sup>

---

*Archer Daniels Midland Co. v. United Mexican States*, NAFTA/ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/05 항, 중재판정, 2007년 11월 21일, 제 282 항 참조.

<sup>1242</sup> ILC 규정 제 31 조, 주석 10 항을 인용하는 비분쟁 당사자 서면, 제 38 항.

<sup>1243</sup> 답변서, 제 288 항.

<sup>1244</sup> *Clayton et al. v. Canada*[**RLA-174**], 제 110 항.

809. 따라서 중재판정부는 피청구국의 위반이 없었다면 청구인들이 자신들의 손실이나 손해를 입지 않았을 것이라는 충분한 확실성을 입증해야 한다고 판단한다.

**b) 법적 인과관계**

810. 당사자들은 법적 인과관계 또는 상당인과관계를 입증하는 데 필요한 기준점에 관하여 의견이 일치하지 않는다. 피청구국은 상당인과관계가 문제되는 손실의 “주된”, “주요한” 또는 “근본적인” 원인,<sup>1245</sup> 문제되는 손실의 “최종적이고 직접적이며, 즉각적인 원인”이라고 주장한다.<sup>1246</sup> 피청구국에 따르면, 청구인들은 손해에 대하여 “개입하거나” “추월하는” 사유가 존재하지 않았음을 입증해야 한다.<sup>1247</sup> 청구인들은 FTA 나 국제법상 그러한 요건이 없다고 주장한다.<sup>1248</sup>

811. 한국과 미국이 FTA 에 상당인과관계에 관한 국제법 원칙을 포함시키고자 의도했다는 점을 고려할 때,<sup>1249</sup> 중재판정부는 법적 인과관계의 기준을 더욱 구체화하기 위해 ILC 규정과 그 주석서를 살펴보는 것이 도움이 된다고 판단한다. ILC 규정 제 31 조 주석서에서 법적 인과관계는 “배상의 대상이 되기에 너무 ‘동떨어져 있다’거나 ‘결과적’인 손해의 배제와 관련이 있다”고 명시하고 있다.<sup>1250</sup>

812. ILC 규정 제 31 조의 주석서는 손해의 원격성이 “하나의 구두 공식을 탐색하여 충분히 해결할 수 있는 법률의 일부가 아니다”라고 강조하며, 국제 중재판정부가 직접성, 예측가능성 또는 근접성의 기준을 사용하여 이를 입증하였으며, 다른 요소들도 관련될 수 있다고 언급한다.<sup>1251</sup>

813. 중재판정부는 피해 당사자가 아니라 다른 개입 또는 추월 사유의 존재를 주장하는 위반자가 입증책임을 부담한다는 *Lemire v. Ukraine* 사건 중재판정부의 의견에

---

<sup>1245</sup> 반박서면, 제 479-482 항.

<sup>1246</sup> 반박서면, 제 483 항.

<sup>1247</sup> 반박서면, 제 483 항.

<sup>1248</sup> 답변서, 제 311 항.

<sup>1249</sup> 반박서면, 제 442 항; 답변서, 제 311-313 항.

<sup>1250</sup> ILC 규정 주석서, 제 31 조, 주석 10[CLA-166].

<sup>1251</sup> ILC 규정 주석서, 제 31 조, 주석 10[CLA-166].

동의한다.<sup>1252</sup> 이는 손실이 협정 위반과 너무 동떨어져 있지 않음을 청구인들이 입증해야 하며, 피청구국은 손실이 개입 또는 추월 사유로 인해 발생하였다는 점을 입증할 책임을 부담함을 의미한다.

814. 중재판정부가 보기에, 근접성 기준은 위법 행위가 손실의 “주된”, “주요한” 또는 “근본적인 원인”임을 피해 당사자가 입증할 것을 요구하는 것으로 생각할 수 없다. 이는 이러한 입증책임의 분배를 실질적으로 뒤집을 것이다. 청구인들은 위반이 청구 손실의 “최종적이고 직접적이며, 즉각적인 원인”임을 입증할 필요가 없다. ILC 주석서는 이와 같이 언급하고 있지 않으며, *Angola* 사건을 결정하는 독일-포르투갈 중재판정부의 문구에 따르면 “위법행위와 손실 간에 중간 행위들이 일부 개입되었다는 사정만으로, 피해 당사자에게 부담하게 하는 것은 공정한 것이 아니다”.<sup>1253</sup>
815. 피청구국이 인과관계의 고리를 깨뜨리기 위해 입증해야 하는 사항에 대하여, 중재판정부는 동시 발생하는 원인에 대한 입증이 충분하지 않다고 판단한다. ILC 규정 주석서 제 31 조는 “손해가 사실상 여러 요인의 조합에 의해 야기되었고, 그 요인 중 하나만이 책임 있는 국가에 기인할 경우, 국제적 관행과 국제 중재판정부들의 결정은 동시 발생하는 원인으로 인한 배상금의 감액이나 축소를 지지하지 않는다”고 규정하고 있다.<sup>1254</sup> 주석서에 따르면, “손해의 일부가 책임 국가에 귀속된 것에 대하여 인과관계 측면에서 분리가 가능한 것임을 증명될 수 있는 경우”에는 동시 발생하는 원인이 인과관계의 고리를 깨뜨리는 것으로 밖에 볼 수 없다.<sup>1255</sup> 중재판정부는 이러한 분석에 동의한다. 따라서 중재판정부의 관점에서, 피청구국은 인과관계의 고리가 단절되었음을 입증하기 위하여 이와 같이 동시 발생하는 원인이 “초기 원인을 대체하고 궁극적인 피해의 주요 원인이 되기에 이르러야 한다.”<sup>1256</sup>는 점을 입증하여야 한다.
816. 따라서 중재판정부는 손실이 협정 위반과 너무 동떨어져 있지 않음을 청구인들이 입증하는 경우 법적 인과관계 요건이 충족된다고 결론내린다. 관련 요소들은 직접성,

---

<sup>1252</sup> *Joseph Charles Lemire v. Ukraine*, ICSID 사건번호 ARB/06/18, 관할권과 책임에 대한 판결, 2010년 1월 14일[CLA-117], 제 163 항 주석 158.

<sup>1253</sup> *Angola Case*[CLA-202], 1031 페이지(프랑스어 번역).

<sup>1254</sup> ILC 규정 주석서, 제 31 조, 주석 12[CLA-166].

<sup>1255</sup> ILC 규정 주석서, 제 31 조, 주석 13[CLA-166].

<sup>1256</sup> *Lauder v. Czech Republic*[RLA-87], 제 234 항.

예측가능성 및 근접성이며, 개별 사건별로 평가될 수 있을 뿐이다. 다른 사건이 당초의 원인을 대체하여 손실의 주된 원인이 되었음을 피청구국이 입증하는 경우, 법적 인과관계는 단절된다.

## B. 피청구국이 청구인들의 손해를 사실상 발생시켰는지 여부

### 1. 청구인들의 입장

817. 수정 청구서면에서, 청구인들의 입장은 다음과 같이 요약된다:

국민연금이 그 의무에 따라 합병에 반대하였다면 - 박 대통령, 문 장관, 홍 본부장 및 그 밖의 국민연금 임직원들이 이재용의 부패한 계획에 협조하지 않았다면 반대했을 것임 - 합병은 승인되지 않고, 메이슨이 소유한 삼성물산 주식의 내재가치에 대한 주식 시장의 저평가는 계속되지 않았을 것이며, 메이슨은 자신의 투자 전략에 따라 삼성물산과 삼성전자에 대한 자신의 투자를 유지하였을 것입니다. 그러나, 한국의 협정 위반으로 인하여 메이슨의 투자 이론의 전제가 부정되었고, 메이슨은 이로 인하여 상당한 투자 손실을 입었습니다.<sup>1257</sup>

818. 청구인들은 본건 합병을 진행하도록 한 피청구국의 행위로 인해 세 가지 손실, 즉 본건 합병 승인에 따른 삼성물산 및 삼성전자 주식의 현금화로 발생한 손실과 청구인들의 투자 가치 손실로 인해 발생한 업무집행사원의 성과보수 감소로 인한 손실을 입었다고 주장한다.<sup>1258</sup>

819. 청구인들은 (a) 피청구국의 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병을 승인하지 않았을 것이고, (b) 피청구국이 국민연금 투자위원회의 표결을 침해하였으며, (c) 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 없었다면 본건 합병이 승인되지 않았을 것이므로, 피청구국의 행위가 청구인들의 손실의 '조건부' 원인이라고 주장한다. 청구인들은 다수의 한국 정부 공무원들이 국민연금의 절차를 침해하고, 국민연금이 본건 합병의 승인에서 인용한 재무 수치를 조작하였으며, 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하도록 압박하였다고 주장한다.<sup>1259</sup>

---

<sup>1257</sup> 수정 청구서면, 제 243 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 994:9-15 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1258</sup> 수정 청구서면, 제 246 항, 제 254 항, 제 255 항, 제 257 항.

<sup>1259</sup> 답변서, 제 31 항; 수정 청구서면, 제 49 항, 제 59-60 항, 제 72 항, 제 79-101 항.

a) **국민연금은 피청구국의 행위가 없었다면 본건 합병을 승인하지 않았을 것이다**

820. 청구인들은 개입이 없었어도 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 것이었다면, 피청구국이 국민연금의 결정을 침해하기 위해 특별한 범죄 수단을 사용할 필요가 없었다고 주장한다.<sup>1260</sup> 오히려, 청구인들은 국민연금이 전문위원회를 통하여 신의성실에 따라 본건 합병을 판단하였다면 본건 합병에 반대 표결하였을 것이라고 주장한다.<sup>1261</sup>
821. 청구인들은 국민연금의 자체 절차들이 국민연금의 주주로서의 이익에 대한 본건 합병의 경제적 결과를 신중하게 분석하고 기금의 이익에 반하거나 주주 가치를 감소시키는 안전에 반대 표결할 것을 요구하는 수탁자 의무 및 원칙을 포함하고 있다고 주장한다.<sup>1262</sup> Dow 교수와 보건복지부 조영길 위원의 증언을 일부 인용하면서, 청구인들은 표결 당시에 국민연금이 합리적으로 고려해야 할 요소들의 “사실상 모든” 내용과 관련하여 우려를 제기하였으므로, 피청구국의 조치가 없었다면 국민연금은 자신의 지침에 근거하여 본건 합병을 거절하였을 것이라고 주장한다.<sup>1263</sup>
822. 또한, 청구인들은 국민연금의 절차에 따르면 한국의 최대 기업집단의 승계 목적상 제안과 관련된 주주권 행사와 같은 “곤란한” 사안은 전문위원회의 결정 사항에 해당된다고 주장한다.<sup>1264</sup> 청구인들은 본건 합병에 대한 표결이 이루어지기 불과 한 달 전에 국민연금이 SK 합병에 대한 표결 결정이 “곤란”하다고 판단하여 전문위원회로 부의하였기 때문에, 본건 합병도 “곤란한” 사안이라고 주장한다.<sup>1265</sup> 청구인들은 SK 합병과 본건 합병이 매우 유사하였고, 전문위원회가 SK 합병에 반대 표결을 하였으므로,

---

<sup>1260</sup> 답변서, 제 83 항, 제 299 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 126 항.

<sup>1261</sup> 답변서, 제 299 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 995:13-996:6 페이지, 1005:14-1007:21 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1262</sup> 수정청구서면, 제 52-54 항; 국민연금의결권행사지침[R-55][C-75], 1 페이지를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 109 항.

<sup>1263</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 110-112 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1005:20-1006:16 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1264</sup> 수정청구서면, 제 55-56 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1002:5-23 페이지[청구인들의 최후진술] 참조; 또한 청구인들은 운영지침 제 5.5.6.조에 따라 전문위원회 위원장이 안전을 전문위원회에 부의할 수 있는 권한을 가지며, 이는 표결이 전문위원회로 부의되었어야 하는 또 다른 이유이라고 주장한다. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1002:24-1003:22[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1265</sup> 수정청구서면, 제 56 항; 답변서, 제 43-44 항.

이는 본건 합병과 관련하여 동일한 결론에 도달하였을 것임을 입증한다고 주장한다.<sup>1266</sup> 청구인들은 본건 합병에서 국민연금이 SK 합병에서 정한 선례를 따라야 한다고 주장한다.<sup>1267</sup> 청구인들은 전문위원회가 본건 합병을 부결하도록 요구하는 도덕성 및 윤리성에 관한 비경제적 요소뿐만 아니라 다수의 객관적인 경제적 요소가 있었다고 주장한다.<sup>1268</sup> 그러나 표결은 곤란하다고 판단되지 않았고 전문위원회로 부의되지 않았으며, 청구인들이 이 것이 보건복지부의 압박으로 인한 것이라고 주장한다.<sup>1269</sup>

823. 청구인들은 박근혜 대통령이 보건복지부 관계자들에게 본건 합병을 “잘 챙겨보라”고 요청하였고, 이후 청와대가 본건 합병을 감시하기 위한 비밀 연락 창구가 개설되었다고 주장한다.<sup>1270</sup> 청구인들에 따르면, 보건복지부는 그 후 국민연금의 표결 절차에 적극적으로 개입하였다.<sup>1271</sup> 청구인들은 보건복지부가 전문위원회 위원들의 성향을 정리하고 본건 합병에 찬성 투표하도록 유도하기 위한 전략을 수립하였다고 주장하면서 피청구국의 문서를 인용한다.<sup>1272</sup> 청구인들은 “문형표 장관이 ‘투자위원회에서 결의하는 것이 장관의 의중’임을 명확히 하지 않았다면, 전문위원회가 본건 합병에 대해 결정하였을 것”이라고 주장한다.<sup>1273</sup> 따라서 청구인들은 우호적인 결론을 내릴 것이라고 생각한 투자위원회로 보건복지부가 의결권을 우회하였다고 주장한다.<sup>1274</sup> 또한, 청구인들은 보건복지부가 상당한 영향력을 가지고 있고, 보건복지부의 지시에 따라 유리하게 조작한 적정 비율 및 가치평가 시너지를 확보하고 본건 합병에 찬성 표결하도록

---

<sup>1266</sup> 수정청구서면, 제 57-58 항; 답변서, 제 45 항.

<sup>1267</sup> 답변서, 제 46 항.

<sup>1268</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 115 항.

<sup>1269</sup> 답변서, 제 41-42 항.

<sup>1270</sup> 수정청구서면, 제 79-81 항; 답변서, 제 32-34 항.

<sup>1271</sup> 수정청구서면, 제 82-84 항; 답변서, 제 35 항.

<sup>1272</sup> 답변서, 제 299 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 46:10-47:4 페이지[청구인들의 모두진술] 참조.

<sup>1273</sup> [CLA-14], 13 페이지를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 114 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1000:21-1004:25 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1274</sup> 답변서, 제 51-54 항, 제 299(a)항; 수정청구서면, 제 83 항, 제 88-90 항; 보건복지부 투자위원회 논의 추진방안 검토, 2015년 7월 8일, 1 페이지[C-197]를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 98 항; 백진주가 (kimkn@president.go.kr)에게 송부한 이메일, 2015년 7월 8일[C-141] 참조.



투자위원회 위원들을 회유하려고 했던 홍완선 본부장을 사용하여 본건 합병에 찬성 표결하도록 의결권일 침해할 수 있음을 보건복지부가 알고 있었다고 주장한다.<sup>1275</sup>

824. 청구인들은 전문위원회가 본건 합병을 부결하였을 가능성이 높았다고 판시한다.<sup>1276</sup> 따라서 청구인들은 전문위원회가 본건 합병을 부결하였을 것이라고 중재판정부가 확신할 수 없다는 피청구국의 입장에 반대한다.<sup>1277</sup> 오히려, 청구인들은 적용 기준은 “확실성”이 아니며, 전문위원회가 본건 합병을 부결하였을 신빙성 있는 증거를 피청구국이 제출하지 않았다고 주장한다.<sup>1278</sup> 청구인들은 조영길 위원이 심리에서 신빙성 있거나 믿을 만한 증언을 하지 않고 기존 진술과 모순되는 발언을 반복하였다는 입장을 가지고 있다.<sup>1279</sup>

825. 청구인들은 FTA를 위반한 피청구국의 행위 없이 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결할 불가피한 이유가 있었다는 피청구국의 주장을 다투고 있다.<sup>1280</sup> 청구인들은 본건 합병이 국민연금의 경제적 이익에 반하며 국민연금은 실제로 이를 알고 있었다고 주장한다.<sup>1281</sup> 청구인들은 본건 합병이 경제적으로 이익이 되었다면 투자위원회가 사용한 시너지를 조작할 이유가 없었을 것이라고 주장함으로써 이러한 입장을 뒷받침한다.<sup>1282</sup> 또한 청구인들은 본건 합병에 찬성하는 전문위원회 위원 █████의 진술이 다른 전문위원회 위원들의 입장을 보여준다는 피청구국의 견해를 배척한다.<sup>1283</sup> 또한, 청구인들은 다른 삼성물산 주주들의 의결권 기록이 피청구국의 주장을 뒷받침하지 않는다면, 이는 증거에 따르면 이러한 주주들 중 상당수도 본건 합병의 찬성 표결에 동의하였음을

---

<sup>1275</sup> 답변서, 제 55-63 항, 제 299(b)항; 수정청구서면, 제 83 항, 제 91-101 항.

<sup>1276</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1006:25-1007:21 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1277</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 120 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1006:25-1007:21 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1278</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 120-123 항.

<sup>1279</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 121-123 항.

<sup>1280</sup> 답변서, 제 298 항, 제 300 항.

<sup>1281</sup> 수정청구서면, 제 51 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1006:17-24 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1282</sup> 답변서, 제 300 항.

<sup>1283</sup> 답변서, 제 300(a)항.

보여주기 때문이라고 주장한다.<sup>1284</sup> 마지막으로, 청구인들은 이러한 의결권이 심사 절차를 토대로 하였다는 증거를 피청구국이 제공하지 않았다면서 “대형 전문 기관투자자들”의 의결권에 대한 피청구국의 인용을 배척한다.<sup>1285</sup>

826. 또한, 청구인들은 “어느 위원회든 청구인들이 문제 삼는 한국의 행위가 없었더라도 관련 지침을 완전히 준수하면서도 본건 합병을 승인할 수 있었을 것”은 피청구국의 주장을 다투고 있다.<sup>1286</sup> 청구인들은 Dr. Duarte-Silva 의 보고서를 인용하면서, (a) 본건 합병이 국민연금을 포함한 삼성물산 주주들에게 손실을 발생시킬 것이 명백하였고, (b) 국민연금이 삼성 그룹의 다른 회사들에 대한 이익을 이유로 본건 합병을 정당화하였다고 볼 만한 증거가 없으며, (c) 본건 합병 이후 삼성물산 및 제일모직의 주가 상승은 회사들의 발전 전망을 반영하지 않으며, 오히려 삼성물산의 주가는 본건 합병 이후 하락하여 시장의 나쁜 전망을 반영하였다고 주장한다.<sup>1287</sup>
827. 청구인들은 본건 합병을 정당화하려는 피청구국의 주장은 아무런 이유 없다고 주장하며, 한국 회사법상 정하는 내용이라고 하더라도 주가가 가장 낮은 시점에 본건 합병 표결을 하도록 시점을 조작하였다고 주장한다.<sup>1288</sup> 또한, 청구인들은 본건 합병이 삼성 그룹의 미래 가치를 명확하게 높이지 않았다고 주장하면서, 피청구국이 본건 합병을 지지한 여러 증권 애널리스트들을 인용하는 것은 근거가 없다고 주장한다.<sup>1289</sup>
828. 마지막으로, 청구인들은 서울지방법원이 엘리엇의 본건 합병에 대한 가치분 신청을 기각한 결정을 두고 본건 합병이 공정하였다는 의미로 해석할 수 없다고 주장한다. 오히려, 이는 법정 공식대로 적용되었는지 여부만을 다루었을 뿐, 피청구국의 위법행위의 모든 내용을 알지 못한 채로 이루어졌다.<sup>1290</sup>

---

<sup>1284</sup> 답변서, 제 300(c)항.

<sup>1285</sup> 반박서면, 제 454 항을 인용하는 답변서, 제 300(c)항.

<sup>1286</sup> 반박서면, 제 455 항을 인용하는 답변서, 제 301 항.

<sup>1287</sup> 답변서, 제 92 항, 제 301 항.

<sup>1288</sup> 답변서, 제 86-88 항.

<sup>1289</sup> Garschina 제 4 차 진술서, 제 13 항(CWS-7)을 인용하는 답변서, 제 90 항.

<sup>1290</sup> 답변서, 제 93 항, 제 302 항.

**b) 피청구국은 투자위원회의 의결권을 침해하였다**

829. 피청구국의 압력이 없었다면 투자위원회가 본건 합병에 찬성 표결하지 않았을 것임은 입증되었다는 것이 청구인들의 입장이다.<sup>1291</sup>
830. 첫째로, 청구인들은 보건복지부가 국민연금의 표결 절차에 개입하지 않아서 여전히 투자위원회가 표결하도록 유지되었다면, 국민연금은 본건 합병을 부결하였을 것이라고 주장한다.<sup>1292</sup> 청구인들은 투자위원회의 개별 위원들이 피청구국의 압력에 따라 표결하였을지 여부와 관련이 없으며, 표결이 전문위원회에 부의되었어야 하기 때문이 아니라고 주장한다.<sup>1293</sup> 서울중앙지방법원에서의 증언을 인용하면서, 박근혜 대통령의 지시에 따라 행위하는 공무원들이 관련 절차를 위반하여 전문위원회를 배제시키고 투표가 투자위원회에서 계속 이루어지도록 하였다는 것이 청구인들의 입장이다.<sup>1294</sup>
831. 둘째로, 청구인들은 본건 합병에 찬성 표결하는 투자위원회의 결정이 보건복지부의 지시에 따라 국민연금이 창출한 본건 합병의 시기적인 재무 분석과 시너지 모델링에 의해 오염되었다고 주장한다.<sup>1295</sup> 보건복지부 공무원들은 홍완선 본부장을 통하여 국민연금 직원이 “유리한 ‘벤치마크’ 비율이 나올 때까지 반복해 산출하도록, 그리고 투자위원회에게 제공된 분석에 따르면 국민연금의 1억 5천 8백만 달러의 직접 손해를 은폐하기 위하여 존재하지 않는 ‘시너지’를 만들어내도록 하였다”는 것이 청구인들의 생각이다.<sup>1296</sup> 청구인들은 그 결과 서울고등법원이 형사적 입증 기준에 따라 투자위원회가 이러한 기만적인 본건 합병비율 가치 평가와 시너지 계산을 통하여 본건 합병을

---

<sup>1291</sup> 답변서, 제 304 항. 청구인들은 실제로 피청구국의 위법한 압력 때문에 국민연금이 본건 합병을 승인하였는지 여부를 입증할 책임이 있다고 지적한다. 반면, 그러한 압력이 없었다면 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하였을지 여부를 입증할 책임은 피청구국에게 있다는 입장을 취하고 있다. 본안 심리 속기록, 5 일차, 2022년 3월 25일, 822:9-23 페이지[청구인들 대리인] 참조.

<sup>1292</sup> 답변서, 제 305 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 996:7-19 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1293</sup> 답변서, 제 305 항.

<sup>1294</sup> 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결[CLA-13], 8 페이지, 66 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 72 항; 조남권 증인신문 녹취서, 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 2017년 3월 22일[CLA-169], 31-32 페이지를 인용하는 답변서, 제 305 항; 수정청구서면, 제 60 항 참조.

<sup>1295</sup> 수정청구서면, 제 91-95 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 996:7-19 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1296</sup> 답변서, 제 306 항; 수정청구서면, 제 91-95 항.

승인하도록 유도하였음을 입증하였고, 이는 한국 대법원에서 확인되었다고 주장한다.<sup>1297</sup> 청구인들은 투자위원회 위원 중 최소 4 인의 결정이 시너지 효과에 의해 영향을 받았다면서, 이로 인해 서울고등법원은 “투자위원회 위원들의 본건 합병 표결이 과반수가 되지 않았을 것”이라는 결론을 내렸다고 주장한다.<sup>1298</sup>

832. 이러한 맥락에서, 청구인들은 투자위원회 위원들의 법정 증언이 이들의 기존 진술과 모순되며, 본건 합병에 찬성 표결할 수 있는 충분한 이유를 입증하였다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>1299</sup> 청구인들은 투자위원회 위원들이 적법한 이유로 본건 합병에 찬성 표결하였다는 신빙성 있는 증언을 제공할 수 있었다면 피청구국이 이들 중 일부를 증인으로 소환하였을 것이라는 이유로 이러한 주장에 이의를 제기한다.<sup>1300</sup> 청구인들은 피청구국이 증언을 위하여 소환한 증인 한 명이 자신의 선행 진술을 부인하면서 신빙성이 떨어졌으며, 이는 피청구국이 왜 중재판정부가 투자위원회 위원들을 직접 심리하지 못하도록 하였는지를 보여준다고 주장한다.<sup>1301</sup> 또한 청구인들은 피청구국이 본 중재판정부에서 인용하는 증언을 심리한 서울고등법원이 이미 피청구국의 주장을 기각하였음을 재강조한다.<sup>1302</sup>

833. 또한, 청구인들은 피청구국이 합병비율이 한국법에 따라 산정되었는지 여부에 초점을 맞추고 있으므로, 본건 합병의 취소를 기각하는 민사법원 판결에 대한 피청구국의 인용은 근거가 없다고 주장한다.<sup>1303</sup> 청구인들은 민사법원이 증인들을 직접 심리한 형사법원의 사실판단을 방해하지 않았고, 본건 합병을 뒷받침할 수 있는 잠재적으로 적법한 이유가 있을 뿐 투자위원회 위원들이 실제로 이러한 이유에 의존하였다고 판시하지 않았으므로,

---

<sup>1297</sup> 박근혜 서울고등법원 판결[CLA-15], 103 페이지를 인용하는 답변서, 제 306 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 996:20-999:24 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1298</sup> 서울고등법원[CLA-14], 43 페이지를 인용하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 100-101 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1004:4-18 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1299</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 145:3-146:7 페이지[피청구국의 모두진술]를 언급하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 102 항.

<sup>1300</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 103 항.

<sup>1301</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 104 항.

<sup>1302</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 105 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 998:9-1000:7 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1303</sup> 서울고등법원 2017 나 2066757[R-242]을 언급하는 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 192:21-193:9 페이지를 언급하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 106 항.

본건과 차이가 있다고 한다.<sup>1304</sup> 셋째로, 청구인들은 보건복지부의 지시에 따라 행위하는 홍완선 본부장이 투자위원회를 구성하였고 위원회 위원들에게 본건 합병에 찬성 투표하도록 압력을 가하였음이 압도적인 증거들로 입증된다고 주장한다.<sup>1305</sup> 이러한 주장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 다시 서울고등법원을 인용하면서, 서울고등법원은 “투자위원회의 위원 개개인에 대한 [홍완선] 본부장의 압력에 의하여 ... 투자위원회가 본건 합병을 찬성하도록 유도되었다”는 것을 형사상 입증 기준에 따라 입증했다고 주장한다.<sup>1306</sup> ████████의 증언을 인용하면서, 청구인들은 홍완선 본부장이 단순히 위원회 위원들에게 자신의 개인적 견해를 표명한 것이 아니라, 투표 내용을 지시한 것이라고 주장한다.<sup>1307</sup>

834. 또한, 청구인들은 그들의 행적을 감추고 국민연금에 관한 폭로를 무마해보려는 보건복지부 및 홍완선 본부장의 시도에 관한 증거가 투자위원회가 보건복지부나 홍완선 본부장으로부터 영향을 받지 않고 독립적으로 본건 합병을 결정하였다는 피청구국의 주장과 배치된다고 주장한다.<sup>1308</sup> 청구인들은 특히 홍완선 본부장이 투자위원회의 공식 의사록을 변조하여 본건 합병으로 인한 불충분한 연구 자료와 추정 재무 손실에 대한 언급을 누락시켰다고 주장한다.<sup>1309</sup> 또한 청구인들은 피청구국이 부패한 계획에 도움을 준 사람들에게 보상을 제공하였다고 주장한다.<sup>1310</sup>

835. 마지막으로, 청구인들은 홍완선 본부장과 보건복지부가 본건 합병 전후에 전문위원회를 무력화시키고 배제하기 위한 여러 조치를 취하였다고 주장한다.<sup>1311</sup> 청구인들은

---

<sup>1304</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 106 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 999:1-1000:7 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1305</sup>답변서, 제 64-68 항, 제 307 항; 수정청구서면, 제 96-97 항.

<sup>1306</sup>박근혜 서울고등법원 판결[CLA-15], 103 페이지를 인용하는 수정청구서면, 제 99 항; 답변서, 제 307 항.

<sup>1307</sup>답변서, 제 67 항.

<sup>1308</sup>답변서, 제 308 항.

<sup>1309</sup>투자위원회 회의 의사록 무편집본, 2015 년 7 월 10 일[C-145]와 기금운용본부 운용전략실, 2015-30 차 투자위원회 회의록, 2015 년 7 월 10 일[R-201]을 언급하는 답변서, 제 80 항, 제 308 항.

<sup>1310</sup>답변서, 제 81 항.

<sup>1311</sup>답변서, 제 69 항.

전문위원회가 본건 합병을 논의하기 위한 회의를 개최하려고 하였으나, 홍완선 본부장의 요청 자료의 제공을 거부하면서 무산되었다고 주장한다.<sup>1312</sup>

836. 청구인들은 투자위원회의 본건 합병 찬성 표결이 청구인들의 손실을 초래한 일련의 사실적 인과관계를 단절시키지 않는다고 결론을 내린다.<sup>1313</sup>

**c) 국민연금의 표결 없이는 본건 합병이 승인되지 않았을 것이다**

837. 청구인들은 “간단한 계산을 해보더라도, 국민연금이 본건 합병에 반대나 기권 투표를 했더라면 본건 합병은 통과되지 아니하였을 것”이라고 주장한다.<sup>1314</sup> 이에 따라 청구인들은 국민연금이 찬성 표결을 하지 않았더라면 본건 합병이 승인되었을 것인지에 관한 가정적 시나리오 및 추측이 존재한다는 피청구국의 주장을 다투고 있다.<sup>1315</sup> 청구인들은 중재판정부가 판단할 문제는 피청구국이 FTA를 준수하였더라면 제3자가 달리 행동하였을지 여부가 아니라, 피청구국의 본건 합병 표결 개입이 투표 결과에서 나타나는 바와 같이 청구인들의 손실의 이유가 되었는지 여부라고 주장한다.<sup>1316</sup> 따라서, 청구인들은 “청와대, 보건복지부 및 한국 법원 모두 국민연금이 본건 합병에 대한 결정표를 가지고 있었음을 확인하였다”라고 주장한다.<sup>1317</sup>
838. 청구인들은 제3자가 다르게 행동하고 본건 합병이 부결되는 가정적 시나리오를 피청구국이 인용할 수 있다면, 이러한 시나리오가 피청구국의 위반 없이 실현되었을 것임을 입증할 책임이 피청구국에게 있다고 주장한다.<sup>1318</sup> 청구인들은 그저 발생할 수 있었던 사항에 관한 서사를 피청구국이 제공하였을 뿐이라고 주장한다.<sup>1319</sup>

---

<sup>1312</sup> 답변서, 제 70-72 항.

<sup>1313</sup> 답변서, 제 309 항.

<sup>1314</sup> 답변서, 제 293 항; 수정청구서면, 제 61-62 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 994:16-995:12 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1315</sup> 답변서, 제 293 항; 수정청구서면, 제 61-62 항.

<sup>1316</sup> 답변서, 제 294 항.

<sup>1317</sup> 답변서, 제 77 항.

<sup>1318</sup> 답변서, 제 295 항.

<sup>1319</sup> 답변서, 제 295 항.

839. 마지막으로, 청구인들은 피청구국이 이재용과의 부정한 계획에 관여하지 않았다면 이재용이 본건 합병의 찬성표를 얻기 위해 추가적인 노력을 기울였을 수 있다는 피청구국의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1320</sup> 청구인들은 이러한 이론을 뒷받침할 증거가 없는 반면, 이재용과 그 측근들이 이미 본건 합병에 찬성 투표를 억지로 끌어내고자 특단의 노력을 기울였으며 <sup>1321</sup> “삼성은 이미 가능한 모든 ‘찬성’ 투표를 확보했었다”는 점이 증거로 드러난다고 주장한다.<sup>1322</sup>

## 2. 피청구국의 입장

### a) 청구인들은 피청구국의 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병을 승인하지 않았을 것이라는 점을 입증하지 않았다

840. 피청구국은 피청구국이 국민연금의 내부 절차를 침해하지 않았다면 국민연금 투자위원회가 본건 합병의 반대 표결이 예상되는 국민연금 전문위원회로 표결을 부의하였을 것이라는 청구인들의 주장을 반박한다 <sup>1323</sup> 피청구국은 투자위원회가 애초에 본건 합병을 결정할 담당 기구였기 때문에 피청구국의 개입으로 본건 합병이 투자위원회에 부의된 것이 아니라고 주장한다.<sup>1324</sup> 피청구국은 본건 합병 무효 사건과 문형표/홍완선 사건에서 모두 투자위원회가 사안을 심의하고 전문위원회에 부의하지 않겠다고 결정한 것이 국민연금 지침에 따른 것이라고 판시하였다고 주장한다.<sup>1325</sup> 또한 피청구국은 한국의 행위가 없었다면 국민연금이 본건 합병에 반대 표결하였을 가능성이 있었다고 주장하는 Dow 교수의 증언에 대한 청구인들의 인용은 이러한 문제를 고려하지 않았고, Dow 교수의 보고서는 스스로도 이것이 불확실하다고 생각하였음을 명시하므로 오해의 소지가 있다고 주장한다.<sup>1326</sup>

---

<sup>1320</sup> 답변서, 제 296 항.

<sup>1321</sup> 답변서, 제 296 항.

<sup>1322</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 127 항.

<sup>1323</sup> 반박서면, 제 450 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1028:21-1041:13 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1324</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 78 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 186:20-187:1 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1325</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 78-79 항. 피청구국은 전문위원회 위원장이 운영지침 제 5.5.6.조에 따라 전문위원회에 사안을 회부할 권한을 가진다는 청구인들의 주장도 배척한다. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1048:8-1049:11 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1326</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1040:25-1041:13 페이지[피청구국의 최후진술].

841. 또한, 청구인들은 전문위원회가 본건 합병을 부결하였을 것임을 입증할 수 없다는 것이 피청구국의 견해이다.<sup>1327</sup> 오히려, 피청구국은 기껏해야 전문위원회의 심의가 불확실했을 것이라고 주장하지만, 여전히 본건 합병을 승인하였을 것이라고 주장한다.<sup>1328</sup> *Bilcon* 사건 결정을 인용하면서, 피청구국은 청구인들이 모든 개연성 또는 충분한 확실성을 가지고 인과관계를 입증할 필요가 있으며, 이는 전문위원회의 표결 결과가 불확실한 경우에는 충족되지 않음을 재차 강조한다.<sup>1329</sup>
842. 첫째로, 피청구국은 청구인들이 SK 합병에서 이루어진 전문위원회 결정을 인용하는 것은 특히 그룹 고유의 시너지 기회와 관련하여 경제적 평가가 본건 합병과 상당히 차이가 있었을 것이므로, 비교가 잘못되었다고 주장한다.<sup>1330</sup> 또한, SK 합병에 대한 표결은 만장일치가 아니었다.<sup>1331</sup> 둘째로, 피청구국은 전문위원회가 본건 합병에 찬성 표결했을 수 있다는 주장을 뒷받침하기 위해, “국가 경제에 대한 중장기적 영향을 고려하여 합병에 찬성 표결해야 한다”고 공개적으로 밝힌 전문위원회 위원 중 한 명을 인용하고 있다.<sup>1332</sup> 셋째로, 피청구국은 삼성물산 의결권 중 58.32%를 차지하는 본건 합병에 찬성한 주주들 중에서 다수의 대규모 전문 투자자들이 포함되어 있다고 주장하면서, 삼성물산의 다른 주주들의 의결권 기록을 인용하고 있다.<sup>1333</sup> 피청구국은 이러한 각각의 투자자들이 엄격한 투자 심사 과정을 거쳐 본건 합병을 승인하기로 결정하였다고 주장한다.<sup>1334</sup> 피청구국은 각 전문위원회 위원이 어떻게 표결할지를 고려하는 내부 보건복지부 문서를 청구인들이

---

<sup>1327</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1033:15-1040:24 페이지[피청구국의 최후진술]. 피청구국에 따르면, 청구인들은 피청구국의 압력이 없었다면 본건 합병이 전문위원회에 부의되었다면 전문위원회가 반대 표결을 할 가능성이 더 크다는 등, 투자위원회가 본건 합병에 반대 표결하였어야 함을 입증할 책임을 부담한다. 본안 심리 속기록, 5 일차, 2022 년 3 월 25 일, 824:18-23, 825:4-16 페이지[피청구국 대리인] 참조.

<sup>1328</sup> 재반박서면, 제 523 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 91 항.

<sup>1329</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 92-93 항.

<sup>1330</sup> 반박서면, 제 451 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 96-97 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1036:25-1040:24 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1331</sup> 전문위원회, 보도자료, 2015 년 6 월 24 일[R-162]을 언급하는 반박서면, 제 451 항.

<sup>1332</sup> “오정근 국민연금 의결권위 위원 “삼성물산 합병 찬성해야”, *머니투데이*, 2015 년 7 월 10 일[R-197]을 인용하는 반박서면, 제 452 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1035:4-8 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1333</sup> 반박서면, 제 453 항.

<sup>1334</sup> 반박서면, 제 454 항.



인용한 것은 전문위원회의 표결의 예측불가능성을 확인하는 것일 뿐이므로 잘못되었다고 주장한다.<sup>1335</sup>

843. 피청구국은, 국민연금의 규칙이 “장기적으로 주주가치 증대에 기여하는 방향으로 의결권을 행사”할 것을 요구하고 있고 다른 전문 투자자들처럼 본건 합병에 찬성 표결할 수 있는 여러가지 유인이 있었으므로, 전문위원회 또는 투자위원회가 관련 지침을 준수하면서 피청구국의 쟁점 행위 없이 본건 합병을 승인할 수 있었다고 주장한다.<sup>1336</sup> 예를 들어, 피청구국은 삼성물산과 제일모직 모두의 주주로서 본건 합병으로 국민연금에게 상당한 합병 후 삼성물산에 대한 지분이 부여되었다고 주장한다.<sup>1337</sup> 또한 피청구국은 당시에 본건 합병이 무산될 경우 삼성물산의 주가가 하락할 것이라는 보고가 있었지만, 오히려 본건 합병 발표 이후 본건 합병의 장기적인 효과를 반영하여 삼성물산과 제일모직의 시장 가격이 실제로 15% 급등하였다고 주장한다.<sup>1338</sup>

844. 또한, 피청구국은 서울중앙지방법원이 2015년 7월 엘리엇의 가치분 신청을 기각함에 따라, 본건 합병이 삼성물산과 제일모직에 대한 다른 이익들 중에서도 적법한 목적이 있었음을 법원이 확인하였다고 주장한다.<sup>1339</sup> 조영길 위원이 증언한 바와 같이, 본건 합병비율이 조작되어 삼성물산 주주들에게 불공정하였다는 주장을 이러한 판결에 대하여, 전문위원회 위원들이 이와 달리 판단하기는 어려웠을 것이다.<sup>1340</sup> 실제로 조영길 위원은 “전문위원회의 결정은 때로는 대중이 일반적으로 예상했던 바와 매우 다를 수도

---

<sup>1335</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 98 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1035:9-14 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1336</sup> 국민연금의결권행사지침, 2014년 2월 28일[R-55], 제 4조를 인용하는 재반박서면, 제 522 항; 반박서면, 제 455 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 99 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1035:22-1036:24, 1049:12-1052:2 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1337</sup> 반박서면, 제 455 항.

<sup>1338</sup> ISS 보고서[C-9]; Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 68 항을 언급하는 반박서면, 제 455 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1035:15-21 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1339</sup> 서울중앙지방법원 2015 가합 80582, 2015년 7월 1일[R-177], 8-14 페이지를 언급하는 반박서면, 제 455 항; 재반박서면, 제 518-520 항.

<sup>1340</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 196:1-15 페이지[피청구국의 모두진술].

있으며”, “전문위원회의 회의 결과에 대한 예측은 추측에 불과할 수 밖에 없다”고 인정하고 있다.<sup>1341</sup>

845. 피청구국은 전문위원회가 본건 합병에 반대 표결하였을 것이라고 청구인들이 주장하면서 인용하는 증거가 실제로는 전문위원회의 결정이 불확실하였음을 보여줄 뿐이라고 주장한다.<sup>1342</sup> 피청구국은 오히려 전문위원회 위원들의 성향에 대한 보건복지부의 보고서가 단순한 예상을 보여줄 뿐이라고 주장하면서 고등법원의 판결을 인용한다.<sup>1343</sup> 또한, 피청구국은 이러한 성향에 대한 보건복지부의 보고서가 부정확하여 신뢰할 수 없다고 주장한다.<sup>1344</sup>

**b) 청구인들은 피청구국이 국민연금 투자위원회의 표결을 침해하였다는 사실을 입증하지 않았다**

846. 피청구국은 피청구국의 행위가 국민연금의 본건 합병 찬성 표결에 대한 “조건부” 원인라는 판단에 필요한 높은 수준의 사실적 확실성만큼, 청구인들이 피청구국이 투자위원회의 표결을 침해하거나 국민연금에게 본건 합병에 찬성 표결하라는 구속력 있는 지시를 하였다는 점을 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>1345</sup>
847. 이러한 주장을 뒷받침하기 위해, 피청구국은 우선 청와대에서 박근혜가 최원영에게 본건 합병에 대해 “잘 챙겨보라”고 지시하여 이것이 보건복지부 관계자에게 전달된 것이 국민연금의 의결권 행사에 개입한 것이 아니며, 본건 합병에 대한 은밀한 감시로 이어지지도 않았다고 주장한다.<sup>1346</sup> 오히려, 피청구국은 이러한 가정이 정황증거만을 근거로 한다고 주장한다.<sup>1347</sup>

---

<sup>1341</sup> 조영길 진술서[RWS-1], 제 12 항을 인용하는 재판박서면, 제 520 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1034:9-25 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1342</sup> 재판박서면, 제 515 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1033:15-1040:24 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1343</sup> 서울고등법원 2017 노 1886(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2017 년 11 월 14 일[R-243], 17 페이지를 언급하는 재판박서면, 제 516 항.

<sup>1344</sup> 재판박서면, 제 517 항.

<sup>1345</sup> 반박서면, 제 458-470 항.

<sup>1346</sup> 반박서면, 제 462 항.

<sup>1347</sup> 반박서면, 제 462 항.

848. 둘째로, 피청구국은 문형표 장관 및 보건복지부 공무원들이 투자위원회 위원들에게 본건 합병의 찬성 표결에 영향을 미쳤음을 청구인들이 입증할 수 없다고 주장한다.<sup>1348</sup> 또한, 피청구국은 전문위원회도 본건 합병에 찬성 표결할 수 있었으며,<sup>1349</sup> 표결 이후 투자위원회의 결정을 번복하는 것이 전문위원회의 권한 범위 내에 있었음을 입증할 수 없으므로, 보건복지부가 전문위원회를 우회하기 위한 절차에 개입하였다는 주장은 국민연금의 표결을 결정한 것이 아니었다고 주장한다.<sup>1350</sup>
849. 셋째로, 피청구국은 문형표 장관과 홍완선 본부장이 전문위원회가 본건 합병에 대한 우려를 공개적으로 제기하지 못하도록 방해하였다는 청구인들의 주장이 틀렸다고 주장한다.<sup>1351</sup> 피청구국은 문형표 장관과 홍완선 본부장이 전문위원회 위원들을 압박하였음을 청구인들이 입증할 수 없다고 주장하면서, 전문위원회 위원이 실제로 본건 합병에 대한 자신의 견해를 공개적으로 표명하였음을 지적한다.<sup>1352</sup> 또한, 피청구국은 투자위원회의 2015년 7월 10일자 공식 회의록과 청구인들이 미편집 회의록으로 제출한 것 사이의 불일치는 회의 중의 어떠한 논의를 제거할 의도가 아니었다고 주장한다.<sup>1353</sup>
850. 또한, 피청구국은 문형표 장관과 국민연금 직원들이 공모하여 본건 합병비율과 예상 매출 시너지 효과를 조작하였다는 청구인들의 주장을 반박한다.<sup>1354</sup> 피청구국은 조작 혐의가 사실이라 하더라도 투자위원회의 본건 합병 찬성 표결 결정에 거의 영향을 미치지 않았을 것이라고 주장한다.<sup>1355</sup> 조작된 가치평가 비율과 개입 혐의가 있기 전에 작성된 내부 가치평가 사이의 근접성을 인용하면서, 피청구국은 투자위원회가 조작되지 않은

---

<sup>1348</sup> 반박서면, 제 463 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 81 항.

<sup>1349</sup> 반박서면, 제 463 항.

<sup>1350</sup> 반박서면, 제 464 항.

<sup>1351</sup> 반박서면, 제 464 항.

<sup>1352</sup> 반박서면, 제 464 항.

<sup>1353</sup> 재반박서면, 제 495 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 81 항.

<sup>1354</sup> 재반박서면, 제 497 항.

<sup>1355</sup> 반박서면, 제 465-466 항; 재반박서면, 제 497-501 항.

가치평가 비율을 받았다면 달리 투표하였을 것이라는 점을 청구인들이 입증할 수 없다고 주장한다.<sup>1356</sup>

851. 조작되었다는 매출 시너지 비율과 관련하여, 피청구국은 청구인들이 이들을 잘못 이해하고 있으며, 이러한 가치는 한국 법원이 이견을 보이는 사실관계 쟁점인 투자위원회의 결정에 거의 영향을 미치지 않았다고 주장한다.<sup>1357</sup> 피청구국은 “합병 시너지 수치가 조작되었다는 것을 알았다면” 본건 합병에 반대 표결하였을 것이라고 진술한 투자위원회 위원들은 다른 계산 결과를 받았을 경우가 아니라 자신들이 속고 있음을 알았을 경우에 자신의 투표를 변경하였을 것을 말하려는 의미라고 주장한다.<sup>1358</sup>

852. 또한, 피청구국은 합병 승인 결정에 시너지 효과가 결정적이었다고 주장했던 4 인의 투자위원회 위원들의 진술조서는 이후에 한국 법원에서 해당 진술조서를 수정 또는 변경하였고, 검사들이 증인들을 변호인의 출석 없이 신문하였던 것으로 알려져 있으며, 보고서가 있는 그대로의 녹취가 아니므로 신빙성이 없다고 주장한다.<sup>1359</sup> 피청구국은 조서들이 증인들의 답변들을 선택적으로 기록한다고 주장하기 위해 조영길 위원의 증언을 인용한다.<sup>1360</sup> 따라서, 피청구국은 매출 시너지 효과가 투자위원회의 결정에 결정적인 것이 아니었다고 결론짓고 있으며; 이는 “본건 합병의 추가적인 장기적 효과로만 언급”되었다.<sup>1361</sup> 또한, 조작되었다는 시너지 효과가 4명 또는 5명의 위원들의 표결을 변경하였다고 하더라도, 피청구국은 청구인들이 최소 7명의 투자위원회 위원의 과반수가 본건 합병에 반대 표결하였을 것임이 입증되지 않았다고 본다.<sup>1362</sup>

---

<sup>1356</sup> 반박서면, 제 465 항.

<sup>1357</sup> 반박서면, 제 466 항; 재반박서면, 제 499 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1032:14-1033:14 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1358</sup> 반박서면, 제 467 항.

<sup>1359</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 82-85 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1029:20-1030:12 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1360</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 82 항; 본안 심리 속기록, 3 일차, 2022 년 3 월 23 일, 475:12-23 페이지; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1029:20-1031:13 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1361</sup> 재반박서면, 제 500-501 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 87 항 참조; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1031:14-1033:14 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1362</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 88 항.

853. 또한, 피청구국은 홍완선 본부장이 3 명의 찬성 투표자들로 투자위원회를 구성하였거나, 5 명의 위원들에게 개인적인 의사 연락을 통해 본건 합병에 찬성 투표하도록 압력을 행사하였다는 주장에 반박하며, 이러한 주장이 사실이라 하더라도 홍완선 본부장의 행위가 이러한 위원들의 투표를 유발하였거나 영향을 미쳤음이 증명되지 않는다고 주장한다.<sup>1363</sup> 피청구국은 홍완선 본부장이 선임한 투자위원회 위원 3 명 중에서 1 명이 본건 합병에 찬성하지 않았다는 점에 주목한다.<sup>1364</sup> 나머지 2 명의 경우, 피청구국은 홍완선 본부장으로부터 영향을 받아 본건 합병에 찬성 표결하였음을 입증하는 증거가 없다는 서울고등법원의 판단을 인용한다.<sup>1365</sup> 또한, 피청구국은 홍완선 본부장의 압박을 받았다고 주장하는 5 명의 위원들 중에서 2 명만이 본건 합병에 찬성 표결을 하였음에 주목한다.<sup>1366</sup> 피청구국은 법정에서 증언한 투자위원회 위원 10 명 중에서 6 명이 투표 방법에 대한 압박을 받지 않았다고 주장하였음을 지적한다.<sup>1367</sup> 피청구국은 나머지 4 명이 홍완선 본부장로부터 본건 합병에 대한 표결을 지시 받지 않았다고 주장하나, 설령 부당한 압박을 받았다고 하더라도 이들 중에서 3 명이 표결에서 기권하였으므로 효력이 없다고 주장한다.<sup>1368</sup>

854. 마지막으로, 피청구국은 국민연금의 내부 메모에 나타난 바와 같이, 국민연금이 어떠한 개입과도 상관없이 본건 합병을 승인할 건전한 경제적 이유가 있었다고 주장한다.<sup>1369</sup> 따라서, 시너지 가치는 본건 합병의 효과를 계산함에 있어서 여러 기준들 중 하나에

<sup>1363</sup> 반박서면, 제 468-470 항; 재반박서면, 제 491-496 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 89-90 항.

<sup>1364</sup> 반박서면, 제 468 항.

<sup>1365</sup> 서울고등법원 2017 노 1886(피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결), 2017년 11월 14일 페이지[R-243], 58 페이지; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1029:1-19 페이지[피청구국의 최후진술]를 인용하는 재반박서면, 제 492 항.

<sup>1366</sup> 반박서면, 제 469 항.

<sup>1367</sup> ■■■■■ 증인신문 녹취서, 피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결, 2017년 4월 10일[C-171 수정 및 추가 번역본][R-483], 4 페이지; ■■■■■ 증인신문 녹취서, 피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결, 2017년 4월 5일[R-482], 3 페이지; ■■■■■ 증인신문 녹취서(피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결), 2017년 4월 3일[R-479], 4 페이지; ■■■■■ 증인신문 녹취서, 피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결, 2017년 4월 5일[R-481], 3 페이지; ■■■■■ 제 1 차 특별검사 진술조서, 2016년 12월 28일[R-470]; ■■■■■ 증인신문 녹취서, 피고인 문형표/홍완선에 대한 서울중앙지방법원 형사판결, 2017년 4월 26일[R-490], 2 페이지를 인용하는 재반박서면, 제 493 항.

<sup>1368</sup> 재반박서면, 제 493-494 항.

<sup>1369</sup> 재반박서면, 제 502-510 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 155:21-25 페이지[피청구국의 모두진술]. 기금운용본부, 제일모직/삼성물산 합병 관련 분석, 2015년 7월 10일[R-202] 참조.

불과하였다.<sup>1370</sup> 피청구국은 국민연금의 17 개 삼성 그룹 회사 지분 때문에, 단기적인 수준을 넘어서 본건 합병에 대하여 보다 광범위한 평가를 사용하였다고 주장한다.<sup>1371</sup> 피청구국은 배당 증가와 삼성 그룹 전체 및 한국 주식시장에 대한 긍정적인 효과 등, 투자위원회가 예측한 본건 합병에 따른 여러 이익이 있었다고 주장한다.<sup>1372</sup> 피청구국은 이러한 견해가 다수의 다른 애널리스트들과 기관 투자자들에게 공유되었다고 주장한다.<sup>1373</sup> 기록에서 나타나는 바와 같이, “[이들 기관투자자들] 중 어느 누구도 강요되었다고 말한 적이 없다.”<sup>1374</sup> 이와 관련하여, 피청구국은 국민연금이 본건 합병을 승인할 건전한 경제적 이유가 있었음을 청구인들이 실제로 여러 의사 연락과 청구인들에게 제공된 외부 분석을 통하여 인정하였다고 주장한다.<sup>1375</sup>

855. 이러한 이유로, 피청구국은 피청구국이 본건 합병에 찬성 투표하기 위해 국민연금의 운신의 폭을 좁혔음을 청구인들이 입증할 수 없다고 결론짓는다.<sup>1376</sup>

**c) 청구인들은 국민연금의 표결 없이는 본건 합병이 승인되지 않았을 것이라는 점을 입증하지 않았다**

856. 피청구국은 국민연금 표결과 무관하게 다른 삼성물산 주주들의 표결에 따라 본건 합병이 승인될 수 있었으므로, 청구인들은 국민연금의 표결과 피청구국의 행위가 청구인들의 손실의 ‘조건적’ 원인이라는 것을 확신할 수준만큼 입증하지 못하였다고 주장한다.<sup>1377</sup>

857. 피청구국은 국민연금이 의결권 있는 주식의 13.23%만을 보유하고 있었기 때문에 본건 합병에 대한 캐스팅 보트를 가지고 있었다는 주장에 반박한다.<sup>1378</sup> 피청구국은 “본건 합병은

---

<sup>1370</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 193:7-9 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1371</sup> 재판박서면, 제 503 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 135:5-23 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1372</sup> 재판박서면, 제 503-506 항, 제 508-510 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 페이지 154:6-155:10 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1373</sup> 재판박서면, 제 507 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 130:15-19 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1374</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 130:20 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1375</sup> 재판박서면, 제 511-512 항.

<sup>1376</sup> 반박서면, 제 470 항; 재판박서면, 제 513 항.

<sup>1377</sup> 반박서면, 제 471-477 항; 재판박서면, 제 524-527 항.

<sup>1378</sup> 반박서면, 제 472-473 항.

아슬아슬하게 성사되어, 찬성표가 2.42%만 부족하였어도 본건 합병이 부결되었을 것임을 알 수 있다”고 지적한다.<sup>1379</sup> 이에 따라, 피청구국은 삼성물산 의결권의 2.42% 이상을 지배하는 여러 제 3 자 투자자들 중 하나가 이러한 의결권을 행사할 수 있었다고 주장한다.<sup>1380</sup> 피청구국은 국민연금의 표결을 무력화시켰을 수 있는 무수히 많은 조합이 있었다고 설명 및 주장한다.<sup>1381</sup> 또한, 피청구국은 본건 합병에 대한 국민연금 투자위원회의 표결 결정이 일반에 공개된 이후에 삼성 그룹과 엘리엇이 본건 합병 표결에 관하여 다른 주주들을 계속하여 설득하려고 한 상황을 인용한다.<sup>1382</sup> 피청구국은 “국민연금이 본건 합병에 찬성하는 대신 반대한다는 입장을 표명하였을 경우 입장을 정하지 못한 주주들이 이에 어떠한 반응을 보였을지에 대해서는 알 수 없으나, 결과가 달라졌을 가능성은 있다”고 주장한다.<sup>1383</sup> 또한, 피청구국은 국민연금이 반대할 것이 명백해지면 상당한 자원을 가지고 있는 총수일가가 본건 합병에 찬성하기 위한 노력을 증가시킬 수 있었다고 주장하므로, 본건 합병은 다른 조합을 통하여 승인될 수 있었다고 주장한다.<sup>1384</sup>

858. 마지막으로, 피청구국은 SK(주) 지분 7.8%와 SK C&C 지분을 7.9% 보유한 SK 합병에서 국민연금의 의결권 기록을 지적한다.<sup>1385</sup> 본건 합병에서, 전문위원회는 해당 합병에 반대 표결을 하였으나, 이와 관계없이 승인되었다.<sup>1386</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

859. 중재판정부가 보기에, 사실적 인과관계에 대한 분석은 다음 두 가지 질문으로 나눌 수 있다:

---

<sup>1379</sup> 반박서면, 제 474 항.

<sup>1380</sup> 반박서면, 제 474 항; 재반박서면, 제 525 항.

<sup>1381</sup> 반박서면, 제 474 항, 그림 5.

<sup>1382</sup> 재반박서면, 제 526 항; 반박서면, 제 475 항.

<sup>1383</sup> 반박서면, 제 475 항.

<sup>1384</sup> 재반박서면, 제 527 항.

<sup>1385</sup> 반박서면, 제 476 항.

<sup>1386</sup> 반박서면, 제 476 항.

- 피청구국의 위반으로 인해 국민연금의 본건 합병에 찬성 표결하였는지 여부(a))
- 국민연금의 찬성 표결로 인하여 본건 합병이 승인되었는지 여부(b)).

a) **피청구국의 위반으로 인해 국민연금의 본건 합병에 찬성 표결하였는지 여부**

860. 피청구국의 부당한 개입이 없었다면 국민연금이 본건 합병을 어떻게 결정하였을지 평가하기 위해, 중재판정부는 문형표 장관과 홍완선 본부장에 대한 형사소송에서 한국 법원의 판결로 입증된 사실을 상기시키는 것이 유용하다고 생각한다. 이러한 결정은 본건 합병에 대한 국민연금의 결정시까지 발생한 사실에 대한 상세한 보고서를 제공한다.
861. 이러한 맥락에서 발생하는 첫 번째 문제는 청와대와 보건복지부가 국민연금을 압박하여 투자위원회가 본건 합병을 결정하도록 하지 않았다면 어느 위원회가 본건 합병을 결정하였을 것인지 여부이다.
862. 이와 관련하여 서울중앙지방법원과 서울고등법원은 █████ 기금운용본부 운용전략실장, █████ 국민연금 책임투자팀장, █████ 연기금 리서치팀장이 2015년 7월 6일 조남권에게 본건 합병 분석의 초안을 설명하면서 문형표 장관의 당초 지시에도 불구하고 전문위원회에 부의하겠다는 입장을 전달하였다고 판시하였다.<sup>1387</sup> 그 후, 의결권행사 전문위원회 위원들의 투표 패턴을 분석하였다. 의결권행사 전문위원회의 본건 합병 승인이 불확실한 것이 명백해진 이후에야 문형표 장관은 의결권행사 전문위원회를 우회하여 투자위원회가 본건 합병을 결정하도록 하였다.
863. 또한 중재판정부는 본건 합병 1 개월 전의 SK 합병도 의결권행사 전문위원회에 부의되었음을 지적한다. 중재판정부가 보기에, 두 합병은 비교 가능한 대조군이며, SK 합병이 선례를 정한 것으로 볼 수 있다. 첫째로, 두 합병에서 국민연금은 대상회사와 인수회사 모두에 대한 지분을 보유하고; 둘째로, 대상회사가 순자산가치에 상당한 디스카운트를 적용하여 거래된다는 논란이 있었으며; 셋째로, 두 합병은 합병비율의

---

<sup>1387</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5-6 페이지; 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[CLA-14], 12 페이지.



적정성에 관한 의문이 제기되었다. 기금운용본부는 보고서에서 두 합병이 “본질적으로 동일”함을 스스로 인정하였다.<sup>1388</sup>

864. 이러한 맥락에서, 중재판정부는 의결권행사 전문위원회로의 부의를 차단하고 본건 합병을 스스로 결정하는 것이 국민연금 의결권행사지침에 따른 투자위원회의 재량에 속하는지 여부는 무관하다고 판단한다. 기록에 나타난 바와 같이, 기금운용본부는 당초에 본건 합병 표결이 곤란한 사안으로서 의결권행사 전문위원회가 결정한다고 생각하여, 보건복지부에 우려를 표명하였다.
865. 이러한 사정에 기초하여, 중재판정부는 국민연금의 내부 의사결정 과정에 대한 피청구국의 개입이 없었다면 본건 합병 표결이 의결권행사 전문위원회에 부의되었을 것임을 청구인들이 충분히 확실하게 입증하였다고 판단한다.
866. 두 번째 문제는 의결권행사 전문위원회에게 부의되었다면 본건 합병을 어떻게 결정하였는가에 관한 것이다.
867. 이와 관련하여 서울중앙지방법원은 “[투자위원회]가 검토 및 의결을 위해 본건 합병을 의결권행사 전문위원회에 부의하였다면, SK 합병에서와 같이 의결권행사 전문위원회가 본건 합병에 반대할 가능성이 매우 높았다”고 결론을 내렸다.<sup>1389</sup> 중재판정부는 의결권행사 전문위원회가 다음과 같은 이유로 본건 합병에 대한 기권 또는 반대 표결을 결정하였을 가능성이 높음에 동의한다.
868. 첫째로, 문형표 장관의 지시에 따라 의결권행사 전문위원회 위원들의 투표 행태에 대한 자세한 분석이 작성되었는데, 찬성 4 표, 반대 4 표 및 기권 1 표로 예측하였다.<sup>1390</sup> 이러한 분석은 2015 년 7 월 초에 보건복지부와 국민연금의 공동 데스크포스가 수행하였으며, 피청구국이 인용하고자 하는 2015 년 6 월의 외부 분석 이후에 이루어졌다.<sup>1391</sup> 문형표 장관은 내부 분석을 토대로, 국민연금 직원들로 구성된 투자위원회가 본건 합병을

---

<sup>1388</sup> 국민연금, SK(주)와 SK C&C 의 합병 전문위원회 부의 검토, 2015 년 6 월 10 일[C-127], 2 페이지.

<sup>1389</sup> 서울중앙지방법원, 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 6 월 8 일[CLA-13], 5 페이지.

<sup>1390</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017 년 11 월 14 일[CLA-14], 13 페이지.

<sup>1391</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 94 항.

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

869. 중재판정부는 불확실성이 있었고 누구도 투표 결과에 대한 예측을 할 수 없었다는 조영길 의원의 증언을 유념한다.<sup>1392</sup> 그러나, 그는 (전직) 의결권행사 전문위원회 위원 1 명에 불과하며, 실질적으로 본건 합병에 대한 심의를 거치지 않고, 자신에 관하여 사후적으로 이야기할 수 있을 뿐이다. 중재판정부가 보기에, 그의 증언은 실제 본건 합병 표결 직전에 보건복지부와 국민연금이 작성한 상기 분석과 모순되지 않는다.
870. 둘째로, 의결권행사 전문위원회는 이미 SK 합병을 부결하였다. 두 합병 사이의 공통점, 시기의 일치, 본건 합병의 본건 합병비율에 대한 우려의 확대와 국민연금의 삼성물산 지분이 상대적으로 높은 점을 고려할 때, 의결권행사 전문위원회도 본건 합병을 승인하지 않았을 가능성이 높아 보인다.
871. 셋째로, 중재판정부는 국민연금이 본건 합병에 찬성 표결하기 위하여, 신뢰할 수 있는 자료에 의해 뒷받침되는 건전한 경제적 이유가 있었다고 생각하지 않는다.
872. 국민연금 의결권행사지침 제 6 조 제 1 항에 따라, 국민연금은 기금의 이익에 반하거나 주주가치가 하락하는 경우에 안전에 대하여 반대 표결하여야 했다. 합병 및 인수의 경우, 이는 제안이 주주가치를 훼손한다고 판단될 경우에 제안을 반대 표결할 것을 의미하였다(국민연금 의결권행사지침 첨부 1, 제 34 조 제 1 항).
873. 당시 국민연금은 본건 합병비율이 삼성물산 주주들에게 불리함을 알고 있었다. 의결권자문사 ISS 에 따르면, 본건 합병비율은 삼성물산의 내재가치 대비 50%의 디스카운트를 가리켰다.<sup>1393</sup> 국민연금의 자체 의결권 자문사인 한국기업지배구조원은 본건 합병비율이 삼성물산의 자산 가치를 충분히 반영하지 못하였고 “삼성물산 주주들에게 불합리한

---

<sup>1392</sup> 본안 심리 속기록, 3 일차, 2022 년 3 월 23 일, 480:8-25 페이지[조영길의 반대신문].

<sup>1393</sup> ISS 보고서, 2015 년 7 월 3 일[C-9], 2 페이지.

수준”으로 정하였다고 지적하면서, 국민연금에 반대 표결을 권고하였다.<sup>1394</sup>  
한국기업지배구조원은 다음과 같이 언급하였다:<sup>1395</sup>

합병비율은 최근 5년간 PBR 이 가장 낮았고 합병비율이 자산가치를 충분히 반영하지 못하는 상황에서 삼성물산 주주들에게 가장 불리한 시점에 결정되었으므로, 합병비율로 인해 삼성물산의 주주가치가 손상될 우려가 발생한다.

874. 서울고등법원이 판시한 바와 같이, 국민연금은 이러한 외부 분석을 알고 있었다.<sup>1396</sup>
875. 앞서 언급한 바와 같이, 기금운용본부 리서치팀은 3가지의 적정합병비율을 산정하였는데, 이들 모두 국민연금에 손실이 발생하였다. 실제 합병비율 0.35와 국민연금이 최종 산정한 적정합병비율 0.46의 차이에 따른 손실은 1,388억 원에 달하였다. 그 후, 기금운용본부 리서치팀은 한국 법원에 따르면 “임의로 적용”한 10%의 성장률을 토대로 계산된 2조 원 규모의 시너지 효과를 도출하였다.<sup>1397</sup>
876. 중재판정부는 시너지 효과에 대한 이러한 계산이 경제적으로 근거가 없음을 피청구국이 부인하지 않음에 주목한다. 오히려, 한국 법원의 판단에 입장을 취하지 않을 것이라고 말하면서, 국민연금의 시너지 효과 계산이 투자위원회의 본건 합병 승인에 결정적인 것은 아니었으며, 투자위원회에도 다른 시너지와 함께 제시되었다고 주장하였다.<sup>1398</sup>
877. 중재판정부가 보기에, 패션 회사와 건설 회사 사이의 상당한 시너지는 명백하지 않으며 입증되지 않았다. 본건 합병이 삼성 그룹 전체에 미치는 긍정적 효과를 피청구국이 인용하고자 하는 한,<sup>1399</sup> 이는 국민연금 리서치팀의 하자 있는 시너지 효과 계산이 포함된 동일한 문서를 토대로 한다. 중재판정부가 보기에, 이러한 예측은 충분하거나 신뢰할 수 있는 증거에 의해 뒷받침되지 않으므로, 추측으로 간주되어야 한다.

---

<sup>1394</sup> 한국기업지배구조원, 2015년 국내 상장회사 의안분석 보고서, 2015년 7월 3일[C-192], 3페이지.  
<sup>1395</sup> 한국기업지배구조원, 2015년 국내 상장회사 의안분석 보고서, 2015년 7월 3일[C-192], 3페이지.  
<sup>1396</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 11페이지.  
<sup>1397</sup> 서울고등법원 2017노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 18페이지; 서울중앙지방법원 2017고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 주석 12 참조.  
<sup>1398</sup> 반박서면, 제 171항 이하 참조; 재반박서면, 제 146항 이하 참조.  
<sup>1399</sup> 재반박서면, 제 505항 이하 참조.

878. 본건 합병비율이 객관적으로 삼성물산 주주들에게 불리하였다는 점도 Wolfenzon 교수 전문가보고서에 의해 확인된다.<sup>1400</sup> 그는 2015년 다른 시점의 한국법에 따라 산정된 다른 합병비율과 비교할 때, 2015년 5월 26일의 합병비율이 특히 낮았다는 사실을 입증한다.<sup>1401</sup> 또한, Dow 교수는 심리에서 국민연금이 본건 합병에 반대 표결하였을 가능성이 있다고 판단하였다고 증언하였다.<sup>1402</sup>
879. 앞서 본 사실관계를 토대로, 서울중앙지방법원 형사부는 문형표/홍완선 사건에서 “삼성이 발표한 합병비율이 불공정하고 삼성물산 주주들에게 불리하다고 객관적으로 볼 수 있는 여러 사건들이 있었다”고 결론내렸다.<sup>1403</sup> 이와 달리, 앞서 정리한 바와 같이 서울중앙지방법원 민사부는 엘리엇 가처분 사건에서 본건 합병비율이 한국법에 따라 산정되었다고 판단하였고, 합병 무효 사건에서 본건 합병의 목적이 불공정하다고 볼 수 없다고 판단하였다. 그러나 중재판정부는 본건 합병의 경제적 타당성에 관한 민사법원의 결론에 찬성하지 않는다. 중재판정부가 보기에, 이는 삼성물산 주주들에게 객관적으로 불리한 본건 합병비율로 인하여 발생한 손실이 장기적으로 회복될 수 있음을 보여주는 충분하고 구체적인 증거에 의해 뒷받침되지 않는다. 특히, 중재판정부는 본건 합병이 삼성물산의 수익을 상당히 증가시킬 가능성이 있다고 확신하지 않는다. 마찬가지로, 본건 합병이 긍정적인 시장 반응을 얻을 수 있다는 사실은 삼성물산 주주들에게 장기적인 경제성을 나타내는 것으로 볼 수 없다.
880. 중재판정부는 의결권행사 전문위원회가 심의하였더라면 합병에 관한 두 가지 입장을 모두 고려하였을 것이고, 본건 합병이 주주가치를 훼손할 것이라는 점이 입증되었다면 의결권행사 전문위원회가 이를 거부하는 것이 올바른 결정이었을 것임을 조영길 위원이 자신의 증언에서 인정하였음을 지적한다.<sup>1404</sup> 앞서 언급한 바와 같은 이유로, 중재판정부는 본건 합병이 삼성물산 주식의 가치를 침해하며, 양측의 입장을 공평하고

---

<sup>1400</sup> Daniel Wolfenzon 제 1 차 전문가보고서, 2021년 4월 23일(이하 “Wolfenzon 제 1 차 보고서”)[CER-5], 제 46 항 이하 참조.

<sup>1401</sup> Wolfenzon 제 1 차 보고서[CER-5], 그림 4.

<sup>1402</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022년 3월 4일, 767:6-16 페이지[Dow 교수의 반대신문].

<sup>1403</sup> 서울중앙지방법원 2017 고합 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 3 페이지.

<sup>1404</sup> 본안 심리 속기록, 3 일차, 2022년 3월 23일, 498:23-499:3, 510:19-25 페이지[조영길의 반대신문].

독립적으로 고려할 때 의결권행사 전문위원회가 반드시 본건 합병에 기권하거나 반대 표결하였을 것이라고 생각한다.

881. 결론적으로, 중재판정부는 피청구국의 위반으로 인해 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하게 되었다는 충분한 수준의 사실적 확실성을 청구인들이 입증하였음을 인정한다.

**b) 국민연금의 표결로 인하여 본건 합병이 승인되었는지 여부**

882. 중재판정부는 이제 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였거나 기권하였다면, 여전히 본건 합병이 승인되었을 것인지에 대한 질문을 다룰 것이다.

883. 국민연금은 총 지분 11.21%의 삼성물산 소수주주로서, 국민연금이 단일 최대주주였다.<sup>1405</sup>

884. 국민연금의 표결만으로는 본건 합병이 출석 의결권 2/3 의 기준을 통과할 수 없었지만, 국민연금은 본건 합병에서 캐스팅 보트를 보유하였다. Duarte-Silva 제 1 차 전문가보고서에 따르면, 국민연금이 본건 합병에 기권하거나 반대 표결을 하였다면 2/3 찬성에 도달하지 않았을 것이다.<sup>1406</sup> 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였다면, 본건 합병은 56.30%의 승인 비율만을 얻었을 것이다. 국민연금이 기권하였다면, 승인 비율은 64.88%가 되어 여전히 66.67%에 미치지 못하였을 것이다.

885. 국민연금의 표결이 본건 합병의 승인에 결정적이었다는 점은 서울고등법원에서도 확인되었고, 이에 따르면 “[국민연금]은 의결권행사 방향에 따라 이 사건 합병의 성사 여부를 결정할 수 있는 사실상의 캐스팅보트를 가지게 되었다”.<sup>1407</sup>

886. 중재판정부는 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였거나 기권하였다면, 실제로 본건 합병에 기권하거나 반대 표결한 다른 주주들이 그들의 표결을 변경하여 본건 합병에 찬성하였을 것이라는 신뢰할 만한 징후가 있다고 생각하지 않는다. 중재판정부가 보기에, 총수일가가 기관투자자들의 의결권에 영향을 미치기 위해 다른 (합법적인) 수단을 사용하였을 것이라는 피청구국의 주장을 뒷받침할 증거가 없다.

---

<sup>1405</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[**CER-4**], 제 23 항.

<sup>1406</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[**CER-4**], 그림 1, 제 24 항.

<sup>1407</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[**CLA-14**], 7 페이지. 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[**R-243**], 9 페이지 및 서울중앙지방법원 2017 고평 34, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[**CLA-13**], 4 페이지 참조.

887. 따라서, 중재판정부는 국민연금이 본건 합병에 반대 표결을 하였거나 기권하였다면 삼성물산의 주주들이 본건 합병을 거부하였을 가능성이 가장 높다고 판단한다. 따라서 본건 합병에 대한 국민연금의 찬성 표결로 인하여 본건 합병이 승인되었다.
888. 중재판정부는 청구인들이 본건 합병의 승인으로 인해 야기되었다고 주장하는 세 가지 손실(삼성물산 주식 가치의 손실,<sup>1408</sup> 삼성전자 주식 가치 손실<sup>1409</sup> 및 업무집행사원의 성과보수 손실)에 대한 보상을 구하였음을 주지한다.<sup>1410</sup> 중재판정부는 쟁점 손해가 피청구국의 협정 위반으로 인하여 발생하였는지 여부와 손해산정의 맥락에서 적절하게 산정되었는지 여부에 관한 문제를 다룰 것이다. 현 단계에서, 중재판정부는 피청구국의 위반이 없었다면 청구인들이 본건 합병 직후에 삼성물산 및 삼성전자 주식을 매도하지 않았을 것이라고 확신하기에 충분하다.
889. 결론적으로, 손실의 적절한 산출에 관한 중재판정부의 판단을 침해함이 없이, 중재판정부는 본건 합병에 대한 국민연금의 의결권 행사에 대한 피청구국의 개입이 청구인들의 손실을 야기하였다고 판단한다.

### C. 피청구국이 청구인들의 손해를 법률상 발생시켰는지 여부

#### 1. 청구인들의 입장

##### a) 청구인들의 삼성물산 주식 관련 손실에 대한 예측가능성

890. 청구인들은 삼성물산 주식의 가치 손실이 피청구국의 위반의 알려진, 의도된, 그리고 예상된 결과이므로 상당인과관계의 요건을 충족하였다고 주장한다.<sup>1411</sup> 청구인들은 다음과 같이 주장한다:

청와대 및 보건복지부는 본건 합병에 유리하도록 국민연금의 의결권 행사를 침해함으로써, 본건 합병이 삼성 총수 일가에게 이익이 되도록 메이슨과 삼성물산의 기타 주주들로부터 가치를 빼앗는 합병 비율로 승인될 것을 내다보았고, 의도했습니다.<sup>1412</sup>

---

<sup>1408</sup> 답변서, 제 318 항.

<sup>1409</sup> 답변서, 제 321 항.

<sup>1410</sup> 답변서, 제 325 항.

<sup>1411</sup> 답변서, 제 318 항, 제 319(b)항, 제 320 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1007:25-1008:22 페이지, 1013:16-1020:23 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1412</sup> 답변서, 제 318 항.

891. 청구인들은 본건 합병을 중대하게 불공정하다고 지적하는 수많은 자문이 있었으므로 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 손실을 발생시킬 것이 피청구국에게 명백하였고, 본건 합병비율은 삼성물산에 객관적으로 매우 불리한 수준으로 설정되었으며, 국민연금은 본건 합병비율의 불공정성을 알고 이에 동의하였다고 주장한다.<sup>1413</sup>
892. 또한 청구인들은 본건 합병 및 본건 합병비율이 피청구국이 아니라 삼성물산과 제일모직의 경영진 및 이사회가 구상 및 승인하였기 때문에 피청구국에게 손실에 대한 책임이 없다는 피청구국의 주장을 배척한다. <sup>1414</sup> *Lauder v. Czech Republic* 사건을 인용하면서, 청구인들은 “인과관계를 단절하기 위해서는, 제 3 자의 행위가 ‘매우 예상 밖이고 막대해서 초기 원인을 대체하고 궁극적인 피해의 주요 원인이 되기에 이르러야 한다’고 주장한다.<sup>1415</sup> 따라서 청구인들은 본건 합병 및 본건 합병비율이 피청구국에게 잘 알려져 있었다고 주장하는데, 이는 삼성물산, 제일모직 또는 그 밖의 당사자의 행위가 인과관계를 단절하지 않았음을 의미한다.<sup>1416</sup>
893. 또한, 청구인들은 국민연금이 다른 주주들의 경제적 재산을 보호할 의무를 부담하지 않기 때문에 청구인들의 손실이 피청구국의 국민연금 절차 침해와 너무 동떨어져 있다는 피청구국 주장에 이의를 제기한다.<sup>1417</sup> 청구인들은 자신들이 국민연금의 책임을 묻기 위해서가 아니라, 국민연금이 관여한 피청구국의 범죄 계획으로 인해 입은 손실을 회복하고자 하는 것이므로, 이러한 주장이 잘못되었다고 생각한다.<sup>1418</sup>

**b) 청구인들의 삼성전자 주식 관련 손실에 대한 예측가능성**

894. 청구인들은 삼성전자 주식과 관련된 자신들의 손실도 피청구국의 위반으로 인하여 발생하였다고 주장하고, 청구인들은 이러한 위반 이후에 삼성전자 주식을 매도하기로

---

<sup>1413</sup> 답변서, 제 318 항.

<sup>1414</sup> 답변서, 제 319 항.

<sup>1415</sup> *Lauder v. Czech Republic*[**RLA-87**], 제 234 항을 인용하는 답변서, 제 319(a)항.

<sup>1416</sup> 답변서, 제 319(a)항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1008:23-1009:20 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1417</sup> 답변서, 제 319(b)항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1013:16-24 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1418</sup> 답변서, 제 319(b)항.

결정한 것은 인과관계의 고리를 단절시키지 않는다고 주장한다.<sup>1419</sup> 따라서 청구인들은 삼성전자 주식의 가치 감소로 인해 발생한 청구 손실과 관련하여 법적 인과관계의 요건이 충족되었다고 주장한다.<sup>1420</sup>

895. 청구인들은 본건 합병이 이루어지도록 함으로써, 피청구국이 청구인들의 삼성 그룹 투자의 근본적인 전제를 훼손하였으므로, 청구인들이 그로부터 얼마 지나지 않아 삼성전자의 모든 지분을 현금화하도록 만들었다고 재강조한다.<sup>1421</sup> 청구인들은 이러한 현금화 결정이 피청구국의 위법행위로 당연히 발생하고 그로 인한 직접적 결과라고 주장한다.<sup>1422</sup>
896. 또한, 청구인들은 삼성전자 주식의 현금화와 관련한 자신의 손실이 피청구국에게 합리적으로 예측가능하였다고 주장한다. 청구인들은 삼성물산에 관한 본건 합병 표결을 변경하고 부패 계획에 참여함으로써, 피청구국이 자신의 행위가 삼성 그룹 내 다른 회사들, 특히 삼성전자의 투자자들에게 영향을 끼칠 수 있음을 알았거나 알 수 있었을 것이라고 주장한다.<sup>1423</sup> 청구인들은 본건 합병의 목적이 총수일가가 삼성전자를 포함한 삼성 그룹 전체에 대한 지배권력을 높여 총수일가의 승계를 촉진하기 위한 것임을 피청구국이 알고 있었다고 주장한다.<sup>1424</sup> 따라서, 청구인들은 본건 합병이 삼성 그룹의 지배구조에 매우 큰 악영향을 미치고 손실을 야기할 것임을 피청구국이 알고 있었다고 결론짓는다.<sup>1425</sup>

---

<sup>1419</sup> 답변서, 제 321 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1013:16-1020:23 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1420</sup> 답변서, 제 321-324 항.

<sup>1421</sup> 답변서, 제 322 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1009:21-1010:10 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1422</sup> 답변서, 제 322 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1010:2-20 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1423</sup> 답변서, 제 323 항.

<sup>1424</sup> 답변서, 제 323 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1010:11-1011:18 페이지[청구인들의 최후진술] 참조.

<sup>1425</sup> 답변서, 제 323 항.



c) **업무집행사원의 성과보수 상실에 관한 청구인들의 손실에 대한  
예측가능성**

897. 마지막으로, 청구인들은 업무집행사원의 성과보수 상실에 관한 자신들의 손실이 피청구국의 위법행위로부터 자연스럽고 명백하게 발생한다고 주장한다.<sup>1426</sup> 청구인들은 피청구국이 삼성물산과 삼성전자에 투자한 헤지펀드에 대하여 상기 손실을 야기함으로써, 해당 투자를 통하여 헤지펀드에 지급될 보수가 감소될 것임을 피청구국이 알았거나 알 수 있었을 것이라고 주장한다.<sup>1427</sup>

2. **피청구국의 입장**

a) **본건 합병, 본건 합병비율 및 주식의 현금화는 청구인들의 손실의 주된  
원인이었다**

898. 피청구국은 피청구국의 행위가 청구인들의 손실 주장의 주된, 주요한 또는 근본적인 원인이었음을 청구인들이 입증하지 못하였다고 주장한다. 청구인들은 본건 합병비율과 함께 본건 합병 그 자체가 청구인들이 주장하는 세 가지 별개의 손실의 주요하거나 근본적인 원인이 된다고 본다는 것이 피청구국의 입장이다.<sup>1428</sup> 그러나, 피청구국은 본건 합병의 목적이 총수일가 구성원들 간의 승계 계획을 촉진하기 위한 것이었는지 여부와 관계없이, 본건 합병과 본건 합병 조건이 삼성물산과 제일모직의 이사회 및 경영진의 승인으로 인해 이루어졌다고 주장한다.<sup>1429</sup> 피청구국은 주식이 할인된 가격으로 거래되어 발생한 청구 손실을 피청구국이 유발한 것이 아니라 삼성과 총수일가가 불공정 합병을 강행할 것이라는 시장의 우려로 발생한 것이라고 주장한다.<sup>1430</sup> 따라서 피청구국은 피청구국 또는 국민연금의 행위로 인해 청구인들의 손실이 발생하지 않았다고 주장한다.<sup>1431</sup> 오히려, 피청구국은 삼성 및 총수일가의 행위가 청구인들의 삼성물산 주식에 대한 손실의 주된 원인이 되었다고 주장한다.<sup>1432</sup>

---

<sup>1426</sup> 답변서, 제 325 항.

<sup>1427</sup> 답변서, 제 325 항.

<sup>1428</sup> 반박서면, 제 486 항.

<sup>1429</sup> 반박서면, 제 484 항.

<sup>1430</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 105 항.

<sup>1431</sup> 반박서면, 제 487 항.

<sup>1432</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 105 항.

899. 피청구국은 청구인들의 삼성물산 및 삼성전자 지분 현금화 결정이 “‘주된’ 및 ‘근본적인’ 원인이자, ‘개입적’ 혹은 ‘추월적’ 원인”이라고 주장한다.<sup>1433</sup> 피청구국은 청구인들이 본건 합병 발표 후에 그 비율을 알면서도 삼성물산 주식을 매수하기로 결정한 것이 청구 손실의 또 다른 주된 이유라고 주장한다.<sup>1434</sup> 피청구국은 청구인들이 2015년 8월에 삼성물산 주식을 매도함으로써 잠재적인 상승을 놓치고 자신들의 잘못으로 손해를 입었다고 주장한다.<sup>1435</sup> 또한, 피청구국은 청구인들이 투자위원회의 본건 합병 심의로부터 몇 주 전에 삼성물산과 삼성전자 주식을 매도하기 시작하였으며, 이는 청구인들의 자체적인 의사결정이 예비적인 삼성물산 및 삼성전자 청구의 원인임을 보여준다고 지적한다.<sup>1436</sup>
900. 또한, 피청구국은 전문가 증인 Dr. Duarte-Silva를 인용하면서, 청구인들이 2015년 8월에 자신의 삼성전자 주식을 모두 매각하기로 결정하지 않았더라면, 2017년 1월에 매각함으로써 자신들이 현재 청구하는 손해를 완전하게 제거할 수 있었을 것이라고 주장한다.<sup>1437</sup> 청구인들이 국민연금의 본건 합병 승인이 아니라 본건 합병의 승인에 대응하여 주식을 매도하였다는 주장과 피청구국이 부패 혐의를 아직 알지 못하였다는 사실을 인용하면서, 피청구국은 2015년 8월까지 삼성전자 주식을 매도하기로 한 결정은 피청구국의 행위의 자연스러운 결과라는 청구인들의 주장에 이의를 제기한다.<sup>1438</sup>
901. 따라서 피청구국은 청구인들이 삼성물산과 삼성전자 주식을 매도하기로 한 결정이 청구 손실의 “최종적이고 직접적이며, 즉각적인 원인”이었다고 주장한다.<sup>1439</sup>

**b) 청구인들의 손실은 국민연금의 표결 침해 혐의와 협정 위반으로 너무 동떨어져 있다**

---

<sup>1433</sup> 반박서면, 제 489 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 106 항.

<sup>1434</sup> 반박서면, 제 490 항.

<sup>1435</sup> 반박서면, 제 490 항.

<sup>1436</sup> 반박서면, 제 490-491 항.

<sup>1437</sup> 반박서면, 제 491 항; 재반박서면, 제 540 항.

<sup>1438</sup> 재반박서면, 제 541-542 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1058:13-1059:15 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1439</sup> 반박서면, 제 492 항; 재반박서면, 제 542 항.

902. 피청구국은 청구 대상 손실이 피청구국의 국민연금 표결 침해 및 FTA 위반 혐의와 무관하므로 청구인들이 법적 인과과관계를 입증할 수 없다고 주장한다.<sup>1440</sup> ILC 규정 제 31 조 주석 10 과 *Life Insurance Claims* 사건을 인용하면서, 피청구국은 청구인들의 손실이 위반된 규칙의 “범주 내”에 있거나 “법적 고려”와 “자연스럽고 일반적인 흐름” 내에 있어야 한다고 주장한다.<sup>1441</sup> 피청구국은 국민연금 지침의 실제적 및 절차적 보호의 목적이 법인에 대한 다른 공동 투자자들의 투자 이익 및 지분 가치를 보호하기 위한 것이 아니라고 주장한다.<sup>1442</sup> 따라서, 피청구국은 청구인들이 피청구국의 국민연금 절차 침해로 인하여 청구하는 손실이 “같은 규칙들의 ‘법적 고려’나 ‘자연스럽고 일반적인 흐름’의 범주에는 전혀 포함되지 않는다”고 주장한다.<sup>1443</sup> 피청구국은 청구 손실이 손해배상 판정을 뒷받침하기에는 너무 동떨어져 있다고 결론내린다.<sup>1444</sup>
903. 또한, 피청구국은 ILC 규정 제 31 조 주석 10 의 목적상, 청구 손실이 범주 내에 있어야 하는 관련 규정은 국민연금 지침이 아니라, 외국인 투자자에게 최소대우 기준을 부여하는 것이 협정 제 11.5 조에 따른 피청구국의 국제적 의무라는 청구인들의 주장에도 이의를 제기한다.<sup>1445</sup> 피청구국은 청구인들이 협정상 의무와 국민연금 지침상 의무를 구별하는 것은 협정 위반 혐의가 국민연금 지침 위반에서만 발생하므로 부적절하다고 주장한다.<sup>1446</sup>
904. 또한, 피청구국은 이러한 원격성 평가가 청와대, 보건복지부 및 국민연금의 범죄 계획의 결과에만 적용되어야 하고, 국민연금의 의결권 행사에는 적용되지 않는다는 청구인들의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1447</sup> 오히려, 피청구국은 청구인들이 주장하는 범죄 계획이

<sup>1440</sup> 반박서면, 제 493 항.

<sup>1441</sup> ILC 규정 및 주석(2001)[CLA-166], 제 31 조, 주석 10, 92-93 페이지를 인용하는 반박서면, 제 494-495 항; *Provident Mutual Life Insurance Company and Others(United States) v. Germany(Life Insurance Claims)*, 7 R.I.A.A. 91, 1924년 9월 18일[RLA-61], 112-113 페이지. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1042:13-1043:8 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1442</sup> 반박서면, 제 496-497 항; 재반박서면, 제 544 항.

<sup>1443</sup> 반박서면, 제 496-497 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 101 항.

<sup>1444</sup> 반박서면, 제 498 항; 재반박서면, 제 543 항, 제 547 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 104 항.

<sup>1445</sup> 본안 심리 속기록, 5 일차, 815:16-817:19 페이지[청구인들의 대리인]을 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 102-103 항.

<sup>1446</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 103 항.

<sup>1447</sup> 재반박서면, 제 544-545 항.

국민연금 지침의 침해로부터만 가능하였기 때문에, 그러한 지침의 위반이 청구 손실의 핵심이라고 주장한다.<sup>1448</sup>

**c) 청구인들은 예측가능성 분석을 근거로 상당인과관계를 입증할 수 없다**

905. 상당인과관계를 판단하기 위하여는 가해 당사자의 관점에서 손실이 예측 가능하여야 한다는 주장에 대한 피청구국의 반대에도 불구하고, 피청구국은 청구인들이 자신들의 손실이 예측가능하였음을 입증할 수 없다고 주장한다.<sup>1449</sup>

906. 첫째로, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 청구인들의 삼성물산 주식에 관한 손실을 야기할 것임을 피청구국이 합리적으로 예측할 수 없었다고 주장한다. 피청구국은 청구인들의 투자 논거가 본건 합병에 대한 표결로 무효화되어 자신들이 삼성물산 주식을 매도하게 될 것을 국민연금이 예측하였어야 한다고 추측하고 있을 뿐이라고 주장한다.<sup>1450</sup> 청구인들이 타당하다고 하더라도, 피청구국은 피청구국을 상대로 하는 청구이므로, 청구인들은 피청구국이 “국민연금의 본건 합병에 대한 투표가 삼성물산 주식으로 하여금 메이슨이 추정 한 대로 그들이 주장하는 ‘내재가치’를 하회하여 거래되도록 만들 것임을 알 수 있었거나 또는 합리적으로 알았어야 한다는 점”을 입증해야 한다고 주장한다.<sup>1451</sup> 피청구국은 특히 본건 합병비율이 불공정한 것으로 알려져 있지 않았기 때문에 청구인들이 실제로 이를 입증할 수 없으며, 어떠한 경우에도 본건 합병비율은 국민연금이 본건 합병에 찬성 투표하기 위해 평가된 여러 요인들 중 하나에 불과하였다고 주장한다.<sup>1452</sup> 피청구국은 피청구국이 청구인들 또는 다른 삼성물산 주주가 입게 되었다는 손실을 야기할 의도를 가지고 있었음을 청구인들이 입증할 수 없으며, 설령 피청구국이 삼성 그룹에 대한 이재용의 지배권을 지원하기 위하여 국민연금의 표결 절차를 침해하였다고 하더라도, 이는 피청구국에게 어느 주주 집단에서 다른 주주 집단으로 가치를 이전할 의도가 있었다는 의미가 아니라고 주장한다.<sup>1453</sup> 또한, 피청구국은 표결에 참여한 삼성물산 주주들의 과반수가 본건 합병을 승인하였으므로, 이 역시 본건 합병에

---

<sup>1448</sup> 재반박서면, 제 546 항.

<sup>1449</sup> 재반박서면, 제 548-566 항.

<sup>1450</sup> 재반박서면, 제 549-550 항.

<sup>1451</sup> 재반박서면, 제 551 항.

<sup>1452</sup> 재반박서면, 제 552-553 항.

<sup>1453</sup> 재반박서면, 제 554 항.

타당한 경제적 이유가 있었기 때문에 청구인들의 삼성물산 손실이 예측 가능하지 않았음을 입증한다고 주장한다.<sup>1454</sup>

907. 둘째로, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 청구인들의 삼성전자 주식에 관한 손실을 야기할 것임을 피청구국이 합리적으로 예측할 수 없었다고 주장한다.<sup>1455</sup> 피청구국은 삼성전자 주식을 처분하기로 한 결정이 피청구국의 위법행위로 인한 당연한 결과라는 청구인들의 주장을 다룬다.<sup>1456</sup> 피청구국은 당시 애널리스트 보고서에서 본건 합병으로 인하여 삼성전자 주식에 미치는 영향이 거의 없을 것으로 예측하였고, 다른 삼성 그룹 회사들의 투자자들이 본건 합병에 대응하여 자신의 주식을 매도하여 손실을 입을 것이라고 피청구국이 합리적으로 예측할 수 없었다고 주장한다.<sup>1457</sup> 피청구국은 본건 합병이 삼성 그룹 전체에서 다른 주주들에게 미치는 영향을 국민연금이 고려할 이유가 없었다고 주장한다.<sup>1458</sup> 피청구국은 피청구국의 행위가 청구인들의 투자 논거를 무효화하여 주식을 매도하도록 할 수 있다는 것을 피청구국이 알았거나 알 수 있었음을 청구인들이 입증할 수 없다고 결론내린다.<sup>1459</sup>
908. 마지막으로, 앞서 기재한 바와 같은 이유로, 피청구국은 국민연금의 본건 합병 찬성 표결이 업무집행사원의 청구 손실을 야기할 것이라는 점, 특히 헤지펀드 운용사들의 전문가 보수 손실로 이어질 것이라는 점을 피청구국이 합리적으로 예측할 수 없었다고 주장한다.<sup>1460</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

909. 먼저, 중재판정부는 법적 인과관계를 입증하기 위하여, 청구 손실이 협정 위반, 특히 직접성, 예측가능성 또는 근접성 등 관련 요소로부터 너무 동떨어져 있지 않음을

---

<sup>1454</sup> 재판박서면, 제 555-556 항.

<sup>1455</sup> 재판박서면, 제 557-558 항.

<sup>1456</sup> 재판박서면, 제 558 항.

<sup>1457</sup> 재판박서면, 제 560-561 항.

<sup>1458</sup> 재판박서면, 제 562 항.

<sup>1459</sup> 재판박서면, 제 564 항.

<sup>1460</sup> 재판박서면, 제 565-566 항.

청구인들이 입증하여야 함을 재강조한다. 피청구국은 다른 사건이 당초의 원인을 추월하여 손실의 주된 원인이 되었음을 입증하는 경우 인과관계의 고리를 단절할 수 있다.

910. 중재판정부는 청구인들이 본건 합병의 승인으로 인해 야기되었다는 세 가지 손실(i) 삼성물산 주식 가치의 손실,<sup>1461</sup> (ii) 삼성전자 주식 가치 손실<sup>1462</sup> 및 (iii) 업무집행사원의 성과보수 손실)에 대한 보상을 구하였음을 상기시킨다.<sup>1463</sup> 중재판정부는 이를 차례로 다룰 것이다.

**a) 피청구국의 위반과 청구인들의 삼성물산 주식 관련 손실 사이의 근접성**

911. 중재판정부는 한국의 위반이 본건 합병을 투자위원회가 결정 및 승인하도록 한국 정부가 국민연금에게 지시한 내용으로 구성됨을 상기시키고자 한다. 서울고등법원 판결에 따르면, 이러한 지시는 주로 2015년 6월 말과 7월 8일 사이에 이루어졌다.<sup>1464</sup>
912. 중재판정부는 ISS 및 KCGS 보고서 등, 2015년 7월 8일 이전에 본건 합병비율의 공정성을 비판하는 여러 보고서가 발행되었다는 점에 주목한다.<sup>1465</sup> 적정 합병비율이 0.46 내지 0.89 사이일 것이라는 기금운용본부 리서치팀의 첫 번째 보고서는 2015년 6월 30일에 발행되었다.<sup>1466</sup> 문형표 장관은 서울고등법원이 판시한 바와 같이 이러한 보고서를 알고 있었다.<sup>1467</sup>

최홍석이 2015. 7. 6. 11:25 보건복지부 인구정책실장 이태한에게 보낸 문자메시지에도 “오전에 삼성물산 건으로 장관님 찾으셔서 ISS 등 의견과 삼성

---

<sup>1461</sup> 답변서, 제 318 항.

<sup>1462</sup> 답변서, 제 321 항.

<sup>1463</sup> 답변서, 제 325 항.

<sup>1464</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 22-24 페이지. 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[R-243], 29-32 페이지 및 서울중앙지방법원 2017 고평합 34, , 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 6월 8일[CLA-13], 5 페이지, 11 페이지, 35 페이지 참조.

<sup>1465</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 41 페이지. 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[R-243], 56 페이지 참조.

<sup>1466</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 41 페이지. 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[R-243], 페이지 56 참조.

<sup>1467</sup> 서울고등법원 2017 노 1886, 피고인 문형표/홍완선에 대한 형사판결, 2017년 11월 14일[CLA-14], 22 페이지. 서울고등법원 2017 노 1886, 2017년 11월 14일[R-243], 30 페이지 참조.

입장을 받아서 보고드렸구요. 매우 신경써서 준비해야 한다고 말씀하시며 몇 가지 지시하신 사항이 있습니다”라고 되어 있다.

913. 그 결과, 중재판정부는 청구인들의 삼성물산 주식 가치의 손실이 위반 당시 피청구국에게 예측 가능하였다고 판단한다.
914. 중재판정부는 본건 합병과 본건 합병비율을 삼성물산과 제일모직의 경영진이 제안하였다는 사실로 인과관계가 단절되었다고 보지 않는다. 이는 동시 발생하는 원인으로 볼 수 있으나, 손해의 원인을 추월하지 않음이 명백하다. 사실상, 피청구국의 위반은 보다 최근의 직접적인 원인이 된다. 한국 정부가 본건 합병과 관련하여 국민연금에게 어떠한 지시를 하지 않았다면, 본건 합병은 반드시 부결되었을 것이므로, 불공정한 비율의 결정으로 인한 나쁜 결과를 회피하였을 것이다.
915. 중재판정부는 국민연금이 다른 주주들에게 주의의무를 부담하지 않았기 때문에 청구인들의 손실이 피청구국의 위반과 동떨어져 있다는 피청구국의 주장이 납득되지 않는다. 청구인들은 한국법상 다른 주주들에 대한 주의의무 위반에 대해 국민연금에 책임을 물을 수 없다. 오히려, 청구인들은 FTA 위반을 원용한다. ILC 규정 주석서 제 31 조 제 1 항에서 발생 손해가 위반된 규칙의 범위 내에 있어야 한다고 정하는 한, 이는 해당 규칙의 목적을 고려할 때,<sup>1468</sup> FTA 의 국제적 의무를 의미한다. 중재판정부는 청구인들에게 발생한 손해가 FTA 제 11.5 조에 따른 최소대우 기준의 범위 내에 있음을 인정한다. 반면, 한국법에 따른 국민연금의 책임의 부존재는 국제법에 따른 피청구국의 책임을 소멸시키지 않는다.
916. 마지막으로, 국민연금의 행위가 피청구국에게 귀속되지 않는다는 중재판정부의 판단은 국민연금의 행동이 인과관계의 고리를 깨뜨리는 추월적 사유가 되었다는 것을 의미하지 않는다. 한국 정부의 부당한 개입은 국민연금의 표결에 영향을 미치기 위한 것이었다. 이러한 상황에서, 국민연금의 행위는 피청구국에게 귀속된 행위와 인과관계 측면에서 분리될 수 없다.
917. 따라서, 중재판정부는 피청구국의 위반과 청구인들의 삼성물산 주식에 대한 손실이 법적으로 인과관계가 있다고 판단한다.

---

<sup>1468</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 31 조, 주석 465.

**b) 피청구국의 위반과 청구인들의 삼성전자 주식 관련 손실 사이의 근접성**

918. 앞서 언급한 바와 같이, 중재판정부는 청구인들이 본건 합병 승인 이후에 삼성물산과 삼성전자 모두의 전체 지분을 현금화하기로 결정하였으므로, 본건 합병 직후 청구인들의 삼성전자 주식 매도 결정이 사실상 피청구국의 행위로 인해 발생한 것임을 인정한다.
919. 중재판정부는 피청구국의 조치가 청구인들의 투자와 “관련되는지 여부에 대한 관찰권 쟁점에 대하여, 피청구국의 조치와 청구인들의 삼성전자 주식 투자 사이에 단순히 미미하거나 우연한 것이 아닌 충분한 관련성이 있다고 청구인들이 주장하는 사실관계를 토대로 판단하였음을 상기시킨다.
920. 법적 인과관계의 맥락에서, 중재판정부는 이제 청구인들이 주장하는 사실관계를 검토해야 한다.
921. 청구인들은 본건 합병이 “삼성전자를 포함한 다른 모든 삼성 회사들의 증권 가격을 하락”시켰기 때문에 삼성물산과 제일모직의 본건 합병으로 인하여 삼성전자의 주가가 직접적으로 영향을 받았다고 하지만,<sup>1469</sup> 이는 본건 합병의 부결이 다른 삼성 법인들에 대한 기업지배구조 개혁으로 이어졌을 것이고, 삼성물산뿐만 아니라 삼성전자의 내재가치를 실현시켰을 것이라는 주관적인 투자 이론에 근거한 것이다.
922. 피청구국은 이러한 투자 이론에 대해 알지 못하였고, 삼성물산과 제일모직 이외의 삼성 그룹 법인들에 대한 투자자들이 본건 합병의 승인에 대응하여 자신들의 주식을 매도하고, 이를 통해 손해를 입을 것이라는 점을 합리적으로 예측할 수 없었다.
923. *첫째*, 삼성전자는 삼성물산 주식을 전혀 보유하지 않았고 오히려 삼성물산이 삼성전자 지분을 보유하였다. 삼성전자의 시가총액은 삼성물산의 시가총액보다 훨씬 컸다.<sup>1470</sup> 따라서 객관적인 시장 참여자들의 관점에서 볼 때, 삼성전자 주가가 삼성물산-제일모직 합병의 승인 또는 부결에 민감할 가능성은 낮았다.<sup>1471</sup> 이는 청구인들이 수령한 본건 합병이 삼성전자 주가에 미치는 영향이 거의 없다고 예측한 당시 애널리스트 보고서와

---

<sup>1469</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 190 항.

<sup>1470</sup> 시가총액[DOW-WP2], “시가총액” 탭.

<sup>1471</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 196(b)항.



일치한다.<sup>1472</sup> 따라서 본건 합병 이후에 삼성전자 주식을 매도함으로써 청구인들이 입었을 손실은 피청구국이 예측할 수 없었다.

924. 둘째로, 삼성전자는 법인으로서 본건 합병에 어떠한 방식으로든 영향을 받지 않았다. 삼성물산과 달리, 삼성전자는 삼성물산과 제일모직 사이의 본건 합병이 완료된 후에 계속 상승 거래되었다. 따라서 본건 합병 승인이 삼성전자 주가에 초래될 수 있었던 손실은 반영되지 않았다. 삼성전자의 기업지배구조 개혁은 삼성물산과 제일모직 사이의 본건 합병의 결과와 무관하게 실행될 수 있었고, 청구인들이 자신들의 투자 논거에서 가정했던 주가 상승을 초래할 수 있었다. 이에 비추어 볼 때, 본건 합병 직후 청구인들의 삼성전자 주식 매도 결정은 잠재적 손실을 확정시켰다. 중재판정부가 보기에, 이러한 추월 사건은 인과관계의 고리를 단절시켰다.

925. 이러한 사정에 비추어 볼 때, 중재판정부는 본건 합병 승인에 따른 청구인들의 삼성전자 주식 매각 결정으로 인한 손실이 협정 위반과 동떨어져 있다고 판단한다. 따라서 중재판정부는 피청구국의 위반이 청구인들의 삼성전자 주식 관련 손실과 법적으로 인과관계가 없다고 판단한다.

**c) 피청구국의 위반과 청구인들의 업무집행사원 성과보수 관련 손실 사이의 근접성**

926. 피청구국의 위반과 청구인들의 삼성물산 주식에 대한 손실이 법적으로 인과관계가 있다고 판단한 후, 중재판정부는 피청구국의 위반이 주식의 가치에 영향을 미칠 뿐만 아니라, 이에 따라 해당 주식에 관한 업무집행사원의 성과보수에도 영향을 미칠 것을 피청구국이 예측할 수 있었다고 본다.

927. 결론적으로, 중재판정부는 피청구국의 FTA 위반으로 인하여 청구인들이 삼성물산 주식과 관련하여 사실적 및 법적 측면에서 손실이 발생하였다고 판단한다. 반면, 청구인들이 삼성전자 주식과 관련하여 입은 손실은 협정 위반과 너무 동떨어져 있으며, 이로 인해 법적으로 인과관계가 있는 것이 아니다.

---

<sup>1472</sup> [redacted] (Macquarie)가 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 5월 26일[DOW-134]; [redacted]가 [redacted]에게 송부한 이메일, 2015년 6월 1일[R-398] “삼성전자에 중대한 영향을 줄 것으로 예상하지 않는다”고 기재되어 있는 Macquarie Research 보고서 첨부.

## VIII. 손해산정

928. 당사자들은 인과관계가 성립하면, 청구인들이 *Chorzów Factory* 사건에 명시된 원칙에 따라 피청구국의 FTA 위반으로 인한 손실에 대한 완전한 배상을 받을 권리가 있음에 동의한다.<sup>1473</sup>
929. 그러나 당사자들은 청구인들이 주장하는 손실의 산출, 특히 (i) 청구인들이 자신의 손실을 입증할 책임을 부담하는지 여부; (ii) 유한책임사원이 입은 손실에 대하여 업무집행사원이 보상을 받을 권리가 있는지 여부; (iii) 만약 있다면 삼성 주식의 공정시장가치를 계산함에 있어서 적절한 가치평가방법; 및 (iv) 청구인들이 국제법에 따라 자신들의 손실을 경감하지 않았는지 여부와 관련하여 의견이 일치하지 않는다.<sup>1474</sup> 각자의 입장을 뒷받침하기 위해, 청구인들은 Dr. Tiago Duarte-Silva 와 Daniel Wolfenzon 교수가 평가한 가치평가 방식 및 분석을 인용하고;<sup>1475</sup> 피청구국은 James Dow 교수와 배기홍 교수가 작성한 전문가보고서를 인용한다.<sup>1476</sup>

### A. 입증 기준

#### 1. 청구인들의 입장

930. 청구인들은 피청구국이 청구인들의 손해를 “너무나도 의존하고 불확실한 것”으로 평가한 것은 “한국이 자신의 불법행위를 악용하고 메이슨에 발생한 손해를 배상하여야 하는 의무를 회피하려는 시도”라고 주장한다.<sup>1477</sup> 청구인들은 피청구국의 위반으로 인한 손실의 존재는 청구인들이 개연성의 균형을 넘어서까지 입증하여야 하지만, 국제법은 “확실한 증명의 원칙은 손해의 발생사실에만 적용되고 손해액에는 적용되지 않는다”고

---

<sup>1473</sup> *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 판정, 1928년 9월 13일, PCIJ, Rep. Series, A. No. 17[**CLA-1**], 47 페이지를 언급하는 수정청구서면, 제 234-235 항; 반박서면, 주석 825. 답변서, 제 326 항 참조.

<sup>1474</sup> 반박서면, 제 499-500 항; 답변서, 제 326-329 항 참조.

<sup>1475</sup> 수정청구서면, 제 245-246 항.

<sup>1476</sup> 반박서면, 제 503 항; 재반박서면, 제 570-571 항.

<sup>1477</sup> 반박서면, 제 525 항을 인용하는 답변서, 제 329 항.

인정함을 주장한다.<sup>1478</sup> 청구인들은 이러한 입장을 뒷받침하기 위해 다수의 중재판정부를 인용한다.<sup>1479</sup>

931. 또한 청구인들은 자신들이 배상 받아야 할 충분한 증거가 있고, 중재판정부는 “가용한 증거에 근거하여 가능한 범위 내에서 가장 정확한 손해액 추산”해야 할 뿐이라고 주장한다.<sup>1480</sup> 청구인들은 자신들의 손실 추정이 독립적인 평가를 통해 수행된 합리적이고 보수적인 가정에 기초한다고 주장한다.<sup>1481</sup>

## 2. 피청구국의 입장

932. 이란-미국 청구 중재판정부를 인용하면서, 피청구국은 청구인들이 국제법상 “추측에 기반하거나 또는 불확실한” 손실에 근거하여 손해배상을 구할 수 없다고 주장한다.<sup>1482</sup> 피청구국은 다수의 투자 중재판정부들이 이러한 원칙을 여러 차례에 걸쳐 적용하였다고 주장한다.<sup>1483</sup>

---

<sup>1478</sup> *Southern Pacific Properties(Middle East) Limited v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/84/3, 본안 판정, 1992년 5월 20일[CLA-185], 제 214-215 항; *Compañía de Aguas del Aconquija S.A. and Vivendi Universal S.A. v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/97/3, 중재판정, 2007년 8월 20일[CLA-5], 제 8.3.16 항; *Tecmed v. Mexico*[CLA-143], 제 190 항을 인용하는 답변서, 제 330 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 175 항.

<sup>1479</sup> *Kardassopoulos v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 중재판정, 2010년 3월 3일[CLA-177], 제 229 항(*Sapphire International Petroleum Ltd. v. National Iranian Oil Co.*, 중재판정, 1963년 3월 15일, 35 I.L.R. 136[CLA-183], 제 187-188 항의 임시판정부 설시를 인용함); *Gemplus, S.A. et al. v. United Mexican States*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/04/3 & ARB(AF)/04/4, 중재판정, 2010년 6월 16일[CLA-114], 제 13-92 항; *Marco Gavazzi and Stefano Gavazzi v. Romania*, ICSID 사건번호 ARB/12/25, 재판정 발췌본, 2017년 4월 18일[CLA-178], 제 124 항을 인용하는 답변서, 제 330-332 항.

<sup>1480</sup> *Kardassopoulos v. Georgia*, Award[CLA-177], 제 594 항을 인용하는 답변서, 제 333 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 175 항.

<sup>1481</sup> 답변서, 제 333 항.

<sup>1482</sup> 반박서면, 제 499 항; *Amoco International Finance Corp. v. Government of Iran*, 이란-미국 청구 중재판정부, 사건번호 310-56-3, 부분판정문, 1987년 7월 14일[RLA-186], 제 238 항; *BG Group Plc. v. Republic of Argentina*, UNCITRAL, 중재판정, 2007년 12월 24일[CLA-94], 제 428 항을 인용하는 재반박서면, 제 599 항.

<sup>1483</sup> *Wena Hotels Ltd. v. Arab Republic of Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/98/4, 중재판정, 2000년 12월 8일[RLA-86], 제 123 항; *Mohammad Ammar al-Bahloul v. The Republic of Tajikistan*, SCC 사건번호 V(064/2008, 최종 중재판정, 2010년 6월 8일[RLA-124], 제 39 항; *BG Group Plc. v. The Republic of Argentina*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2007년 12월 24일[CLA-94], 제 428 항을 언급하는 반박서면 제 500 항.

933. 피청구국은 국제관습법에 따라 청구인들이 “사실에 대한 추측성 가정”이 아니라 “충분한 확실성”이라는 높은 기준으로 자신들의 이익 상실의 존재 및 범위를 입증하여야 한다고 주장한다.<sup>1484</sup> 피청구국은 ILC 규정 제 36 조, 관련 주석서 및 다수의 국제 중재판정부들의 결정을 인용하면서, 청구 손실이 “합리적으로 확실”하고 “타당한 정도의 정확도로 확인가능”하여야 한다는 높은 입증 기준에 따른 부담을 요구한다고 주장한다.<sup>1485</sup>
934. 피청구국은 청구인들의 손해배상 사건이 “대답하다고 할 정도로 추측에만 기반”하기 때문에 이러한 부담을 충족하지 못하였다고 주장한다.<sup>1486</sup> 피청구국은 청구인들이 보유한 주식의 가치를 시장에서 해당 주식의 가치에 이루어지는 실제 가격 책정이 아니라 각 회사의 “내재가치”에 대한 자체 평가에 기초하여 측정할 아무런 사실적 또는 경제적 근거가 없다고 주장한다.<sup>1487</sup> 따라서, 청구인들은 본건 합병이 청구인들에게 손실을 초래하였음을 입증하지 못하였다는 것이 피청구국의 입장이다.<sup>1488</sup>
935. 피청구국은 “한국은 메이슨의 손해배상청구권에 대해 다투기 위한 목적으로 자신의 불법행위로 인해 발생한 불확실성을 악용해서는 안된다”는 이유로 청구인들의 부담이 피청구국에게 이전되었다는 주장에 반대한다.<sup>1489</sup> 마찬가지로 피청구국은 손실을 입증할

<sup>1484</sup> 재판박서면, 제 601-602 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 115 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1052:11-1053:11 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1485</sup> ILC 규정 주석서[**CLA-166**], 제 36 조, 제 31 항; *Anatolie Stati, Gabriel Stati, Ascom Group S.A. and Terra Raf Trans Trading Ltd. v. Republic of Kazakhstan*, SCC 사건번호 V116/2010, 중재판정, 2013 년 12 월 19 일[**CLA-186**], 제 1688-1689 항; *Claim of Frank Dorner*, U.S.-Yugoslavia International Claims Commission 21 ILR 164 항,(1954)[**RLA-207**], 164-165 페이지; *Caratube International Oil Company LLP and Devinci Salah Hourani v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건번호 ARB/13/13, 중재판정, 2017 년 9 월 27 일[**RLA-230**], 제 1102 항; Irmgard Marboe, *Calculation Of Compensation And Damages In International Investment Law*(2nd ed., Oxford University Press 2017)[**RLA-163 재제출**], 제 3.211 항을 인용하는 재판박서면, 제 602-605 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 115 항.

<sup>1486</sup> 반박서면, 제 501 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1053:12-25 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1487</sup> 반박서면, 제 501-502 항.

<sup>1488</sup> 반박서면, 제 502 항.

<sup>1489</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 104:2-4 페이지를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 116 항.

책임이 청구인들에게 있다고 주장하면서, *Gemplus v. Mexico* 사건 및 *Gavazzi v. Romania* 사건에 대한 청구인들의 인용에 대해서도 반대한다.<sup>1490</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

936. 손실의 입증책임은 청구인들에게 있다는 점에는 다툼이 없다.
937. 증거 기준과 관련하여, 중재판정부는 손실의 존재 및 범위가 충분한 개연성을 가질 정도로 입증되어야 한다고 판단한다.<sup>1491</sup> “추측에 기반하거나 또는 불확실한” 손실은 배상을 받을 수 없지만, 중재판정부는 손실을 입증하기 위해 확실성이 요구되어야 한다고 보지 않는다. 오히려, 중재판정부는 “가용한 증거에 근거하여 가능한 범위 내에서 가장 정확한 손해액 추산”을 해야 한다.<sup>1492</sup>
938. 따라서, 청구인들은 합리적인 수준의 개연성을 가질 만큼 손실의 존재 및 범위를 입증하여야 한다.

## B. 유한책임사원이 입은 손실에 대한 업무집행사원의 배상권

### 1. 청구인들의 입장

939. 청구인들은 업무집행사원이 FTA의 명시적 조건에 따라 “보유하고 지배하였던” 삼성주식에 대한 투자 손실을 배상 받을 권리가 있다고 주장한다.<sup>1493</sup> 반대로, 업무집행사원의 손해를 상실된 성과보수만으로 제한하는 것은 청구인들이 보기에 *Chorzów Factory* 사건과 *Bridgestone v. Panama* 사건에서 명시적으로 확인된 바와 같이, 청구인들이 제 3자에 대하여 부담할 수 있는 부채가 피청구국이 지급해야 하는 보상에 영향을 미치지 않으므로, 국제법상 완전 배상 원칙에 영향을 미치지 않는다.<sup>1494</sup>

---

<sup>1490</sup> *Gemplus v. Mexico*[CLA-114]; *Gavazzi v. Romania*[CLA-178]을 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 116-118 항.

<sup>1491</sup> *Kardassopoulos v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 중재판정, 2010년 3월 3일[CLA-177], 제 229 항(*Sapphire International Petroleum Ltd. v. National Iranian Oil Co.*, 중재판정, 1963년 3월 15일, 35 I.L.R. 제 136 항, 제 187-188 항의 임시판정부 설시를 인용함).

<sup>1492</sup> *Kardassopoulos v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/05/18 및 ARB/07/15, 중재판정, 2010년 3월 3일[CLA-177], 제 594 항.

<sup>1493</sup> 답변서, 제 378 항, 제 382 항.

<sup>1494</sup> *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 판정, 1928년 9월 13일, PCIJ, Rep. Series A, No. 17[CLA-1], 31 페이지; *Bridgestone Licensing Services, Inc. and Bridgestone Americas, Inc.*

940. 청구인들은 FTA 제 11.16 조 제 1 항이 수익적 이해관계의 소유자에게만 적격과 구제를 부여한다는 피청구국의 주장에는 근거가 없다고 본다.<sup>1495</sup> 청구인들에 따르면, 이는 제 11.16 조 제 1 항이 투자자가 “대표소송” 청구를 제기할 수 있는 권리, 즉 투자자가 자신이 “현지” 기업에 의하여 입은 손실을 청구할 수 있는 권리를 규정하고 있을 뿐이기 때문이다.<sup>1496</sup> 청구인들은 이러한 대표소송 청구가 투자자의 간접손실 청구에 대한 권리와 구별된다고 주장한다.<sup>1497</sup> 따라서 제 11.28 조에 따라 투자자가 “소유하거나 지배”하는 투자의 손실에 대한 배상을 청구할 권리에 요건을 가중시키려는 것이 아니고, 청구인들은 제 11.16 조 제 1 항 가호의 “자기 자신의 위하여”라는 표현은 FTA 에 달리 규정되지 않은 제 11 조 제 1 항 나호의 “피청구국의 기업을 위해서” 대표소송 청구를 제기할 수 있는 권리를 규정하는 데 사용된 것이라고 본다.<sup>1498</sup>
941. 청구인들은 자신의 입장을 뒷받침하기 위해, 미국 역시 NAFTA 제 1116 조 및 제 1117 조(FTA 제 11.16 조 제 1 항 가호 및 나호와 실질적으로 유사함)가 “특별한 목적”을 위한 것이라고 하면서, 첫 번째 목적은 투자자에게 자신의 손해에 대하여 상환청구권을 부여하려는 것이고, 두 번째 목적은 투자로 인하여 입은 손해에 대하여 투자자가 투자를 위하여 청구할 수 있도록 하는 것이라고 생각한다고 주장한다.<sup>1499</sup>
942. 또한 청구인들은 피청구국의 해석이 제 11.28 조에서 어떠한 구제수단을 동원할 수 있는지에 대한 적용대상 투자자와 자산의 관계에 관하여 정하는 특별법과 상충될 것이라고 지적한다.<sup>1500</sup> 따라서, FTA 에서 존재하지 않는 수익적 소유권 요건을 도입하려는 피청구국의 시도는 기각되어야 한다.<sup>1501</sup>

---

*v. Republic of Panama*, ICSID 사건번호 ARB/16/34, 본안전 이의제기에 대한 결정, 2017년 12월 13일[CLA-28]을 언급하는 답변서, 제 378-379 항. 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 200 항 참조.

<sup>1495</sup> 답변서, 제 383-384 항.

<sup>1496</sup> 답변서, 제 384 항.

<sup>1497</sup> 답변서, 제 384 항.

<sup>1498</sup> 답변서, 제 384 항.

<sup>1499</sup> *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 미합중국의 서면, 2001년 9월 18일[CLA-39], 제 6 항을 언급하는 답변서, 제 385 항.

<sup>1500</sup> 답변서, 제 386 항.

<sup>1501</sup> 답변서, 제 386 항.

943. 배상의 제한이 국제법상 일반적 원칙으로서 발생한다는 피청구국의 주장을 배척하면서, 청구인들은 본안전 이의제기 단계에서 중재판정부가 검토한 근거들이 이미 투자의 수익에 대하여 공극적인 경제적 권리가 있는 제 3 자의 존재는 조약의 구체적 요건이 없는 국제법상 관련성이 없다는 점을 입증하였다고 지적한다.<sup>1502</sup> 결과적으로, 청구인들은 “[수익적 및 법적 소유권의 분리 문제에 관한] 논란이 많고, 의견이 갈리고, 저명한 중재판정부와 학문적 저자들이 피하는 원칙”은 국제법상 일반적인 법칙의 단계로 지위가 결코 올라갈 수 없다고 주장한다.<sup>1503</sup>
944. 또한, 청구인들은 피청구국이 근거로 삼은 결정 중에서 어느 것도 업무집행사원의 손해배상 청구에 대한 제한을 인정하였다는 자신의 항변을 뒷받침하는 데 도움이 되지 않는다고 주장한다.<sup>1504</sup> 구체적으로, 청구인들은 *Occidental v. Ecuador* 사건에서 중재판정 취소위원회의 결정에 대한 피청구국의 인용을 반박하고 있는데, 이는 청구인들에 따르면 중재판정 취소위원회가 “국제법은 업무집행사원의 경우와 마찬가지로 제 3 자가 투자로부터 유래하는 계약상 이해관계가 있다는 것만으로 국제법이 손해의 배상을 막지는 않는다는 것”을 확실히 하였기 때문이다.<sup>1505</sup>
945. 또한, 청구인들은 본건의 사실관계가 다음과 같이 *Occidental* 사건의 사실관계와 구별된다고 주장한다:
- (a) AEC 에 대한 투자의 40% 이상을 지배하고 수익적 소유권을 가지고 있던 OPEC 과 달리, 업무집행사원은 모든 주요 시기에 삼성 주식의 100%를 보유하고 지배하였다.<sup>1506</sup>
  - (b) 기본계약에 따라 이전된 40% 지분의 수익소유자 및 지배권자로서의 권리를 가지고 있던 AEC 의 권리와는 다르게, 유한책임사원에게 있어 삼성 주식으로 인한 경제적

---

<sup>1502</sup> *Saba Fakes v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010 년 7 월 14 일[CLA-40], 제 134 항; *Bernhard von Pezold and Others v. Republic of Zimbabwe*, ICSID 사건번호 ARB/10/15, 중재판정, 2015 년 7 월 28 일[CLA-27], 제 314 항; *Flemingo Dutyfree Shop Private Limited v. Republic of Poland*, 중재판정, 2016 년 8 월 12 일[CLA-68], 65 페이지를 언급하는 답변서, 제 388-390 항.

<sup>1503</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 166 항을 인용하는 답변서, 제 391 항.

<sup>1504</sup> 답변서, 제 402 항.

<sup>1505</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[RLA-21]을 언급하는 답변서, 제 392 항.

<sup>1506</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[RLA-21], 제 258 항을 언급하는 답변서, 제 394 항.

수익의 일부에 대한 권리는 업무집행사원의 삼성 주식 투자에 의하여 발생하는 채권적 권리였다;<sup>1507</sup>

- (c) OPEC 과 달리, 업무집행사원은 자신의 투자 일부를 처분하지 않아, 모든 기간 동안 삼성 주식에 대한 투자를 법적으로 소유하고 지배하였으며, 삼성 주식에 관한 위험 및 보상을 공유하였다;<sup>1508</sup> 및
- (d) 이 경우 업무집행사원이 삼성 주식과 관련하여 법적 소송을 제기할 수 있는 권리를 가진 유일한 당사자이기 때문에 이중위험 또는 부당이득의 위험이 없다.<sup>1509</sup>

946. 같은 맥락에서, 청구인들은 피청구국이 인용한 다른 결정들에서 (i) 업무집행사원은 “단순한 수탁자”와 달리 “파트너십의 재산에 대한 이해관계가 없지 않으며”;<sup>1510</sup> (ii) 업무집행사원은 무한책임을 부담하고 투자에 대한 단독적이고 완전한 지배권을 행사하며;<sup>1511</sup> (iii) 실제로 그 결정은 자산의 일부에 관한 파트너십의 체결이 협정이나 국제법에 따른 투자자의 권리로부터 배제되지 않음을 확인하며;<sup>1512</sup> 및 (iv) 결정이 청구인들이 아닌 자의 관련 청구이거나,<sup>1513</sup> 수익적 소유권과 법적 소유권의 분리 문제를 고려조차 하지 않았으므로, 무관하다고 판단한다.<sup>1514</sup>

947. 마지막으로, 청구인들은 피청구국의 추상적인 제한이 “국가가 투자자들에 대하여 단순히 투자자들이 제 3 자에 대한 투자의 수익을 정산하여야 하는 의무 때문에 아무런 배상의 필요 없이 자유롭게 수용 또는 다른 방식으로 권리를 침해할 수 있는 넓고 (불확정적인)

<sup>1507</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[**RLA-21**], 제 198 항, 제 258 항을 언급하는 답변서, 제 394-396 항.

<sup>1508</sup> 답변서, 제 397 항.

<sup>1509</sup> 답변서, 제 399 항.

<sup>1510</sup> *Blue Bank International & Trust(Barbados) Ltd. v. Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/20, 중재판정, 2017 년 4 월 26 일[**RLA-23**], 제 172 항을 인용하는 답변서, 제 400(a)항; 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 186 항.

<sup>1511</sup> *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 대한 판결, 2005 년 4 월 22 일[**RLA-6**]을 언급하는 답변서, 제 400(b)항.

<sup>1512</sup> *Milhaly International Corp. v. Sri Lanka*, ICSID 사건번호 ARB/00/2, 중재판정, 2002 년 3 월 15 일[**RLA-3**], 제 22 항, 제 26 항을 언급하는 답변서, 제 400(c)항.

<sup>1513</sup> *Zhinvali Development Ltd. v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/00/1, 중재판정, 2003 년 1 월 24 일[**RLA-4**]; *PSEG Global, Inc. and Konya Ingin Elektrik Uretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/02/5, 중재판정, 2007 년 1 월 19 일[**RLA-7**]을 언급하는 답변서, 제 400(d)항.

<sup>1514</sup> *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. and CAUC Holding Company Ltd. v. Government of Mongolia and Monatom Co., Ltd.*, PCA 사건번호 2011-09, 본안에 대한 판정, 2015 년 3 월 2 일[**RLA-50**], 제 50 항, 제 106 항, 제 384-400 항을 언급하는 답변서, 제 400(e)항



유형의 상황을 만들게 될 것”이라고 주장한다. 이는 투자자가 협정 조항을 인용할 수 있는 능력에 상당한 불확실성을 발생시킬 것이라고 청구인들은 강조한다.<sup>1515</sup>

948. 따라서 청구인들은 중재판정부가 업무집행사원이 청구할 수 있는 손해배상액을 감축하려는, FTA 또는 국제법에 존재하지 않는 규정을 이용하고 어떠한 근거 있는 원칙 또는 법칙에 의하여도 뒷받침되지 않는 피청구국의 시도를 배척하여야 한다고 주장한다.<sup>1516</sup>

## 2. 피청구국의 입장

949. 피청구국은 유한책임사원(케이먼 소재 법인)이 본 중재의 당사자적격이 없으므로, FTA 및 국제법에 따라 업무집행사원이 유한책임사원이 입은 경제적 손실을 청구할 수 없다고 주장한다.<sup>1517</sup> 업무집행사원의 청구가 “자신의 손실에 대한 것인지 또는 유한책임사원을 대리하여 청구하는 것과 마찬가지로”에 대한 질문을 유보하기로 한 중재판정부의 결정을 상기시키면서,<sup>1518</sup> 피청구국은 청구인들이 “수치화는 커녕 본건 업무집행사원이 성과보수 분배 외에 어떤 수익적 이해관계를 가지는지 밝히려는 노력조차 하고 있지 않다”고 주장한다.<sup>1519</sup> 따라서, 피청구국은 업무집행사원의 손실 청구가 파트너십 계약의 조건에 따라 부여된 성과보수에 대한 수익적 이해관계를 가지는 투자로서, 피청구국에 따르면 약 400,000 달러에 해당하는 것에 한정된다는 입장을 취한다.<sup>1520</sup>
950. 첫째, 피청구국에 따르면, FTA 제 11.6 조 제 1 항 가호의 통상적인 의미는 제 3 자가 아니라 청구인들이 입은 “손실 또는 손해”와 관련하여 “자기 자신을 위하여” 제기한 청구로 손해 청구 방식을 제한한다.<sup>1521</sup> 피청구국에 의하면, 청구인들은 협정 위반으로 청구인들의 경제적 이익(즉, 수익적 이해관계)이 영향을 받는 경우에만 본 조항의 목적상 손실 또는

---

<sup>1515</sup> 답변서, 제 401 항.

<sup>1516</sup> 답변서, 제 402 항.

<sup>1517</sup> 반박서면, 제 507 항; 재반박서면, 제 573 항.

<sup>1518</sup> 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 282 항을 인용하는 재반박서면, 제 574 항.

<sup>1519</sup> 반박서면, 제 515 항.

<sup>1520</sup> 재반박서면, 제 573 항, 제 575 항; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 221:15-16 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1521</sup> 반박서면, 제 508-509 항.

손해가 발생한다.<sup>1522</sup> 청구인들의 주장과 달리, 피청구국은 이러한 해석이 NAFTA 등 제 11.16 조 제 1 항과 동일한 문구로 체결된 협정에 따른 사건에서 투자자가 “투자자의 지위에서 입은 손해”에 대해서만 배상을 받을 수 있다는 미국의 비분쟁 당사자 서면과 일치한다고 주장한다.<sup>1523</sup>

951. 피청구국이 보기에 청구인들이 제 3 자를 대리하여 청구를 제기할 수 있는 “유일한” 상황을 규정하고 있는 FTA 제 11.16 조 제 1 항 나호와 관련하여, 피청구국은 청구인들이 주장하는 손실을 입은 유한책임사원이 투자유치국 기업이 아니므로 본건에 적용되지 않는다고 판단한다.<sup>1524</sup>
952. 피청구국은 제 11.16 조 제 1 항 가호에 대한 청구인들의 확장 해석이 본건에서 업무집행사원이 케이먼 국적자를 대리하여 청구를 제기하는 것과 마찬가지로, 한국 또는 미국 투자자가 제 3 국의 수익적 소유자를 대리하여 청구를 제기할 수 있도록 함으로써 투자 보호의 범위를 모든 국적으로 확대하는 것이므로, FTA 의 대상과 목적에서 벗어난다고 주장한다.<sup>1525</sup> 피청구국에 의하면, 자신의 제 11.16 조 제 1 항 해석은 이 사건처럼 “드물지만” 어떠한 주체가 수익적 소유권을 가진 제 3 자를 위하여 투자를 법적으로 소유하고 있다면, (법적 소유자가 아닌) 수익적 소유자가 FTA 제 11.28 조의 기준을 충족할 경우, 청구를 제기할 수 있으므로, 국가가 투자자들에 대하여 수용 또는 다른 방식으로 권리를 침해하는 것을 허용하는 것이 아니다.<sup>1526</sup>
953. 또한, 피청구국은 FTA 제 11.28 조가 특별법으로 적용되며, 대상 투자자와 그 투자 간의 관계를 배타적으로 규율한다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>1527</sup> 피청구국에 따르면, 제 11.28 조는 “투자자”와 “투자”의 두 가지 정의를 충족하는 것은 “제 11.16.1 조에 따라

---

<sup>1522</sup> 재반박서면, 제 583(b)항.

<sup>1523</sup> *Pope & Talbot Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 미국의 7 차 제 1128 조 제출서면, 2001 년 11 월 6 일[**RLA-29**], 제 5 항을 인용하고 *S.D. Myers, Inc. v. Government of Canada*, UNCITRAL, 미합중국의 서면, 2001 년 9 월 18 일[**CLA-39**], 제 6 항을 언급하는 재반박서면, 제 584(i)항.

<sup>1524</sup> 반박서면, 제 509 항; 재반박서면, 제 583(a)항.

<sup>1525</sup> 재반박서면, 제 586 항.

<sup>1526</sup> 재반박서면, 제 585 항.

<sup>1527</sup> 재반박서면, 제 583(c)항.

중재를 통해 배상을 구할 수 있는 손해의 범위를 입증하기 위해 두 요건을 충족하는 것이 충분조건”이라고 규정하고 있지 않다.<sup>1528</sup>

954. 피청구국은 자신의 주장을 뒷받침하기 위하여, 투자의 (법적 소유자가 아니라) 수익적 소유자에게만 당사자적격과 청구권을 인정한다는 자신의 제 11.16 조 제 1 항 가호 해석이 “투자 중재판정의 지배적인 학설”에서 나타나고 뒷받침되는 국제법상의 일반적인 원칙에 부합하며,<sup>1529</sup> 특히 *Occidental v. Ecuador* 사건 중재판정 취소위원회가 인정하였다고 주장한다.<sup>1530</sup> 청구인들이 업무집행사원을 *Occidental*의 법률상 이해관계인(즉, OPEC)과 구별하려고 함에 따라, 피청구국은 다음과 같이 주장한다:<sup>1531</sup>

- (a) 특히 OPEC 이 투자 지분의 40%를 지배한 OPEC 과 달리 업무집행사원은 삼성 주식의 100%를 지배하였다면서, 청구인들이 지배권에 중점을 둔 것은 특정 자산의 법정 지분권자인 OPEC 이 해당 자산의 수익적 소유자인 AEC 을 대리하여 손실을 청구할 수 있는지 여부를 다룬 적이 없고 이에 대한 답변이 되지 않는다. 결과적으로, 피청구국은 “지배권은 수익적 소유권의 필요 조건이 아니다”라고 주장한다;<sup>1532</sup>
- (b) 본건 업무집행사원과 유한책임사원 사이의 관계와 마찬가지로, OPEC 은 특정 유전에 대한 참여 지분에 관하여 AEC 과 계약상 약정을 체결하면서 해당 유전에 관한 완전한 법적 소유권을 유지하였다;<sup>1533</sup>

---

<sup>1528</sup> 재반박서면, 제 583(c)항, 제 584(b)항.

<sup>1529</sup> 반박서면, 주석 970; *Blue Bank International & Trust(Barbados) Ltd. v. Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/20, 중재판정, 2017년 4월 26일[RLA-23], 제 163 항; *Impregilo S.p.A. v. Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 대한 판결, 2005년 4월 22일[RLA-6], 제 153 항, 제 170 항; *Milhaly International Corp. v. Sri Lanka*, ICSID 사건번호 ARB/00/2, 중재판정, 2002년 3월 15일[RLA-3], 제 22 항, 제 26 항; *Zhinvali Development Ltd. v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/00/1, 중재판정, 2003년 1월 24일[RLA-4], 제 405 항; *PSEG Global, Inc. and Konya Ingin Elektrik Uretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/02/5, 중재판정, 2007년 1월 19일[RLA-7], 제 325-326 항; *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. and CAUC Holding Company Ltd. v. Government of Mongolia and MonAtom LLC*, PCA 사건번호 2011-09, 본안 판정, 2015년 3월 2일[RLA-50], 제 388 항을 언급하는 재반박서면, 제 596-597 항.

<sup>1530</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015년 11월 2일[RLA-21], 제 262 항을 언급하는 반박서면, 제 510-511 항; 재반박서면, 제 588 항, 제 592 항.

<sup>1531</sup> 재반박서면, 제 593-594 항.

<sup>1532</sup> 재반박서면, 제 595(a)항, 제(c)항.

<sup>1533</sup> 재반박서면, 제 595(b)항.

- (c) 유한책임사원은 업무집행사원이 인수한 삼성 주식에 대하여 유한책임사원의 자본금으로 수익적 이해관계를 업무집행사원의 지분 양도와 관계없이 항상 유지하고 있다;<sup>1534</sup> 및
- (d) 업무집행사원이 케이먼 법률상 삼성 주식과 관련하여 소송을 제기할 단독 적격이 있다는 사실은 FTA 및 국제법에 따라 업무집행사원이 수익적 소유권이 없는 투자에 대한 손해의 배상을 구할 수 있는지 여부와 무관하다.<sup>1535</sup>

955. 반대로, 피청구국은 국제법상 수익적 소유권 요건에 관한 서면 제출이 이루어지지 않았고,<sup>1536</sup> 투자 협정상 FTA 제 11.16 조 제 1 항 가호에 대응하는 문구가 없었으므로, 청구인들이 인용한 사건이 부적절하다고 판단한다.<sup>1537</sup> 실제로, 피청구국은 청구인들이 인용한 *Von Pezold v. Zimbabwe* 사건에서 중재판정부가 청구인들에게 실제로 귀속되는 자산의 가치를 청구인들이 정확하게 특정하지 않았다고 비판하면서, 청구인들의 자산 부분 소유권(나머지는 제 3 자가 소유함)에 비추어 손해배상 판정을 축소하였으므로, 피청구국의 입장을 뒷받침한다고 주장한다.<sup>1538</sup>

956. 둘째로, 피청구국은 “메이슨이 케이먼 펀드에 대한 자신의 경제적 또는 수익적 이해관계의 정도에 관하여 제시한 유일한 증거는 성과보수 분배 청구뿐”이라고 강조하였다.<sup>1539</sup> 이는 피청구국에 따르면, 자본금 계정은 “모든 본건 관련 시점에 사실상 0(영)”이었기 때문에, 업무집행사원은 파트너십 재산에 다른 경제적 이해관계가 없었다.<sup>1540</sup> 이에 대하여, 피청구국은 업무집행사원의 수익적 이해관계의 범위에 관하여 (i) 케이먼 펀드의 파트너십 자산의 “불가분성” 개념은 해당 자산에 대한 업무집행사원의

---

<sup>1534</sup> 재판박서면, 제 595(d)항.

<sup>1535</sup> 재판박서면, 제 595(e)항.

<sup>1536</sup> *Saba Fakes v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010년 7월 14일[CLA-40], 제 139-140 항을 언급하는 재판박서면, 제 591(a)항.

<sup>1537</sup> *Flemingo Dutyfree Shop Private Limited v. Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016년 8월 12일[CLA-68], 제 331 항을 언급하는 재판박서면, 제 591(c)항.

<sup>1538</sup> *Bernhard von Pezold and Others v. Republic of Zimbabwe*, ICSID 사건번호 ARB/10/15, 중재판정, 2015년 7월 28일[CLA-27], 제 838(d), 제 839 항을 언급하는 재판박서면, 제 591(b)항.

<sup>1539</sup> 반박서면, 제 578 항.

<sup>1540</sup> 반박서면, 제 578 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 222:7-16 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

수익적 이해관계의 범위에 영향을 미치지 않으며, (ii) 업무집행사원이 케이먼 펀드에 현금 출자를 하지 않았다는 중재판정부의 판단을 상기시킨다.<sup>1541</sup>

957. 이러한 내용에 비추어 볼 때, 피청구국은 청구인들의 삼성 주식에 대한 손실 청구가 (i) 삼성물산과 삼성전자에 대한 국내펀드의 수익적 이해관계와 (ii) 업무집행사원의 성과보수 청구만을 반영하기 위해 상당 부분 축소되어야 한다고 주장한다.<sup>1542</sup> 예비적으로, 중재판정부가 업무집행사원이 “수익적 이해관계가 없는 투자에 대한 손해를 주장”할 수 없다고 판단하는 경우, 피청구국은 성과보수 청구 금액이 업무집행사원이 배상 받을 수 있는 한도라고 주장한다.<sup>1543</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

958. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정에서, 중재판정부는 법적 소유권과 수익적 소유권 간의 분리의 의미에 관한 두 가지 견해가 있다고 설명하였다. 첫 번째 견해는 청구인들이 투자에 대한 수익적 이해관계를 입증할 수 있는 범위 내에서만 투자자에 해당한다고 보는 반면, 두 번째 견해는 그러한 일반적인 국제투자법상 원칙이 존재하지 않는다고 주장한다.<sup>1544</sup> 중재판정부는 업무집행사원이 성과보수에 대한 권리로 인하여 투자에 대한 수익적 이해관계를 가진다고 판단함에 따라 이러한 법적 문제를 유보하였다.<sup>1545</sup> 중재판정부는 업무집행사원의 청구가 자신의 손실에 대한 것인지 또는 유한책임사원을 대리하는 청구와 동일한 것인지에 관한 결정을 유보하였는데, 이는 손해산정의 문제로 보아 아래와 같이 다를 것이다.<sup>1546</sup>
959. 상기시키자면, 청구인들이 삼성 주식에 투자한 펀드는 2 개이다: 국내펀드(첫 번째 청구인이며 본 쟁점과 무관함)와 케이먼 제도 법률에 따라 설립된 비과세 리미티드 파트너십인 케이먼 펀드(업무집행사원이 본 중재에서 두 번째 청구인임)이다. 케이먼 펀드의 유한책임사원은 케이먼 제도 법률에 따라 설립된 비과세 회사이다. 케이먼 펀드의

---

<sup>1541</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 171-185 항을 언급하는 반박서면, 제 514 항.

<sup>1542</sup> 반박서면, 제 517 항; 재반박서면, 제 578 항.

<sup>1543</sup> 반박서면, 제 547 항.

<sup>1544</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 166-170 항.

<sup>1545</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 171 항.

<sup>1546</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 282 항.

자본에 대한 모든 현금 출자가 유한책임사원에 의해 이루어졌음은 다툼이 없다. 청구인들에 따르면, 업무집행사원은 자신의 투자 의사결정, 경영 및 전문성을 기여하였다.<sup>1547</sup> 업무집행사원이 케이먼 펀드의 명의로 삼성 주식을 취득하였지만, 삼성 주식의 유일한 법률상 소유자이다.<sup>1548</sup>

960. 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정에서, 중재판정부는 업무집행사원의 삼성 주식에 대한 수익적 이해관계에 관하여 다음과 같이 판시하였다:<sup>1549</sup>

파트너십 계약 제 4.06(b)조는 해당 부분에서 “누적 순이익”이 전년도 “누적미회복손실”을 초과하는 범위 내에서 “각 회계연도 말 각 유한책임사원의 자본금 계정에 대하여, ... 당해 유한책임사원의 자본금 계정에 사전 분배된 누적 순이익”에서 유한책임사원이 지급한 운용수수료를 차감한 금액의 20%를 업무집행사원의 자본금 계정에 성과보수로 분배한다고 정한다.

중재판정부의 관점에서, 이러한 성과보수의 일반적인 권리는 파트너십 자산에 대한 업무집행사원의 수익적 소유권을 나타낸다. 성과보수가 업무집행사원에게 파트너십 자산의 수익적 소유권을 나눌 권리를 부여함은 부정할 수 없다. 언제든지 파트너십 자산의 사치를 얻거나 특정 수준을 넘어서는 순이익을 창출하면, 업무집행사원은 그 수익을 분배받는다.

961. 어느 견해가 적용되는지 여부와 별개로, 업무집행사원은 적어도 자신의 (상실한) 성과보수 금액의 손실을 청구할 권리가 있다.
962. 본 중재 절차의 주요 단계에서, 업무집행사원이 성과보수를 받을 권리를 넘어서서 삼성 주식에 대한 수익적 소유권을 가진다는 의견은 제시되지 않았다.
963. 따라서, 현재 중재판정부는 업무집행사원이 법적으로 소유하지만 부분적인 수익적 이해관계만을 보유하는 삼성 주식과 관련하여 발생한 모든 손실을 청구할 권리가 있는지 여부를 결정해야 한다. 이를 위해, 중재판정부는 FTA 나 관련 국제법 규칙이 법적 소유자가 아니라 수익적 소유자에게만 당사자적격을 부여하는지를 판단할 필요가 있다.
964. 중재판정부는 FTA 제 11.16 조 제 1 항의 문언에 따라 분석을 개시한다. 이 조항은 두 가지 유형의 청구를 명시한다. 가호에 따라, “청구인은, 자기자신을 위하여, 다음의 청구를 이

---

<sup>1547</sup> 본안전 이의제기에 대한 재판박서면, 제 58 항; Satzinger 제 2 차 진술서[CWS-4], 제 13-14 항; 본안전 이의제기 심리 속기록, 1 일차, 2019 년 10 월 2 일, 190:4-16 페이지[Mr. Satzinger 의 반대신문].

<sup>1548</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 159 항.

<sup>1549</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 179-180 항(내부 인용 생략).

절에 따른 중재에 제기할 수 있다: 1) 피청구국이 다음을 위반하였다는 것: 가) 제 1 절상의 의무 ... 그리고 2) 청구인이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것”. 나호에 따라, “청구인은, 자신이 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 법인인 피청구국의 기업을 대신하여, 다음의 청구를 이 절에 따른 중재에 제기할 수 있다: i) 피청구국이 다음을 위반하였다는 것: 가) 제 1 절상의 의무 ... 그리고 ii) 그 기업이 그 위반을 이유로, 또는 그 위반으로부터 발생한, 손실 또는 손해를 입었다는 것”.

965. 피청구국의 서면에서, 해당 조항은 중재에 회부될 수 있는 청구의 종류를 포괄적으로 규정하며, 나호는 청구인이 제 3 자를 대리하여 청구를 제기할 수 있는 유일한 상황을 규정하고, 이와 별도로 청구인은 협정 위반으로 인해 자신이 입은 손실 또는 손해만을 청구할 수 있다고 한다.<sup>1550</sup> 피청구국에 따르면, 청구인은 협정 위반으로 자신의 경제적 이익(즉, 자신의 수익적 이해관계)이 영향을 받는 경우에만 본 조항의 목적상 손실 또는 손해가 발생한다.<sup>1551</sup>
966. 중재판정부가 보기에 FTA 제 11.16 조 제 1 항은 투자자가 자신을 대리하여 제출한 청구와, 투자자가 소유 또는 지배하며 투자유치국에 주소를 둔 현지 기업을 대리하여 투자자가 제출한 청구를 구별하고 있다. 청구인들의 청구가 두 번째 범주의 청구에 해당하지 않음에는 다툼이 없다. 그러나 이러한 유형의 청구가 전부라고 하더라도 이는 투자자 자신의 손실이나 손해가 무엇인지에 대한 질문에 대답하지 않는다. FTA 제 11.16 조 제 1 항은 이러한 문제에 대해 불명확하다.
967. 중재판정부가 보기에, 이러한 질문에 대한 답변은 오히려 관련 조항에서 “투자라 함은 투자자가 직접적 또는 간접적으로 소유하거나 지배하는 모든 자산으로서, ... 투자의 특징을 가진 것을 말한다”라고 규정하고 있는 협정 제 11.28 조의 “투자”의 정의에서 확인된다. 이러한 정의는 대상 투자자와 그 투자 사이의 관계를 기술한다. 본 조항에 따르면, (직접적이거나 간접적인) 소유권이나 지배는 투자자와 자산 간의 연결관계를 입증하기에 충분하다. 중재판정부가 보기에, FTA 제 11.16 조 제 1 항은 중재를 통하여

---

<sup>1550</sup> 재반박서면, 제 583 항.

<sup>1551</sup> 재반박서면, 제 583 항.

배상을 구할 수 있는 손실의 범위를 결정하는 것과 관련하여 이러한 요건을 추가하거나 수정하지 않는다.

968. “소유권”이라는 용어는 협정에 정의되어 있지 않다. 문구의 통상적인 의미에 있어서 “소유권”이란 법적 명의를 말한다. 협정은 자산에 대한 법적 정의와 경제적 또는 수익적 권리를 구별하지 않는다. FTA 제 11.28 조의 측면에서 자산의 소유권은 법적 정의뿐만 아니라 그 자산에 대한 수익적 또는 경제적 이해관계도 요구한다는 협정의 내용은 없다.
969. “소유권”이라는 용어에 대한 이와 같은 이해는 국내법에도 반영되어 있다. 중재판정부가 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정에서 설명한 바와 같이, 자산의 소유권은 관련 국내법을 참조하여 판단할 수밖에 없다.<sup>1552</sup> 삼성 주식에 대한 소유권의 존재 및 범위에 대한 한국 법률과 케이먼 펀드의 권리 취득 및 보유에 대한 법적 능력에 대한 케이먼 법률을 적용함으로써, 중재판정부는 삼성 주식을 케이먼 펀드의 명의로 취득하였다고 하더라도 업무집행사원이 적법하게 소유한다고 결정하였다.<sup>1553</sup> 법적 정의만으로는 한국법상 소유권을 성립시키기에 부족하다는 견해는 제시되지 않았다. 실제로, 대부분의 관할권은 소유권과 법적 정의만으로 연결되는 것이다.
970. 법적 소유권은 국내법을 참조하여 판단할 수 있는 일률적으로 인정되는 개념이므로, “수익적 소유권”에 대한 일반적인 정의나 이해는 존재하지 않는다. 대부분의 사건에서 투자에 대한 수익적 이해관계를 가진 당사자를 파악하는 것은 불가능하거나 어려울 것이다.
971. 이러한 배경에서, “소유권”이라는 용어는 VCLT 제 31 조 제 1 항에 따른 법적 명의를 가리키는 통상적인 의미로 이해되어야 한다. 협정에서 수익적 이해관계에 대한 추가적이고 정의되지 않은 요건을 해석할 근거는 없다.
972. 따라서, 협정은 청구인이 적용대상투자에 대한 수익적 이해관계를 입증해야 한다는 요건을 포함하지 않는다. 협정에 따르면, 법률상 소유자는 투자의 수익적 소유자에 해당하기도 하는지 여부와 관계없이 청구권을 가진다.

---

<sup>1552</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 135 항.

<sup>1553</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 159 항.



973. 이제 중재판정부는 투자의 (단순한 법적 소유자가 아니라) 수익적 소유자에게만 투자 협정에 따른 당사자적격 및 구제를 부여하는 국제법상 일반 원칙이 존재하는지 여부의 쟁점을 다룰 것이다.

974. 이를 위해, 중재판정부는 우선 이러한 취지의 국제법상 관습적 규칙이 존재하는지 여부를 분석한 뒤, 협정의 명시적 규정에 비추어 그러한 규칙의 적용 범위가 존재하는지 여부를 다룰 것이다.

975. 앞서 언급한 바와 같이, 국제법상 관습의 성립에 대한 입증책임은 이를 원용하는 당사자, 즉 피청구국에게 있다. 피청구국은 다음과 같은 결정을 내린 *Occidental v. Ecuador* 사건 중재판정 취소위원회가 이러한 원칙을 명확하게 설명하였다고 주장한다:<sup>1554</sup>

법적 소유권이 명의자와 수익적 소유자 사이에서 나뉘는 경우, 국제법은 논란의 여지가 없다: 중재인 Stern 이 반대 의견에서 기재한 바와 같이 국제법상의 지배적인 견해는 명의자가 아니라 수익적 소유자에게 청구인 적격을 인정하고 구제수단을 부여하고 있다.

976. 중재판정 취소위원회는 이것이 “보다 일반적인 국제투자법상 원칙을 반영하고 있다. 청구인들은 (해당 제 3 자들의 지명인, 대리인 등의 자격으로) 관련 협정에 따라 보호되지 않는 제 3 자들의 이익을 대신해서가 아니라, 오로지 자기 자신의 이익을 위하여 자기 자신의 청구만을 제기할 수 있다”고 판단하였다.<sup>1555</sup>

977. 청구인들만이 자신들의 청구를 제기할 수 있다는 첫 번째 주장은 실제로 논란의 여지가 없다. 그러나 투자자의 청구가 자신의 (경제적) 이익을 위한 것이어야 한다는 두 번째 주장은 상당한 논란이 있다.

978. 자신의 청구와 제 3 자 청구의 구별은 ICJ 가 이미 *Chorzów* 사건 결정에서 다루었다.<sup>1556</sup>

이러한 본안전 이의제기를 제외하고, 당사자들은 판정될 수 있는 보상의 금액 및 지급 방법에 관하여 다툰다. 이러한 상황에서, 법원은 먼저 배상의 근거가 되는 손해가 Bayerische 뿐만 아니라 Oberschlesische 에 관하여 발생하였는지 여부를

---

<sup>1554</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[RLA-21], 제 259 항.

<sup>1555</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[RLA-21], 제 262 항.

<sup>1556</sup> *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 판정, 1928 년 9 월 13 일, PCIJ, Rep. Series A, No. 17[CLA-1], 30-31 페이지.

고려하여야 한다. [...] 이러한 문제에서, 먼저 불법행위로 인한 손해를 추정함에 있어서 영향을 받은 재산, 권리 및 이익의 가치와 대리인에 의하여 손해배상을 청구한 소유주, 또는 배상 청구의 산정 수단이 될 수 있는 손해만을 고려하여야 한다. 중재판정부의 법리에서 받아들여지는 이러한 원칙은 한편으로는 산정 대상 손해에서 불법행위로 인하여 제 3 자에게 발생한 손해를 제외하고, 다른 한편으로는 피해자가 부담하는 채무와 그 밖의 의무의 금액을 손해에서 제외하지 않는 효과를 가진다. 따라서 Chorzów의 사업과 관련하여 Oberschlesische가 입은 손해는 부채를 공제하지 않고 ‘해당 사업’에 대하여 본건 회사의 재산, 권리 및 이익의 총 가치와 일치한다.

979. 즉, 청구인은 자신이 소유하는 재산, 권리 및 이익에 대하여 불법행위로 발생한 손해에 대해서만 배상을 받을 수 있다. 청구인은 제 3 자에게 발생한 손해에 대한 배상을 청구할 수 없으나, 자신이 제 3 자에 대하여 부담하는 채무나 그 밖의 의무를 손해배상에서 공제할 필요는 없다.
980. *Occidental v. Ecuador* 사건 중재판정 취소위원회가 말한 것과 달리,<sup>1557</sup> Chorzów 사건 결정은 국제법상 수익적 소유자만이 배상을 받을 수 있다는 결론을 뒷받침하지 않는다. FTA 제 11.16 조 제 1 항과 마찬가지로, 제 3 자에 대한 제 3 자 청구 및 의무의 구별은 법적 소유자가 수익적 이해관계도 보유하는 범위 내에서만 투자로 인한 손해에 대하여 배상을 청구할 수 있는지 여부에 대한 답변이 되지 않는다.
981. 그저, Chorzów 사건의 추론은 오히려 상설사법재판소가 손해의 산정에 관련하여 수익적 소유권이 아니라 법적 소유권만을 고려하였음을 보여주는 것이다. 폴란드 정부가 제시한 주장 중 하나는 독일 제국이 Chorzów 공장을 소유한 회사인 Oberschlesische의 주식을 유효하게 소유하였다는 것이었다. Oberschlesische 주식의 법적 소유자는 Treuhand라는 또 다른 독일 유한책임회사였다. 해당 회사는 독일 제국에게 미상환 채무에 대한 담보로서 자신의 Oberschlesische 주식에 대하여 질권을 설정하였다. 따라서 독일 제국은 Oberschlesische의 주식에 대한 선취특권과 해당 주식의 점유와 관련된 모든 권리를 가지고 있었다. 그 근거로 폴란드 정부는 독일 제국이 Oberschlesische 주식의 소유자였다고 주장하였다. 상설사법재판소는 법적 소유권만이 관련된다는 폴란드 정부의 주장을 다음과 같이 기각하였다:<sup>1558</sup>

---

<sup>1557</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015년 11월 2일[**RLA-21**], 제 291 항.

<sup>1558</sup> *Chorzów 공장에 관한 사건(Germany v. Poland)*, 본안에 대한 판정, 1928년 9월 13일, PCIJ, Rep. Series A, No. 17[**CLA-1**], 39 페이지.

법원은 제국이 아니라 Treuhand 가 Oberschlesische 주식의 법적 소유자임을 지적한다. 제국은 Treuhand 의 채권자이며, 이러한 자격으로 주식에 대한 선취특권을 가진다. 또한, 이러한 선취특권 이외에, 주식의 점유로 인한 모든 권리 (이러한 주식을 매도하는 경우 가격의 더 큰 부분에 대한 권리를 포함)도 가진다. 우세하다고 볼 수 있는 이러한 권리는 경제적 관점에서는 소유권과 매우 유사하지만 소유권은 아니며, 경제적 관점에서도 Treuhand 의 권리를 무시하는 것은 불가능하다.

(강조 추가)

982. 국제법이 법적 소유자가 아니라 수익적 소유자에게 당사자적격을 부여한다는 자신의 의견을 뒷받침하기 위해, *Occidental v. Ecuador* 사건 중재판정 취소위원회는 외교적 보호에 관한 국제관습법 규칙을 언급하였다.<sup>1559</sup> 외교적 보호 분야에서 수익적 소유자에게만 당사자적격을 부여하는 규칙이 여전히 존재하는지 여부와는 별개로,<sup>1560</sup> 중재판정부는 외교적 보호에 관한 규칙이 국제투자법의 맥락에서 제한적인 지침에 해당한다고 판단한다. 이는 *Ahmadou Sadio Diallo(Republic of Guinea v. Democratic Republic of the Congo)* 사건의 ICJ 도 확인하였다.<sup>1561</sup>

법원은 현대 국제법에서 기업의 권리 및 주주의 권리의 보호와 관련 분쟁의 해결은 본질적으로 외국인 투자의 증진 및 보호를 위한 협정과 국제투자분쟁해결센터(ICSID)를 창설한 국가와 타방국가 국민간의 투자분쟁의 해결에 관한 1965 년 3 월 18 일 워싱턴 협약과 같이, 외국인 투자 보호를 위한 양자간 또는 다자간 계약과 국가와 외국인 투자자 사이의 계약에 의하여 규율된다는 점에 주목하여야 한다. 이러한 맥락에서, 실무성 협정 제도가 존재하지 않거나 효력을 상실하였음이 증명된 드문 경우에만 상환청구가 이루어짐에 따라, 외교적 보호의 역할이 다소 퇴색되었다.

983. 이란-미국 청구 재판소와 같은 청구위원회의 판례법은 서로 다른 법률 문서에 관한 것으로서, 국제투자법의 일반 원칙의 존재를 입증할 수 없다.<sup>1562</sup> Stern 교수의 반대의견이 인용한 *Saghi* 결정에서, 이란-미국 청구 재판소는 “수익적 이해에 대한 우려는 자연스럽게 알제리 합의에서 비롯된다”면서, 특히 양 당사자들이 각 당사자의 정부와 상대방

---

<sup>1559</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015 년 11 월 2 일[**RLA-21**], 제 260-261 항, 제 277 항.

<sup>1560</sup> 비교: Francisco Orrego Vicuna, “*Changing approaches to the nationality of claims in the context of diplomatic protection*”, 15 ICSID Review, Foreign Inv. **L. J.(2000)**[**CLA-51**], 353 페이지.

<sup>1561</sup> *Ahmadou Sadio Diallo(Republic of Guinea v. Democratic Republic of the Congo)*, 판결, 2007 년 5 월 24 일[**CLA-26**], 제 88 항.

<sup>1562</sup> 비교: *Perenco Ecuador Ltd. v. The Republic of Ecuador and Empresa Estatal Petróleos del Ecuador(Petroecuador)*, ICSID 사건번호 ARB/08/6, 관할 및 책임에 대한 잔존 사항 관련 결정, 2014 년 9 월 12 일[**CLA-37**], 제 523 항.

당사자의 국민 사이의 모든 청구를 합의 및 종료하려는 목적을 인정하였고, “관련 자산의 수익적 소유자가 청구를 제기하도록 관정부의 관할이 충분히 광범위하지 않을 경우, 이와 같은 청구 화해 합의의 명시적인 목적이 충분히 실행될 수 없었다”고 인정하였다.<sup>1563</sup>

984. *Occidental v. Ecuador* 사건 중재판정 취소위원회의 결정과 Stern 교수의 반대의견이 인용한 투자 사례들은 다음과 같이 국제투자법상 일반적인 원칙의 존재를 뒷받침하지 않는다:

- *Impregilo v. Pakistan* 사건은 법적 및 수익적 소유권, 책임 및 지배가 구성원 사이에 비례적으로 나뉜 비법인 합작투자에 관한 것이다. 중재판정부는 합작투자 구성원이 비법인 합작투자 또는 기타 합작투자 구성원을 대리하여 청구를 제기할 수 없다고 결정하였다.<sup>1564</sup> 결정은 단순히 투자자가 제 3 자를 대신하여 청구를 제기할 수 없다는 다툼 없는 원칙을 확인한 것일 뿐, 국제법이 투자의 수익적 소유자에게만 당사자적격을 제공하는지 여부에 관한 문제를 다루지 않는다.
- *PSEG v. Turkey* 사건은 청구인들을 대리하여 제 3 자에게 발생한 사전 투자 경비의 배상 가능성을 다루었다. 중재판정부는 이러한 제 3 자들이 회사간 약정을 근거로 하여 청구인들을 상대로 청구를 제기할 수 있지만, 청구인들은 피청구국에게 제 3 자가 부담한 비용에 대한 책임을 물을 수 없다고 판시하였다.<sup>1565</sup> 다시 말해, 결정은 수익적 소유권의 문제를 다루지 않는다.
- *Mihaly v. Sri Lanka* 사건에서, 청구인은 캘리포니아 법에 따라 설립된 법인이며 캐나다 상대방과 비법인 파트너십의 파트너였다. 청구인은 캘리포니아주 법률에 따라 자신이 스스로 청구를 제기하고 다른 파트너를 대리하여 청구를 제기할 권한이 있다고 주장하였다. 중재판정부는 “어디 및 어떠한 방식이든 형성된 국제 파트너십의 존재는 제안된 파워 프로젝트와 관련하여 본안을 입증할 수 있는 권리 및 지분과 관련하여 피청구국을 상대로 청구를 제기할 수 있는[...] 청구인의 능력에

---

<sup>1563</sup> *James M. Saghi, Michael R. Saghi and others v The Islamic Republic of Iran*, 중재판정, IUSCT 사건번호 298(544-298-2), 1993년 1월 22일[CLA-34], 제 24 항.

<sup>1564</sup> *Impregilo S.p.A. v Islamic Republic of Pakistan*, ICSID 사건번호 ARB/03/3, 관할권에 대한 판결, 2005년 4월 22일[RLA-6].

<sup>1565</sup> *PSEG Global, Inc. and Konya Ingin Elektrik Uretim ve Ticaret Limited Sirketi v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/02/5, 중재판정, 2007년 1월 19일[RLA-7], 제 325 항.

대하여 추가 또는 제외할 사항이 될 수 없다”는 이유로 청구인이 자신을 대리하여 청구를 할 수 있을 뿐이라고 판단하였다.<sup>1566</sup> 동 결정은 파트너십 자산의 법적 또는 수익적 소유권에 관한 문제를 다루지 않고, 오히려 국제법상 어느 파트너가 파트너십 계약에 따라 상대방 파트너를 대리하여 청구를 제기할 수 없다는 절차적 측면을 다루고 있을 뿐이다.

- *Siag v. Egypt* 사건은 청구인이 이집트 관광부로부터 취득한 필지의 수용에 관한 것이었다. 매도 계약은 토지의 후속 양도의 경우 이집트가 토지 가치의 50%에 대한 권리를 가진다고 규정하였다. 중재판정부는 수용 직전에 청구인의 해당 재산에 대한 수익적 이해관계가 50%에 불과하다고 판시하였다. 중재판정부는 재산의 해당 지분에 대해서만 보상을 부여하였다.<sup>1567</sup> 해당 사안은 특정한 상황(수용으로 인해 수령한 보상금 등, 매각 수익의 절반을 피청구국에 지급해야 하는 청구인의 계약상 의무)에 관한 것이었다. 중재판정부는 매도 계약의 해석만을 근거로 결정하였으며, 국제법의 일반 원칙을 논의하거나 언급하지 않았다.

985. 또한, 피청구국이 인용한 추가적인 투자 사례들은 국제투자법상 일반 원칙을 지지하지 않는다:

- *Blue Bank v. Venezuela* 사건에서, 중재판정부는 바베이도스 국제신탁법에 따라 설립된 신탁의 수탁자였던 청구인이 신탁 자산을 소유한 것이 아니라 단순히 운용 및 관리하였다고 판시하였다.<sup>1568</sup> 중재판정부는 “Blue Bank 는 카타르 신탁의 자산과 관련하여 소유권을 가지지 않으며, (명목상 또는 수익적 소유자로서) 자신을 대리하여 청구를 제기하지 않았고, 이에 따라 Blue Bank 는 BIT 의 조건에 따라 관련 자산에 투자하지 않았다”고 판단하였다.<sup>1569</sup> 따라서 중재판정부는 청구인이 자산의

---

<sup>1566</sup> *Milhaly International Corp. v. Sri Lanka*, ICSID 사건번호 ARB/00/2, 중재판정, 2002 년 3 월 15 일[RLA-3], 제 22 항, 제 26 항.

<sup>1567</sup> *Siag v. Egypt*[RLA-8], 제 578-584 항.

<sup>1568</sup> *Blue Bank International & Trust (Barbados) Ltd. v. Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/20, 중재판정, 2017 년 4 월 26 일[RLA-23], 제 163 항.

<sup>1569</sup> *Blue Bank International & Trust (Barbados) Ltd. v. Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB/12/20, 중재판정, 2017 년 4 월 26 일[RLA-23], 제 173 항.

법적 소유자 또는 수익적 소유자가 아님을 이유로 관할권을 부인하였다. 결정은 법적 소유권과 수익적 소유권의 분리를 논의하지 않는다.

- *Zhinvali v Georgia* 사건에서, 청구인은 자신이 입은 손실과 그 주주들이 입은 손실 모두에 대한 손해배상을 청구하였다. 중재판정부는 청구인이 주주를 대리하여 청구할 권리를 보유하지 않는다고 결정하였다.<sup>1570</sup> 다시 말해, 동 결정은 청구인이 제 3자를 대리하여 청구를 제기할 수 없다는 다툼 없는 원칙을 확인한 것일 뿐, 법적 소유권과 수익적 소유권의 차이에 관한 문제를 다루지 않는다.
- 마찬가지로, *Khan Resources v. Mongolia* 사건<sup>1571</sup> 및 *Saluka v. Czech Republic* 사건<sup>1572</sup>은 이와 같이 다툼 없는 원칙만을 재확인할 뿐, 법적 소유권과 수익적 소유권의 분리 문제에 대해서는 침묵하고 있다.

986. 따라서, 투자 중재판정부 관례법은 수익적 소유자만이 당사자적격이 있다는 국제투자법의 일반원칙의 존재를 뒷받침하지 않는다.

987. 이러한 일반 원칙이 존재한다면 이를 적용할 수 있는지에 대한 문제로 돌아와서, 중재판정부는 FTA 제 11.16조 및 제 11.28 조가 투자자의 청구를 중재에 회부하기 위한 세부 요건을 규정하였음을 주지한다.

988. *Waste Management v. United Mexican States (I)* 사건 중재판정부의 표현에 따르면, “조약에서 청구를 유지하는 데에 필요한 요건을 구체적으로 자세히 규정할 경우, 외교적 보호 그 밖의 영역에 있어 일반 국제법상 필요하다고 여겨지는 사항에 근거하는 것인지 여부와 관계없이, 조약 이외의 추가적 요건을 고려할 여지는 없다.”<sup>1573</sup> 이와 유사한 맥락에서, *KT Asia v. Kazakhstan* 사건 중재판정부는 “외교적 보호의 맥락에서 적용되는

---

<sup>1570</sup> *Zhinvali Development Ltd. v. Republic of Georgia*, ICSID 사건번호 ARB/00/1, 중재판정, 2003년 1월 24일[RLA-4], 제 405 항.

<sup>1571</sup> *Khan Resources Inc., Khan Resources B.V. and CAUC Holding Company Ltd. v. Government of Mongolia and Monatom Co., Ltd.*, PCA 사건번호 2011-09, 본안에 대한 판정, 2015년 3월 2일[RLA-50], 제 50 항, 제 106 항, 제 384-389 항.

<sup>1572</sup> *Saluka v. Czech Republic*[CLA-41], 제 244 항.

<sup>1573</sup> *Waste Management v. Mexico II*[CLA-19], 제 85 항.

국제관습법의 규칙은 투자 협정의 특별법에 의해 변경된 경우에는 적용되지 않는다”고 판시하였다.<sup>1574</sup>

989. 앞서 언급한 바와 같이, FTA 제 11.16 조 제 1 항 및 제 11.28 조는 투자에 대한 수익적 이해관계도 가지는지 여부와 관계없이 법적 소유자에게 부여된다. 이러한 협정 조항은 특별법으로서 국제법의 일반원칙에 우선한다.

990. 따라서, 중재판정부는 수익적 소유자에게만 당사자적격을 부여하는 국제법의 일반원칙이 존재하였다고 하더라도, 특별 협정 규정을 고려할 때 본건에 적용되지 않는다고 본다.

991. 이러한 접근법에 따라, 다른 여러 투자 중재판정부들은 수익적 소유자만이 소송을 제기할 수 있다는 주장을 기각하였다:

- *Saba Fakes v. Turkey* 중재판정부는 “물권을 다수인과 나누거나 법적 소유권과 수익권이 분리되는 것은 신탁 또는 유사한 구조를 통하여 여러 법체제에서 인정된다”고 언급하였다.<sup>1575</sup> 중재판정부에 따르면, “법적 권리와 수익소유권의 분리는 ICSID Convention 이나 네덜란드-터키 BIT 의 의미상 소유권의 투자적 성격을 박탈하지 않는다”.<sup>1576</sup>
- *Von Pezold v. Zimbabwe* 사건 중재판정부는 “스위스 또는 독일 BIT 들에서 수익소유권이 증명되어야 한다는 요건을 발견하지 못하고, BIT 에 이러한 요건이 들어가야 하는 것처럼 해석하여야 할 근거도 없다”고 본다.<sup>1577</sup>
- *Flemingo v. Poland* 사건에서, 중재판정부는 “‘투자의 궁극적인 수익자’만이 협정의 보호 대상”이라는 피청구국의 주장에 대하여, “협정상 보호 대상을 투자의 궁극적인

---

<sup>1574</sup> *KT Asia Inv. Group B.V. v. Republic of Kazakhstan*, ICSID 사건번호 ARB/11/7, 중재판정, 2014 년 4 월 3 일[**RLA-17**], 제 129 항.

<sup>1575</sup> *Saba Fakes v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010 년 7 월 14 일[**CLA-40**], 제 134 항.

<sup>1576</sup> *Saba Fakes v. Republic of Turkey*, ICSID 사건번호 ARB/07/20, 중재판정, 2010 년 7 월 14 일[**CLA-40**], 제 134 항.

<sup>1577</sup> *Bernhard von Pezold and Others v. Republic of Zimbabwe*, ICSID 사건번호 ARB/10/15, 중재판정, 2015 년 7 월 28 일[**CLA-27**], 제 314 항.

수익자로 제한한다는 명시적인 언급이 없기 때문에 그러한 제한이 해석상 인정될 수는 없다”면서 기각하였다.<sup>1578</sup>

992. 이 문제에 관한 마지막 지적으로서, *Occidental v. Ecuador* 사건 결정은 사실관계에 있어서도 구별될 수 있다. 이는 두 단계에 걸친 양도를 수반하였다. 첫 단계에서 청구인은 탐사계약에 따라 자신의 “완전한 한 묶음의 ‘권리와 의무’”에 대한 40%의 이자를 제3자에게 이전하였다. 계약에 따르면, 청구인은 제3자가 “40% 지분에 대한 법적 지위를 가지고 있는’ 참여 계약의 ‘당사자인 것처럼’ 제3자가 지시할 것에 따라” 행동할 의무가 있었다. 두 번째 단계(이루어진 적이 없음)에서, 청구인은 제3자에게 법적 소유권을 이전할 것이었다. 이러한 약정의 목적은 에콰도르법상 장관의 승인이 없는 이전에 대한 제한을 우회하기 위한 데에 있었다.<sup>1579</sup> 반면, 본건에서 파트너십 계약은 파트너십의 경영, 지배 및 업무 수행이 유한책임사원이 지배하지 않는 업무집행사원에게만 귀속되며(제 3.01 조), 업무집행사원은 유한책임사원의 자본금 계정 인출에 동의해야 한다고 규정하고 있다(제 7.01 조).<sup>1580</sup>

993. 따라서 중재판정부는 FTA 나 관련 국제법 규칙이 청구인들에게 법적 소유권이나 지배권 이외에 적용대상투자에 대한 수익적 이해관계를 입증할 것을 요구하지 않는다고 판단한다. 피청구국의 위반으로 인해 손실 또는 손해를 입었고 해당 손실에 대한 청구를 제기할 권리가 있는 자는 수익적 소유자가 아니라 적용대상투자의 법적 소유자이다.

994. 요약하면, 중재판정부는 업무집행사원이 케이먼 펀드를 대리하여 적법하게 소유하고 있는 삼성 주식에 관하여 손실 전부를 배상 받을 권리가 있다고 결정한다. 중재판정부는 유한책임사원이 입은 경제적 손실을 업무집행사원이 청구할 수 없다는 피청구국의 주장을 배척한다.

## C. 청구인들의 삼성물산 투자에 대한 손해

### 1. 청구인들의 입장

---

<sup>1578</sup> *Flemingo Dutyfree Shop Private Limited v. Republic of Poland*, UNCITRAL, 중재판정, 2016년 8월 12일[CLA-68], 제 331 항.

<sup>1579</sup> *Occidental Petroleum Corporation, et al. v. The Republic of Ecuador*, ICSID 사건번호 ARB/06/11, 취소 결정, 2015년 11월 2일[RLA-21], 제 194-201 항.

<sup>1580</sup> 2차 수정 및 합의된 리미티드 파트너십 계약서, 2013년 1월 1일[C-30].



995. 청구인들은 “기업 지배 구조가 시간이 흐름에 따라 개선되어 삼성 주식의 시장 가격이 삼성그룹의 사업 및 자산이 가지는 내재적 공정시장가치에 도달할 것”이라는 생각으로 삼성 그룹에 투자하였다고 주장한다.<sup>1581</sup> 청구인들은 합병을 보장하기 위한 피청구국의 조치가 “메이슨이 소유한 삼성물산 주식의 내재가치에 대한 주식 시장의 저평가”를 일으켜서, 이로 인하여 메이슨이 “상당한 투자 손실”을 입었다고 주장한다.<sup>1582</sup> 청구인들에 따르면, “국제법상 위법행위가 자산의 재무적 가치를 손상시키는 경우, 손해배상 관정을 통하여 투자자가 해당 자산의 공정시장가치 손실을 완전히 전보 받아야 한다는 것은 확립된 원칙이다”.<sup>1583</sup>
996. Dr. Tiago Duarte-Silva 전문가보고서를 인용하면서, 청구인들은 청구인들의 손해산정을 결정하기 위하여, “2015년 7월 17일을 기준으로 한국의 조치가 없었을 때의 메이슨 소유 삼성물산 주식의 공정 시장가치와 한국의 조치가 있는 상황에서 메이슨 소유 삼성물산 주식의 공정 시장 가치의 차액을 계산”해야 한다고 주장한다.<sup>1584</sup> 이러한 공식을 적용하면서, 청구인들은 피청구국의 조치가 없었다면 청구인들의 삼성물산 주식의 공정시장가치가 3억 1,190만 달러였을 것이라고 주장한다.<sup>1585</sup> 청구인들은 피청구국의 위반 직후 메이슨의 삼성물산 주식의 공정시장가치를 1억 6,470만 달러로 추정하였다.<sup>1586</sup> 마지막으로, 청구인들은 전자에서 후자의 수치를 차감한 후, 메이슨의 삼성물산 주식의 공정시장가치 손실을 1억 4,720만 달러로 계산한다.<sup>1587</sup> 따라서, 청구인들은 피청구국의 조치로 인해 발생한 삼성물산 주식의 공정시장가치 손실에 대하여 메이슨이 1억 4,720만 달러의 손해배상을 받아야 한다고 주장한다.<sup>1588</sup>
997. 청구인들은 자신들의 삼성물산 투자 손실 평가에 대한 감액에 관하여 피청구국과 Dow 교수의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1589</sup> 첫째로, 청구인들은 Dr. Duarte-Silva가 청구인들의

---

1581 수정청구서면, 제 242 항.

1582 수정청구서면, 제 243 항. 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 155-187 항 참조.

1583 수정청구서면, 제 248 항.

1584 Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 3 항, 제 15 항을 언급하는 수정청구서면, 제 250 항.

1585 Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 17-44 항을 언급하는 수정청구서면, 제 251(a)항.

1586 Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 52-4 항을 언급하는 수정청구서면, 제 251(b)항.

1587 Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 83 항을 언급하는 수정청구서면, 제 251(c)항.

1588 수정청구서면, 제 252 항.

1589 답변서, 제 335 항.

삼성물산 주식의 공정시장가치를 추산한 “사업별 가치 합산”(이하 “**SOTP**”) 가치평가가 이러한 맥락에서 표준적이고 적절하며, 심지어 “삼성물산의 가치를 평가함에 있어 거의 모든 시장 애널리스트, 국민연금 및 제일모직”이 사용하였다고 주장한다.<sup>1590</sup> 오히려, 청구인들은 광범위한 인정과 신뢰성을 고려할 때, **SOTP** 가치평가 방법론이 주관적이거나 신뢰할 수 없는 것이 아니라고 주장한다.<sup>1591</sup>

998. 피청구국의 전문가의 가치평가에 대해, 청구인들은 “Dow 교수가 삼성물산의 실제 주식시장 가격에 의존하여 삼성물산의 조건적 공정시장가치를 평가한 것은, 그 모든 증거에도 불구하고 삼성물산의 가격이 약탈적 합병 및 고의적 시장 조작의 위협에 의하여 하락하였다는 사실을 믿으려 하지 않는 것에 기인한다”면서, 본건 합병이 승인되었을 당시 삼성물산 주주들이 보유한 주식의 공정시장가치가 박탈되었다고 주장한다.<sup>1592</sup> 청구인들은 주식 시장 가치가 삼성물산의 공정 시장 가치를 정확하게 반영하지 못하도록 삼성물산과 제일모직의 주가가 조작되었다는 증거를 Dow 교수가 배척하였다고 주장한다.<sup>1593</sup> 이러한 주장을 더욱 뒷받침하기 위해, 청구인들은 국제 법원 및 중재판정부들이 가치평가를 위해 회사의 주식 가격을 사용하는 데 회의적인 태도를 보였다고 주장한다.<sup>1594</sup>

999. 둘째로, 청구인들은 Dr. Duarte-Silva 의 **SOTP** 가치평가에 대한 Dow 교수의 비판에는 근거가 없다고 주장한다.<sup>1595</sup> 청구인들은 Dr. Duarte-Silva 가 가치평가의 **SOTP** 방법론을 사용하면서 삼성물산의 상장 지분을 평가하기 위해 주가에 의존하는 것이 적절하다고 주장한다.<sup>1596</sup> 청구인들은 Dr. Duarte-Silva 의 가치평가가 다른 시장 애널리스트들의 **SOTP** 가치평가보다 높기 때문에 신뢰할 수 없다는 피청구국의 주장을 배척하고, 오히려 이러한 가치평가는 실제로 다른 시장 참여자들의 결과와 매우 유사하다고 주장한다.<sup>1597</sup> 또한,

---

<sup>1590</sup> 답변서, 제 339 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 156 항.

<sup>1591</sup> 답변서, 제 340 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 156 항.

<sup>1592</sup> 답변서, 제 341 항.

<sup>1593</sup> 답변서, 제 342 항.

<sup>1594</sup> Irmgard Marboe, *Calculation Of Compensation And Damages in International Investment Law* (2nd ed., Oxford Univ. Press 2017)[**RLA-163**], 제 5.04 항을 인용하는 답변서, 제 343 항.

<sup>1595</sup> 답변서, 제 345 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 167 항.

<sup>1596</sup> 답변서, 제 346 항.

<sup>1597</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 168-170 항.

청구인들은 삼성물산이 재무 정산에 사용한 가치평가를 사용하더라도, Dr. Duarte-Silva가 삼성물산의 비상장회사 지분을 합리적이고 보수적인 방식으로 가치평가한다고 주장한다.<sup>1598</sup>

1000. 청구인들은 본건 합병에 찬성한 의결권 자문사들 중 어느 누구도 단순히 주가에서 파생된 비율이 법정 공식에 부합한다는 이유만으로 조건이 공정하다고 판단하지 않았음을 Dow 교수가 자인하고 있다면서 SOTP에 대한 Dow 교수의 비판을 배척한다.<sup>1599</sup> 청구인들은 Dow 교수가 시장 참여자들이 일상적으로 기업의 가치를 평가하기 위해 SOTP 분석을 수행한다는 사실도 인정한다고 주장한다.<sup>1600</sup> 청구인들은 SOTP가 너무 주관적이어서 신뢰할 수 없는 것이 아니며, 이는 국민연금이 스스로 본건 합병을 평가하기 위해 이를 사용하였다는 사실로 뒷받침된다고 주장한다.<sup>1601</sup>

1001. 또한, 청구인들은 본건 합병이 승인되면서 삼성물산의 소액주주들의 가치를 추출하는 것이 실현되었다는 배기홍 교수의 입장은 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 손해를 끼칠 수 없다는 Dow 교수의 입장과 모순된다고 주장한다.<sup>1602</sup> 이러한 맥락에서, 청구인들은 본건 합병이 부결될 경우 삼성물산의 주가가 그 SOTP 가치를 증가시켰을 것이라는 Dr. Duarte-Silva의 입장을 피청구국이 반박하지 못하였으며, 청구인들이 주장하는 결과는 국민연금과 시장 애널리스트들마저도 예상하였다고 주장한다.<sup>1603</sup>

1002. 또한, 한국에서 일반적이거나 통용되는 지주회사 디스카운트에 대한 증거가 존재하지 않는다는 것이 청구인들의 견해이며, 따라서 청구인들은 삼성물산의 SOTP 가치평가에 대한 30% 디스카운트가 적용되지 않는다고 주장한다.<sup>1604</sup> 청구인들은 “코리아

---

<sup>1598</sup> 답변서, 제 347 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 165 항.

<sup>1599</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 157-160 항.

<sup>1600</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 161 항.

<sup>1601</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 163-164 항.

<sup>1602</sup> 본안 심리 속기록, 5 일차, 2022년 3월 25일, 965:4-6 페이지[배기홍 교수의 반대신문]; 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022년 3월 4일, 684:25-685:3 페이지[Dow 교수의 반대신문]을 언급하는 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 162 항.

<sup>1603</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 171-174 항.

<sup>1604</sup> Wolfenzon 제 1 차 보고서[CER-7], § VII; Daniel Wolfenzon 교수 제 2 차 전문가보고서, 2021년 4월 23일(이하 “Wolfenzon 제 2 차 보고서”)[CER-7], § II 를 인용하는 답변서, 제 348 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 183 항.

디스카운트”가 인위적이고 부당하게 노출되었고, 결과적으로 Dr. Duarte-Silva 의 SOTP 가치평가에서 이미 관련 디스카운트가 적용되었고, Dow 교수가 확인한 바와 같이 별도의 “코리아 디스카운트”가 필요하지 않았다고 주장한다.<sup>1605</sup> “지주회사 디스카운트” 및 “유동성 부족 디스카운트”와 관련하여, 청구인들은 문헌에 이에 대한 근거가 없으며, Dow 교수가 이러한 디스카운트의 적용을 설득력 있게 제공하지 않았다고 주장한다.<sup>1606</sup> 또한, 청구인들은 피청구국의 위반이 없었다면 삼성물산이 내재가치에 도달하였을 것이라는 사실에 대한 피청구국의 반박이 증거에 반한다고 주장한다.<sup>1607</sup> 구체적으로, 청구인들은 본건 합병이 부결될 경우 삼성물산의 주가가 급등할 것이라고 국민연금이 생각하였음을 보여주는 국민연금 문서를 지적한다.<sup>1608</sup>

1003. 셋째로, 청구인들은 본건 합병 발표 이후에 삼성물산 주식을 매수함으로써 청구인들이 한국의 협정 위반 리스크를 감수하지 않았다고 주장한다.<sup>1609</sup> 이러한 맥락에서, 청구인들은 Dow 교수와 피청구국이 *Rosinvest v. Russia* 사건을 인용하는 것과 관련하여 “*Rosinvest* 사건의 청구인들 및 해당 시장과 달리, Mason 과 관련 시장은 합병 투표에 대하여 한국이 취할 가능성이 높은 행위를 예상할 수 있는 근거가 전혀 없었다”면서 잘못 인용한 것이라고 주장한다.<sup>1610</sup>

1004. 청구인들은 자신들의 손실을 개연성의 균형 기준에 따라 명백하게 입증하였고, Dr. Duarte-Silva 의 SOTP 가치평가를 토대로 자신들의 손실 금액에 대한 합리적인 계산을 제공하였다고 결론내린다.<sup>1611</sup> 청구인들은 삼성물산 투자에 관한 손실의 배상을 판정하는

---

<sup>1605</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 179-182 항.

<sup>1606</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 183-187 항.

<sup>1607</sup>답변서, 제 349 항.

<sup>1608</sup> [redacted] 증인신문 녹취서 2017 고합 34/2017 고합 183(서울중앙지방법원, 2017년 5월 8일[C-174], 15-16 페이지를 언급하는 답변서, 제 349 항.

<sup>1609</sup>답변서, 제 351-352 항.

<sup>1610</sup> *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V079/2005 항, 중재판정, 2010년 9월 12일[CLA-38]을 언급하는 답변서, 제 353 항.

<sup>1611</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 176-178 항.

것이 피해 당사자에게 완전한 배상을 제공하는 원칙에 부합하며, 메이슨에게 구제를 제공하지 않을 정책적 이유가 없다고 주장한다.<sup>1612</sup>

1005. 그러나 중재판정부가 이러한 손해배상을 판정하는 것이 부적절하다고 판단하는 경우, 메이슨은 예비적으로 삼성물산 투자의 거래 손실에 대한 손해배상을 판정받아야 한다고 주장한다.<sup>1613</sup> Dr. Duarte-Silva 의 계산을 인용하면서, 청구인들은 메이슨의 거래 손실이 4,720 만 달러에 달한다고 주장한다.<sup>1614</sup>

1006. 청구인들은 중재판정부가 제안한 삼성물산 주식 손실의 대체적인 계산 방법에 따르면 청구인들은 합병 승인 전의 상태로 돌아가게 될 것이고, 삼성물산의 저평가가 영구적으로 확정됨에 따른 완전한 배상을 하기에는 충분하지 않을 것이라고 주장한다. 청구인들에 따르면, 대체적인 방식은 본건 합병 승인 직전에 투자가 존재하였을 것이라는 가정에 따라 추구하고 있던 투자 전략을 사실상 간과한다.<sup>1615</sup>

## 2. 피청구국의 입장

### a) 청구인들의“내재가치” 분석

1007. 피청구국은 피청구국의 협정 위반이 “없었더라면” 메이슨의 삼성물산 투자의 공정시장가치가 어떠하였을지 판단함에 있어서 청구인들의 손해산정 전문가가 사용한 분석에 이의를 제기한다.<sup>1616</sup> 피청구국에 따르면, 청구인들의 손해산정 전문가는 “본건 합병 관련 의결권 행사 이전의 삼성물산 주가는 공정시장가치를 산정하기에 적절한 지표가 아니라는 전제하에” 삼성물산의 “내재가치”를 분석하였다.<sup>1617</sup> 그러나 피청구국은 “삼성물산의 ‘내재가치’에 근거해 추론해내는 메이슨의 ‘조건적’ 가치평가는 타당하지

---

<sup>1612</sup> 수정청구서면, 제 253 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1018:15-1019:8 페이지[청구인들의 최후진술].

<sup>1613</sup> 수정청구서면, 제 253 항.

<sup>1614</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 VI 장을 언급하는 수정청구서면, 제 253 항.

<sup>1615</sup> 청구인들의 손해산정에 대한 의견, 1-2 페이지.

<sup>1616</sup> 반박서면, 제 519-20 항.

<sup>1617</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 46 항, 제 49-51 항을 언급하는 반박서면, 제 521 항. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 120-121 항 참조.

않다”고 주장한다.<sup>1618</sup> 피청구국은 메이슨이 청구 손실을 입증하기 위하여, 메이슨은 “가격에 영향을 미치는 수많은 다른 요소들과 분리해 본건 합병에 관한 소식이 양사 주가에 미친 영향을 평가하기 위해 소위 사건연구”를 수행했어야 한다고 주장한다.<sup>1619</sup> 피청구국은 청구인들이 이러한 평가를 제공하지 않았다고 주장한다.<sup>1620</sup>

1008. 또한, 피청구국은 청구인들이 회사의 공정시장가치가 그 내재가치와 동일하다는 거짓된 가정을 잘못 인용한다고 주장한다.<sup>1621</sup> 오히려, Dow 교수가 지적한 바와 같이, 피청구국은 먼저 삼성물산과 같은 대기업의 주식을 거래하려는 매수인들과 매도인들이 가격에 대한 최선의 증거로서 사용하는 시장 가격을 살펴보아야 한다는 입장이다.<sup>1622</sup> 따라서, 피청구국에 의하면, 회사의 주식이 “능동적이며 유동적, 효율적인 시장에서 거래되는 경우” 시장 가격은 청구인들의 삼성물산 주식의 가치에 대한 보다 신뢰할 수 있는 기준이다.<sup>1623</sup> 또한, 피청구국은 공정시장가치가 가장 신뢰할 수 있다는 Dow 교수의 접근법이 상식과 국제투자법 근거에 모두 부합한다고 주장한다.<sup>1624</sup> 피청구국에 따르면, 이러한 접근법은 상사법원이 상장회사의 주식에 대한 공정시장가치를 평가하는 방식과 일치한다.<sup>1625</sup>

---

<sup>1618</sup> 반박서면, 제 522-523 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 페이지 1054:1-1058:12[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1619</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 108-109 항, 제 111-112 항.

<sup>1620</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 112 항.

<sup>1621</sup> 본안 심리 속기록, 5 일차, 849:14-16 항, 850:19-22 페이지[Wolfenzon]를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 122-124 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1055:7-1056:23 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1622</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 231:10-19, 231:1-232:6 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1623</sup> 반박서면, 제 522 항; 재반박서면, 제 611 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1055:7-1056:23 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1624</sup> Irmgard Marboe, *Calculation of Compensation and Damages in International Investment Law*(1st ed., Oxford University Press 2012)[**RLA-163 재제출**], 제 5.16 항; *Crystallex International Corp. v. Bolivarian Republic of Venezuela*, ICSID 사건번호 ARB(AF)/11/2, 중재판정, 2016 년 4 월 4 일[**RLA-160**], 제 890 항; *INA Corporation v. The Government of the Islamic Republic of Iran*, Iran-U.S. C.T.R., Vol. 8, 중재판정, 1985 년 8 월 13 일[**RLA-71**], 제 28 항을 인용하는 재반박서면, 제 611-612 항.

<sup>1625</sup> 본안 심리 속기록, 5 일차, 850:19-21 페이지[Wolfenzon 교수의 반대신문]; 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 232:7-22[피청구국의 모두진술]을 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 126 항.

1009. 또한, 피청구국은 가치평가를 위한 SOTP 방법론이 한국의 행위가 없었던 경우 청구인들의 삼성물산 지분의 공정시장가치에 대한 최선의 증거라는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>1626</sup> 피청구국은 SOTP가 표준 가치평가 방법론이라는 이유만으로 이것이 가장 신뢰할 수 있는 지표가 되지 않으며, 청구인들이 이러한 방법을 올바르게 적용하였거나 삼성물산의 실제 주가보다 더 신뢰할 수 있다는 것을 의미하지 않는다고 주장한다.<sup>1627</sup> 피청구국은 Dr. Duarte-Silva의 가치평가가 메이슨 자체 가치평가와 ISS 가치평가를 제외하고 당시 다른 주식 애널리스트들에 비해 거의 2 배에 달한다고 주장한다.<sup>1628</sup>
1010. 또한, 피청구국은 청구인들이 삼성물산 주가를 왜곡하는 근거로 인용하는 총수일가가 “본건 합병 시기를 조작했거나 본건 합병에 앞서 삼성물산 주가를 조작하였다”는 청구인들의 주장을 뒷받침할 증거가 부족하다고 주장한다.<sup>1629</sup> 그럼에도 불구하고, 피청구국은 Dow 교수 제 2 차 보고서를 인용하면서, 청구인들이 주장하는 바와 같이 삼성 그룹의 “약탈적 합병의 위협”이나 “고의적 시장 조작”이 청구인들이 삼성물산 주식의 시장가격을 공정시장가치에 대한 최선의 증거로 사용하지 않을 근거를 제공하지 않는다고 주장한다.<sup>1630</sup>
1011. 또한, 피청구국은 청구인들이 주장하는 조작으로 인해 삼성물산 주식이 본건 합병 이전에 공정시장가치보다 할인된 가격으로 거래되었다면, 청구인들의 손실의 근본적이고 주요한 원인은 국민연금의 표결이 아니라 삼성 그룹의 행위일 것이라고 지적한다.<sup>1631</sup>
1012. “약탈적 합병의 위협”과 관련하여, 피청구국은 청구인들의 가치 추출 이론이 “삼성물산과 제일모직의 시가총액이 본건 합병과 가장 확실하게 연관되어 있는 두 날짜에 동시에 상승하거나 하락하기도 하였다는 사실과 양립할 수 없으므로” 거짓이라는 Dow 교수의

---

<sup>1626</sup> 재판박서면, 제 614-615 항.

<sup>1627</sup> 재판박서면, 제 614-615 항.

<sup>1628</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 129-131 항.

<sup>1629</sup> 반박서면, 제 522 항; Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 133-138 항; 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 696:4-698:2 페이지, 698:6-20 페이지[Dow 교수의 반대신문]을 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 127 항; James Dow 교수 제 2 차 전문가보고서(이하 “**Dow 제 2 차 보고서**”)[**RER-6**], 제 163-169 항.

<sup>1630</sup> 답변서, 제 341 항을 인용하는 재판박서면, 제 616 항; Dow 제 2 차 보고서[**RER-6**], 제 163-169 항; 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 698:6-20 페이지[Dow 교수의 반대신문]을 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 127 항.

<sup>1631</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 239:5-11 페이지[피청구국의 모두진술].

설명을 지적한다.<sup>1632</sup> “고의적 시장 조작” 주장에 관하여, 피청구국은 Dow 교수가 청구인들이 이러한 주장을 뒷받침하는 증거가 없다고 언급하고 있음을 지적한다.<sup>1633</sup> 따라서, 피청구국은 청구인들이 삼성물산 주식 시장 가격에 의존하는 대신에 SOTP 분석을 수행할 근거가 없었다고 주장한다.<sup>1634</sup>

1013. 피청구국은 “‘실제’ 시나리오 상에서 메이슨이 보유한 삼성물산 주가의 공정시장가치가 한국의 행위가 ‘없었을 경우’ 메이슨이 보유한 삼성물산 주가의 공정시장가치와 동일하다는 점으로 미루어 보아, 메이슨은 한국의 행위로 인하여 삼성물산 주식에 대하여 마땅히 보상받아야 할 손해를 입었다는 점을 입증할 수 없다”고 주장한다.<sup>1635</sup> 또한, 피청구국은 내재가치 평가에 기초한 보상에 이유로서 완전배상 원칙에 대한 청구인들의 항변에 대하여, 이는 중재판정부가 당사자들의 손해산정 전문가의 증거에 기초하여 판단하는 사실관계의 문제라는 이유로 배척한다.<sup>1636</sup>

1014. 또한, 피청구국은 청구인들이 원용하는 두 개의 추측성이 짙은 전제, “즉, (i) 본건 합병 전에 삼성물산이 순자산가치에 할인된 가격으로 거래된 유일한 이유는 본건 합병이 이루어질 것이라는 우려 때문이었으며, (ii) 만약 본건 합병이 부결되었다면 이러한 디스카운트는 완전히 소멸했을 것이라는 것”을 배척한다.<sup>1637</sup> 첫째로, 피청구국은 삼성물산의 시장가치가 순자산가치에 미치지 못하는 이유로서, 특히 납세의무 및 기업 지배구조와 관련하여 삼성물산 주식의 상당하고 오래된 “지주회사 디스카운트”에 기여한 여러 가지 별개의 사유가 있으며, 이들은 본건 합병 표결의 결과와 무관하게 지속되었을 것이라고 주장한다.<sup>1638</sup> 피청구국은 삼성물산이 재벌들 사이에서는 상당히 할인된 가격으로 거래된 유일한 기업이 아니라는 점을 지적한다.<sup>1639</sup> 피청구국은 삼성물산이 본건 합병의 소문이 퍼지기 훨씬 전에 이와 같이 할인된 가격으로 거래되었고,

---

<sup>1632</sup> 재판박서면, 제 616 항. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 109 항 참조.

<sup>1633</sup> 재판박서면, 제 616 항.

<sup>1634</sup> 반박서면, 제 522-523 항.

<sup>1635</sup> 재판박서면, 제 618 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 125-128 항.

<sup>1636</sup> 재판박서면, 제 619 항.

<sup>1637</sup> 재판박서면, 제 607 항, 제 625 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 132-140 항.

<sup>1638</sup> 재판박서면, 제 628 항, 제 631 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 134-136 항.

<sup>1639</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 139 항.



청구인들의 주장과 달리 본건 합병의 위험은 지주회사 디스카운트의 중요한 원인이 아니었다고 주장한다.<sup>1640</sup> 또한, 피청구국은 본건 합병이 승인되지 않을 것으로 예측한 애널리스트들을 포함한 대부분의 다른 애널리스트들이 삼성물산의 상장 계열사 지분에 할인을 적용하였다고 주장함으로써 청구인들의 가정과 Dr. Duarte-Silva 의 가치평가 방법에 반박한다.<sup>1641</sup>

1015. 본건 합병의 부결이 삼성물산의 거래 가격에 대한 할인을 제거했을 것이라는 청구인들의 주장에 관하여, 피청구국은 이것이 한국의 다른 회사들의 역사에서 입증된 바와 같이 부당하고 흠결이 있다고 주장한다.<sup>1642</sup> 피청구국은 삼성물산 주식이 할인되어 거래된 몇 가지 다른 이유에도 불구하고, 청구인들은 본건 합병이 부결되었다면 할인이 완전히 소멸되었을 것이라는 자신들의 가정에 대한 증거를 제출하지 않는다고 주장한다.<sup>1643</sup> 피청구국은 “삼성물산 주식의 거래가격 할인 요소 중 본건 합병 전 (그리고 합병 훨씬 전) 두드러지게 관찰된 것은 주주의 현금흐름과 관련된 권리와 주주의 삼성물산 지배권리 간의 격차”였으며 피청구국의 주장에 따르면 이는 관련 할인을 감소시키지 않았을 것이기 때문에 할인이 해소되지 않았을 것이라고 주장한다.<sup>1644</sup> 또한, 피청구국은 본건 합병의 부결에 따라 할인의 다른 요소들이 완전히 소멸하였거나 총수일가의 사익추구 활동에 기인하는 할인이 소멸하였을 것이라는 증거가 없다고 주장한다.<sup>1645</sup> 마지막으로, 피청구국은 본건 합병에 대한 루머가 나오기 훨씬 전에 삼성물산이 애널리스트들의 목표주가보다 할인하여 거래하였고, 이러한 할인이 본건 합병이 승인된 이후에도 계속되었다는 자신의 주장을 뒷받침하기 위해 Dow 교수와 배기홍 교수가 제시한 실증적 증거를 주목한다.<sup>1646</sup> 피청구국은 본건 합병 발표 후 일주일 만에 메이슨이 매수한

---

<sup>1640</sup> 재판박서면, 제 629-630 항; 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 633:14-20 페이지[Dr. Duarte-Silva 의 반대신문]를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 133 항.

<sup>1641</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 137-138 항.

<sup>1642</sup> 재판박서면, 제 632 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 140 항.

<sup>1643</sup> 재판박서면, 제 633 항.

<sup>1644</sup> 배기홍 보고서[**RER-7**], 제 88-95 항을 인용하는 재판박서면, 제 634 항.

<sup>1645</sup> 재판박서면, 제 635 항.

<sup>1646</sup> Dow 제 2 차 보고서[**RER-6**], 제 142-149 항; 배기홍 보고서[**RER-7**], 제 104-111 항, 부록 H 를 인용하는 재판박서면, 제 636 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 235:11-13 항, 16-19 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

삼성물산 주식이 이미 할인된 가격에 거래되고 있었음을 Dr. Duarte-Silva가 확인하였으며, 이는 본건 합병과 그 성공 가능성이 이미 가격에 반영되었음을 의미한다고 주장한다.<sup>1647</sup>

1016. 또한, 피청구국은 청구인들의 전문가들이 “몇몇 비일관적이고 빈약한 추정에 기하여 SOTP 분석을 하고 있고, 그 추정들은 삼성물산의 독립된 실체로서의 가치평가를 과도하게 부풀리는 역할을 하고 있다”고 주장한다.<sup>1648</sup>

1017. 첫째로, 피청구국은 Dr. Duarte-Silva가 삼성물산의 상장 및 비상장 지분의 추정 가치를 도출하기 위하여 공정시장가치에 대한 최선의 지표로서 삼성물산이 투자한 회사들의 주가에 인용한다고 주장한다. 피청구국은 삼성물산의 주가를 공정시장가치로 보지 않으면서 일부 회사들은 시장가격을 사용하는 “상반되는 주장을 동시에 할 수 없으므로”, “이처럼 초보적이고 선택적인 시장 주가 원용은 메이슨의 SOTP 분석의 기반 자체를 매우 약화시킨다”고 주장한다.<sup>1649</sup>

1018. 둘째로, 피청구국은 Dr. Duarte-Silva가 삼성물산의 비상장 지분을 평가함에 있어 “비교대상을 유사하지 않은 회사들로 선정하였으며, 삼성물산의 무역 및 건설 부문에 산업별 가치평가배수를 각각 적용하지 않았으며, 삼성바이오로직스에 대한 삼성물산의 보유지분을 (당시 애널리스트들의 분석들에 비해) 매우 과대평가하고 있다”고 주장한다.<sup>1650</sup>

1019. 셋째로, 피청구국은 SOTP 분석을 함에 있어서 삼성물산의 자산 가치 평가 합산에서 지주회사 디스카운트 부분을 반영하지 않고 있고, 이는 “다수의 경제학 문헌, 한국 재벌의 기존 시장 경험과도 상치되는 것”이라고 주장한다.<sup>1651</sup>

---

<sup>1647</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022년 3월 4일, 604:23-605:1 항, 608:19-20 페이지[Dr. Duarte-Silva의 반대신문]를 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 110 항.

<sup>1648</sup> 반박서면, 제 523 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1055:7-1058:12 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1649</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 39 항, 제 73 항, 표 3, 7 를 언급하는 반박서면, 제 523(a)항; 재반박서면, 제 640 항.

<sup>1650</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 228-34 항을 언급하는 반박서면, 제 523(b)항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 129-131 항.

<sup>1651</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 235-241 항을 언급하는 반박서면, 제 523(c)항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022년 5월 11일, 1056:23-1058:12 페이지[피청구국의 최후진술].

1020. 넷째로, 피청구국은 “삼성물산의 주가가 메이슨이 주장하는 ‘내재가치’에 다다르고 있었다는 메이슨의 전제는 메이슨 자신이 제시한 증거로 인해 약화된다”면서, 본건 합병의 부결로 인해 삼성그룹을 통합하고자 하는 총수일가의 의지가 해소되거나, 본건 합병의 부결이 “한국 상장 회사들에서 오랫동안 보여지는 지주회사 디스카운트의 제거를 촉발”할 것이라는 근거도 없다고 주장한다.<sup>1652</sup> 또한, 피청구국은 “삼성물산의 핵심 사업에 대한 메이슨의 가치평가는 평균적인 애널리스트들의 가치평가보다 약 60% 높다”면서, 삼성물산의 비상장회사에 대한 청구의 가치평가와 다른 애널리스트들의 가치평가 사이의 일관성에 대한 청구인들의 인용을 배척한다.<sup>1653</sup>

1021. 이러한 맥락에서, 피청구국은 한국의 행위가 없었다면 삼성물산이 자신의 내재가치에 도달하도록 설정되었을 것이라는 청구인들의 주장에 동의하지 않는다.<sup>1654</sup> 피청구국은 청구인들이 원용하는 증거가 실제로 다른 쟁점을 언급하거나, 본건 합병이 부결될 경우 삼성물산의 순자산가치에 대한 시장 디스카운트가 해소될지 여부와 무관하다고 주장한다.<sup>1655</sup>

1022. 피청구국은 Dr. Duarte-Silva가 “메이슨이 보유한 삼성물산 주식의 합병 전 ‘실제 가치’ 평가에 대하여 합병 후 삼성물산에 대한 SOTP 분석으로부터 도출된 대체적 평가방법”을 제공함을 인정한다.<sup>1656</sup> 그러나, 피청구국은 이러한 분석이 “[메이슨의] ‘조건적’ 주장을 너무나도 의존하고 불확실한 것으로 만들어 국제법상 배상이 인정될 수 없게끔 한 것과 동일하게 빈약한 전제에 근거한 것”이라고 주장한다.<sup>1657</sup>

**b) 청구인들은 본건 합병의 승인으로 인해 경제적 손실을 입지 않았다**

1023. 피청구국은 본건 합병이 발표되자 메이슨이 삼성물산 주주들이 본건 합병을 기각하기를 희망하며 삼성물산에 투자하게 된 것이라고 주장한다.<sup>1658</sup> 실제로, 피청구국은 청구인들이

---

<sup>1652</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 140-145 항, 제 172-77 항, 제 179-189 항을 언급하는 반박서면, 제 523(d)항.

<sup>1653</sup> 답변서, 제 347 항을 언급하는 재반박서면, 제 642 항.

<sup>1654</sup> 답변서, 제 347 항을 언급하는 재반박서면, 제 643 항.

<sup>1655</sup> 재반박서면, 제 643 항.

<sup>1656</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 242-247 항을 언급하는 반박서면, 제 525 항.

<sup>1657</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 242-247 항을 언급하는 반박서면, 제 525 항.

<sup>1658</sup> 반박서면, 제 526 항.

삼성물산의 주식을 “본건 합병 발표 이후 취득하였고, 이 때 메이슨은 본건 합병비율(한국법에 따라 결정된)과 삼성물산 및 제일모직 주주들이 본건 합병을 승인할 수 있다는 위험을 인지하고 있었다”고 주장한다.<sup>1659</sup> *Rosinvest v. Russia* 사건 결정을 인용하면서, 피청구국은 청구인들이 이러한 위험을 인수한 것에 대하여 책임이 없으며, 청구인들의 투기에 대한 배상을 지급할 필요가 없다고 주장한다.<sup>1660</sup> 또한, 피청구국은 시장이 회사의 자산을 저평가하였다고 판단한 청구인들이 “‘투자 및 회수에 대하여 가장 낙관적인 평가’를 적용하여 산출한 손해배상액을 받을 수 없다”고 주장하기 위하여서도 *Rosinvest v. Russia* 사건을 지적한다.<sup>1661</sup>

1024. 피청구국은 국민연금의 본건 합병 승인 표결이 삼성물산 주식 가격에 영향을 미치지 않았기 때문에 청구인들이 실제로 경제적 손실을 입지 않았다고 주장한다.<sup>1662</sup> 피청구국에 따르면, 삼성물산 주가는 이미 본건 합병이 승인될 가능성을 예상하고 가격이 책정되었다.<sup>1663</sup> 피청구국은 본건 합병 발표 후 주가가 상승한 것은 “합병 소식에 대한 시장의 긍정적인 반응이 반영된 것”으로서, “본건 합병의 승인이 가능할 것으로 보는 시장의 분위기”를 보여줬다고 주장한다.<sup>1664</sup> 실제로, 피청구국에 따르면, 청구인들이 본건 합병 승인을 계기로 1억 5,000만 달러에 주식을 매도할 수 있었음이 증거로 입증된다.<sup>1665</sup> 이에 따라, 피청구국은 “메이슨은 삼성물산에 투자할 당시 적극적으로 본건 합병의 위험(본건 합병비율의 잠재적 위해를 포함하여)을 추구하고 인수하였다”면서, 이러한 인수 위험으로 인하여 “투자에서 기대했던 수익에 대한 추정치”를 피청구국으로부터 배상 받도록 해서는 안된다고 주장한다.<sup>1666</sup>

---

<sup>1659</sup> 반박서면, 제 529 항.

<sup>1660</sup> *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V079/2005 항, 최종 중재판정, 2010년 9월 12일[**RLA-184**]을 인용하는 반박서면, 제 527 항; 재반박서면, 제 621-624 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 237:3-16 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1661</sup> *RosInvestCo UK Ltd. v. The Russian Federation*, SCC 사건번호 V079/2005, 최종 중재판정, 2010년 9월 12일[**RLA-184**], 제 668-670 항을 인용하는 재반박서면, 제 622 항.

<sup>1662</sup> 반박서면, 제 530 항.

<sup>1663</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 25 항을 언급하는 반박서면, 제 530 항.

<sup>1664</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 68 항, 제 72 항을 언급하는 반박서면, 제 530 항.

<sup>1665</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 226:10-12 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1666</sup> 반박서면, 제 531 항.

**c) 청구인들의 거래 손실은 과장되었다**

1025. 피청구국은 청구인들의 삼성물산 주식에 관한 거래 손실을 산출하기 위한 대체적 방법을 거부한다. 피청구국은 청구인들이 입을 수 있었던 유일한 손실은 국민연금이 이러한 영향력 없이 본건 합병의 가치를 자유롭게 평가할 기회의 상실이며, 청구인들은 이러한 손실을 주장하거나 산정하지 않았다고 주장한다.<sup>1667</sup>
1026. 또한, 피청구국은 중재판정부가 청구인들의 삼성물산 주식 관련 손실을 산정하기 위한 대체적인 방법을 적용할 경우, 해당 주식의 2015년 7월 16일 시장가치와 해당 주식의 2015년 7월 17일 거래종결시 시장가치를 비교하는 것이 정확할 것이라고 주장한다. 피청구국에 따르면, 본건 합병 승인으로 인한 영향은 2015년 7월 17일 장 마감 당시 삼성물산의 주가에 완전히 반영되었다. 피청구국은 청구인들의 삼성물산 지분 현금화에 대하여 설명되지 않은 지연 등, 매도 패턴이 손해와 무관하거나 부당하게 부풀려진 것이라고 주장한다.<sup>1668</sup>

**3. 중재판정부의 분석**

1027. 원칙적으로, 당사자들은 청구인들의 삼성물산 투자에 대한 손해배상이 인정될 경우, 피청구국의 개입이 “없었을 경우” 청구인들의 삼성물산 공정시장가치와 동일한 주식의 해당 개입 이후 공정시장가치를 비교하여 산정되어야 함에 동의한다.<sup>1669</sup> 그러나, 당사자들은 이러한 손해 산정의 적절한 방법론에 대하여 의견이 일치하지 않는다.
1028. 아래에서, 중재판정부는 먼저 가정적 시나리오에서 청구인들의 삼성물산 주식에 대한 SOTP 가치평가에 기초한 청구인들의 주위적 청구를 다룬다(a). 이어서, 피청구국의 본건 합병 표결 개입으로 인해 삼성물산 주식과 관련하여 발생하였다는 거래 손실에 근거한 청구인들의 예비적 청구를 다룬다(b)).

**a) 삼성물산의 SOTP 가치평가에 기초한 청구인들의 주위적 청구**

1029. 청구인들의 주위적 청구는 2015년 7월 17일(즉, 본건 합병에 대한 삼성물산과 제일모직 주주들의 표결일)을 기준으로 피청구국의 조치가 “없었을 경우” 가상의 청구인들의

---

<sup>1667</sup> 피청구국의 손해산정에 대한 의견, 5 페이지.

<sup>1668</sup> 피청구국의 손해산정에 대한 의견, 6-9 페이지.

<sup>1669</sup> 수정청구서면, 제 248 항; 피청구국의 손해산정에 대한 의견, 2 페이지.

삼성물산 공정시장가치와 실제 청구인들의 삼성물산 공정시장가치를 비교하는 청구인들의 전문가 Dr. Duarte-Silva 의 계산을 토대로 한다.

1030. Dr. Duarte-Silva 는 “사업별 가치 합산” 접근법에서 삼성물산이 보유하는 다양한 자산의 가치를 추가함으로써 “조건적” 시나리오에서 청구인들의 삼성물산 주식의 가정적 공정시장가치를 판단하였다.<sup>1670</sup> Dr. Duarte-Silva 는 “표결 전 삼성물산 주가는 제안된 합병비율에 의한 합병이 승인될 가능성의 영향을 받았고”, “삼성물산 주주들로부터 가치를 앗아갈 가능성을 반영하였기 때문”에 본건 합병 표결 전 삼성물산 주가를 사용하여, 위반이 없었을 경우 청구인들의 삼성물산 주식의 공정시장가치를 결정할 수 없다고 주장한다.<sup>1671</sup> Dr. Duarte-Silva 역시 시장 조작 가능성을 언급하였다.<sup>1672</sup> Dr. Duarte-Silva 의 SOTP 분석에 따르면, 삼성물산 시가총액은 2015년 7월 16일 기준 94억 달러, 삼성물산의 SOTP 가치는 같은 날 기준 160억 달러로 공정시장가치에 현저히 미달하게 거래되었다.<sup>1673</sup>

1031. 청구인들의 두 번째 전문가 Wolfenzon 교수는 SOTP 분석이 삼성물산을 평가하기 위한 적절한 방법론이라는 Dr. Duarte-Silva 의 의견에 공감하였고, 삼성물산의 가치평가에 프리미엄이나 할인과 같은 추가 조정을 적용할 필요가 없다고 주장하였다.<sup>1674</sup> 또한 Wolfenzon 교수는 삼성물산의 시가총액과 SOTP 가치의 괴리가 본건 합병비율이 낮기 때문일 가능성이 있다고 주장하였다.<sup>1675</sup>

1032. 피청구국의 전문가 Dow 교수는 삼성물산의 2015년 7월 17일 주가가 공정시장가치에 대한 신뢰할 만한 지표가 아니었다는 Dr. Duarte-Silva 와 Wolfenzon 교수의 의견에 동의하지 않는다. Dow 교수에 따르면, 제일모직, 삼성물산 및 삼성전자는 모든 해당 시기에 모두 효율 시장에서 거래되었다. Dow 교수는 Dr. Duarte-Silva 가 수행한 SOTP

---

<sup>1670</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 27 항.

<sup>1671</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 46-50 항.

<sup>1672</sup> Dr. Tiago Duarte-Silva 제 2 차 전문가보고서, 2021년 4월 23일(이하 “Duarte-Silva 제 2 차 보고서”)[CER-6], 제 136-140 항.

<sup>1673</sup> Duarte-Silva 제 2 차 보고서[CER-6], 제 68 항.

<sup>1674</sup> Wolfenzon 제 1 차 보고서[CER-5], 제 18 항, 제 54-66 항; Wolfenzon 제 2 차 보고서[CER-7], 제 5-49 항.

<sup>1675</sup> Wolfenzon 제 1 차 보고서[CER-5], 제 21 항, 제 37-53 항; Wolfenzon 제 2 차 보고서[CER-7], 제 50-57 항.

분석에서 지주회사 디스카운트를 적용하지 못했다고 비판하였다. Dow 교수는 본건 합병이 부결되었더라도 삼성물산은 계속 할인 거래되었을 것이라고 주장하였다.<sup>1676</sup>

1033. 피청구국의 두 번째 전문가인 배기홍 교수는 삼성물산의 주가와 SOTP 가치의 괴리는 상장 계열사 지분 보유와 기업지배구조 우려로 인한 것이며, 이들 모두 본건 합병이 부결되었더라도 소멸되지 않았을 것이라고 주장하였다. 그는 할인이 본건 합병의 가치 이전 우려에 기인한다는 Dr. Duarte-Silva의 가정과 지주회사 디스카운트는 삼성물산에 적용되지 않는다는 Wolfenzon 교수의 의견에 동의하지 않았다.<sup>1677</sup>

1034. 중재판정부는 주가와 SOTP 분석이 모두 삼성물산과 같은 회사의 평가에 적절한 방법이라고 판단한다. 하나의 평가방법의 결과를 다른 평가방법으로 검증하는 것도 일반적이다. 따라서, 중재판정부는 향후 분석에서 두 가지 방법론을 모두 고려할 것이다.

1035. 중재판정부는 삼성물산의 SOTP 가치가 본건 합병이 승인되기 전날의 시가총액보다 실제로 70%만큼 높았는지 여부가 의심스러운 반면, 중재판부는 삼성물산이 실제로 SOTP 가치에 할인되어 거래되었다고 추가적인 분석을 인정한다.

1036. 이러한 할인이 피청구국의 FTA 위반으로 인해 발생한 것이 아님은 다툼이 없다. Dr. Duarte-Silva의 자체 계산 결과는 할인이 본건 합병 발표로부터 훨씬 전부터, 심지어 제일모직 IPO 당시에도 존재하였음을 보여준다.<sup>1678</sup>

1037. 청구인들의 손해 계산은 본건 합병이 국민연금의 표결로 부결되는 가정적 시나리오에서 모든 할인이 사라지고 SOTP 가치가 실현될 것이라는 가정을 전제로 한다. 청구인들에 따르면, “국민연금이 그 의무에 따라 합병에 반대하였다면 ..., 메이슨이 소유한 삼성물산 주식의 내재가치에 대한 주식 시장의 저평가는 계속되지 않았을 것이며, 메이슨은 자신의 투자 전략에 따라 삼성물산과 삼성전자에 대한 자신의 투자를 유지하였을 것이다.”<sup>1679</sup>

---

<sup>1676</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 23-26 항; Dow 제 2 차 보고서[**RER-6**], 제 9-46 항.

<sup>1677</sup> 배기홍 보고서[**RER-7**], 제 13-23 항.

<sup>1678</sup> Duarte-Silva 제 2 차 보고서[**CER-6**], 그림 4; 삼성물산과 제일모직의 프리미엄[**CRA-196**].

<sup>1679</sup> 수정청구서면, 제 243 항.

1038. Dr. Duarte-Silva 역시 심리의 반대신문에서 자신의 손해 계산이 이러한 가정을 전제로 하였음을 확인하였다.<sup>1680</sup>

Q. 그리고 귀하의 입장은 본건 합병이 부결되었다라면 이러한 할인이 전부 소멸되었다는 것이 맞나요?

A. 본건 합병이 부결되었다면, 가치 이전의 위협이 소멸될 것이므로, 그 가격은 사업별 가치 합산 또는 내재가치까지 상승할 것입니다.

Q. 전체 할인이 소멸되었을 것이라는 말이 맞나요?

A. 네, 제 말이 그 말입니다.

1039. 중재판정부가 보기에, 피청구국의 위반이 없었다면 할인이 사라지고 삼성물산의 주가가 SOTP 가치까지 상승하였을 것이라는 주장과 관련하여 상당한 정도의 개연성이 입증되지 않았다. 이는 다음과 같은 이유에서 비롯된 것이다.

1040. 중재판정부는 본건 합병 표결 전에 삼성물산의 거래가 이루어지던 할인이 본건 합병에만 귀속되고, 본건 합병이 승인되거나 그 가치가 삼성물산 주주들로부터 추출될 것이라는 시장 참여자들 측의 기대에만 귀속될 수 있다고 생각하지 않는다.

1041. 앞서 언급한 바와 같이, Dr. Duarte-Silva의 자체 계산 결과는 삼성물산 할인이 본건 합병 발표가 있기 훨씬 전부터, 심지어 2014년 12월 18일 제일모직 IPO 이전에도 존재하였다. 앞서 언급한 바와 같이, 2014년 9월에 제일모직과 삼성물산의 합병을 예측한 언론보도가 있었다.<sup>1681</sup> 그러나 중재판정부는 시장 참여자들이 2014년 1분기에 이미 본건 합병을 예상하였을 가능성은 낮다고 판단한다. 그러나 2014년 1분기에 발표된 배기홍 교수의 분석 보고서 연구는 당시에 이미 삼성물산이 목표주가 대비 할인된 가격으로 거래되고 있다고 애널리스트들이 분석하고 있었고, SOTP 가치평가를 이용한 해당 애널리스트들의 평균 할인율은 25%이었음을 보여준다.<sup>1682</sup> 이러한 애널리스트 보고서들은 삼성물산과 제일모직의 합병 가능성을 언급하지 않았다.

---

<sup>1680</sup> 본안 심리 속기록, 4일차, 2022년 3월 4일, 622:6-15 페이지[Dr. Duarte-Silva의 반대신문].

<sup>1681</sup> 예컨대, “[삼성물산, 어디로] 이재용의 ‘건설’”, 비즈니스위치, 2014년 9월 5일[R-80]; “삼성의 ‘사업재편 열차’, 종착역은?” 머니 S, 2014년 9월 16일[R-82].

<sup>1682</sup> 배기홍 보고서[RER-7], 제 110항, 부록 H 그림 10, 패널 B.



1042. 또한 중재판정부는 본건 합병 발표 직전 월의 주가조작에 할인이 귀속될 수 있다고 생각하지 않는다. Dow 교수가 보여준 바와 같이, 청구인들이 언급한 주가조작 혐의 사례들은 주가에 작은 영향을 미쳤을 뿐이다.<sup>1683</sup>
1043. 주식이 할인 거래될 수 있는 이유는 많다.<sup>1684</sup> 삼성물산의 SOTP 가치에 대한 할인에 대한 또 다른 원인은 지주회사 디스카운트, 삼성 그룹의 복잡한 구조, 기업지배구조 문제(본건 합병의 부결로 해결되지 않았을 것) 및 조세 부채를 포함한다. 한국 대기업들이 디스카운트로 거래하는 것이 일반적이라는 점(그리고 “불가피한 현실”)을 고려할 때,<sup>1685</sup> 중재판정부는 할인이 오직 본건 합병이 삼성물산 주주들에게 불리한 조건으로 승인되고 이를 통하여 가치를 추출할 위험만으로 기인된 것이라고 단정할 수 없다.
1044. 청구인들 측 증인과 전문가 사이에서도 삼성물산의 저평가 이유에 대해 서로 다른 입장을 내놓았다. Dr. Duarte-Silva 는 할인이 가치 이전의 위협에 기인한다고 밝혔다.<sup>1686</sup> Mr. Garschina 는 삼성물산과 삼성전자가 삼성 그룹의 부실한 기업지배구조로 인해 저평가되었다고 보았다.<sup>1687</sup>
1045. 또한, 가정적 시나리오에서 할인이 사라지고 삼성물산의 주가가 SOTP 가치로 상승했을 것이라고 단정할 증거가 부족하다.
1046. *첫째로*, 만약 Mr. Garschina 가 주장하는 것처럼 본건 합병이 실제로 “진정으로 한국에서 의미 있는 변화가 진행 중이었는지를 평가할 리트머스 시험지”가 되었다면,<sup>1688</sup> 본건 합병의 부결만으로는 삼성물산의 내재가치를 실현하기에 충분하지 않았을 것이다.

---

<sup>1683</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 133-138 항.

<sup>1684</sup> 본안 심리 속기록, 5 일차, 2022 년 3 월 25 일, 873:1-10 페이지[Wolfenzon 교수의 반대신문].

<sup>1685</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**] 제 190-193 항, 제 211-213 항; Dow 제 2 차 보고서[**RER-6**], 제 14 항, 제 26-31 항, 제 135 항, 제 150-155 항; 배기홍 보고서[**RER-7**], 제 112-118 항; 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 691:11-692:22 페이지[Dow 교수 프레젠테이션].

<sup>1686</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 622:6-15 페이지[Dr. Duarte-Silva 의 반대신문]; Duarte-Silva 제 1 차 보고서[**CER-4**], 제 46 항.

<sup>1687</sup> Kenneth Garschina 제 3 차 증인진술서, 2020 년 6 월 9 일[**CWS-5**], 제 17 항; Kenneth Garschina 제 4 차 증인진술서, 2021 년 4 월 21 일[**CWS-7**], 제 8-10 항; 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 331:2-24 페이지[Mr. Garschina 의 반대신문].

<sup>1688</sup> Kenneth Garschina 제 4 차 증인진술서, 2021 년 4 월 21 일[**CWS-7**], 제 9 항.

1047. 둘째로, 다수의 애널리스트 보고서에 대한 배기홍 교수의 연구 결과에서 나타난 바와 같이, 합병회사가 본건 합병 이후 계속하여 할인 거래되었다는 사실은 본건 합병의 부결로 인하여 어떠한 할인도 제거되지 않았을 것임을 보여준다. 배기홍 교수가 설명한 바와 같이, 본건 합병 전 삼성물산의 할인과 제일모직의 프리미엄이 전적으로 가치 이전의 예상으로 인한 것이라면, 합병법인은 할인이나 프리미엄 없이 거래해야 한다. 그러나 배기홍 교수가 검토한 2015년 10월과 12월 사이에 발표된 애널리스트 보고서들은 SOTP 가치평가에 대한 애널리스트들의 상당한 할인을 보여주며, 평균 디스카운트는 30%이다.<sup>1689</sup>
1048. 합병법인에 대한 할인의 지속성도 다른 재벌들 사이에서 관찰되었다.<sup>1690</sup>
1049. 셋째로, 본건 합병 표결 이후 삼성물산 주가가 하락하였다는 사실은 본건 합병이 부결될 경우 주가가 SOTP 가치로 상승하였을 것이라는 점을 나타내지 않는다. 실제로, 불리한 본건 합병비율이 포함된 본건 합병 발표에 대한 주식시장의 초기 반응은 긍정적이었다.<sup>1691</sup>
1050. 설령 삼성물산의 주가가 “조건적” 시나리오에서 상승했을 가능성이 있다고 인정하더라도, 도달할 가격에 대한 예측은 신뢰할 수 있는 근거가 없다. 중재판정부가 보기에, 국민연금 직원들을 포함한 가정적 시나리오에서 주가의 궤적에 관한 애널리스트들의 의견은<sup>1692</sup> 손실 산정의 신뢰할 수 있는 근거가 아니다. 중재판정부는 가정적 시나리오에서 일정 비율의 주가 상승을 가정하는 것이 순수한 추측이라고 판단한다.
1051. 이러한 이유로, 중재판정부는 피청구국의 협정 위반이 “없었더라면” 청구인들의 삼성물산 주식의 가정적 공정시장가치가 Dr. Duarte-Silva 가 산정한 SOTP 가치라고 생각하지 않는다. 따라서, 중재판정부는 삼성물산 주식의 SOTP 평가에 기초한 청구인들의 주위적 청구에는 근거가 없다고 판단한다.

---

<sup>1689</sup> 배기홍 보고서[RER-7], 제 106-108 항, 부록 H 그림 10, 패널 A.

<sup>1690</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4] 제 190-193 항, 제 211-213 항; Dow 제 2 차 보고서[RER-6], 제 150-155 항.

<sup>1691</sup> 삼성전자과 삼성물산의 Bloomberg 주가[DOW-WP1], “주가” 탭.

<sup>1692</sup> █████ 증인신문 녹취서 2017 고합 34/2017 고합 183(서울중앙지방법원, 2017년 5월 8일)[C-174], 15-16 페이지.

b) 거래 손실에 대한 청구인들의 예비적 청구

1052. 수정청구서면에서, 청구인들은 4,720 만 달러 상당의 거래 손실에 대한 예비적 청구를 제기하였다.<sup>1693</sup> Dr. Duarte-Silva 는 청구인들이 삼성물산 주식을 매수하면서 지급한 총 가격에서 메이슨이 그 주식을 매도하면서 받은 금액을 차감하여 이러한 거래 손실을 계산하였다.<sup>1694</sup> 2023 년 10 월 10 일자 서한에서, 중재판정부는 본건 합병 결의 전일의 주가와 청구인들의 매각 수익을 참조하여 청구인들의 손실을 계산하는 대체적 방법에 대한 당사자들의 의견을 요청하였다.
1053. 중재판정부가 보기에, 이러한 방법론은 피청구국의 위반으로 인한 손실을 보다 정확하게 판단한다. SOTP 가치에 대한 디스카운트가 본건 합병에 의한 가치 추출의 위협에 기인하거나 본건 합병의 부결 이후 소멸될 가능성이 없다는 중재판정부의 상기 판단에 비추어 볼 때, 2015 년 7 월 16 일의 주가는 본건 합병 표결 전 삼성물산의 공정시장가치의 보다 정확한 기준이다.
1054. 중재판정부는 청구인들이 삼성물산 주식에 대하여 실제로 지급한 가격이 본건 합병 표결 전의 삼성물산의 공정시장가치에 대하여 더 부정확한 지표로 보고 있다. 청구인들은 2015 년 4 월 중순부터 삼성물산 주식을 매수하기 시작하였고, 2015 년 6 월 초에 더 많은 수량을 매수하였으며, 마지막 매수 주문은 2015 년 6 월 9 일에 이루어졌다.<sup>1695</sup> 해당 기간 동안, 청구인들은 삼성물산 주식에 대하여 2015 년 7 월 16 일의 주식 가치보다 높은 가격을 지급하였다. 이러한 주가 변동은 피청구국의 부당행위로 인하여 발생한 것이 아니므로 청구인들의 회복 가능한 손실의 일부를 구성하지 아니한다.
1055. 2015 년 7 월 16 일 주가는 국민연금이 의결권 행사에 부당한 영향을 주지 않고 본건 합병이 공평한 경쟁의 장에서 승인 또는 부결될 가능성에 대한 시장의 기대를 반영하였다. 국민연금의 의사결정에 대한 피청구국의 부당한 개입이 그 당시에 이미 알려져 있었다는

---

<sup>1693</sup> 수정청구서면, 제 253 항.

<sup>1694</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 86-89 항.

<sup>1695</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련)[C-32]; 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 51-53 항 참조.

증거는 없다. 2015년 7월 10일 투자위원회 회의 결과가 같은 날 언론에 유출되었지만,<sup>1696</sup> 이들 보고서에는 한국 정부의 국정농단에 대해서는 언급하지 않았다. 2015년 7월 10일부터 16일 사이에 삼성물산 주가가 상승하였다는 사실<sup>1697</sup>은 시장이 이러한 부정행위를 인식하거나 예상하지 못하였음을 보여주는 정황이 될 수 있다.

1056. 본건 합병이 부결되었다라면 주가가 어떻게 진행 되었을지에 대한 신뢰할 수 있는 증거에 기초한 예측이 없는 경우, 중재판정부는 2015년 7월 16일의 주가가 가정적 시나리오에서 삼성물산의 공정시장가치에 대하여 가능한 최선의 추정치라고 판단한다. 중재판정부는 본건 합병이 부결되는 경우 삼성물산의 주가 상승을 일부 평론가들이 예측하였음을 알고 있으나, 중재판부는 이러한 가정적인 이득을 계량화할 수 있는 위치에 있지 않다. 앞서 언급한 바와 같이, 주가가 SOTP 가치평가 수준까지 상승하였을 것이라고 단정할 증거가 부족하며, 중재판정부가 주가 상승률을 더 낮게 가정하는 것은 단순한 추측일 것이다.

1057. 청구인들 측 중개인인 골드만삭스에 따르면, 청구인들은 2015년 7월 17일 당시 삼성물산 주식 3,046,915 주를 보유하였다.<sup>1698</sup> 청구인들의 거래 기록에 따르면, 청구인들은 2015년 7월 16일 당시 삼성물산 주식 3,047,115 주를 보유하였으나, 2015년 7월 16일 내지 17일에는 거래를 하지 않았다.<sup>1699</sup> Dr. Duarte-Silva 제 1차 전문가보고서에 따르면, 2015년 7월 17일에 청구인들이 보유한 삼성물산 주식의 수는 3,047,120 주이다.<sup>1700</sup> 2015년 7월 16일 또는 17일의 거래에 귀속되지 않는 숫자 사이에 작은 차이는 있다.

1058. 2023년 11월 30일자 이메일에서, 청구인들은 2015년 7월 16일 청구인들이 보유한 주식 3,046,915 주를 기준으로 중재판정부가 2023년 10월 10일자 서한에서 수행한 계산이 옳다고 확인하였다. 따라서 중재판정부는 청구인들이 2015년 7월 16일에 청구인들이

---

<sup>1696</sup> ██████, 연기금이 삼성 합병에 대하여 결정하다, 코리아헤럴드, 2015년 7월 10일[C-85]; ██████, 국민연금이 삼성 합병에 대하여 결정하다, 코리아 타임즈, 2015년 7월 10일[C-86]; 재반박서면, 제 160(b)항 참조.

<sup>1697</sup> 삼성전자과 삼성물산의 Bloomberg 주가[DOW-WP1], “주가” 탭.

<sup>1698</sup> 2018년 9월 10일자 골드만삭스 Brokerage 서한[C-29].

<sup>1699</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련)[C-32].

<sup>1700</sup> Duarte-Silva 제 1차 보고서[CER-4], 주식 11. 205 주의 불일치는 Dr. Duarte-Silva 가 글로벌 증권예약증서인 다른 삼성회사 증권의 추가 주식을 고려하였기 때문일 가능성이 있다; 비교: Goldman Sachs 의 주식중개 기록[CRA-170]. 3,047,120 주의 숫자는 Dow 교수의 제 1차 전문가보고서에서도 사용됨, 비교: [DOW-WP1], 탭 “표 1”.

제안한 주식의 최소 수치면서 골드만삭스의 중개 서한에 의해 확인되는 3,046,915 주의 삼성물산 주식을 보유하고 있음을 근거로 진행한다.<sup>1701</sup> 또한 중재판정부는 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정에서 이러한 숫자의 주식을 언급하였다.<sup>1702</sup>

1059. 2015년 7월 16일 삼성물산 주가는 69,300 원이다.<sup>1703</sup> 따라서, 2015년 7월 16일 청구인들의 삼성물산 지분의 시장가치는 211,151,209,500.00 원이다.

1060. 2015년 7월 17일 장 마감 시 삼성물산 주가는 62,100 원으로 10.4% 하락했다.<sup>1704</sup> Dow 교수에 따르면, 이러한 하락은 일반적인 시장 상황으로 거의 설명할 수 없다.<sup>1705</sup> 오히려, 이는 본건 합병 승인에 대한 시장의 반응에 기인한다.

1061. 청구인들은 2015년 7월 24일부터 2015년 8월 12일까지 자신의 삼성물산 주식을 여러 차례에 걸쳐서 매도하였다.<sup>1706</sup> 2015년 7월 24일 삼성물산 주가는 58,000 원이었다. 2015년 8월 12일에는 49,700 원이었다.<sup>1707</sup> 청구인들의 삼성물산 주식 3,046,915 주의 매각 대금은 173,513,968,295.27 원이다.<sup>1708</sup> 따라서 2015년 7월 16일 청구인들의 삼성물산 주식 가치와 그 매각 수익의 차액은 37,637,241,204.73 원이다.

1062. 청구인들이 매도한 주가가 2015년 7월 17일 장 마감 당시 삼성물산의 주가보다 낮았지만, 중재판정부는 청구인들의 실제 매각 수익이 실제 시나리오에서 삼성물산 주식의 공정시장가치를 결정하는 데 사용되는 것이 적절하다고 판단한다. 이는 여러가지 이유가 있다. 첫째, 중재판정부는 다음 날 삼성물산 주가의 추가 하락도 본건 합병 승인에 기인할 가능성이 충분히 있다고 판단한다. 둘째, 중재판정부는 청구인들이 본건 합병 표결에 따라 자신들의 지분 전부를 매각할 것을 기대할 수 없다고 판단한다. 이러한 지분 전체를 현금화하고 투자를 포기하는 결정에는 고려와 준비가 필요하다. 또한, 대규모

---

<sup>1701</sup> 2018년 9월 10일자 골드만삭스 Brokerage 서한[C-29].

<sup>1702</sup> 피청구국의 본안전 이의제기에 대한 결정, 제 55 항.

<sup>1703</sup> 삼성전자과 삼성물산의 Bloomberg 주가[DOW-WP1], “주가” 탭.

<sup>1704</sup> 삼성전자과 삼성물산의 Bloomberg 주가[DOW-WP1], “주가” 탭.

<sup>1705</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 120-122 항, 그림 16.

<sup>1706</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련)[C-32].

<sup>1707</sup> 삼성전자과 삼성물산의 Bloomberg 주가[DOW-WP1], “주가” 탭.

<sup>1708</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련)[C-32].

지분을 여러 날에 걸쳐서 분할 매도하는 것은 드물지 않다. 청구인들은 14 영업일 이내에 자신의 지분을 매각하였으며, 중재판정부는 이것이 불합리한 기간이라고 생각하지 않는다.

1063. 따라서 중재판정부는 피청구국의 FTA 위반으로 인해 청구인들이 삼성물산 주식과 관련하여 37,637,241,204.73 원 상당의 손해를 입었다고 판단한다.

#### D. 청구인들의 삼성전자 투자에 대한 손해

##### 1. 청구인들의 입장

1064. 청구인들은 본건 합병을 지원한 피청구국의 개입으로 “메이슨은 본건 합병 투표 직후 삼성전자의 모든 지분을 청산하게 되었다”고 주장한다.<sup>1709</sup> 청구인들에 따르면, 피청구국이 본건 합병에 개입하지 않았더라면, “메이슨은 이들 주식의 주식 시장 가격이 삼성전자의 내재적 공정 시장 가치에 대한 메이슨의 평가를 반영할 때까지 삼성전자 주식을 계속 보유하였을 것이다”.<sup>1710</sup>

1065. 청구인들은 피청구국의 개입이 없었다면 청구인들이 삼성전자 주식을 총 1억 2,940만 달러에 매도하였을 것이라고 주장한다.<sup>1711</sup> 그러나 피청구국의 개입으로 인해, 청구인들은 본건 합병 직후 삼성전자 주식을 8,440만 달러에 매도하였다고 주장한다.<sup>1712</sup> 그 결과, 청구인들은 피청구국의 행위가 “없었더라면” 매도가 이루어질 날의 실제 매각 수익을 조정 한 후, 피청구국의 행위로 인해 4,420만 달러의 손실을 입었다고 주장한다.<sup>1713</sup>

1066. 또한 청구인들은 피청구국과 Dow 교수가 청구인들의 삼성전자 투자 손실 평가를 감액시킬 어떠한 비판도 제시하지 못하였다고 주장한다.<sup>1714</sup> 첫째로, 청구인들은 청자신들의 목표주가 모델이 “독립적인 애널리스트들의 의견과 상당히 유사”하여 흠결이 있거나 지나치게 낙관적이지 않았다고 주장한다.<sup>1715</sup> 설령 이러한 모델에 흠결이 있었다고

---

<sup>1709</sup> 수정청구서면, 제 254 항.

<sup>1710</sup> Garschina 제 2 차 진술서[CWS-3], 제 7-15 항을 언급하는 수정청구서면, 제 255 항.

<sup>1711</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 94-100 항을 인용하는 수정청구서면, 제 256 항.

<sup>1712</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 94-100 항을 인용하는 수정청구서면, 제 256 항.

<sup>1713</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 3 항, 제 104 항을 언급하는 수정청구서면, 제 256 항.

<sup>1714</sup> 답변서, 제 355 항.

<sup>1715</sup> 답변서, 제 358 항.

하더라도, 청구인들은 피청구국의 위반이 없었다면 청구인들이 자신들의 주식을 목표주가로 매도하였을 것이라는 점에서, 목표주가의 합리성이 “메이슨의 손해액 산정에 있어 관련이 없다”고 주장한다.<sup>1716</sup>

1067. 또한, 청구인들은 본건 합병이 삼성전자 주식의 가치에 영향을 미치지 않았고, 청구인들이 자신들의 투자 논거를 포기하였기 때문에 청구인들이 손해를 입지 않았다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>1717</sup> 오히려, 청구인들은 삼성전자의 주가가 본건 합병 표결에 의해 직접적으로 영향을 받았고, 본건 합병에 대한 피청구국의 개입이 청구인들의 삼성전자 투자에 직접적으로 영향을 주어서, 조기에 주식을 처분하도록 만들었다고 주장한다.<sup>1718</sup> 청구인들은 한국의 개입이 없었다면 메이슨이 자신의 삼성전자 주식을 (청구인들에 따르면 피청구국은 부적절한 매도일임을 입증하지 못한) 2017년 1월 11일에 내재가치에 도달할 때까지 보유하였을 것이라는 Mr. Garschina의 증언을 피청구국이 반박하지 못하였다고 주장한다.<sup>1719</sup>

1068. 청구인들은 중재판정부가 청구인들의 삼성전자 주식에 관한 계산을 배척하는 경우, 청구인들에게 삼성물산 주식과 동일한 방법을 적용하여 청구인들의 삼성전자 주식 관련 거래 손실을 판정해야 한다고 주장한다. 청구인들은 이러한 방법론을 적용하면 삼성전자 주식과 관련된 거래 손실은 5,541,417.40 달러에 달한다고 주장한다.<sup>1720</sup>

## 2. 피청구국의 입장

### a) 청구인들의“목표주가” 청구

1069. 우선, 피청구국은 청구인들의 삼성전자 투자에 관한 청구가 본건 합병 표결의 결과에 대한 자신의 반응, 즉 한국의 행위가 알려지지 않은 2015년 여름에 삼성전자 주식을 현금화하기로 결정한 것으로 인한 것이라고 주장한다.<sup>1721</sup> 따라서, 피청구국이 보기에,

---

<sup>1716</sup> 답변서, 제 359 항.

<sup>1717</sup> 답변서, 제 360 항.

<sup>1718</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 190 항; 답변서, 제 360 항.

<sup>1719</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 193 항.

<sup>1720</sup> 청구인들의 손해산정에 대한 의견, 3 페이지.

<sup>1721</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 240:7-11 페이지[피청구국의 모두진술].

한국의 강제가 없는 상태에서 청구인들이 스스로 주식 매도를 결정한 것은 법적 인과관계를 단절시키고 청구에 대한 분석을 종료시킨다.<sup>1722</sup>

1070. 청구인들의 주장의 내용을 다루면서, 피청구국은 먼저 “삼성전자 주식의 가격이 메이슨의 ‘목표주가’에 도달할 때까지 메이슨이 이를 매각하지 않았더라면 취득하였을 가정적인 수익”을 확정함으로써 청구인들이 자신들의 삼성전자 주식 청구에 대하여 4,420 만 달러의 수치에 도출한다는 점을 지적한다.<sup>1723</sup> 피청구국에 따르면, 삼성전자의 주식에 대한 이러한 “목표주가”는 청구인들의 삼성전자 “내재가치”에 대한 주관적인 평가로부터 도출된다.<sup>1724</sup> 피청구국은 청구인들의 분석에 따라, 삼성전자의 시가총액이 “내재가치”를 충족할 때까지 삼성전자 주식의 시가총액이 상승하려면, 청구인들이 삼성전자 주식을 매도한 날로부터 거의 1년 반 후까지 기다려야 했을 것이라고 주장한다.<sup>1725</sup> 피청구국에 따르면, 삼성전자 주식의 가치가 결과적으로 협정 위반으로부터 약 16개월 후 청구인들의 가격 목표를 충족하였다는 사실은 “메이슨이 주장하는 손해는 여전히 주관적이고 추측에 기반한 가치평가 시도의 결과에 불과하므로” “메이슨이 주장하는 손해가 객관적으로 정당하다는 점을 사후에 확인시켜주는 것이라고 볼 수 없다”.<sup>1726</sup>

1071. 피청구국은 청구인들이 본건 합병 당시 삼성전자의 공정시장가치가 그 시장 가격이 아니었다는 증거가 없기 때문에, 청구인들이 삼성물산과 관련하여 한 것처럼 메이슨의 삼성전자에 관한 손실을 계산하기 위해 동일한 방법론을 채택하지 않을 것을 선택하였다고 주장한다.<sup>1727</sup>

1072. 또한, 피청구국은 청구인들의 내재가치 분석에 “근거 없는 추측과 모순”이 포함되어 있고, 청구인들이 이를 대신하여 “종목 검토”를 수행해야 한다고 주장한다.<sup>1728</sup> 피청구국은 주식의 시장 가격이 투자자의 “목표주가”를 반영하지 못하는 많은 이유가 있으며, 이러한

---

<sup>1722</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 240:24-241:4 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1723</sup> 반박서면, 제 532 항.

<sup>1724</sup> 반박서면, 제 535 항, Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 68 항, 제 72 항.

<sup>1725</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[**CER-4**], 제 99-100 항; Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 199-202 항을 언급하는 반박서면, 제 535 항.

<sup>1726</sup> 반박서면, 제 539 항.

<sup>1727</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 110 항, 제 111 항, 제 113-114 항. 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022년 3월 21일, 241:15-21 페이지[피청구국의 모두진술] 참조.

<sup>1728</sup> 반박서면, 제 536 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 109-112 항.



접근법의 사용에 대한 불확실성은 “당시 증권 애널리스트들이 제시한 ‘목표주가’의 범위”에 의해 재확인된다고 주장한다.<sup>1729</sup> Dow 교수의 의견을 인용하면서, 피청구국은 청구인들의 삼성전자 모델에 (i) 일반 가치 배수를 적용하는 대신, 삼성전자의 핵심 사업의 가치를 평가하기 위하여 미래 가격 대비 수익 배수를 적용하고, (ii) “메이슨은 삼성전자의 각종 사업부문을 비교할 비교대상 회사를 선택함에 있어 일관되지 않는 방법”을 사용하며 “한국의 지정학적 위험 및 한국 사업 환경을 감안한 유명한 코리아 디스카운트”를 고려하지 않아, “삼성전자의 ‘내재가치’를 정당한 이유 없이 과대평가”한다고 주장한다.<sup>1730</sup> 또한, 피청구국은 삼성전자에 대한 청구인들의 목표주가가 다른 애널리스트들의 목표주가에서 벗어나는 부분에 대하여 청구인들의 인용을 배척하고 있는데, 이는 삼성전자의 내재가치의 과대평가를 야기하는 중대한 오류에 영향을 미치지 않기 때문이다.<sup>1731</sup>

1073. 피청구국은 메이슨의 삼성전자의 투자 논거가 “삼성전자의 내재가치 평가에 전제되는 추정들의 불확실성을 보여주고 있다”면서, 새로운 법률의 제정, 비금융 계열사와 금융 계열사 간의 추가 규제와 심지어 한국 정부의 변경까지 인용하지만, “이러한 각각의 사건들이 실현되기까지는 상당한 불확실성이 존재한다”고 주장한다.<sup>1732</sup> 피청구국은 본건 합병의 부결이 삼성 그룹의 규제 변화를 가속화하고 지배구조 변화를 자극하여, 그 과정에서 삼성전자의 내재가치를 증가시켰을 것이라는 주장의 근거를 청구인들이 제시하지 않는다고 주장한다.<sup>1733</sup> 피청구국에 따르면, 이와 관련된 청구인들의 입장은 2014년 11월 두 삼성 그룹 계열사 간의 본건 합병 제안의 부결이 “두 회사는 모두 주주 가치에 상당한 손해를 입었고, 그 외 여러 삼성그룹 계열사들도 상당한 손해를 입었다”는 사실에 의존한다.<sup>1734</sup>

1074. 또한, 피청구국은 위반이 없었다면 청구인들의 주식을 목표주가로 매도하였을 것인지 여부와 청구인들의 목표주가의 합리성이 무관하다는 청구인들의 주장에 이의를

---

<sup>1729</sup> 반박서면, 제 536 항; 재반박서면, 제 647 항.

<sup>1730</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 175-177 항, 제 232(b)항, 제 233 항을 언급하는 반박서면, 제 537 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 110 항.

<sup>1731</sup> 재반박서면, 제 649 항.

<sup>1732</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 81 항을 언급하는 반박서면, 제 538 항.

<sup>1733</sup> 반박서면, 제 539 항.

<sup>1734</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 185-88 항, 표 6 을 언급하는 반박서면, 제 538 항.

제기한다.<sup>1735</sup> 피청구국은 청구인들이 목표주가를 선택할 수 있으므로, 청구인들의 삼성전자 모델의 합리성이 “메이슨의 삼성전자 주식 청구에 관하여 유일하게 객관적인 접점”이라고 주장하며, 한국의 행위로 인해 청구인들이 “희망했던 이익”을 포기하였다고 주장한다.<sup>1736</sup> 또한, 피청구국은 청구인들의 삼성전자에 대한 목표주가가 결국 충족되었다는 사실이 청구인들의 17 개월 전 삼성전자의 내재가치 추정을 입증하지 않는다고 주장한다.<sup>1737</sup> 피청구국은 메이슨이 당초 의도한 대로 삼성전자 주식을 보유할 수 있었을 가능성이 매우 불확실하였고, 메이슨이 목표주가에 도달할 때까지 삼성전자 주식을 보유할 의도였다는 개념은 Mr. Garshina 의 진술에 전적으로 비합리적으로 기초하고 있으며, 이에 대해 피청구국이 의문을 제기한다고 주장한다.<sup>1738</sup>

**b) 청구인들은 자신의 지분 가치에 대한 중대한 가치 하락을 입증하지 않았다**

1075. 피청구국은 삼성전자의 주가가 본건 합병에 직접적으로 영향을 받지 않았음을 입증하였고, 청구인들은 본건 합병이 삼성전자 주가 또는 그 내재가치에 어떠한 영향을 미쳤음을 입증하지 않았다고 주장한다.<sup>1739</sup> 본건 합병 투표일에 삼성물산 및 제일모직의 주가는 하락한 반면, 삼성전자의 주가는 소폭 증가하였는데, 이는 삼성전자의 시장 가치, 해외 투자자 기반 및 언론의 광범위한 보도와 상대적으로 다른 삼성 그룹 회사의 지분을 많이 보유하고 있지 않은 점에 비추어 볼 때 놀라운 사실이 아니며, 삼성전자는 “훨씬 작은 두 계열사의 합병 결과에 영향을 받지 않았다”고 주장한다.<sup>1740</sup> 피청구국은 비슷한 이유로, 본건 합병이 “삼성전자의 ‘내재가치’ 또는 순자산가치에 영향을 주지 않는다”고 주장한다.<sup>1741</sup>

---

<sup>1735</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1058:13-1060:19 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1736</sup> 재반박서면, 제 650 항.

<sup>1737</sup> 재반박서면, 제 651 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 145-148 항.

<sup>1738</sup> 본안 심리 속기록, 2 일차, 2022 년 3 월 22 일, 346:13-21 페이지[Mr. Garschina 의 반대신문]를 언급하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 146-147 항. 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1058:13-1060:19 페이지[피청구국의 최후진술] 참조.

<sup>1739</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 142-144 항; 반박서면, 제 541 항.

<sup>1740</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 196(b)항, 부록 C 를 언급하는 반박서면, 제 542 항.

<sup>1741</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 77 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 111-112 항을 언급하는 반박서면, 제 542 항.

1076. 피청구국은 본건 합병이 한국 정부가 재벌 구조를 개편하기 위한 조치를 취함에 아무런 지장을 주지 않았고, 정부의 변경을 위한 선거를 저지하지도 않았으며, 그 밖에 삼성전자와 삼성 그룹 전체 모두는 “본건 합병 전후로 여전히 계속해서 향후 지배구조를 변경하거나 개편할 수 있는 상태”로 유지되었으므로, 삼성전자 주식의 내재가치에 영향을 줄 것이라는 그 밖의 요소들에 대하여 본건 합병이 영향을 준 바도 없다고 주장한다.<sup>1742</sup>
1077. 또한 피청구국은 국민연금의 본건 합병 표결과 청구인들의 삼성전자 주식 매도 결정 사이에 직접적인 관계가 없다고 보기 때문에, 본건 합병이 청구인들이 삼성전자 주식을 조기에 처분하도록 함으로써 자신들의 투자에 직접적으로 영향을 미쳤다는 청구인들의 주장을 배척한다.<sup>1743</sup> 피청구국은 본건 합병과 관계없이 목표주가가 동일한 예측 시점에 도달했을 것이므로, 청구인들은 피청구국의 행위와 관계없이 자신들의 목표주가로 삼성전자 주식을 매도할 수 있었을 것이라고 재강조한다.<sup>1744</sup> 피청구국은 Dr. Duarte-Silva 가 메이슨의 삼성전자 관련 거래 손실을 계산조차 하지 않았음을 확인하였다고 주장한다.<sup>1745</sup>
1078. 설령 위반이 없었을 경우의 시나리오에서 삼성전자가 어느 시점에 목표주가에 도달했을 것이라고 가정하더라도, 피청구국은 청구인들이 해당 시점까지 삼성전자 주식을 보유하였을 것임을 입증하지 못하였고, 단순히 청구인들의 투자 전략에 관한 Mr. Garschina 의 “기교적인” 증언에 의존할 뿐이라고 주장한다.<sup>1746</sup> 이와 달리, 피청구국에 따르면 청구인들은 “대부분의 이벤트 드리븐 펀드보다 훨씬 짧은” “단기 모멘텀 거래”를 하고 있음이 증거로 드러난다.<sup>1747</sup>
1079. 전술한 내용에 비추어 볼 때, 피청구국은 청구인들의 삼성전자 주식 청구가 투기적이며 본건 합병이 삼성전자의 공정시장가치 또는 내재가치에 경제적 영향을 미치지 않았다고

---

<sup>1742</sup> 반박서면, 제 543 항.

<sup>1743</sup> 재반박서면, 제 651 항.

<sup>1744</sup> 재반박서면, 제 651 항.

<sup>1745</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022 년 3 월 4 일, 580:15-18 페이지[Dr. Duarte-Silva 의 반대신문]를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 112 항.

<sup>1746</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 243:15-25 페이지[피청구국의 모두진술].

<sup>1747</sup> 본안 심리 속기록, 1 일차, 2022 년 3 월 21 일, 244:6-245:2 페이지[피청구국의 모두진술].

주장한다.<sup>1748</sup> 따라서 피청구국은 “[자신의] 투자 논거를 포기”하는 청구인들의 결정에 대해 배상할 필요가 없다고 주장한다.<sup>1749</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

1080. 피청구국의 협정 위반과 청구인들의 삼성전자 주식 관련 손실이 법적으로 인과관계가 없다는 결정과 관계없이, 중재판정부는 청구인들이 삼성전자의 주식에 관한 손실의 존재 및 범위를 합리적인 수준의 개연성으로 입증하지 않았다고 판단한다.
1081. 청구인들의 삼성전자 주식에 대한 목표주가와 실제 매각 수익 사이의 차액에 대한 청구인들의 주위적 청구와 관련하여, 중재판정부는 청구인들의 목표주가 모델이 설득력 있는 증거 또는 전문가 증언에 의해 뒷받침되지 않는다고 판단한다. 특히, 청구인들 측 전문가들은 삼성전자의 내재가치에 관한 청구인들의 주관적 가정에 대한 객관적인 검증으로 작용할 수 있는 SOTP 분석과 같은 삼성전자 주식에 대한 독립적인 평가를 수행하지 않았다.<sup>1750</sup>
1082. 나아가, 피청구국의 위반이 없었다면 삼성전자 주가가 어떻게 변동하였을 것인지에 대한 신뢰할 만한 증거는 없다. 청구인들의 전문가들은 본건 합병이 삼성전자 주가에 미치는 영향에 관한 어떠한 종목 검토도 수행하지 않았다. 삼성전자 주가가 위반 후 약 16 개월 뒤 <sup>1751</sup>에 궁극적으로 청구인들의 목표주가에 도달하였다는 사실만으로는 청구인들의 투자 주장을 사후적으로 입증하기에 충분하지 않는다.
1083. 삼성전자 주식의 2015년 7월 16일 가치와 실제 매각 수익 사이의 차액에 대한 청구인들의 예비적 청구는 2023년 11월 21일자 청구인들의 손해산정에 대한 의견에서 처음 제기되었다. 중재판정부가 보기에, 이러한 예비적 청구는 실기하여 기각되어야 한다. 2023년 10월 10일자 서한으로, 중재판정부는 삼성물산 주식과 관련하여 청구인들의

---

<sup>1748</sup> 반박서면, 제 544 항; 재반박서면, 제 652 항.

<sup>1749</sup> 반박서면, 제 544 항.

<sup>1750</sup> Duarte-Silva 제 1 차 보고서[CER-4], 제 93 항(“본인은 삼성전자의 주식에 대한 가치 평가를 하지 않았는데, 이는 그러한 가치 평가가 메이슨의 삼성전자 주식 매매 시점과 무관할 것이기 때문입니다. 또한 본인은 메이슨의 투자전략에 대해서도 의견을 제시하지 않고 있습니다. 본인의 의견은 메이슨이 명시된 투자 전략을 실행했을 경우 실현될 수 있었던 매매 수익과 실제 매매 수익 간의 비교에 따른 손실에 국한되어 있습니다”).

<sup>1751</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 그림 18.

손실을 계산하는 대체적 방법에 대한 당사자들의 의견만을 구하였다. 중재판정부는 삼성전자 주식과 관련된 손실을 계산하기 위한 대체적 방법론 등, 그 밖의 쟁점에 관한 당사자들의 서면을 요청하지 않았다. 당사자들이 서면을 동시에 제출함에 따라, 피청구국은 이러한 예비적 청구에 대응할 기회를 가지지 못하였다.

1084. 설령 예비적 청구가 허용된다고 하더라도, 청구인들은 본건 합병 승인이 삼성전자 주가에 부정적인 영향을 미쳤고 일반적인 시장 상황에 기인하지 않았다는 점을 입증하지 못하였으므로, 이에 대한 청구에는 충분한 근거가 없었을 것이다. 반대로, Dow 교수는 2014년 7월 1일부터 본건 합병 종결일까지 삼성전자 주가가 본건 합병의 유의미한 영향을 보여주지 않았다고 주장하였다.<sup>1752</sup>

1085. 따라서, 법적 인과관계의 부존재와 별도로, 청구인들은 삼성전자 주식과 관련된 손실의 존재를 입증하지 않았다.

## E. 업무집행사원의 성과보수 손실

### 1. 청구인들의 입장

1086. 또한 예비적으로, 청구인들은 피청구국의 행위가 업무집행사원에게 “피청구국이 FTA를 위반하지 않았다면 받을 수 있었던 인센티브 분배를 감소시켜서” 손실을 초래하였다고 주장한다.<sup>1753</sup> 청구인들에 따르면, 이는 1개 회계연도에 발생한 손실은 파트너십 계약 제 4.06(b)조에 규정된 성과보수 공식에 따라 후속 회계연도의 성과보수 계산에 지속적으로 영향을 미칠 수 있기 때문이다.<sup>1754</sup>

1087. Mr. Satzinger의 업무집행사원의 성과보수 손실 계산의 정정에 관한 피청구국의 지적에 따라, 청구인들은 정정된 수치가 110만 달러가 아니라 917,156 달러라고 주장한다.<sup>1755</sup> 추가 이익의 부주의한 포함을 없애는 것 이외에, 청구인들은 더 이상의 변경이 필요하지

---

<sup>1752</sup> Dow 제 1차 보고서[RER-4], 제 196(b)항, 그림 9.

<sup>1753</sup> 수정청구서면, 제 257항.

<sup>1754</sup> 메이슨 캐피탈 마스터 펀드 엘.피., 2차 수정 및 합의된 리미티드 파트너십 계약, 2013년 1월 30일[C-30], 제 4조.06(b)항을 언급하는 수정청구서면, 제 259항.

<sup>1755</sup> 수정청구서면, 제 259항; 답변서, 제 363항. Dr. Tiago Duarte-Silva 제 2차 전문가보고서(이하 “Duarte-Silva 제 2차 보고서”)[CER-6], 제 211항 참조.

않다고 주장한다.<sup>1756</sup> 이와 관련하여, 청구인들은 Dow 교수의 정정안에 대한 Dr. Duarte-Silva의 비판을 강조하며, “상호 모순적인 입장을 뒷받침하는 사실을 끌어다 오는가” 하면, “실제로든 이론적이든 [Dow 교수가 제안한] 이익 분배가 일어날 수 있는 실현 가능한 시나리오도 없다”고 언급한다.<sup>1757</sup>

## 2. 피청구국의 입장

1088. 피청구국에 따르면, FTA 에서 업무집행사원이 유한책임사원의 손실을 스스로 청구할 수 있도록 허용한다면, 청구인들의 성과보수 청구는 법률상 “이중청구”가 되므로, 업무집행사원이 “메이슨의 삼성물산 및 삼성전자 주식 청구에 따른 케이만 펀드의 손해의 배상을 주장함과 동시에 그 손해의 일부분에 대한 배상을 별도로 주장”하게 될 것이다.<sup>1758</sup> 따라서 중재판정부가 삼성물산과 삼성전자 주식에 관한 청구인들의 손해배상 청구를 인용하는 경우, 피청구국은 업무집행사원이 파트너십 계약에 따른 성과보수로서 받게 될 수수료를 해당 금액을 통해 이미 수령할 것이라고 본다.<sup>1759</sup>

1089. 그러나 FTA 가 업무집행사원 스스로 유한책임사원의 손실을 청구하는 것을 허용하지 않는 경우, 피청구국은 청구인들의 성과보수 청구, 즉 케이먼 펀드의 투자에 대한 업무집행사원의 수익적 이해관계자 업무집행집행사원이 구하는 배상의 상한이 된다고 재강조한다.<sup>1760</sup>

1090. Dow 교수가 확인한 바와 같이, 피청구국은 업무집행사원의 성과보수 청구가 “[Mr. Satzinger 가 계산한] 유한책임사원의 자본 계정 상에 출처가 불분명하게 기입되어 부당하게 케이만 펀드의 누적 이익을 증가시키는 일련의 ‘충당금’” 등, 두 가지 기술적 오류로 인해 과대평가되었다고 주장한다.<sup>1761</sup> 또한, 피청구국은 청구인들의 계산이 “업무집행사원의 성과보수 분배가 부분적으로는 케이만 펀드 투자자들의 수라는 함수로

---

<sup>1756</sup> 답변서, 제 364 항. Duarte-Silva 제 2 차 보고서[CER-6], 제 212-219 항 참조.

<sup>1757</sup> Duarte-Silva 제 2 차 보고서[CER-6], 제 217 항을 인용하는 답변서, 제 364 항.

<sup>1758</sup> 반박서면, 제 546 항; 재반박서면, 제 654(a)항.

<sup>1759</sup> 재반박서면, 제 654(a)항.

<sup>1760</sup> 반박서면, 제 547 항; 재반박서면, 제 654(b)항.

<sup>1761</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 257-260 항을 언급하는 반박서면, 제 549 항.

결정되었으며, 이 숫자는 유동적이었고, 2015 년 내내 줄어들었다는 사실을 설명하지 못한다”고 지적한다.<sup>1762</sup>

1091. 피청구국에 따르면, 업무집행사원의 성과보수 청구는 이러한 오류를 고려하면 421,966 달러를 초과할 수 없다.<sup>1763</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

1092. 업무집행사원이 법적으로 소유하는 삼성 주식과 관련하여 손실 전부에 대한 권리를 가진다고 판단한 후, 중재판정부는 성과보수 손실이 이중배상에 해당하므로 업무집행조합원이 별도로 청구할 수 없다고 판단한다.

## F. 청구인들의 경감 의무

### 1. 청구인들의 입장

1093. ILC 규정 주석서를 인용하면서, 청구인들은 “경감 의무는 위법행위의 피해자에게 ‘피해를 입었을 경우 합리적인 정도’의 행위만을 요구하므로”, 경감에 관한 피청구국의 주장이 오해의 소지가 있다고 주장한다.<sup>1764</sup> 오히려, 청구인들은 위반 국가의 영토 내에서 신규 투자를 함으로써 피해 당사자가 더 이상의 위험에 노출하도록 요구하는 것이라고 경감 의무를 해석하는 것은 전혀 합리적이지 않으며, 따라서 국제법상 요구되지 않는다고 주장한다.<sup>1765</sup>

1094. 청구인들의 삼성물산 주식과 관련하여, 청구인들은 자신들이 다른 회사에 투자함으로써 손실을 경감할 수 있었다는 피청구국의 주장이 “경제적으로 타당성이 없고 잘못된 것”이라고 주장한다.<sup>1766</sup> 또한 청구인들은 본건 합병 표결로 인해 청구인들의 삼성전자에 대한 투자 논거가 약화됨에 따라 삼성전자 주식과 관련하여 손실을 경감할 기회가

---

<sup>1762</sup> 재반박서면, 제 656 항.

<sup>1763</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 260 항, 표 13 을 언급하는 반박서면, 제 549 항; 재반박서면, 제 656 항.

<sup>1764</sup> ILC 규정 주석서[CLA-166], 제 31 조, 주석 11 을 인용하는 답변서, 제 365-366 항; *Hrvatska Elektroprivreda d.d. v. Republic Slovenia*, ICSID 사건번호 ARB/05/24, 중재판정, 2015 년 12 월 17 일[CLA-128], 제 215 항 참조.

<sup>1765</sup> 답변서, 제 366 항.

<sup>1766</sup> 답변서, 제 367 항.

없었다고 주장한다.<sup>1767</sup> 청구인들은 피청구국이 경감 항변을 입증할 책임을 부담하지만 이를 이행하지 않았다고 주장한다.<sup>1768</sup> 청구인들은 어떠한 경우에도 매각 수익의 발생은 무관하며, Dr. Duarte-Silva 는 실제로 삼성전자 주식을 매각한 현금 수익의 시간 가치를 고려하였으며, 이는 이러한 가치가 2015 년 7 월과 2017 년 1 월 11 일 사이에 수익이 재투자되었다면 메이슨이 수익으로 거두었을 이익을 초과함을 입증하였다고 주장한다.<sup>1769</sup>

1095. 마지막으로, 청구인들은 경감 실패가 단순히 “메이슨이 합리적인 경감 절차를 통하여 모면할 수 있었을 금액을 피청구국이 증명하는 경우에 한하여” 이를 손해액에서 감소시킬 수 있음에 불과하며, 청구인들은 피청구국이 이를 입증하지 않았다고 주장한다.<sup>1770</sup>

## 2. 피청구국의 입장

1096. 피청구국은 국제법에서 피해 당사자가 이러한 손실 경감 의무를 불이행한 범위 내에서 손해배상을 금지한다고 주장한다.<sup>1771</sup> 특히, 피청구국은 “만약 (i) 청구인들이 협정 위반이 발생한 이후에 비합리적으로 소극적이거나, (ii) 청구인들이 협정 위반이 발생한 이후 비합리적인 행위를 할 경우, 경감 의무가 적용된다”고 언급한 *Clayton v. Canada* 사건 중재판정부를 인용한다. <sup>1772</sup> 피청구국은 이러한 원칙이 국제법에서 확고하게 정립되었다고 주장하며, 청구인들이 손실을 경감할 기회를 포기하는 경우 투자 중재판정부는 손해배상을 감액할 수 있도록 허용한다.<sup>1773</sup>

1097. 피청구국은 청구인들의 행위가 이러한 요건을 충족하고, 삼성물산 및 삼성전자 주식 손실에 관한 청구인들의 손해배상 이론에서 청구인들이 이러한 손실을 경감해야 할

---

<sup>1767</sup> 답변서, 제 368 항.

<sup>1768</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 194-195 항.

<sup>1769</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 196 항.

<sup>1770</sup> 답변서, 제 369 항.

<sup>1771</sup> 반박서면, 제 550 항.

<sup>1772</sup> 재반박서면, 제 659 항, *Clayton et al. v. Canada*[**RLA-174**], 제 204 항.

<sup>1773</sup>*EDF International S.A., SAUR International S.A. and León Participaciones Argentinas S.A. v. Argentine Republic*, ICSID 사건번호 ARB/03/23, 중재판정, 2012 년 6 월 11 일[**RLA-133**], 제 1302-1312 항을 인용하는 반박서면, 제 550 항.



기회를 고려하지 못하였다고 주장한다.<sup>1774</sup> 예를 들어, 청구인들의 삼성물산 주식과 관련하여, 피청구국은 “메이슨은 자신이 삼성그룹에 투자한 이유가 소위 ‘내재가치’에 대한 저평가라고 주장하는 바, 메이슨은 삼성물산 주식을 매각함으로써 얻은 금액을 삼성그룹처럼 저평가된 몇몇 다른 한국 회사”에 투자하여 자신의 손실을 경감할 수 있었다고 주장한다.<sup>1775</sup> 청구인들의 삼성전자 주식과 관련하여, 피청구국은 청구인들이 단순히 삼성전자 주가가 자신들의 “목표주가”를 초과하는 2017 년 1 월까지 주식을 매도하지 않거나, 삼성전자 지분을 현금화한 수익금을 다른 수익성 있는 투자에 사용함으로써 손실을 경감할 수 있었다고 주장한다.<sup>1776</sup>

### 3. 미국 서면

1098. 미국은 청구인들에게 손해액 계산과 관련된 합리적인 경감 조치를 취할 의무가 있다는 확립된 원칙이 국제법에 존재한다고 주장한다.<sup>1777</sup> 미국은 청구인이 “피청구국의 위반행위로 초래될 손실을 최소화하기 위한 조치를 취함과 동시에 자신의 손해를 부당하게 증가시키는 조치를 자제해야 하는” 적극적 및 소극적 조치를 모두 이행할 의무가 있다고 주장한다.<sup>1778</sup>

### 4. 중재판정부의 분석

1099. 중재판정부는 청구인들이 삼성전자 주식과 관련하여 배상 가능한 손해를 입증하지 않았다고 기억한다. 따라서, 중재판정부는 청구인들의 경감 의무에 대한 분석을 삼성물산 주식에 관한 손해로 제한한다.
1100. 해당 주식과 관련하여, 중재판정부는 청구인들이 비합리적으로 부작위를 하였거나, 협정 위반에 따른 불합리한 행위에 가담하였다고 생각하지 않는다. 앞서 언급한 바와 같이, 중재판정부는 청구인들이 삼성물산 주식을 매도한 기간이 합리적이라고 본다.

---

<sup>1774</sup> 반박서면, 제 551 항; 재반박서면, 제 660 항.

<sup>1775</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 263-64 항을 언급하는 반박서면, 제 551 항.

<sup>1776</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 262 항을 언급하는 반박서면, 제 551 항; 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 149-150 항.

<sup>1777</sup> 미국 서면, 제 39 항.

<sup>1778</sup> G.H. Treitel, *Remedies for Breach of Contract*, in 7 INT’L ENCYC. COMP. LAW 75, 76 (1976)을 인용하는 미국 서면, 제 39 항.

1101. 청구인들은 수익금을 할인 거래한 다른 한국 회사에 재투자함으로써 손실을 경감할 것으로 예상되지 않았다. 청구인들은 삼성물산 주식을 매도할 때에 손실을 입었다. 해당 절차는 2015년 8월 12일에 완료되었다. 그 시점에서, 손해가 발생하였다. 경감 의무는 투자자에게 이미 발생하였고 국가가 초래한 손실을 상쇄하기 위하여 투자를 할 것을 요구하지 않는다.
1102. 따라서 중재판정부는 청구인들이 손실을 경감할 의무를 위반하였음을 피청구국이 입증하지 않았다고 판단한다.

## G. 통화

### 1. 청구인들의 입장

1103. *Siemens v. Argentina* 사건 중재판정부에 의존하여 청구인들은 한국 원화로 보상을 받을 경우, 자신들이 판정금 지급 시까지 환차손의 위험에 노출되며, 이러한 위험으로 인해 완전 배상보다 적은 금액을 수령하게 될 것이므로, 미국 달러화로 배상을 받을 권리가 있다고 주장한다.<sup>1779</sup>

### 2. 피청구국의 입장

1104. 피청구국은 청구인들의 미국 달러 판정 요청은 청구인들이 단순히 “조건적” 시나리오에서 보다 우월한 지위를 구하려는 것에 불과하다고 주장하면서, 이러한 요청에는 근거가 없다고 이의를 제기한다.<sup>1780</sup> 피청구국은 청구인들이 한국에 투자하기로 결정한 때에 이미 환율 위험에 노출되었고, 이러한 위험은 협정 위반 행위와 무관하게 존재하였다고 주장한다.<sup>1781</sup>
1105. 피청구국에 따르면 “메이슨은 한국 원화를 지급하여 한국 증권거래소를 통해 한국 회사의 주식을 매수하여 투자하였고, 해당 주식을 매각하여 한국 원화를 받았다”는 점에서, 손해배상을 판정할 적정 통화는 한국 원화가 유일하다.<sup>1782</sup>

---

<sup>1779</sup> *Siemens AG v The Argentine Republic* (ICSID 사건번호 ARB/02/8), 중재판정, 2007년 2월 6일[**RLA-104**], 제 361 항을 인용하는 답변서, 제 375 항.

<sup>1780</sup> 반박서면, 제 557 항.

<sup>1781</sup> 재반박서면, 제 671 항.

<sup>1782</sup> Dow 제 1 차 보고서[**RER-4**], 제 260 항을 언급하는 반박서면, 제 556 항; 재반박서면, 제 671 항.

### 3. 중재판정부의 분석

1106. 판정이 내려질 통화의 쟁점에 관하여, 중재판정부는 *Siemens v. Argentina* 사건 중재판정부의 결정이 지침이 된다고 판단하고 그 결론에 동의한다.
1107. 이 경우 투자자는 현지 통화로 표시된 계약에 동의하였고, 환율에 대한 보증은 없었다. 그럼에도 불구하고, 중재판정부는 국가가 투자 협정에 따른 의무를 위반한 후 “통화의 동등성이 투자자에게 또다른 위험으로 추가될 경우” 완전 배상 원칙을 위반할 것이라고 판단하였다.<sup>1783</sup>
1108. 청구인들은 자신들의 주식을 한국 원화로 결제하고 해당 주식을 매도할 때에 한국 원화를 수령하였지만, 피청구국의 위반일과 판정금 지급 사이의 환율 위험을 인수하지는 않았다. 따라서 중재판정부는 평가일 현재 원/달러 환율을 기준으로 청구인들의 손해배상을 미국 달러로 판정하는 것이 적절하다고 판단한다.
1109. 앞서 언급한 바와 같이, 청구인들은 2015년 8월 12일에 마지막으로 삼성물산 주식을 매도하였는데,<sup>1784</sup> 당시 청구인들의 지분 매도가 완료되고 손실을 산정할 수 있게 되었다. 이날 원/달러 환율은 1:1175.03 이었다.<sup>1785</sup> 이러한 역사적 환율을 이용하여, 청구인들의 삼성물산 주식에 대한 손실은 32,030,876.83 달러에 해당한다.

## H. 이자

### 1. 청구인들의 입장

1110. 청구인들은 전부 배상이 성립하기 위하여, 중재판정부가 메이슨에게 최소 연 5%의 복리로 판정 전 및 판정 후 이자를 판정해야 한다고 주장한다.<sup>1786</sup> 청구인들은 이자에 대한 판정이 자신들이 정당하게 받을 수 있는 자금 투자 기회를 상실한 투자자에게 구제를 제공하므로 완전 배상 원칙에 부합한다고 주장한다.<sup>1787</sup> 청구인들은 자신들의 삼성물산 및

---

<sup>1783</sup> *Siemens AG v The Argentine Republic* (ICSID 사건번호 ARB/02/8), 중재판정, 2007년 2월 6일[**RLA-104**], 제 361 항.

<sup>1784</sup> 메이슨 거래 기록(삼성물산 관련)[**C-32**].

<sup>1785</sup> 한국의 외국환율[**C-33**].

<sup>1786</sup> 수정청구서면, 제 260 항.

<sup>1787</sup> 수정청구서면, 제 261 항; 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 198 항.

삼성전자에 대한 투자 손실이 발생한 날부터 이자가 판정되어야만 청구인들의 투자  
기회의 상실 금액을 배상할 수 있다고 주장한다.<sup>1788</sup>

1111. 청구인들은 FTA가 협정 위반에 따른 배상에 대해 지급해야 하는 이율을 명시하지 않지만,  
연 5%의 이율이 상업적으로 합리적이며 한국 표준 상사 판결 이율에 부합한다고  
주장한다.<sup>1789</sup> 청구인들은 다른 중재판정부가 보기에 적절한 경우 관련 인플레이션 조정을  
포함하여 투자유치국의 상사 판결 이율에 따른 이자를 지급하는 것이 합리적이라고  
판단하였다고 주장한다.<sup>1790</sup> 또한, 청구인들은 이러한 상사 판결 이율이 국제 투자  
분쟁에서 다른 중재판정부들이 선택한 비율에도 미치지 못한다고 주장한다.<sup>1791</sup>  
청구인들은 “위 이자는 지급 의무가 이행될 때까지 계속 발생하는 것”이라고 주장한다.<sup>1792</sup>

1112. 또한, 청구인들은 월 복리로 이자를 지급받아야 한다고 주장하며,<sup>1793</sup> 이것이 “복리가  
국제관습법의 완전 배상 기준에 있어서 최선임”을 확인한 수많은 중재판정부들의 논리에  
부합한다고 주장한다.<sup>1794</sup> 또한 청구인들은 “피해 당사자가 배상 원금을 복리 이자율로  
대여 또는 투자할 기회를 상실하였다는 사실을 인정”하여 복리 기준으로 판정된다고  
주장한다.<sup>1795</sup>

---

<sup>1788</sup> 수정청구서면, 제 262 항.

<sup>1789</sup> 한국 민법[CLA-53], 제 379 조를 언급하는 수정청구서면, 제 263 항; 청구인들의 심리 후 주장서면,  
제 197 항.

<sup>1790</sup> *Southern Pacific Properties v Egypt*, 중재판정, 1992년 5월 20일[CLA-185], 제 223 항, 제 237 항;  
*Amco Asia Corp v Indonesia(Amco I)*, ICSID 사건번호 ARB/81/1, 중재판정, 1984년 11월 20일[CLA-  
170], 제 281 항; *CME v Czech Republic*, 최종 중재판정 on Damages, 2003년 3월 14일[CLA-172],  
제 631 항을 인용하는 답변서, 제 372 항.

<sup>1791</sup> *UP and C.D Holding Internationale v. Hungary*, ICSID 사건번호 ARB/13/35 항, 중재판정, 2018년  
10월 9일[CLA-188], 제 596-599 항; *Ioan Micula, Viorel Micula and others v. Romania*, ICSID 사건번호  
ARB/05/20, 최종 중재판정, 2013년 12월 11일[RLA-47], 제 1271-1272 항을 인용하는 답변서,  
제 373 항.

<sup>1792</sup> 수정청구서면, 제 264 항.

<sup>1793</sup> 답변서, 제 374 항.

<sup>1794</sup> *Occidental Petroleum Corporation and Occidental Exploration and Production Company v. The Republic  
of Ecuador*, ICSID Case No ARB/06/11, 중재판정, 2012년 10월 5일[CLA-11], 제 312 항을 언급하는  
수정청구서면, 제 266 항.

<sup>1795</sup> 수정청구서면, 제 265 항.

1113. 따라서, 청구인들은 2015 년 7 월 17 일부터 본 판정일까지 최소 연 5%의 이율에 의해 복리로 산정된 이자와 판정일부터 그러한 판정에서 명한 금액이 완전히 지급되는 날까지 같은 방식에 의해 산정된 이자를 지급받아야 한다고 주장한다.<sup>1796</sup>
1114. 청구인들은 메이슨이 세금을 공제한 금액을 지급받을 권리가 없으며, 청구인들이 한국 내 투자에 대한 이익에 대해 세금을 납부해야 했다는 피청구국의 주장을 배척한다.<sup>1797</sup> 또한 청구인들은 메이슨이 자신의 신청에 대한 증거를 제공해야 한다는 피청구국의 주장을 배척하며, 이는 피청구국이 자신의 부담을 청구인들에게 돌리려고 한다고 주장한다.<sup>1798</sup>
1115. 위와 같이 볼 때, 청구인들은 자신들이 주장하는 원금 보상에 대하여 Dr. Drate-Silva 의 전문가보고서 일자(2020 년 6 월 12 일)를 기준으로 연 5%의 비율로 계산된 이자가 다음과 같다고 주장한다.<sup>1799</sup>

손해	가액	이자	이자 포함 가액
메이슨의 삼성물산 투자에 관한 손실	1 억 4,720 만 달러	4,000 만 달러	1 억 8,720 만 달러
메이슨의 삼성전자 투자에 관한 손실	4,420 만 달러	800 만 달러	5,220 만 달러
업무집행사원 성과보수 손실	110 만 달러	10 만 달러	120 만 달러

## 2. 피청구국의 입장

1116. 피청구국은 청구인들의 이자 청구가 “정당화할 수 없는 높은 이율로 인해 과도하다”고 주장한다.<sup>1800</sup> 피청구국은 국제 중재 절차에서 한국 법원의 이율을 적용할 근거가 없다고 주장하며, 청구인들에게 월 복리 연 5%의 판정 전 이자를 판정하는 것은 그들에게 “뜻밖의 수익”을 제공하는 범위 내에서 국제법의 원칙에 반한다고 주장한다.<sup>1801</sup> 피청구국은

<sup>1796</sup> 수정청구서면, 제 267 항.

<sup>1797</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 199 항.

<sup>1798</sup> 청구인들의 심리 후 주장서면, 제 199 항.

<sup>1799</sup> 수정청구서면, 제 268 항.

<sup>1800</sup> 반박서면, 제 554 항.

<sup>1801</sup> *Quiborax S.A. & Non Metallic Minerals S.A. v. Plurinational State of Bolivia*, ICSID 사건번호 ARB/06/2, 중재판정, 2015 년 9 월 16 일[RLA-155], 제 520 항; *RosInvestCo UK Ltd v. The Russian Federation*,

“메이슨의 손해액의 시간적 가치와 관련된 위험은 없다”는 점에서 적정 이율이 한국 대출이율이라고 주장하면서, 5%의 이율이 상업적으로 합리적이라는 청구인들의 주장을 다룬다.<sup>1802</sup> 피청구국은 Dr. Duarte-Silva가 그 당시 메이슨 펀드의 실적이 “연 2 또는 3%” 정도였다고 설명하면서 청구인들의 입장의 설득력을 더욱 약화시켰다고 주장한다.<sup>1803</sup> 이에 따라, 피청구국은 중재판정부가 판정하는 이자는 2015년 한국 대출이율 2.01%가 되어야 한다고 주장하며, 피청구국의 주장에 의하면 이는 “한국법상 이율보다 본 국제 분쟁에서의 ‘전보배상’을 더 정확하게 반영하는 배상액에 도달한다”고 주장한다.<sup>1804</sup>

1117. 또한 피청구국은 청구인들에게 월 복리 이자를 판정할 근거가 없으며, 유효한 연 이율을 5%에서 5.12%로 높임으로써 손해배상의 실질적 증가를 초래할 수 있다고 주장한다.<sup>1805</sup> 피청구국에 따르면, 이러한 인상은 “단이는 단지 5년이 경과한 후 총 실질적 이율을 (원래대로였다면 10%를 살짝 넘었을 것에 비하여) 28% 이상”이 되게끔 한다.<sup>1806</sup> 피청구국은 이것이 FTA 상 금지되는 징벌적 손해배상에 해당하기 때문에, 월 복리로 이자를 계산하여야 한다는 청구인들의 입장에 대한 “설득력 있는 반대 이유”에 해당한다고 주장한다.<sup>1807</sup> 따라서, 피청구국은 “복리 이자에 따른 배상은 오로지 연 복리로만 계산되어야 한다”고 주장한다.<sup>1808</sup>

1118. 또한, 피청구국은 FTA가 중재판정부에게 “적용가능한 국제법 규칙”을 적용할 것을 규정하기 때문에 청구인들이 원용하는 투자법 결정이 본건에 적용되지 않는다고

---

SCC 사건번호 V079/2005, 최종 중재판정, 2010년 9월 12일[RLA-184], 제 689-690 항을 언급하는 반박서면, 제 554 항. 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 151 항 참조.

<sup>1802</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 268-269 항을 언급하는 반박서면, 제 555 항.

<sup>1803</sup> 본안 심리 속기록, 4 일차, 2022년 3월 4일, 672:4-6 페이지[Dr. Duarte-Silva의 반대신문]를 인용하는 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 151 항.

<sup>1804</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 289 항을 언급하는 반박서면, 제 555 항.

<sup>1805</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 267 항, 제 270 항을 언급하는 반박서면, 제 556 항.

<sup>1806</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 270 항을 언급하는 반박서면, 제 556 항.

<sup>1807</sup> FTA[CLA-23], 제 11.26 조 제 4 항을 언급하는 재반박서면, 제 669 항.

<sup>1808</sup> Dow 제 1 차 보고서[RER-4], 제 268 항을 언급하는 반박서면, 제 556 항.

주장한다.<sup>1809</sup> 마찬가지로, 피청구국은 상사 판결 이율이 다른 중재판정부가 선택한 이율과 일치하거나 그보다 낮다고 청구인들이 주장하면서 인용하는 근거를 구별한다.<sup>1810</sup>

1119. 또한, 피청구국은 청구인들이 중재판정부가 원천징수 없이 세후로 판정을 선언해야 한다는 자신들의 요청에 대한 근거를 제공하지 않았다고 주장한다.<sup>1811</sup> 피청구국의 견해에 따르면, 청구인들의 손해는 세전 기준으로 계산되므로 세후 기준의 중재판정은 용납될 수 없다.<sup>1812</sup> 또한, 청구인들은 현 단계에서 한미조세조약을 인용할 수 없다.<sup>1813</sup>

### 3. 중재판정부의 분석

1120. 청구인들이 자신들의 손실일로부터 삼성물산 투자에 대한 본 판정 지급일까지 판정 전 이자와 판정 후 이자를 모두 받을 권리가 있다는 점에 당사자들 사이에 다툼이 없다.

1121. FTA 는 금전적 손해에 대해 지급해야 하는 이자율을 명시하지 않는다. ILC 규정 주석서에서 인용된 유엔보상위원회 총회는 “손실이 발생한 날로부터 지급일까지, 판정 원금의 사용 손실에 대하여 승소 청구인에게 보상하기에 충분한 이율로” 이자를 지급할 것을 정한다.<sup>1814</sup> 따라서 중재판정부가 보기에, 적정 이자율은 사건의 상황에 근거하여서만 설정될 수 있다.

1122. 중재판정부는 무위험 이자가 청구인들을 완전히 보상하기에 충분하지 않다고 판단한다. 중재판정부는 한국 상사 판결 이율을 적용할 의무가 없지만, 투자유치국에서 어떠한 이자율이 합리적이라고 보는지에 대한 일부 지침이 될 수 있다.

---

<sup>1809</sup> FTA[**CLA-23**], 제 11.22 조 제 1 항을 인용하고, *Southern Pacific Properties v. Egypt*, ICSID 사건번호 ARB/84/3, 중재판정, 1992 년 5 월 20 일, [**CLA-185**], 제 222 항; *Amco Asia Corp v Indonesia(Amco I)*, ICSID 사건번호 ARB/81/1, 중재판정, 1984년 11 월 20 일 [**CLA-170**], 제 147 항; *CME v. Czech Republic*, UNCITRAL, 최종 중재판정, 2003 년 3 월 14 일 [**CLA-172**], 제 396 항을 언급하는 재판박서면, 제 667 항.

<sup>1810</sup> *UP and C.D Holding Internationale v. Hungary*, ICSID 사건번호 ARB/13/35, 중재판정, 2018 년 10 월 9 일 [**CLA-188**], 제 599 항; *Micula v. Romania I*, ICSID 사건번호 ARB/05/20, 최종 중재판정, 2013 년 12 월 11 일 [**RLA-47**], 제 1271-1272 항을 언급하는 재판박서면, 제 668 항.

<sup>1811</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 152 항; 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1060:20-1063:4 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1812</sup> 피청구국의 심리 후 주장서면, 제 152 항.

<sup>1813</sup> 본안 심리 속기록, 6 일차, 2022 년 5 월 11 일, 1061:4-1063:4 페이지[피청구국의 최후진술].

<sup>1814</sup> ILC 규정 주석서, 제 38 조, 주석 4[**C-166**]에 인용된 유엔보상위원회 총회 결정 16.

1123. 이러한 사정을 고려하여, 중재판정부는 청구인들의 금전적 손해의 사용 손실에 대하여 연 복리 5%의 이자율이 상업적으로 합리적이고 충분하다고 판단한다.

1124. 마지막으로, 중재판정부는 판정이 한국의 과세 대상이 되는지 여부에 관하여 어떠한 선언도 할 수 없는 지위라고 판단한다.

## IX. 비용

1125. 당사자들은 각자의 비용 신청서와 관련하여, 입증자료 또는 주장을 제출하지 않고 본 중재의 각 단계마다 발생한 각자의 총 비용의 내역을 포함하는 표만을 제공하기로 합의하였다.<sup>1815</sup>

### A. 청구인들의 입장

1126. 청구인들은 본 중재의 각 단계에서 발생한 모든 비용에서 PCA가 환급할 수 있는 금액을 공제한 금액의 배상을 구한다.<sup>1816</sup>

1127. 본안전 이의제기 단계에서, 청구인들은 다음과 같은 비용을 부담하였다고 주장한다.<sup>1817</sup>

	<u>본안전 이의제기 단계(단계 I)</u>	금액(USD)
<b>A.</b>	<b>대리인 비용 및 경비</b>	
	Latham & Watkins 비용	\$ 1,704,630.50
	Latham & Watkins 경비	\$ 56,395.53
	KL Partners 비용	\$ 509,917.00
	KL Partners 경비	\$ 45,404.10
	소계:	\$ 2,316,347.13
<b>B.</b>	<b>전문가 비용 및 경비</b>	
	Rolf Lindsay	\$ 90,454.94
	JY Kwon	\$ 50,000.00
	소계:	\$ 140,454.94
<b>C.</b>	<b>심리 관련 경비</b>	
	<i>PCA에 지급된 예치금으로 보장됨</i>	

<sup>1815</sup> 중재판정부에 대한 피청구국의 이메일, 2022년 8월 2일.

<sup>1816</sup> 청구인들의 비용 신청서, 2 페이지.

<sup>1817</sup> 청구인들의 비용 신청서, 2 페이지.



	<b>단계 I 총계</b>	<b>\$ 2,456,802.07</b>
--	----------------	------------------------

1128. 나머지 중재에서, 청구인들은 다음과 같은 비용을 부담하였다고 주장한다.<sup>1818</sup>

	<u>나머지 중재(단계 II)</u>	금액(USD)
<b>A.</b>	<b>대리인 비용 및 경비</b>	
	Latham & Watkins 비용	\$ 6,506,342.00
	Latham & Watkins 경비	\$ 191,624.58
	KL Partners / BMKL 비용	\$ 2,936,164.20
	KL Partners / BMKL 경비	\$ 195,211.52
	소계:	\$ 9,829,342.30
<b>B.</b>	<b>전문가 비용 및 경비</b>	
	Charles River Associates	\$ 2,291,241.88
	Daniel Wolfenzon	\$ 243,683.00
	소계:	\$ 3,164,924.88
<b>C.</b>	<b>심리 관련 경비</b>	
	공판 관리자 및 삽화 제작자 수수료	\$ 109,332.34
	<i>그 밖에 PCA에 지급된 예치금으로 충당되는 심리 관련 비용</i>	
	<b>단계 II 총계</b>	<b>\$ 13,103,599.52</b>
	<b>단계 I &amp; II 총계</b>	<b>\$ 15,560,401.59</b>

**B. 피청구국의 입장**

1129. 피청구국은 청구인들에게 본 중재와 관련하여 발생한 피청구국의 모든 비용 및 경비를 아래에 요약된 바와 같이 지급하도록 명령할 것을 요청한다.<sup>1819</sup>

	본안전 이의제기 단계	나머지 중재	합계
<b>White &amp; Case LLP 비용</b>	\$ 601,692	\$ 1,758,536	\$ 2,360,228
<b>White &amp; Case LLP 경비</b>	\$ 2,072	\$ 57,337	\$ 59,409
<b>법무법인(유) 광장 비용</b>	\$ 684,726	\$ 2,829,378	\$ 3,514,104
<b>법무법인(유) 광장 경비</b>	\$ 40,800	\$ 213,627	\$ 254,427

<sup>1818</sup> 청구인들의 비용 신청서, 3 페이지; 청구인들의 업데이트 비용 신청서 3 페이지.

<sup>1819</sup> 피청구국의 비용 신청서, 페이지 2-3(각주 생략); 피청구국의 업데이트 비용 신청서, 페이지 1-2. 피청구국은 원화로 발생한 비용을 2022년 8월 25일 환율(1 원=0.000748 달러)에 따라 미국 달러로 전환되었다고 주장한다.

대한민국 출장 경비	\$ 25,371	\$ 26,901	\$ 52,272
<b>증인 비용 및 경비</b>			
Ms. Rachael Reynolds	\$ 170,247	N/A	\$ 170,247
노혁준 교수	\$ 21,880	N/A	\$ 21,880
James Dow 교수	N/A	\$ 1,766,281	\$ 1,766,281
배기홍 교수	N/A	\$ 118,480	\$ 118,480
김성수 교수	N/A	\$ 23,471	\$ 23,471
조영길	N/A	\$ 22,873	\$ 22,873
심리 관련 경비	\$ 10,248	\$ 10,000	\$ 20,248
<b>총계</b>	<b>\$ 1,557,036</b>	<b>\$ 6,857,362</b>	<b>\$ 8,414,398</b>

1130. 피청구국의 업데이트 비용 신청서에 첨부된 서한에서, 피청구국은 1,550 만 달러에 가까운 비용에 대한 청구인들의 최초 청구가 명백하게 과다하다고 주장하며, 중재판정부에게 우선 청구인들이 비용 청구를 입증하도록 지시하고 그 비용의 각 요소의 합리성을 평가할 것을 요청한다.

### C. 중재판정부의 분석

1131. FTA 제 11.26 조 제 2 항은 “중재판정부는 이 절과 적용가능한 중재규칙에 따라 비용 및 변호사보수를 판정할 수 있다”고 정한다.

1132. UNCITRAL 규칙 제 38 조는 다음과 같이 규정한다.

중재판정부는 자신의 판정에서 중재비용을 정한다. “비용”은 다음을 포함한다:

- (a) 각 증제인에 대하여 별도로 명시하고 중재판정부가 제 39 조에 따라 스스로 결정하는 중재판정부 수수료;
- (b) 증제인들이 부담한 합리적인 여비 및 기타 경비;
- (c) 중재재판소가 필요로 하는 전문가 자문 및 기타 지원의 합리적인 비용;
- (d) 중재재판소가 승인하는 범위 내의 증인의 합리적인 여비 및 기타 경비;
- (e) 중재 절차에서 해당 비용이 청구되고 중재판정부가 해당 비용의 금액이 합리적이라고 판단하는 범위에 한하여, 승소 당사자의 법정 대리 및 지원 비용;
- (f) 임명권자의 비용 및 경비와 헤이그 상설중재재판소 사무총장의 경비.

1133. UNCITRAL 규칙 제 40 조는 해당 부분에서 다음과 같이 규정하고 있다:

1. 제 2 항에 규정된 경우를 제외하고, 중재비용은 원칙적으로 패소한 당사자가 부담한다. 다만, 중재판정부는 사건의 정황을 고려하여 그 부담이 타당하다고 판단하는 경우에는 각 비용을 당사자들 사이에 분담시킬 수 있다.

2. 제 38 조 제(e)항에 언급된 법적 대리 및 지원 비용과 관련하여, 중재판정부는 사건의 상황을 고려하여 어느 당사자가 해당 비용을 부담할 것인지를 자유롭게 결정할 수 있으며, 배분하는 것이 합리적이라고 판단하는 경우에는 해당 비용을 당사자들 사이에 배분할 수 있다.

1134. 따라서, 중재판정부가 UNCITRAL 규칙 제 38 조에 따라 최종 중재판정에서 정하는 “중재비용”은 엄격한 의미의 중재비용(즉, 중재인들의 비용 및 경비, PCA 의 비용 및 경비와 그 밖에 심리 또는 번역과 같이 PCA 가 부담하는 비용)과 중재의 수행과 관련하여 당사자들이 부담하는 법률 비용 및 경비를 모두 포함한다.

1135. 당사자들은 중재비용에 대해 각각 동일한 비율로 1,260,000.00 유로씩 총 2,520,000.00 유로를 선지급하였다.

1136. 실제로 발생한 중재 비용은 총 2,520,000.00 유로이다. 이는 다음과 같이 구성된다:

비용 및 경비	금액 (유로)
Professor Klaus Sachs 비용	1,037,600.00
Professor Klaus Sachs 경비	12,326.13
Professor Klaus Sachs 부가가치세	199,485.96
Dame Elizabeth Gloster 비용	341,400.00
Dame Elizabeth Gloster 경비	12,855.51
Professor Pierre Mayer 비용	341,100.00
Professor Pierre Mayer 경비	10,954.51

Tribunal Assistant 경비	10,906.37
Tribunal Assistant 부가가치세	2,072.19
PCA 사무국 비용	250,410.15
PCA 사무국 경비	18,789.71
법원 숙기, 심리 시설, 케이터링, 인쇄 및 보급물, 배송 비용, 은행 비용 및 기타 비용	282,099.47
총	2,520,000.00

1137. 당사자들의 법률 비용 및 경비는 앞서 기재된 바와 같다. 중재판정부는 당사자들이 2022년 8월 2일자 이메일에서 각자의 비용 신청서에 어떠한 주장도 포함시키지 않으며 답변서 서면을 제출하지 않기로 합의하였음을 지적한다. 따라서 중재판정부는 피청구국의 업데이트 비용 신청서에서의 요청이 당사자들의 사전 합의에 의해 실기하여야 한다고 판단한다.
1138. 중재판정부는 청구인들에게 청구 비용 및 경비가 실제로 발생하였음에 의심의 여지가 없으므로 청구인들에게 비용 신청서에 대한 입증자료를 제출하도록 명령할 이유가 없다고 본다. 또한, 중재판정부는 주로 입증책임을 부담하고 청구인들의 청구의 기초가 된 사실을 입증해야 하는 쪽이 청구인들임을 고려할 때, 당사자들의 법률 비용 및 경비가 사건의 복잡성과 관련된 정교한 사실관계 및 법적 쟁점에 대해 합리적이고 비례적이라고 본다.
1139. UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 1 항에 따라, 중재 비용은 원칙적으로 패소한 당사자가 부담한다. 다만, 중재판정부는 사건의 상황을 고려하여 합리적이라고 판단하는 비용을 할당할 수 있다. UNCITRAL 규칙 제 40 조 제 2 항에 따라, 중재판정부는 사건의 상황에 비추어 합리적이라고 판단하는 바에 따라 당사자들 간의 법정 수수료 및 경비를 분배할 수 있다.

1140. 본건에서 중재판정부는 중재의 상이한 단계들을 구분하는 것이 적절하다고 판단한다.
1141. 피청구국의 본안전 이의제기에 관한 결정에서, 중재판정부는 비용에 관한 결정을 유보하였다. 청구인들이 본안전 이의제기 단계와 (중재판정부가 유보한) 수익적 소유권 쟁점과 관련하여 전부 승소하였으므로, 중재판정부는 피청구국이 본안전 이의제기 단계에서 당사자들이 부담한 모든 법률 비용 및 경비를 부담하는 것이 적절하다고 판단한다. 따라서, 피청구국은 본안전 이의제기 단계에서 발생한 청구인들의 법률 비용 및 경비를 2,456,802.07 달러로 배상할 의무가 있다.
1142. 절차의 주요 단계와 관련하여, 중재판정부는 청구인들이 승소한 4 개의 관할권 쟁점이 있었음을 주목한다. 본안에서, 청구인들은 책임 및 인과관계에 관하여 대체로 승소한 반면, 청구인들이 주장하는 손해의 약 1/6 에 해당하는 금액만을 판정받았다. 그럼에도 불구하고, 청구인들에게 유리하게 결정된 여러 가지 손해산정 쟁점, 특히 수익적 소유권 쟁점도 있었다.
1143. 이러한 사정들을 고려하여, 중재판정부는 청구인들이 본 절차의 주요 단계에서 발생한 자신의 법률 비용 및 경비(즉, 5,241,439.81 달러)의 40%를 부담하는 한편, 피청구국은 본 절차의 주요 단계에서 발생한 청구인들의 법률 비용 및 경비의 60%와 자신의 모든 법률 비용 및 경비를 부담하는 것이 합리적이라고 판단한다. 이는 피청구국이 절차의 주요 단계에 대한 법률 비용 및 경비로 7,862,159.71 달러를 청구인들에게 지급할 의무가 있음을 의미한다.
1144. 합산하면, 피청구국은 청구인들에게 법률 비용 및 경비 10,318,961.78 달러를 배상해야 한다.
1145. 청구인들이 피청구국의 본안전 이의제기에서 전부 승소하였고, 관할권 및 본안에서 대부분 승소하였음을 유념하여, 중재판정부는 청구인들이 전체 중재비용의 25%를 부담하고 피청구국이 75%를 부담하는 것이 적절하다고 판단한다. 당사자들이 동등한 비율로 중재 비용을 선지급하였음을 고려할 때, 청구인들은 총 중재 비용 중 50%, 즉 630,000.00 유로를 상환 받을 수 있다.
1146. UNCITRAL 규칙 제 41 조 제 5 항에 따라, PCA 는 수령한 선지급금에 대한 명세서를 제공할 것이다.

**X. 판정**

1147. 상술한 근거에 따라, 중재판정부는 다음과 같이 결정한다:

- (a) 피청구국은 청구인들의 투자와 관련하여 FTA 를 위반하였다;
- (b) 피청구국은 청구인들에게 32,030,876.83 달러의 손실에 대한 금전적 손해배상을 지급할 것을 명한다;
- (c) 피청구국에게 2015년 7월 17일부터 본 판정일까지 연 복리로 (b)항의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 판정 전 이자를 청구인들에게 지급할 것을 명한다;
- (d) 피청구국에게 630,000.00 유로의 중재 비용을 청구인들에게 상환할 것을 명한다;
- (e) 피청구국에게 10,318,961.78 달러의 법률 비용 및 경비를 청구인들에게 상환할 것을 명한다;
- (f) 피청구국에게 본 판정일부터 완제일까지 연 복리로 (b)항, (c)항, (d)항, (e)항의 금액에 대하여 연 5%의 비율로 판정 후 이자를 청구인들에게 지급할 것을 명한다.
- (g) 그 밖의 모든 청구와 구제 신청을 기각한다.

중재지:           싱가포르

2024 년 \_\_\_\_\_ 월 \_\_\_\_ 일자 서명

---

The Rt. Hon. Dame Elizabeth Gloster

중재인

---

Professor Pierre Mayer

중재인

---

Professor Dr. Klaus Sachs

의장중재인