

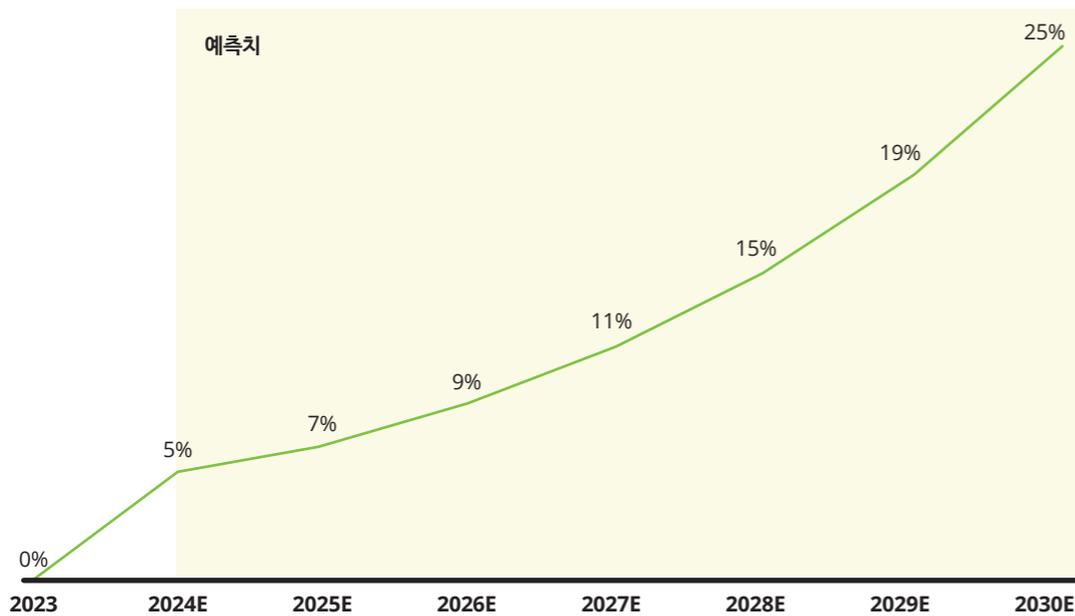
4장 시가 일으키는 사모펀드 포트폴리오 가치평가의 혁신



규제 변화와 인공지능(AI) 발전에 힘입어 사모펀드 포트폴리오 가치평가가 더욱 자주 이뤄질 전망이다. 이에 따라 개인 투자자들의 사모펀드 투자의 기회가 확대되고 포트폴리오 관리의 투명성이 강화될 수 있다.

AI 등 첨단기술의 지속적 발전으로 사모펀드들이 포트폴리오 가치평가 방식을 재편할 수 있는 기회가 펼쳐졌다. 2023년 상반기 말까지만 해도 포트폴리오 가치평가에 AI를 활용하는 사모펀드는 10%도 되지 않았다.¹ 하지만 딜로이트는 향후 5~7년 내 이 비율이 최고 25%까지 오를 것으로 예상된다. 또한 AI 덕분에 사모펀드의 포트폴리오 가치평가 빈도도 높아질 것이다(그림 1).

그림 1. 포트폴리오 가치평가에 AI를 이용하는 사모펀드 비율 전망



* 'E'는 예측치임.
출처: Deloitte Center for Financial Services analysis.

1. Claire Coe Smith, "Artificial intelligence moves up the private funds agenda," Private Funds CFO, October 2, 2023.

연구 방법론

2023년 말 현재 전 세계 사모펀드 중 약 10%가 투자 기회 파악, 리서치, 딜소싱, 계약 관리, 실사 등 상대적으로 복잡한 활동에 AI 기반 솔루션을 활용하는 것으로 나타났다. 첨단기술의 수용 곡선을 적용하면, 향후 5~7년 사이 동일한 활동에 AI를 도입하는 사모펀드들은 연평균 최소 30% 증가할 것으로 예상된다. 딜로이트는 이 중 포트폴리오 가치평가 등 더욱 고난도의 활동에 AI를 활용하는 사모펀드가 연 평균 약 40%에 달할 것으로 예상된다.

AI 덕분에 강화되는 사모자본 투명성, 개인투자 활성화 기대

최근 수 년간 전 세계 규제당국들이 사모펀드 시장에 대한 개인 투자자들의 접근성을 확대하기 위해 노력을 기울이고 있다. 미국 증권거래위원회(SEC)는 적격투자자(accredited investor)의 요건을 완화해, 기관투자자나 부유한 개인에게 국한되던 사모시장을 금융지식을 보유한 개인에게도 개방토록 했다. 또 유럽연합(EU) 집행위원회는 최근 '유럽 장기투자펀드에 관한 규정'(European Long-term Investment Fund)을 수정해, 개인 투자자들의 사모펀드 시장에 대한 장벽을 낮췄다.²

규제는 개인투자 장벽 낮추기뿐 아니라 정보공개와 투명성을 강화하는 방향으로도 움직이고 있다. SEC는 최근 사모펀드의 성과 보고, 사안별 보고, 감사 보고 규정준수 요건을 확대했다.³ 또 국제증권감독기구(IOSCO)는 현황을 제대로 반영하지 못하는 가치평가를 금융 시스템에 중대한 리스크 요인 중 하나로 지적했다.⁴ EU 유럽증권시장감독청(ESMA)과 영국 금융감독청(FCA)도 동일 사안에 대해 성명을 발표했다.⁵ 규제당국들이 사모시장에 본격적으로 개입하는 만큼, 앞으로 관련 규제는 계속 진화할 것이다. 이에 따라 사모펀드들은 AI를 적극 활용해 포트폴리오 가치평가를 더욱 자주 실시해야 규제요건에 부합할 수 있다.

사모자산은 고수익, 회복력, 다양성 등의 장점이 있어 투자 열기가 뜨겁지만, 그간 투명성과 유동성 부족이 발목을 잡았다. 하지만 가치평가가 더 자주 이뤄지면 투명성이 개선되어 기존의 사모자산 투자자들뿐 아니라 새로 유입되는 개인 투자자들에게도 매력적인 자산클래스가 될 것이다. 뿐만 아니라 투명성이 개선되면 유통시장의 효율성도 개선되고 규모 확대도 더욱 용이해진다. 개인 투자자들에 대한 사모시장의 장벽을 낮추려는 규제당국들도 이러한 변화를 반길 것으로 예상된다.

일부 사모펀드들은 더욱 자주 가치평가를 실시하지만, 대부분은 여전히 분기별로 실시한다. 따라서 포트폴리오에 포함된 기업들로부터 제공된 정보가 사모펀드의 가치평가 모델에 적용되기까지는 수 주 또는 수 개월의 시간차가 발생할 수밖에 없다. 이처럼 가치평가에 적지 않은 시간이 걸린다는 점 때문에 사모자산은 불투명한 자산클래스라는 오명을 벗기가 힘들다. 사모시장 회의론자들은 이처럼 시간차가 발생하는 프로세스 때문에 가격이 현황을 제대로 반영하지 못해 시스템적 리스크를 야기한다고 지적하고 있다.⁶

2. US Securities and Exchange Commission (SEC), "SEC modernizes the accredited investor definition," press release, August 26, 2020; Michael Van Gils and Astrid Peeters, "ELTIF 2.0: What new opportunities does the EU offer investment funds?," Deloitte, April 26, 2023.
3. Maria Gattuso, Ryan Moore, and Sean Collins, "Investment management regulation: Navigating the present, and preparing for the future," Deloitte, April 2024.
4. Board of the International Organization of Securities Commission (IOSCO), Thematic analysis: Emerging risks in private finance, September 2023.
5. Huw Jones, "UK review of private markets to focus on valuing assets," Reuters, October 4, 2023; Deloitte, Financial Markets Regulatory Outlook 2024, 2024.
6. IOSCO, Thematic analysis: Emerging risks in private finance.
7. Vishveshwara Vasa, Bhakti Kundu, and Farrukh Botirzoda, "Private equity's generative AI opportunity is here," Deloitte's M&A Snapshots blog, September 15, 2023; Rafael Canton, "How ChatGPT, generative AI are beefing up PE deal sourcing," PE Hub, June 6, 2023.

사모펀드 포트폴리오에 포함된 기업들은 대부분 최소 분기별로 위탁운용사(GP)들에게 재무 데이터를 공개한다. 하지만 구독자 수, 출하, 앱 사용률, 채용, 매장 유동인구 데이터 등 정형 및 비정형 비(非)재무 성과지표들은 이보다 자주 공개된다. 기존 AI 톨과 더불어 생성형 AI 톨을 도입하면 이러한 비재무 데이터뿐 아니라 최신 언론기사와 산업 업데이트를 수집 및 처리해, 가치평가 방식과 범위를 수정할 수 있다. 주기적 재무 데이터와 비정기적 데이터를 함께 가치평가 모델에 실시간 통합하면 더욱 총체적인 가치평가가 가능해진다.

일부 사모펀드들은 이미 딜소싱(deal, sourcing, 투자 대상 기업 발굴)에 AI를 활용하고 있다.⁷ 이러한 AI 역량은 자연스럽게 매수/매각 전후 프로세스에 모두 도입되어 가치평가를 포함한 포트폴리오 관리에도 적용할 수 있다.

AI로 사모펀드의 포트폴리오 운영이 개선되고 규제 지원이 지속됨에 따라 사모시장에 대한 개인 투자자들의 진입이 더욱 용이해지면, 위탁운용사들은 확대된 투자자 저변을 바탕으로 더욱 많은 자금을 운용할 수 있다. 가치평가를 더욱 자주 실시하는 것이 의무화되지 않더라도, 가치평가의 투명성과 빈도를 개선하면 당연히 투자가 한층 활성화될 것이다.

AI 기반 가치평가, 기관투자자 포트폴리오의 분모효과 경감

포트폴리오 가치평가가 더욱 자주 이뤄지면, 분모효과(denominator effect)에 따른 여러 문제를 완화할 수 있다. 분모효과는 특정 자산클래스의 가치가 하락하면 상대적으로 다른 자산클래스의 비중이 늘어나, 포트폴리오를 재조정해야 하는 경우를 뜻한다. 연기금과 국부펀드와 같은 기관투자자들은 사모자산과 같은 자산클래스에 투자할 수 있는 한도가 있다. 하지만 사모자산은 가치가 주식에 비해 시간차를 두고 반영되기 때문에, 주식시장 약세장이 지속되면 기관투자자들의 포트폴리오 내 사모자산 비중이 상대적으로 늘어나게 된다. 이 같은 분모효과가 발생하면 액티브 발행시장보다 가치평가가 비효율적인 유통시장에서 사모자산을 매각할 수밖에 없다.

이 때 포트폴리오 투명성을 개선하면, 애초에 기관투자자들이 분모효과에 따른 왜곡된 비중 때문에 사모자산을 매각할 이유가 줄어들뿐 아니라, 유통시장에서 매수 압력이 강해져 매수-매도 호가 스프레드가 줄어든다. 또한 투자 대상과 성과에 대한 더 많은 정보를 원하는 기관투자자들의 니즈도 충족시킬 수 있다.⁸

하지만 가치평가 프로세스에 AI를 도입하면 편향성과 환각 등 AI 모델 리스크, 사이버보안 리스크 등도 시스템 내에 같이 들어오는 셈이 된다. 적절한 관리와 감독 시스템을 갖추지 않으면 AI를 도입해 오히려 벌금을 내야 하거나 평판이 악화될 수 있다. SEC는 투자운용사들이 마케팅 자료, 알고리즘 모델, 컴플라이언스 훈련 시스템을 구축하는 데 AI를 어떻게 활용하는지 조사 중이다.⁹ 사모펀드들은 자체 규정과 업계를 선도하는 관리 및 감독 방식을 수립해야 포트폴리오 가치평가 등 핵심 활동에 신 기술을 참신하고도 책임감 있는 방식으로 활용하는 선도자가 될 수 있다.

AI 활용의 핵심 과제는 맞춤형, 유연성, 투명성

포트폴리오 가치평가를 더욱 자주 실시하면 개인 투자자뿐 아니라 기관투자자, 위탁운용사, 규제기관들까지 모두 반길 것이다. 하지만 AI 활용에 대한 이해관계자 우려를 해소해야 한다는 숙제가 남아있다. 이를 위해 다음의 핵심 과제를 실행에 옮겨야 한다.

- ✔ **맞춤화:** AI 솔루션은 개별 사모펀드의 투자 원칙과 가치에 맞춤형으로 개발돼, 포트폴리오 범위, 조정, 추정, 리스크, 방법론 등 가치평가를 어떻게 수행했는지에 대한 애널리스트의 질문에 답할 수 있어야 한다. 예를 들어, AI 톨은 특정 자산간 비교분석(comparable)이 포함 또는 배제된 이유에 대해 애널리스트가 이해할 수 있을 정도의 설명을 제시할 수 있어야 한다.
- ✔ **투명성:** 기관투자자들에게 더 많은 정보와 투명성을 제공하면, AI의 가치평가 프로세스가 AI 특유의 '블랙박스'화 되는 것 아니냐는 우려를 해소할 수 있다. AI 기반 가치평가 방법론을 투명하게 공개하면, 찾아진 가치평가에 변동성이 확대되더라도 기관투자자들이 불안해하지 않을 것이다. 오히려 공공 및 민간 투자를 포함한 포트폴리오의 지속적 관리에 도움이 될 수 있다.
- ✔ **컴플라이언스:** 규제 변화에 기민하게 대응하기 위해, AI 모델은 가치평가 관련 규제 변동 내용을 주기적으로 확인하고 핵심 내용을 정리할 수 있어야 한다. 이후 컴플라이언스 책임자의 승인 하에 업데이트된 가이드라인을 가치평가 프로세스에 통합할 수 있어야 한다. 또한 AI를 활용하는 것 자체로 컴플라이언스 리스크가 발생할 수 있으므로, 사모펀드들은 관련 관리 체계를 마련해야 한다.
- ✔ **훈련:** 다양하고 풍부한 금융 및 비금융 데이터셋으로 AI 모델을 훈련해야, 데이터 편향성에 의한 왜곡된 포트폴리오 가치평가를 방지할 수 있다.
- ✔ **감독:** AI 기반 가치평가 모델은 인간의 개입 없이 결과를 도출할 수 있지만, 결과물의 정확성과 설명가능성을 확보하기 위해 특히 프로세스의 초기 단계에서는 사람의 감독이 반드시 필요하다. 애널리스트들이 가치평가 프로세스의 세부내용을 점검할 수 있어야 하고, 어떤 단계에서든 프로세스의 수정이 가능해야 한다.

책임감 있는 방식으로 AI를 활용해 포트폴리오 가치평가를 더욱 자주 실시하면, 자원 투입을 대폭 늘리지 않고도 가치평가에 대한 이해관계자들의 만족도를 높일 수 있다. 특히 가치평가 프로세스를 투명하게 공개할수록 최신 투자 정보를 원하는 신규 투자자들을 끌어들이는 데 유리하다. AI로 증강된 포트폴리오 가치평가 덕분에 사모자산은 불투명한 자산클래스라는 오명을 벗고 한층 활성화될 가능성이 커지고 있다.

8. Institutional Limited Partners Association (ILPA), ILPA Principles 3.0: Fostering transparency, governance and alignment of interests for general and limited partners, June 2019.
 9. Richard Vanderford, "SEC probes investment advisers' use of AI," Wall Street Journal, December 10, 2023.