

## 米国プライベート・エクイティ・ファームが展開する 資産集約型再保険事業

岡田 功太

### ■ 要 約 ■

1. 近年、米国大手プライベート・エクイティ・ファーム傘下の資産集約型再保険会社（以下、PE 傘下資産集約型再保険会社）が台頭している。PE 傘下資産集約型再保険会社は、①一般勘定の運用を親会社の PE ファームに委託する、②外部の保険会社から保険を引き受けて、一般勘定の規模及び同 PE ファームへの運用委託額を増加させる、という事業を展開している。
2. PE 傘下資産集約型再保険会社は、外部の保険会社から保険を引き受ける際、規制・税制上の恩恵を享受しながら、一般勘定の増加を図るべく、バミューダの再保険子会社を活用している。その上で、一般勘定の運用にあたって、親会社（PE ファーム）を通じて、証券化商品及びプライベート・クレジットに積極的に投資している。
3. 米国規制当局は、PE 傘下資産集約型再保険会社が、①低流動性資産への投資額を増加させていること、②他の金融機関等との相互関連性を強めていること等を踏まえた上で、マクロ・プルーデンスの観点から、PE 傘下資産集約型再保険会社の潜在的なシステムック・リスクについて、モニタリングを行う必要性について言及している。
4. PE 傘下資産集約型再保険会社は、日本の保険会社からも受再している。PE 傘下資産集約型再保険会社の潜在的なシステムック・リスクに係る米国規制当局の動向や、同リスクが顕在化した場合の日本への波及経路について、注視する必要があるといえよう。

### 野村資本市場研究所 関連論文等

- ・岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォーターリー』2021年秋号。
- ・岡田功太、橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場－銀行融資の代替と資産運用業の新展開－」『野村資本市場クォーターリー』2024年夏号。
- ・岡田功太、中村美江奈「米国保険会社が展開する年金バイアウト」『野村資本市場クォーターリー』2025年冬号。

## I 再保険事業を構築するプライベート・エクイティ・ファーム

近年、米国における一部の大手プライベート・エクイティ（以下、PE）・ファームは、保険会社を買収した上で、再保険事業の構築に取り組んでいる。全米保険監督官協会（以下、NAIC）によると、米国PEファームが少額出資・支配している米国保険会社（以下、PE傘下保険会社）は、2018年末の90社から2023年末には137社と増加傾向にあるという（図表1）<sup>1</sup>。また、PE傘下保険会社が保有する現金及び投資資産の総額は、2018年末時点の約3,139億ドルから2023年末には約6,057億ドルとなっており、米国保険会社が有する現金及び投資資産の総額の約7%（2023年末時点）を占めている。

PE傘下保険会社は、親会社（PEファーム）の運用資産の増加を図るべく、再保険事業に注力している。すなわち、PE傘下保険会社は、①一般勘定（General Account）<sup>2</sup>の運用にあたって、親会社（PEファーム）に運用委託する、②外部の保険会社と再保険契約を締結し、保険契約上の責任を引き受けることで資産を増加させ、PE傘下保険会社の一般勘定等の資産及び親会社（PEファーム）への運用委託額を増加させる、というビジネスモデルを構築している。

米国の大手PEファームであるKKR（Kohlberg Kravis Roberts & Co.）を例に挙げると、同社はPEファンドやプライベート・クレジット・ファンド等の運用を担う資産運用事業を展開し、傘下のグローバル・アトランティックは、保険商品の組成・販売等の保険事業や外部の保険会社からリスクを引き受ける再保険事業を展開している。グローバル・アトランティックの再保険事業の特徴は、外部の保険会社から保険契約上の責任及び資産を引き受けることで、①同社の一般勘定等の資産の増加、②同社の一般勘定の運用委託先であるKKRの運用資産の増加を図っている、という点である。実際、KKRの運用資産総額の約35%は、同社傘下のグローバル・アトランティックから受託したものである（2023年末時点）。

以上のように、外部の保険会社との再保険契約の締結を通じて資産の拡大を図り、その資産（一般勘定）の運用を通じて、運用益の獲得を追求する再保険会社は、資産集約型再保険会社（Asset Intensive Reinsurance Company）と呼称されている<sup>3</sup>。

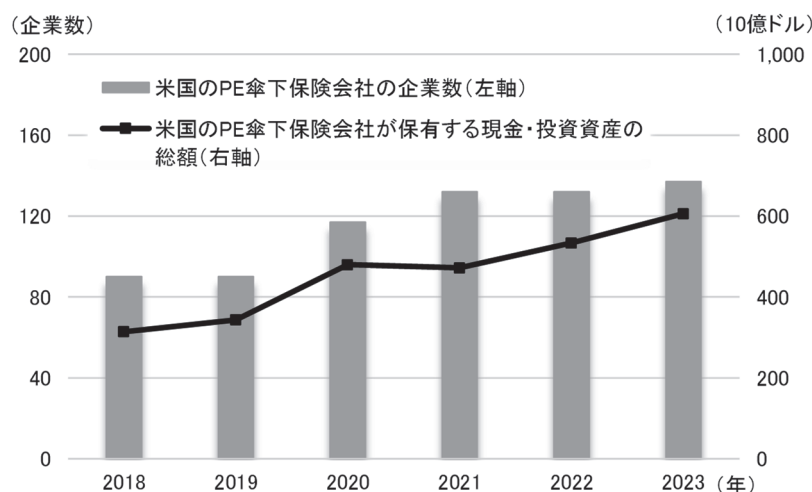
本稿では、PEファーム傘下の資産集約型再保険会社（以下、PE傘下資産集約型再保険会社）について、ビジネスモデルの特徴、バミューダの再保険子会社を通じて展開する再保険事業の概要、一般勘定の運用手法の特徴、米国規制当局のスタンスについて紹介した上で、今後の注目点を示す。

<sup>1</sup> National Association of Insurance Commissioners, “Number of Private Equity-Owned U.S. Insurers Remains Constant, But Total Investments Increase by Double Digits in 2023,” November 6, 2023.

<sup>2</sup> 一般勘定とは、保険会社及び再保険会社が保険料等から成る資産を運用する勘定を指す。

<sup>3</sup> Bermuda Monetary Authority, “The Evolution of Asset Intensive Insurance: Update to the Supervision and Regulation of Private Equity (PE) Insurers in Bermuda White Paper,” December 16, 2024.

図表 1 米国の PE 傘下保険会社の企業数及び保有する現金・投資資産の総額



(出所) NAIC より野村資本市場研究所作成

## II PE ファームの成長を支える資産集約型再保険会社

以下では、保険事業および再保険事業の概要を踏まえた上で、保険会社、資産集約型再保険会社、PE 傘下資産集約型再保険会社のビジネスモデルについて紹介する。

### 1. 資産集約型再保険会社の特徴

一般的に、保険会社（元受保険会社）は、保険契約を再保険に出す（出再）ことを通じて、資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力の確保を図ることができる一方、再保険会社は、再保険を引き受ける（受再）ことで元受保険会社から再保険料を取得した上で、元受保険会社から引き受けた保険契約に伴うリスクを管理しつつ、一般勘定ないしグループ資産運用会社の運用資産の拡大を図ることができる<sup>4</sup>。このようにして保険会社は、保険商品の組成・販売事業を持続的に行うために、①自社あるいはグループ資産運用会社の運用力の向上や、②資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力の確保を目的とした出再に取り組んでいる。

資産集約型再保険会社の場合、一般的な保険会社と同様に保険商品の組成・販売事業を展開することもあるが（詳細は後述）、再保険の活用目的に特徴がある。すなわち、資産集約型再保険会社は、資産（一般勘定）の運用に注力し、運用益を獲得するために、外部の保険会社からの受再を通じて、資産の拡大を図っている。

その上で、PE 傘下資産集約型再保険会社の場合、①一般勘定の運用にあたって、親会社

<sup>4</sup> 出再をブロックの売却、受再をブロックの買収と呼称する場合がある。ブロックとは保険契約群のことを指す。なお、旧保険契約を対象として資産・負債を移転する再保険をブロック再保険（Block Reinsurance）、新保険契約を対象として資産・負債を移転する再保険をフロー再保険（Flow Reinsurance）と呼称する。

(PE ファーム) に運用委託する、②外部の保険会社からの受再を通じて、自身の一般勘定の増加及び親会社 (PE ファーム) への運用委託額の増加を図る、というビジネスモデルを構築している。このような事業を展開することで、PE 傘下資産集約型再保険会社は、親会社 (PE ファーム) への運用委託を通じて運用益の獲得を目指している。一方、PE ファームは、傘下の資産集約型再保険会社から運用委託を請け負うことで運用資産を増加させ、マネジメント・フィー及びパフォーマンス・フィーの増加を図っている。

## 2. PE 傘下資産集約型再保険会社の分類

PE 傘下資産集約型再保険会社は、①再保険事業のみを展開しているケース、②再保険事業及び保険商品の組成・販売事業の両方を行っているケースに大別される。

上記①に該当するケースとして、シックス・ストリート傘下のタルコットが挙げられる (図表 2)。タルコットは、ハートフォードのクロズドブロック (新規引受を停止した保険契約群) を分離・独立させることで設立された資産集約型再保険会社であり、2021年にシックス・ストリートによって買収されて以降、一般勘定の運用については、シックス・ストリートに運用委託している。足元、タルコットは、アリアンツやプリンシパル等の大手保険会社から受再し、タルコット自身の資産の増加やシックス・ストリアートの運用資産総額の増加を図っている<sup>5</sup>。

他方で、上記②に該当するケースとして、KKR 傘下のグローバル・アトランティックが挙げられる。同社は、ゴールドマン・サックス (以下、GS) が 2004 年に設立した資産集約型再保険会社であり、2005 年以降に複数の保険会社の買収を行うことで、銀行・証券会社・独立代理店等の保険の販売網との関係を構築し、保険商品の組成・販売事業に参入している。その後、グローバル・アトランティックは、2013 年に GS から独立し、2021年に KKR の傘下に入っている。

足元、グローバル・アトランティックは、保険商品の組成・販売事業を展開しながらも、メットライフやマニユライフ等の大手保険会社から受再し、グローバル・アトランティック自身の資産の増加や KKR の運用資産総額の増加を図っている。

なお、ブラックストーンについては、2022 年 10 月にレゾリューションライフ<sup>6</sup>という資産集約型再保険会社と提携・出資したが、2024 年 12 月にレゾリューションライフに係る持分を日本生命に売却することに合意した。ただし、ブラックストーンは、今後もレゾリューションライフの一般勘定の運用について、運用委託を請け負う予定である<sup>7</sup>。

<sup>5</sup> シックス・ストリートは 2025 年 1 月に、大手保険会社ノースウエスタン・ミューチュアルとの提携を公表した。この提携は、シックス・ストリートが、①ノースウエスタン・ミューチュアルから少額出資を受け、②ノースウエスタン・ミューチュアルの一般勘定の運用委託を請け負う、というものである。このように、シックス・ストリートは、傘下の資産集約型再保険会社だけではなく、提携先の保険会社からも一般勘定の運用を受託している。

<sup>6</sup> レゾリューションライフは、2018 年にシメトラ (住友生命傘下の保険会社)、2021 年にボヤ・フィナンシャル及びアリアンツ、2022 年に第一生命、2024 年に日本の保険会社 (社名非公表) 等から受再している。

<sup>7</sup> ブラックストーンは、レゾリューションライフ以外に、コアブリッジ (旧 AIG)、エバーレイク、F&G 等の保険会社と提携 (出資を含む) しており、これら保険会社の一般勘定の運用委託を請け負っている。

図表 2 主要な PE 傘下資産集約型再保険会社の一覧

PE ファームの 名称	資産集約型 再保険会社の 名称	資産集約型 再保険会社の 分類	資産集約型再保険会社の概要
アポロ	アテネ	再保険事業 及び保険商品 の組成・販売 事業の両方を 展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>2009年にアポロが設立。2011年以降にプレジデンシャル・ライフやアビバの米国事業等の保険会社を買収し、保険商品の組成・販売事業に参入。2021年にアポロの傘下に入る。</li> <li>2017年にボヤ・ファイナンシャル、2018年にリンカーン、2020年にジャクソン・ナショナル・ライフ、2023年にFWD生命(旧富士生命)から受再。</li> </ul>
アレス	アスピーダ	再保険事業 及び保険商品 の組成・販売 事業の両方を 展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>アレスは2019年に、同社傘下にアスピーダという子会社を設立。アスピーダが2019年にパボニア・ライフの子会社を買収し、保険商品の組成・販売事業に参入。</li> <li>アスピーダは2020年に、フィデリティ・ナショナル・フィナンシャル傘下の再保険子会社であったF&amp;Gを買収し、再保険事業を強化。</li> <li>2022年に日本の保険会社(社名非公表)から受再。</li> </ul>
カーライル	フォーティテュード	再保険事業の みを展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>AIG傘下の再保険子会社であったフォーティテュードは2020年に、カーライル及びT&amp;Dホールディングスによって買収される。</li> <li>カーライルの傘下に入った後、2022年にブルデンシャルの子会社を買収。</li> <li>2022年に日本の保険会社(社名非公表)、2023年にリンカーンから受再。</li> </ul>
KKR	グローバル・ アトランティック	再保険事業 及び保険商品 の組成・販売 事業の両方を 展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>2004年にGSが設立。2005年以降にアルメリア・ライフ等の保険会社を買収し、保険商品の組成・販売事業に参入。2013年にGSから独立。2021年にKKRの傘下に入る。</li> <li>2021年にアメリプライズ、2022年にアクサ及びエクイタブル、2023年にメットライフ、2024年にマニユライフから受再。</li> </ul>
シックス・ ストリート	タルコット	再保険事業の みを展開	<ul style="list-style-type: none"> <li>2018年にハートフォードのクローズドブックを分離・独立させることで設立。2021年にシックス・ストリートの傘下に入る。</li> <li>2021年にリンカーン及びアリアンツ、2022年にプリンシパル及びガーディアン、2024年に第一フロンティア生命から受再。</li> </ul>

(出所) 各種資料より野村資本市場研究所作成

### III バミューダにおいて発展する資産集約型再保険事業

一部の PE 傘下資産集約型再保険会社は、再保険事業を展開するにあたって、バミューダの再保険子会社を活用している。以下では、バミューダの再保険子会社が担う役割やバミューダにおいて再保険市場が発達した要因について紹介する。

#### 1. 外部保険会社からの更なる受再を目的とした再保険子会社

一部の PE 傘下資産集約型再保険会社は、規制・税制上の恩恵（詳細は後述）を享受すべく、バミューダに設立した再保険子会社（以下、オフショア再保険子会社）を活用し

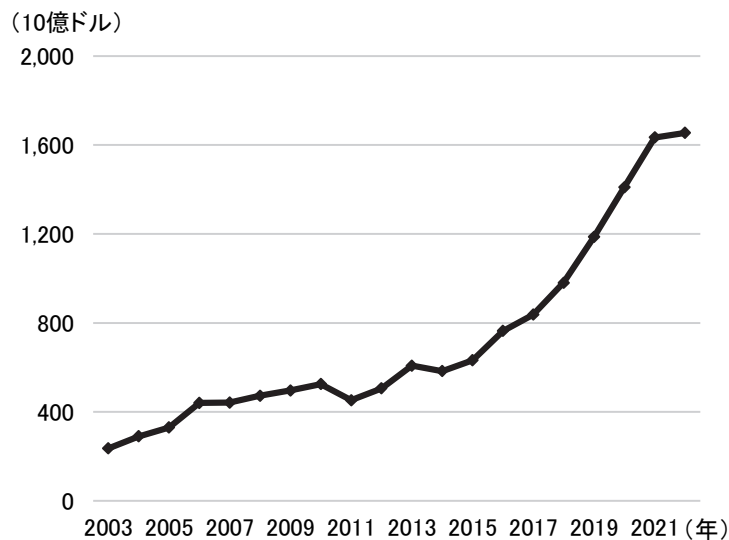
ている。例えばアレス傘下のアスピーダは、2022年に日本の保険会社（社名非公表）と再保険契約を締結しているが、受再会社はアスピーダ・ライフ・リーというオフショア再保険子会社であった。アスピーダ・ライフ・リーは、アレスに一般勘定の運用を委託している<sup>8</sup>。

また、シックス・ストリート傘下のタルコットは、バミューダにタルコット・ライフ・リーというオフショア再保険子会社を有している。タルコットは、2021年にリンカーン及びアリアンツ、2022年にプリンシパル及びガーディアン、2024年に第一フロンティア生命と再保険契約を締結しているが、この大半の再保険契約における受再会社は、タルコット・ライフ・リーであった。なお、タルコット・ライフ・リーは、一般勘定の運用については、シックス・ストリートに運用委託している。

以上のように、一部のPE傘下資産集約型再保険会社は、再保険事業を行う際、①オフショア再保険子会社と外部の保険会社が再保険契約を締結し、オフショア再保険子会社が受再会社となる、②オフショア再保険会社の一般勘定の運用を親会社（PEファーム）に委託する、というビジネスモデルを構築している。

なお、バミューダ金融庁（Bermuda Monetary Authority）によると、一部のPE傘下資産集約型再保険会社が、オフショア再保険会社を通じて再保険事業を強化していることもあり、バミューダの保険会社・再保険会社の資産総額は、2013年末時点の約6,080億ドルから2022年末時点の約1.65兆ドルと3倍近くまで増加しているという<sup>9</sup>（図表3）。

図表3 バミューダの保険会社・再保険会社の資産総額の推移



（出所）バミューダ金融庁より野村資本市場研究所作成

<sup>8</sup> アスピーダは2025年2月に、Tロウ・プライス及び同社傘下のオークヒル・アドバイザーズとの提携を公表した。この提携は、①アスピーダ、Tロウ・プライス、オークヒル・アドバイザーズが共同で新たな商品を開発する、②アスピーダの一般勘定の運用の一部をオークヒル・アドバイザーズが受託する、というものである。つまり、今後、アスピーダの一般勘定の運用は、アレス及びオークヒル・アドバイザーズが分担して担う予定である。

<sup>9</sup> Bermuda Monetary Authority, “Annual Report 2023,” July 15, 2024.

## 2. 新たな保険の引受能力の確保を目的としたサイドカーの活用

### 1) 資産集約型再保険会社・PEファーム・外部投資家が展開する再保険事業

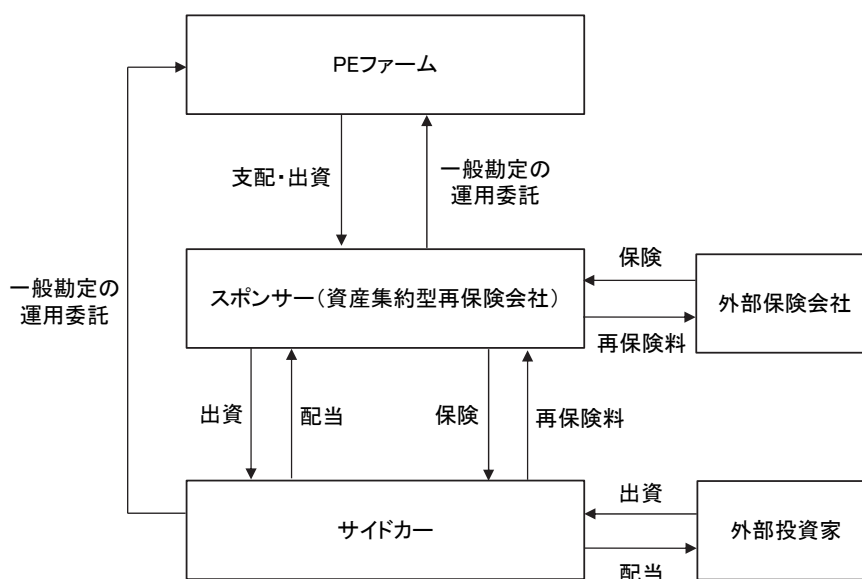
一部の PE 傘下資産集約型再保険会社は、オフショア再保険子会社とは別に、サイドカー（Sidecar）と呼称されるバミューダの再保険子会社を活用している。

前述の通り、資産集約型再保険会社は、バミューダにオフショア再保険会社を設立し、外部の保険会社からの受再を通じて、資産を拡大させている。一方、サイドカーとは、スポンサーたる PE 傘下資産集約型再保険会社が、外部投資家と共同出資することで設立したバミューダの再保険子会社であり、主にスポンサーからの受再を通じて、資産の拡大を図っている（図表 4）。なお、ここでいう外部投資家とは、大手金融機関、PE ファーム、政府系ファンド等を指す。

サイドカーの設立を通じて、①スポンサーである PE 傘下資産集約型再保険会社は、サイドカーに出再することで、資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力の確保を図ることができる、②PE ファーム（スポンサーである資産集約型再保険会社の親会社）は、サイドカーの一般勘定の運用委託を請け負うことができる、③外部投資家は、サイドカーから配当を得ることができる。

アポロ傘下のアテネを例に挙げると、同社は 2019 年に ACRA（Athene Co-Invest Reinsurance Affiliate Holding）、2023 年に ACRA2（Athene Co-Invest Reinsurance Affiliate Holding 2）というサイドカーを 2 社設立し、外部投資家から合計約 52 億ドル（ACRA が約 32 億ドル、ACRA2 が約 20 億ドル）の資金を調達した。アテネは、

図表 4 サイドカーの仕組み



（注） 図表内の「保険」とは、「保険契約上の責任」を指す。

（出所） 各種資料より野村資本市場研究所作成

ACRA 及び ACRA2 に出再することで、資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力の確保を図っている<sup>10</sup>。なお、ACRA 及び ACRA2 は、一般勘定の運用については、アポロに運用委託している。

## 2) サイドカーを通じて資産集約型再保険事業に参入する大手保険会社

足元、マスマチュアル、プルデンシャル、メットライフ等の大手保険会社が、スポンサーとして、外部投資家と共にバミューダにサイドカーを設立し、資産集約型再保険事業に参入している（図表 5）。

図表 5 主要なサイドカーの一覧

サイドカーの名称	サイドカーの設立時期	サイドカーの概要
ACRA	2019 年	ACRA は、アポロ傘下のアテネが、外部投資家と約 32 億ドルを出資することで設立。ACRA の一般勘定運用はアポロが担当。
アイビー・リー	2020 年	アイビー・リーは、KKR 傘下のグローバル・アトランティックが、外部投資家と約 10 億ドルを出資することで設立。アイビー・リーの一般勘定運用は KKR が担当。
マルテッロ・リー	2022 年	マルテッロ・リーは、①マスマチュアルがクローズドブックを出再し、②マスマチュアル及びセンターブリッジ等が約 16.5 億ドルの出資をすることで設立。マルテッロ・リーの一般勘定運用は、ベアリングス（マスマチュアル傘下の資産運用会社）及びセンターブリッジが担当。
アイビー・リー2	2023 年	アイビー・リー2 は、KKR 傘下のグローバル・アトランティックが、外部投資家と約 24 億ドルを出資することで設立。アイビー・リー2 の一般勘定運用は KKR が担当。
ACRA2	2023 年	ACRA2 は、アポロ傘下のアテネが、外部投資家と約 20 億ドルを出資することで設立。ACRA2 の一般勘定運用はアポロが担当。
プリズミック・リー	2023 年	プリズミック・リーは、①プルデンシャルがクローズドブックを出再し、②プルデンシャル及びウォーバーグ・ピンカスが約 10 億ドルの出資を行い、③野村ホールディングス等の外部投資家から出資を募ることで設立。プリズミック・リーの一般勘定運用は、PGIM（プルデンシャル傘下の資産運用会社）及びウォーバーグ・ピンカスが担当。
ルビー・リー	2023 年	ルビー・リーは、①大手再保険会社の RGA (Reinsurance Group of America) がクローズドブックを出再し、②RGA 及びゴラブ・キャピタルが出資を行い、③アライアンス・バーンスタイン等の外部投資家から出資を募ることで設立。ルビー・リーの一般勘定運用は、ゴラブ・キャピタルが担当。なお、RGA は、ルビー・リーへの出再を通じて、資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力を確保した上で、2024 年に東京海上日動あんしん生命、かんぽ生命から受再。
チャリオット・リー	2024 年	チャリオット・リーは、①メットライフがクローズドブックを出再し、②メットライフ及びジェネラル・アトランティックが約 10 億ドルの出資を行い、③チャブ等の外部投資家から出資を募ることで設立。チャリオット・リーの一般勘定運用は、メットライフ・インベストメント・マネジメント及びジェネラル・アトランティックが担当。

（出所）各種資料より野村資本市場研究所作成

<sup>10</sup> アテネは 2021 年 8 月に、年金パイアウトを通じて、ロッキード・マーティンの年金プランから約 49 億ドルの債務の移転を受け入れた。同時に、アテネは、年金債務を受け入れる財務的リソースを確保すべく、ACRA への出再を通じて資本効率の向上を図った。このように、年金パイアウトと再保険を組み合わせるスキームを PRT 再保険（Pension Risk Transfer Reinsurance）と呼称する。なお、年金パイアウトの詳細は、岡田功太・中村美江奈「米国保険会社が展開する年金パイアウト」『野村資本市場クォーターリー』2025 年冬号を参照。

例えば、メットライフは2024年12月に、バミューダにチャリオット・リーというサイドカーを設立した。具体的には、①メットライフが自身のクローズドブックをチャリオット・リーに出再し、②メットライフ及び大手PEファームのジェネラル・アトランティックが、チャリオット・リーに約10億ドルの出資を行い、③メットライフ及びジェネラル・アトランティックが、大手損保会社のチャプ等の外部投資家から出資を募ることで、チャリオット・リーを設立した。なお、チャリオット・リーは、メットライフ・インベストメント・マネジメント及びジェネラル・アトランティックに一般勘定の運用を委託している<sup>11</sup>。

チャリオット・リーの設立は、メットライフ及びジェネラル・アトランティックの双方にメリットをもたらす。メットライフは、チャリオット・リーへの出再を通じて、資本効率の向上及び新たな保険の引き受け能力の確保を図ることが可能であり、ジェネラル・アトランティックは、チャリオット・リーから運用委託を請け負うことを通じて、運用資産総額の増加を図ることができる。

### 3. バミューダの再保険市場の特徴

#### 1) 米国よりも魅力的な税制・規制

資産集約型再保険会社や保険会社が、バミューダにオフショア再保険子会社及びサイドカーを設立し、再保険事業を展開している理由として、同諸島の税制・規制が、米国と比べて魅力的であるという点が挙げられる。

バミューダは、タックスヘイブンとして知られており、法人税はない。米国の連邦法人税が一律21%であることを踏まえると、米国の資産集約型再保険会社には、バミューダに再保険子会社を設立し、同社に出再するインセンティブがある。

また、バミューダは、世界の再保険市場の中心地<sup>12</sup>の一つとして、保険会社にとって魅力的な規制枠組みを構築している。例えば、米国の保険会社は、一般勘定の運用を行う際、NAICが規定する「保険会社の投資に関するモデル法<sup>13</sup> (Investment of Insurers Model Act)」に基づいて、投資先のアセットクラスの種類や投資比率の上限値等に係る制約を受けている。

他方で、バミューダの再保険会社は、一般勘定の運用を行うにあたって、バミューダ金融庁が規定する「保険会社の行動規範 (The Insurance Code of Conduct)」に基づ

<sup>11</sup> メットライフ・インベストメント・マネジメント及びジェネラル・アトランティックの役割分担の詳細については公表されていない。

<sup>12</sup> バミューダ周辺の海域は、岩礁が多く、難破等の事故が多発したこともあり、バミューダにおいては1950年代頃から貨物保険業及び船舶保険業が発達した。それ以来、バミューダの首都ハミルトンには、数多くの再保険会社が拠点を有している。なお、バミューダは英領であり、通貨のバミューダ・ドルは米ドルと等価で固定されている。

<sup>13</sup> モデル法とは、各州政府が州法を制定する際に参照する法規範を指す。米国では、各州政府が保険会社を所管している。各州政府が異なる州法を制定した場合、統一的な保険規制の枠組みを構築することができないため、各州政府はNAICが策定したモデル法を採択するというアプローチが採用されている。

いて、投資先のアセットクラスの種類や投資比率の上限値等を自主的に決定することが認められている。

要するに、バミューダ金融庁は、保険会社の一般勘定の運用に係る規制を行うにあたって、プリンシプル・ベース・アプローチを採用しており、米国が採用しているルール・ベース・アプローチと比べると、再保険会社に対して柔軟かつ自由度の高い運用を行うことを容認している。

## 2) バミューダ・米国の再保険事業に係る規制環境の整備

バミューダは、世界のタックスヘイブンの中でも、唯一、NAIC から相互管轄区域 (Reciprocal Jurisdiction) として認定されている。

従前、米国外の再保険会社が米国の保険会社から受再する際、当該再保険会社は、引受負債相応額の 100%以上の担保を確保することが NAIC により義務付けられていた (以下、再保険担保規制)。この規制は、一律の担保要件を課すことにより、当該再保険会社が所在する国・法域の保険規制・監督システムの頑健性や米国市場の健全性及び消費者保護が実現できる、という考え方に基づくものであった<sup>14</sup>。

もともと、米国外の再保険会社が、再保険担保規制を遵守するには、担保資産を米国拠点にて保有する必要があると、資本を投資等に有効活用できなかった。そのため 2000 年代に入ってから、特に欧州諸国の規制当局が NAIC に対して、再保険担保規制の改廃を要請し始めた<sup>15</sup>。これを受けて、NAIC は 2019 年に、再保険モデル法 (Credit for Reinsurance Model law) を改正し、米国外の再保険会社が相互管轄区域<sup>16</sup>に所在している場合、再保険担保規制の遵守を免除することとした。

NAIC は 2020 年に、バミューダを相互管轄区域として認定した。これにより、バミューダの再保険会社と米国の保険会社は、従前よりも効率良く再保険契約を締結することが可能となった。

なお、バミューダ金融庁は 2016 年に、欧州保険年金監督機構 (EIOPA) から保険監督制度及びソルベンシー規制に係る同等性の認定を得ている。すなわち、バミューダの保険会社は、バミューダ金融庁の保険監督制度及びソルベンシー規制を遵守することによって、欧州連合 (EU) 域内での事業活動が可能となっている。

以上を踏まえると、資産集約型再保険会社が、バミューダのオフショア再保険子会社及びサイドカーの活用を選好する理由として、①法人税がないこと、②一般勘定の運用規制がプリンシプル・ベース・アプローチであること、③米国の保険会社と円滑に再保険契約を締結できる規制環境が整備されていることが挙げられる。

<sup>14</sup> National Association of Insurance Commissioners, “U.S. Reinsurance Collateral White Paper,” March 5, 2006.

<sup>15</sup> 日本、スイス、バミューダ、欧州諸国等の主な再保険市場の規制当局は、クロスボーダーの再保険取引に対して担保要件を課していない。

<sup>16</sup> 米国と同等な保険規制・監督システムを有すると評価・判断された国・法域を指す。相互管轄区域の詳細は、NAIC のウェブサイト (NAIC List of Reciprocal Jurisdictions) を参照。

## IV クレジット投資を積極的に行う資産集約型再保険会社

前述の通り、資産集約型再保険会社は、オフショア再保険子会社及びサイドカーを通じて受再し、資産を拡大させている。その上で、資産集約型再保険会社は、運用委託先の親会社（PEファーム）を通じて、一般勘定を運用している。

資産集約型再保険会社は、米国保険会社と同様に、一般勘定の50~60%を社債に配分しているが、証券化商品やプライベート・クレジット等にも投資している。NAICの推計によると、米国の資産集約型再保険会社（オフショア再保険子会社及びサイドカーを除く）の一般勘定と、米国保険会社全体の一般勘定を比較すると、前者の証券化商品及びプライベート・クレジットへの配分比率は、後者の約1.7倍（推定値）であったという（2023年末時点）<sup>17</sup>。

加えて、バミューダ金融庁の推計によると、一般勘定に占める証券化商品の割合は、米国保険会社（資産集約型再保険会社を含む）が約16%、バミューダの保険会社及び再保険会社が約18%であったという（2022年末時点）<sup>18</sup>。オフショア再保険子会社及びサイドカーについても、運用委託先の親会社（PEファーム）を通じて、ローン担保証券（CLO）、住宅ローン担保証券（RMBS）、商業不動産担保証券（CMBS）等に積極的に投資しているといえる。

従前、PEファームは、企業等のパイアウトを行う投資ファンド運営者として資産運用事業を展開していたが、傘下の資産集約型再保険会社の成長と共に、証券化商品及びプライベート・クレジット運用も行う総合的なオルタナティブ資産運用会社へと変貌を遂げている<sup>19</sup>。

例えば、ブラックストーンの運用資産総額（約1兆1,272億ドル）に占めるPEファンドの割合は約31%、クレジット・ファンド（社債、証券化商品、プライベート・クレジット等に投資するファンド）の割合は約33%となっている（2024年末時点）。ブラックストーンは今後10年以内に、クレジット・ファンドの運用資産総額を1兆ドルに増やすという目標を掲げている。また、カーライルのクレジット・ファンドの運用資産総額（約1,540億ドル）は、PEファンドの運用資産総額（約980億ドル）の約1.6倍であり、同社全体の運用資産総額（約3,040億ドル）に占める割合は約51%となっている（2024年末時点）。

<sup>17</sup> 前掲脚注1を参照。

<sup>18</sup> Bermuda Monetary Authority, "Liquidity Risk in the Bermuda Long-term Insurance Market," August 30, 2024.

<sup>19</sup> オルタナティブ運用会社のビジネスモデルの変化については、岡田功太「米国のオルタナティブ・ファンド事業の新潮流」『野村資本市場クォーターリー』2021年秋号を参照。

## V マクロ・プルーデンスの視点に立った評価の必要性

PE 傘下資産集約型再保険会社の存在感が増す中、米国連邦議会議員や規制当局は相次いで懸念を表明している。シェロッド・ブラウン上院議員（当時）は 2022 年 3 月に、PE ファーム及び PE 傘下資産集約型再保険会社が、証券化商品及びプライベート・クレジットへの投資を積極的に進める中、この投資に関するリスク管理が不十分であった場合、保険契約者の退職資産は十分に保護されるのか、という懸念を表明し、NAIC 及び連邦保険局に対して、PE 傘下資産集約型再保険事業に係るリスクを分析するよう要請した<sup>20</sup>。

国際通貨基金（以下、IMF）及び金融監督評議会（以下、FSOC）によると、PE 傘下資産集約型再保険会社の台頭によって、米国の PE ファーム及び保険会社、バミューダの再保険会社、サイドカーに出資している外部投資家、PE ファンドの投資先企業、プライベート・クレジット・ファンド<sup>21</sup>の投資（融資）先企業等の相互関連性が高まっているという。

例えば、アポロは傘下に、資産集約型再保険会社（アテネ）だけではなく、証券会社（アトラス SP パートナーズ）も有している。アトラス SP パートナーズは、米国有数の証券化商品のアレンジャーであり、2024 年にマスマチュアルから出資を受け、BNP パリバから約 50 億ドルの融資コミットメントを得ている<sup>22</sup>。PE ファーム、資産集約型再保険会社、銀行、証券会社等の相互関連性は高まっている可能性がある。

その上で、IMF 及び FSOC は、PE 傘下資産集約型再保険会社が、証券化商品及びプライベート・クレジット等の低流動性資産の保有額を増加させていること等を踏まえると、市場にストレスがかかった場合、PE 傘下資産集約型再保険会社を中心としたシステムミック・リスクが顕在化する可能性はないのか、モニタリングを行う必要性について言及している<sup>23</sup>。このように、PE ファーム傘下資産集約型再保険会社は、マクロ・プルーデンスの観点から、システムミック・リスクに係る評価をすべき対象として注目を集めている<sup>24</sup>。

PE 傘下資産集約型再保険会社は、資産の拡大や証券化商品及びプライベート・クレ

<sup>20</sup> Sen. Sherrod Brown (D-OH), “Brown Presses Admin to Study How Private Equity Companies Are Endangering Workers’ Retirements,” March 16, 2022.

<sup>21</sup> 足元、米国では、大手銀行がプライベート・クレジット・ファンド運用会社に出資し、同社のファンドが企業にレバレッジドローン等の融資を行う、というビジネスモデルが構築されており、大手銀行とプライベート・クレジット・ファンドの関係が強まっている。プライベート・クレジット・ファンドの詳細は、岡田功太、橋口達「拡大する米国のプライベート・デット・ファンド市場—銀行融資の代替と資産運用業の新展開—」『野村資本市場クォーターリー』2020年夏号を参照。

<sup>22</sup> アポロのクレジット・ファンドの運用資産総額（約 4,805 億ドル）は、同社全体の運用資産総額（約 6,508 億ドル）の約 74%を占めている（2024 年末時点）。このようなビジネスの実態を踏まえると、アポロは、PE ファーム（あるいは総合的なオルタナティブ資産運用会社）というよりも、クレジット運用会社であるといえる。

<sup>23</sup> Financial Stability Oversight Council, “Annual Report 2024,” December 6, 2024; International Monetary Fund, “Global Financial Stability Note: Private Equity and Life Insurers,” December 19, 2023.

<sup>24</sup> 英国健全性監督機構（PRA）及び欧州保険年金監督局（EIOPA）も、資産集約型再保険会社に係る潜在的なリスクを注視している（The Prudential Regulation Authority, “Feedback on the PRA’s preliminary thematic review work on funded reinsurance arrangements,” June 15, 2023; The European Insurance and Occupational Pensions Authority, “EIOPA issues supervisory statement on supervision of run-off undertakings,” April 7, 2022）。

ジットへの投資を行うにあたって、日本の保険会社<sup>25</sup>から受再している。そうした中、米国規制当局が、PE 傘下資産集約型再保険会社に係るシステム・リスクについて、どのような評価を下すのか、顕在化の抑止を目的とした新たな規制<sup>26</sup>を策定するのか、顕在化した場合、どのような経路を経て日本経済に影響を及ぼし得るのか、注視する必要があるといえよう。

---

<sup>25</sup> “KKR, Apollo Tap \$5.8 Trillion in Japan Life Insurance for Assets,” *Bloomberg*, February 12, 2025.

<sup>26</sup> NAIC は、米国における資産十分性要件（Asset Adequacy Test）の導入について検討を開始している。資産十分性要件とは、出再者である保険会社に対して、出再された負債に対応する資産の質・量が十分なのか、事前に検証することを義務付ける規制である。