



TENIZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Brighthouse Financial и Aquarian Holdings: арбитражная возможность на стыке страхования и private credit



Brighthouse
FINANCIAL



Данный аналитический материал не является инвестиционной рекомендацией. Мы убеждены, что основную часть инвестиций следует размещать в инструментах с фиксированной доходностью. Но учитывая интерес клиентов к акциям, мы предоставляем аналитические обзоры без рекомендации к покупке.

AQUARIAN®

Brighthouse Financial и Aquarian Holdings: арбитражная возможность на стыке страхования и private credit

Компанию Brighthouse Financial (BHF) покупают за \$70 наличными за акцию. Акция торгуется по \$59–60. Если сделка закроется — а она должна закрыться до конца 2026 года — инвестор зарабатывает порядка 17% за несколько месяцев. Вопрос один: закроется ли сделка? Чтобы ответить на него, нужно понять, кто продаёт, кто покупает, и почему рынок нервничает.

Brighthouse Financial: крупный страховщик с наследием MetLife

Brighthouse Financial — это американская life insurance компания, которая продаёт аннуитеты и полисы страхования жизни. По масштабу — один из крупнейших игроков в стране: свыше 2 миллионов полисов в портфеле. Компания была выделена из MetLife в 2017 году — материнская компания хотела избавиться от капиталоемкого бизнеса переменных аннуитетов с гарантиями и сбросить статус системно значимого финансового института.

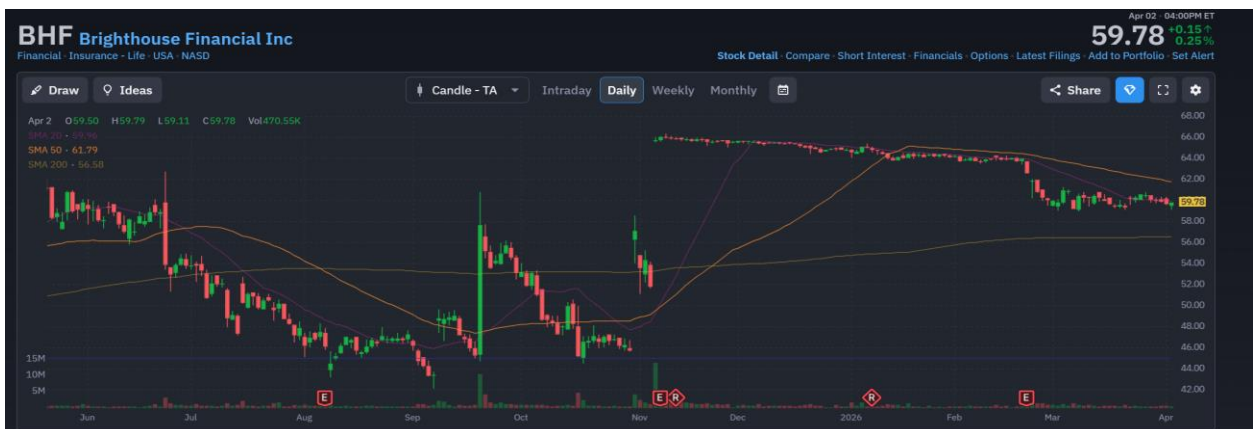
Ключевые цифры просты: совокупные активы — порядка \$245 млрд. Из них ~\$120 млрд — это генеральный счёт (general account): деньги, которые компания сама инвестирует в облигации и ипотечные кредиты и несёт по ним инвестиционный риск. Остальные ~\$87 млрд — это отдельные счета (separate accounts): здесь деньги клиентов вложены в акции и фонды по выбору самого клиента, а Brighthouse лишь администрирует счета и собирает комиссию, не принимая на себя рыночный риск. Для покупателя вроде Aquarian ценность — именно в генеральном счёте: это тот портфель, который можно частично переложить из публичных облигаций в частный кредит. Скорректированная прибыль — около \$1,2 млрд в год. Балансовая стоимость — \$154 на акцию, то есть акция торгуется с гигантским дисконтом к собственному капиталу. Достаточность капитала комфортная, рейтинги — на уровне «А».

Суть бизнеса проста: люди покупают аннуитеты (фактически отдают деньги страховщику в обмен на гарантированные выплаты в будущем), а компания инвестирует эти деньги в облигации и зарабатывает на спреде между доходностью портфеля и стоимостью обязательств. Это «вечный капитал» — деньги, которые приходят и остаются на десятилетия. Именно это делает страховщиков жизни такими привлекательными для альтернативных управляющих.

Aquarian Holdings: кто покупатель

Aquarian Holdings — относительно молодая нью-йоркская инвестиционная компания, основанная в 2017 году Руди Сахаем (Rudy Sahay). Сахай пришёл из Guggenheim Partners — одного из крупнейших инвестиционных управляющих в США, который сам построил бизнес на стыке страхования и кредита. Многие ключевые люди Aquarian — выходцы из Guggenheim, KKR и Oaktree.

Цена Brighthouse Financial





За спиной Aquarian стоят серьёзные деньги. Основной стратегический инвестор — Mubadala Capital, суверенный фонд Абу-Даби, вложивший порядка \$1,5 млрд в 2024 году. Для покупки Brighthouse привлекается дополнительный капитал от Mubadala и Qatar Investment Authority. Ранний инвестор – RedBird Capital Partners.

Покупка Brighthouse увеличит активы Aquarian примерно в 9 раз — с \$27 млрд до ~\$150 млрд. Это амбициозный скачок, и именно эта асимметрия между размером покупателя и цели — один из факторов, вызывающих у рынка вопросы.

Условия сделки: почему \$70 — это \$70

Сделка была объявлена 6 ноября 2025 года. Цена — \$70 наличными за акцию, что подразумевает общую стоимость около \$4,1 млрд и премию 37% к цене акции до утечек о сделке.

Почему сделка должна закрыться? Потому что по законодательству США (в частности, по праву штата Делавэр, где инкорпорирована BHF) договор о слиянии — это обязывающий контракт. Выйти из него можно только в строго определённых случаях, и за выход предусмотрены существенные штрафы. Конкретно:

Если Aquarian откажется от сделки без уважительной причины, она заплатит \$225,5 млн штрафа (reverse termination fee). Если BHF найдёт другого покупателя и уйдёт — заплатит \$143,5 млн. Финансирование не является условием закрытия — деньги Mubadala, катарского фонда и банковский кредит (RBC, Nomura, Société Générale) уже зафиксированы обязательствами. Акционеры BHF одобрили сделку в феврале 2026 года голосами 99,7%. Антимонопольная проверка пройдена.

Осталось главное — одобрение страховых регуляторов трёх штатов (Делавэр, Нью-Йорк, Массачусетс) и FINRA. Заявки поданы в декабре 2025-го. Крайняя дата закрытия — сентябрь 2026, с возможностью продления до декабря 2026.

Единственная серьёзная лазейка для Aquarian — оговорка о «Burdensome Condition»: если регулятор выставит условия, которые существенно ухудшат экономику сделки, Aquarian может отказаться без штрафа. Это не формальность — в текущем климате регуляторы действительно могут выставить жёсткие требования.

При цене акции ~\$60 и цене сделки \$70 спред составляет около \$10 на акцию, или 17%. Если сделка закроется за 5–8 месяцев, аннуализированная доходность — 25–35%. Если сорвётся — акция может упасть до ~\$40-48, то есть риск падения тоже присутствует.

Зачем вообще покупать страховщика: мегатренд последних 6–9 лет

Чтобы понять логику Aquarian, нужно посмотреть на картину шире. За последние 6–9 лет покупка life insurance компаний стала одним из самых популярных и прибыльных направлений для альтернативных управляющих — private equity фирм и кредитных менеджеров.

Идея элегантно проста. Страховая компания жизни — это, по сути, гигантский пул долгосрочного капитала. Люди покупают аннуитеты и полисы, деньги остаются у страховщика на 10, 20, 30 лет. Традиционно эти деньги вкладывались в публичные облигации инвестиционного уровня — US Treasuries, корпоративные бонды с рейтингом A и BBB. Доходность — скажем, 4–5%.

PE-фирма покупает такого страховщика и делает одну главную вещь: перекладывает часть портфеля (обычно 20–30%) из публичных облигаций в частный кредит — прямые корпоративные кредиты, CLO, инфраструктурный долг, структурированное финансирование. Доходность этих инструментов — 6–7%, а иногда и выше. Разница — те самые 1–2 процентных пункта (100–200 базисных пунктов) дополнительной доходности.

На первый взгляд — 1–2% это немного. Но когда речь идёт о портфеле в \$100–200 млрд, каждый дополнительный процент — это \$1–2 млрд дополнительного дохода ежегодно. Плюс PE-фирма получает комиссию за управление этими активами. Модель создаёт колоссальную стоимость — при условии, что кредитное качество частного портфеля остаётся высоким.

Примеры уже реализованных сделок говорят сами за себя:

Apollo и Athene — эталонная сделка, задавшая стандарт всей индустрии. Apollo создал Athene в 2009 году, а в 2022-м полностью объединился с ней. Сегодня активы Athene превышают \$360 млрд, а доход от спреда — рекордные \$3,2 млрд в год. Apollo управляет совокупно почти триллионом долларов активов. Это самая успешная реализация модели «PE + страховщик».

KKR и Global Atlantic — KKR купил мажоритарную долю в Global Atlantic в 2021 году, а затем довёл до 100%. За пять лет активы выросли с \$72 млрд до \$201 млрд — почти втрое.

Brookfield и American Equity — приобретение за \$4,3 млрд в 2024 году. Blackstone купил Allstate Life за \$4 млрд в 2021 году. Carlyle контролирует Fortitude Re, Sixth Street приобрёл Talcott Resolution (бывший Hartford).

В общей сложности, по данным NAIC (национальный регулятор страховой отрасли), на конец 2024 года в США было 137 страховщиков под контролем PE-фирм с совокупными активами около \$700 млрд. И тренд ускоряется.

Риски: почему рынок нервничает

Если модель так хороша, почему акция торгуется на \$10 ниже цены сделки?

Первый и главный риск — регуляторный. Страховые регуляторы в США стали гораздо внимательнее присматриваться к PE-покупателям страховщиков. NAIC ужесточает правила оценки частных активов и требования к капиталу. Казначейство США в апреле 2026 года объявило о координированных встречах с регуляторами по теме рисков частного кредита в страховании. В контексте сделки BHF–Aquarian: регуляторы трёх штатов могут затянуть процесс или выставить условия, которые сделают сделку непривлекательной.

Второй риск — кредитное качество частного кредита. Дефолты в private credit растут: Fitch оценивает их в 9,2% за 2025 год. Около трети активов компаний вроде Athene и Global Atlantic оцениваются по внутренним моделям, а не по рыночным ценам — критики называют это «mark to myth». Свежий пример: PHL Variable Insurance (под управлением Golden Gate Capital) обнаружила дефицит капитала в \$2,2 млрд — CLO-позиции торговались на 50% ниже номинала.

Третий риск — ликвидность. Частные кредиты нельзя быстро продать. Если держатели полисов массово потребуют выплат, страховщик может столкнуться с необходимостью продавать неликвидные активы по бросовым ценам. Крах итальянского страховщика Eurovita в 2023 году показал, что такой сценарий — не теоретический.

Заключение: 17% спред — это награда за бинарный риск

Сделка BHF–Aquarian — это типичный merger arbitrage с бинарным исходом. Если сделка закрывается — инвестор зарабатывает 17% за 5–8 месяцев. Если срывается — теряет порядка 20%.

Экономическая логика модели «PE + страховщик» подтверждена масштабно: Apollo, KKR, Brookfield и Blackstone создали на ней сотни миллиардов стоимости. Aquarian — игрок поменьше, но за ним стоит Mubadala и катарский фонд, финансирование зафиксировано, акционеры одобрили, антимонопольная проверка пройдена. Осталось одно — решение регуляторов.

Для инвестора с горизонтом до конца 2026 года и готовностью принять бинарный риск — это один из самых интересных арбитражных кейсов на текущем рынке.



TENIZ CAPITAL

INVESTMENT BANKING

Информация, содержащаяся в настоящем отчете, носит исключительно информационный характер и не является предложением на совершение операций. Отмечаем, что прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем.

АО «Teniz Capital Investment Banking» не несет ответственности за использование клиентами приведенной информации, а также за сделки и операции с финансовыми инструментами, упоминающимися в ней.

Финансовые инструменты, номинированные в иностранной валюте, могут быть подвержены влиянию динамики курса валют.

Рекомендуем оценивать целесообразность и риск тех или иных инвестиций и стратегий и учитывать волатильности рыночной конъюнктуры.

АО «Teniz Capital Investment Banking»

Республика Казахстан,
г. Алматы, пр. Назарбаева, 240 г,
БЦ Teniz Towers

Республика Казахстан,
г. Астана, ул. Сыганак, д.60/4,
БЦ Abu Dhabi Plaza

e-mail: clients@tenizcap.kz | tenizcap.kz
+7 771 722 79 51 (WhatsApp)
+7 778 208 88 80
+7 727 355 37 22

ИНВЕСТИЦИОННЫЙ БАНКИНГ
ib@tenizcap.kz

ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz

ҚНРДА 18.05.2023 ж. берген №3.2.249/19 лицензия
Лицензия АРРФР №3.2.249/19 от 18.05.2023 г.

ҚНРДА 16.06.2023 ж. берген №4.3.19 лицензия
Лицензия АРРФР №4.3.19 от 16.06.2023 г.

Investment