



TENÍZ CAPITAL
INVESTMENT BANKING

Сеть, которой никто не владеет: история Visa

VISA



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.

Сеть, которой никто не владеет: история Visa

Как 65 000 кусочков пластика, разосланных жителям одного калифорнийского города, превратились в самую прибыльную крупную компанию планеты — бизнес, который не выдаёт кредитов, не несёт рисков и оставляет себе половину каждого заработанного доллара

Основатель Visa Ди Хок в поздние годы начинал публичные выступления с одного и того же фокуса. Он поднимал над головой пластиковую карту и спрашивал зал: «Кто из вас узнаёт этот предмет?» Поднимался лес рук. «А теперь скажите: кому принадлежит эта компания?» Руки опускались. «Как она была основана? Кто ею управляет? Где её штаб-квартира?» Тишина. Так выглядит, возможно, самый странный парадокс мирового бизнеса: продуктом Visa ежедневно пользуется половина человечества, её бренд входит в число самых узнаваемых и доверенных на планете, а сама компания десятилетиями остаётся невидимой. Visa не выдаёт кредитов. Не выпускает карт. Не работает напрямую ни с покупателями, ни с магазинами. Не является банком и не несёт ни цента кредитного риска. Она всего лишь соединяет банки с другими банками — и стоит сегодня дороже любого банка мира, включая все банки, которые её когда-то создали.

«Десант» во Фресно

В сентябре 1958 года крупнейший банк Америки, сан-францисский Bank of America, разослал по почте маленькие прямоугольники из пластика всем 65 тысячам своих клиентов в городе Фресно, Калифорния. Никто из получателей об этом не просил; большинство вообще не понимало, что за предмет пришёл в конверте. В городе с населением около 250 тысяч человек в один день появилось 65 000 кредитных карт с одинаковым, никем не проверенным лимитом. В истории финансов это событие получило имя The Drop — «Десант».

Bank of America не был похож на банки с Уолл-стрит. Основанный итальянским иммигрантом как Bank of Italy — банк для фермеров и лавочников, которых не обслуживал никто другой, — он вырос в гиганта на потребительском кредитовании в единственном штате, где закон разрешал разветвлённую филиальную сеть. Банк выдавал ссуды на стиральные машины и холодильники: клиент записывался на приём, садился напротив менеджера и оформлял заём на \$150 для конкретной покупки. Идея объединить тысячи таких разрозненных микрокредитов в одну карту BankAmericard обещала колоссальную экономию. А главная инновация пряталась в мелком шрифте: в конце месяца счёт можно было оплатить целиком, а можно превратить в кредит под процент. Так родилась современная кредитная карта: удобство плюс кредит в одном куске пластика.

Справедливости ради, идея карты не была новой. Ещё в 1949 году нью-йоркский Diners Club запустил клубную карту для деловых обедов — с легендой о бизнесмене, забывшем бумажник в ресторане (легенда, как позже выяснилось, была выдумана целиком в маркетинговых целях), и с дисконтом для ресторанов в умопомрачительные 7% от счёта. В 1958-м на рынок вышла American Express — компания, основанная в 1850 году Генри Уэллсом и Уильямом Фарго ещё до того, как те создали Wells Fargo. Но всё это были закрытые системы для узкой аудитории. Bank of America первым выпустил на поле банка с миллионами готовых клиентов по обе стороны прилавка.

Первые результаты выглядели катастрофой: \$20 млн мошенничества в пилотном запуске, 22% выданного кредита в дефолте или просрочке — в пять-шесть раз хуже привычных банку показателей. Любой другой банк немедленно закрыл бы программу.

Bank of America мог позволить себе убытки — и вместо отступления раскатал карту на всю Калифорнию: за первый год 20 000 подключённых магазинов и два миллиона держателей карт. К 1961 году программа вышла в прибыль, и банк сделал гениальный ход — промолчал. Пресса продолжала писать о провале, конкуренты сворачивали собственные карточные проекты, и с 1960 по 1966 год во всем США появилось лишь 10 новых кредитных карт. Когда в 1966-м секрет раскрылся, за два следующих года банки США запустили около 440 карточных программ.

«Десант» во Фресно, сентябрь 1958 года — в цифрах



Франшиза, которая едва не рухнула

В 1966 году Bank of America решил превратить успех в империю: программа BankAmericard стала лицензироваться банкам по всей стране — \$25 000 франшизного взноса плюс процент с оборота, почти как у McDonald's. Банки выстроились в очередь, к 1968 году подписались более двухсот, включая британский Barclays. И тут выяснилось главное: франчайзи купили вывеску без инструкции. Внутри Калифорнии Bank of America был банком и покупателем, и магазином — деньги никогда не покидали его стен. В национальной системе банк держателя карты и банк торговца оказались разными организациями, и им нужно было как-то рассчитывать между собой. Никакой технологии для этого не существовало: банки, как в XIX веке, рассылали друг другу по почте бумажные торговые чеки и торговались о дисконте по каждому. Хаос, убытки и ярость нарастали, а головной офис в Сан-Франциско отвечал в духе: «У нас такой проблемы не было — разбирайтесь сами».

В октябре 1968 года доведённые до предела лицензиаты потребовали общего съезда. Он состоялся в Колумбусе, штат Огайо; Bank of America прислал на растерзание толпе двух менеджеров среднего звена без каких-либо полномочий. Спасая положение (и себя), те предложили классический бюрократический манёвр: создать комитет, который «изучит операционные проблемы и доложит». В комитет попал руководитель карточной программы небольшого сиеэтлского банка National Bank of Commerce, сорокалетний Ди Хок. В обеденный перерыв он подошёл к посланцам Bank of America с встречным предложением: пусть комитет не жалуется, а сам спроектирует новую систему работы всей сети. Измученные менеджеры согласились, они были уверены, что из комитета, как обычно, ничего не выйдет. Ди Хок был уверен в обратном: он только что получил мандат на создание Visa.

Ди Хок и «обратный холдинг»

Хок был кем угодно, только не типичным банкиром. Выросший в бедности в сельской Юте, без полноценного высшего образования, несколько раз уволенный за строптивость, он был начитанным самоучкой и чемпионом студенческих дебатов. Свой метод он формулировал так: «Пока человек не сказал "нет" многократно и не отказался обсуждать тему вовсе — он находится в процессе согласия и сам об этом не знает». Вооружённый этим принципом, Хок вошёл в зал заседаний совета директоров крупнейшего банка Америки и предложил невозможное: отдать жемчужину короны, программу BankAmericard, новой независимой организации, в которой Bank of America станет лишь одним из равных участников.

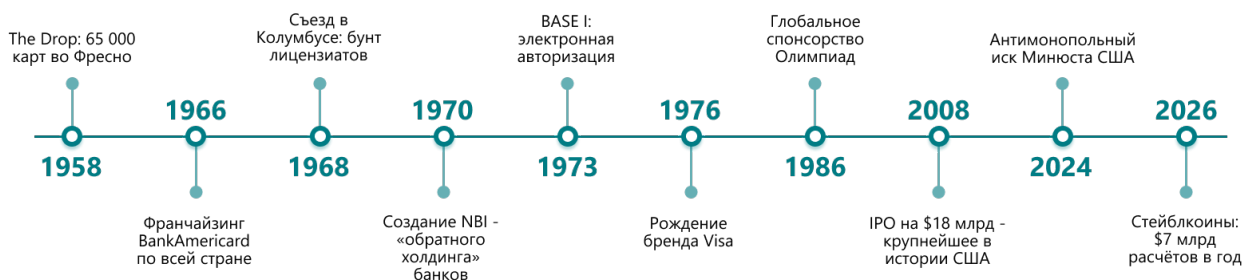
Аргумент был прост: доля в глобальной платёжной системе, которой доверяют все банки мира, стоит несравнимо больше, чем стопроцентный контроль над франшизой, которую все ненавидят. Невероятно, но Bank of America согласился.

Архитектура новой организации National BankAmericard Inc., NBI была спроектирована за несколько дней на выездной сессии в Калифорнии и не имела аналогов в корпоративной истории. Во-первых, никаких акций: членство оформлялось как безотзывное и непередаваемое право участия, а доля каждого банка определялась объёмом транзакций, который он приносит в сеть, — владение через вклад, продать которое невозможно. Во-вторых, чистая демократия: любой участник мог инициировать голосование по любому вопросу, но для решения требовалось 80% голосов. В-третьих, миссия — организовать сотрудничество прямых конкурентов, при полном запрете на участие в конкурирующих сетях. В-четвёртых, единый свод операционных правил, обязательный для всех и изменяемый только общим голосованием, — по сути, конституция. Юридически конструкция называлась «коммерческая безакционерная членская корпорация»; сам Хок описывал её как «обратный холдинг»: не материнская компания владеет дочерними, а дочерние — материнской. Ближайшая аналогия — NFL, где лига устанавливает правила игры, но принадлежит клубам.

Оставались две проблемы: антимонопольное ведомство и весь остальной мир. Первую Хок решил превентивно: он сам пришёл в Министерство юстиции США и честно объяснил, что да, это сговор конкурентов всей отрасли, но созданная им ценность для потребителей и бизнеса того стоит, — и получил письменное разрешение. Вторую — гастролями: все двести с лишним банков-франчайзи до единого подписали новое соглашение. В 1972–1974 годах Хок собрал параллельную международную организацию, и здесь понадобился его коронный номер. На финальном ужине, когда часть иностранных банков ещё колебалась, он произнёс прощальную речь о несбывшейся мечте и вручил каждому участнику коробочку с парой золотых заповедей: на одной половине земного шара было выгравировано *Studium ad prosperandum* — «Воля к успеху», на другой *Voluntas in conveniendum* — «Готовность к компромиссу». Из зала крикнули: «Ах ты, мерзавец!» — а наутро все несогласные проголосовали «за».

В 1976 году внутри компании объявили конкурс на новое, глобальное имя с призом в \$50. Победившее слово Visa предложили столько сотрудников одновременно, что Хок театрально выписал чек «на всех». Имя оказалось идеальным: короткое, произносимое на любом языке и означающее ровно то, чем стал продукт, — пропуск. Ребрендинг превратился в машину роста: правила обязали банки за два года заменить все карты BankAmericard на Visa, банки воспользовались моментом, чтобы переманивать чужих клиентов, началась гонка вооружений — и за один год число банков-участников выросло на 20%, а активных держателей карт — на 45%. Именно тогда Visa обошла конкурирующую межбанковскую ассоциацию Master Charge (будущую Mastercard), которая ещё в 1976 году была крупнее и по банкам, и по картам.

Семь десятилетий Visa: от почтовой рассылки до блокчейна



Ключевые вехи истории Visa, 1958–2026



Технологическая империя, о которой забыли

На вопрос Ди Хока «где находится штаб-квартира Visa?» правильный ответ удивляет не меньше остальных: это компания из Кремниевой долины, ровесница Intel и Atari, выросшая в Сан-Матео у шоссе 101. Просто её никогда не финансировали венчурные фонды, и она не сделала миллионером ни одного инженера. Между тем без её технологий сама идея «карта вместо наличных» осталась бы нишевой.

В начале 1970-х авторизация покупки выше «лимита этажа» (floor limit) выглядела так: кассир звонил в банк магазина, там вручную определяли банк-эмитент по номеру карты, звонили в него, сотрудник поднимал данные клиента, и ответ шёл обратно по той же цепочке — до 20 минут на транзакцию, и только в рабочие часы обоих банков. Получив от подрядчиков сметы с астрономическими цифрами и сроками, Хок поступил в своём стиле: переманил лучшего инженера из проигравшей тендер TRW и дал ему девять месяцев на постройку системы собственными силами. «Дай компьютерщикам больше времени — они его просто съедят», — объяснял он. Система BASE I заработала в срок: национальная телекоммуникационная сеть, терминалы в банках-участниках и дата-центр в Сан-Матео заменили телефонные цепочки секундами машинного диалога.

Затем настала очередь расчётов. Проект BASE II — по сути, частный автоматизированный клиринговый центр — сократил цикл взаиморасчётов между банками с недели бумажной почты до одного ночного пакетного сеанса и сэкономил участникам около \$15 млн на труде и пересылке уже в первый год. Поразительная историческая рифма: ровно в те же годы и в том же Сан-Франциско Федеральный резерв строил национальную систему ACH — две команды решали одну задачу параллельно, судя по всему, не подозревая друг о друге. Тогда же один из инженеров пришёл к Хоку с неудобным наблюдением: вся сеть Visa работает из единственного здания с деревянными конструкциями, на холме с сухой травой, в миле от разлома Сан-Андреас. Хок подумал выходные и выдал инженеру новую должность и полгода на постройку резервного дата-центра на Восточном побережье. Команда пошла дальше задания: вместо «холодного» резерва, как было принято, она перестроила системы для одновременной работы из нескольких центров — одна из первых в мире архитектур active-active, сегодняшний стандарт индустрии.

Третьим шагом стала оцифровка самой точки продажи: стандарт магнитной полосы (вопреки давлению Citibank, продвигавшего собственную проприетарную технологию), спецификация дешёвого терминала — на ней выросла компания Verifone, — и пряник для торговцев в виде пониженных комиссий за электронные транзакции. Возвраты по мошенничеству у участников пилота упали на 82%. А для передачи данных от миллионов терминалов Visa нашла остроумное решение: арендовала свободные дневные мощности у CompuServe, чья потребительская сеть загружалась только вечерами. К середине 1980-х все элементы транзакции стали цифровыми, и бизнес-модель Visa приобрела свойство, которому завидует любая технологическая компания: рост при практически нулевых предельных издержках.

Олимпиада против стигмы

Оставалась последняя крепость — голова потребителя. Ещё в 1993 году американское телевидение снимало сюжет о том, что Burger King начал принимать карты, и посетительница говорила в камеру: «По-моему, это печально — расплачиваться кредиткой в фастфуде». Карта означала долг, долг означал неловкость. В 1984 году совет директоров, состоявший из консервативных банкиров, расстался с Ди Хоком — гениальным основателем, но трудным управленцем, — и новый маркетинговый директор Джон Беннетт, двадцать лет проработавший в American Express, предложил лечить стигму позиционированием против бывшего работодателя: Amex — символ респектабельности, значит, надо встать рядом и выиграть за счёт масштаба сети.

Случай представился немедленно. В 1986 году МОК впервые предложил глобальное олимпийское спонсорство и первым делом пришёл к своему давнему партнёру American Express со льготной ценой \$14 млн. Amex отказалась. Visa заплатила уже \$17 млн за права и ещё \$23 млн за медиа (около \$110 млн в сегодняшних деньгах) и запустила кампанию с легендарным слоганом: «Это везде, где вы хотите быть... но там не принимают American Express». Visa остаётся эксклюзивным платёжным партнёром Олимпийских игр непрерывно с 1986 года, по действующим контрактам, как минимум до 2032-го: сорок шесть лет монополии на главную витрину планеты.

IPO: как продать компанию, не продав ответственность

К середине 2000-х кооператив банков созрел для превращения в публичную корпорацию: нужна была акционерная валюта для поглощений, инструменты мотивации и паритет с Mastercard, вышедшей на биржу в 2006 году. Мешала многомиллиардная неопределённость коллективного иска торговцев по interchange-комиссиям. Решение стало хрестоматийным примером финансовой инженерии: всю потенциальную ответственность по искам изолировали в акциях класса B, оставшихся у банков, прежних владельцев, а новым инвесторам предложили «очищенные» акции класса A. В марте 2008 года, на пороге финансового кризиса, Visa провела крупнейшее на тот момент IPO в истории США, привлекая около \$18 млрд при оценке порядка \$90 млрд, — и все эти деньги ушли банкам-продавцам, для многих из которых стали спасательным кругом в разгар кризиса.

В последующее десятилетие капитализация Visa обошла каждого из её бывших владельцев, и лишь к середине 2020-х крупнейший из них — JPMorgan Chase, самый дорогой банк планеты и главный акционер Visa на момент IPO, — вернул себе первенство: летом 2026 года он оценивается примерно в \$920 млрд против около \$670 млрд у Visa. Впрочем, остальных банков-основателей, включая сам Bank of America, их бывшая "дочка" по-прежнему стоит дороже.

Бизнес-модель: конверт стоимости

Механика транзакции не изменилась с 1980-х: запрос авторизации идёт вверх по цепочке — от терминала к банку-эквайеру, через VisaNet к банку-эмитенту — и за миллисекунды возвращается обратно, в любой точке мира и в любой валюте. Деньги же торговец получает не полностью: из суммы удерживается торговый дисконт, который делится между тремя сторонами.

Четырёхсторонняя модель: как устроена транзакция и кто получает комиссию

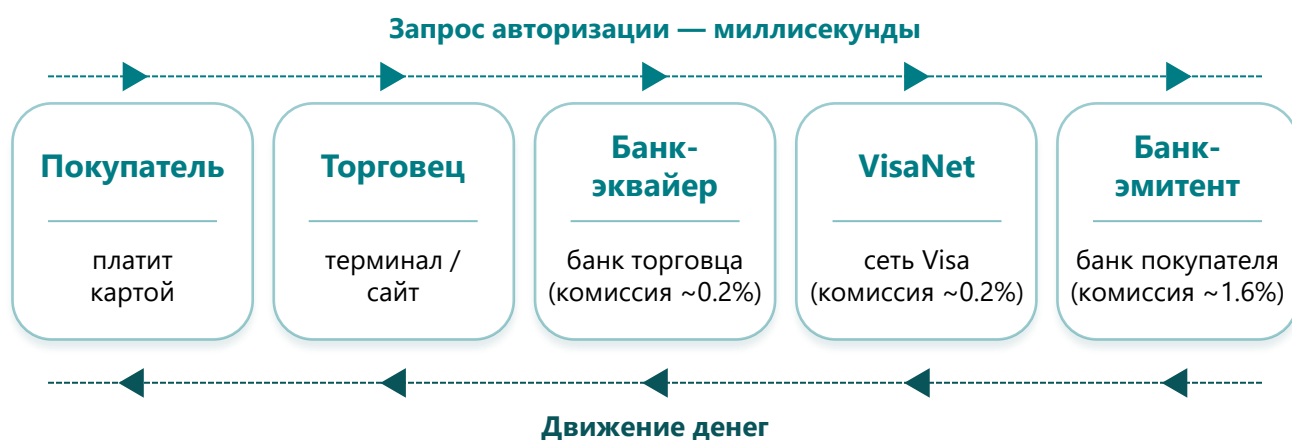


Схема: авторизация и расчёты в открытой (четырёхсторонней) модели Visa

Разбор торгового дисконта: куда уходят 2% с покупки на \$100

Компонент комиссии	Получатель	Типичная ставка*
Interchange	Банк-эмитент (выпустивший карту)	~1.6%
Процессинг	Банк-эквайер и платёжный процессор	~0.2%
Сетевой сбор (assessment)	Visa	~0.2%
Итого: торговый дисконт	«Конверт стоимости» экосистемы	~2.0%

* Пример для крупного торговца в США по кредитной карте; дебетовые ставки существенно ниже, у малого бизнеса совокупная нагрузка ближе к 3%.

Ключ к пониманию системы — идея «конверта стоимости»: поскольку деньги проходят через сеть, экосистема может гибко перераспределять комиссии между участниками под каждый тип транзакции. Премиальные карты с повышенным interchange финансируют щедрые программы лояльности, банки превращают кешбэки в оружие привлечения клиентов, а сами потребители, главные бенефициары наград, становятся политическими защитниками системы, которую оплачивают торговцы. Исследование Федерального резервного банка Бостона подсчитало обратную сторону: домохозяйство, платящее наличными, ежегодно доплачивает около \$150 через завышенные цены, а домохозяйство с картой rewards получает около \$1 100 выгоды — своеобразный «обратный Робин Гуд».

Для самой Visa итоговая экономика выглядит неприлично: сеть передаёт крошечные пакеты данных, не несёт кредитного риска, не борется с мошенничеством за свой счёт, и её валовая маржа приближается к 98%, а чистая превышает 50%. Долгие годы Visa была самой рентабельной крупной компанией мира без конкурентов; лишь бум искусственного интеллекта позволил NVIDIA выйти на сопоставимые значения.

Рентабельность крупнейших компаний: Visa в сравнении

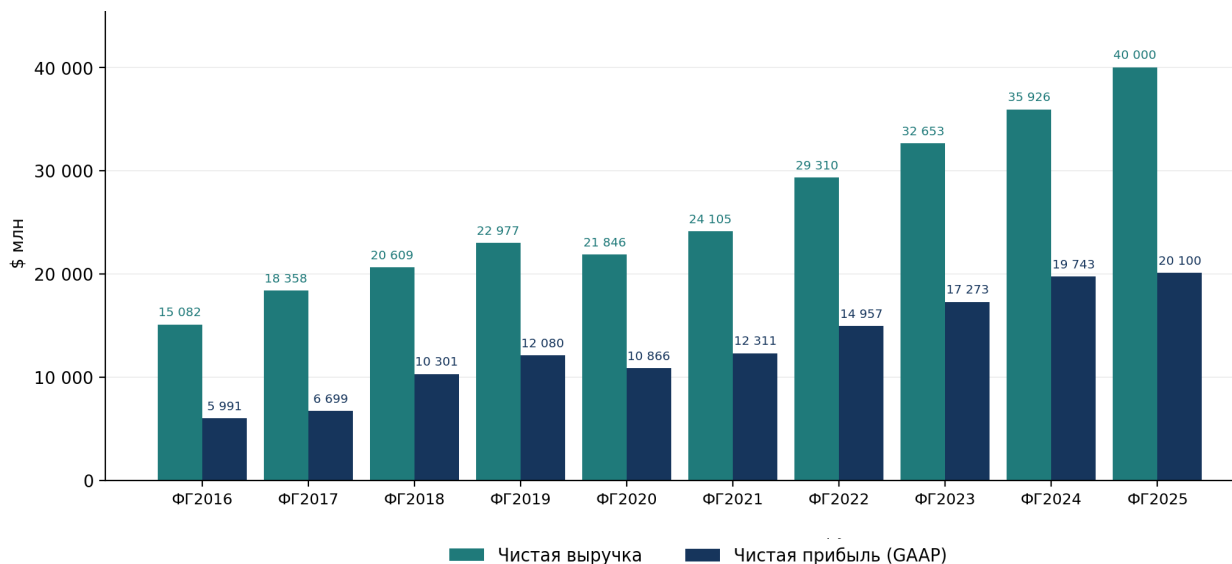
Компания	Маржа чистой прибыли, последний отчётный год (≈)
Visa	50%
NVIDIA	52%
Mastercard	46%
Microsoft	36%
Apple	27%

Что происходит с Visa сегодня

Сегодняшняя Visa — это уже не комитет рассерженных банкиров, а инфраструктура, через которую проходит заметная часть мировой экономики. По итогам 2025 финансового года (завершился 30 сентября) чистая выручка выросла на 11% до \$40.0 млрд, чистая прибыль по GAAP составила \$20.1 млрд (маржа выше 50%), скорректированная — \$22.5 млрд. Совокупный объём платежей и снятий наличных достиг \$17 трлн, а число транзакций с брендом Visa — 329 млрд за год, или около 901 млн в день. Если считать с 1971 года — первого полного года жизни сети, освобождённой от Bank of America, — объём платежей рос темпом около 17% годовых на протяжении более полувека: компаундирование уровня Berkshire Hathaway, только длиннее.

Выручка и прибыль Visa по финансовым годам (окончание – 30 сентября)

CAGR выручки за 9 лет – 11,4%: маржа чистой прибыли ФГ2025 – 50,3%



Но у медали появилась обратная сторона, и она сделана из судебных повесток. В сентябре 2024 года Министерство юстиции США — то самое ведомство, что когда-то выдало Ди Хоку «пропуск» на создание сети, — подало против Visa антимонопольный иск, обвинив компанию в незаконной монополизации рынка дебетовых платежей: через сеть проходит более 60% дебетовых транзакций США, принося свыше \$7 млрд комиссий в год, а контракты с торговцами и эмитентами, по версии обвинения, целенаправленно душат конкурентов и превращают потенциальных соперников вроде Apple и PayPal в партнёров, которым платят за неучастие. В июне 2025 года суд отклонил ходатайство Visa о прекращении дела, и в 2026-м процесс движется к активной фазе. Параллельно продолжается двадцатилетняя классовая тяжба с торговцами: суд отверг мировое соглашение на \$30 млрд как недостаточное, и в 2025 финансовом году Visa зарезервировала под урегулирование дополнительные \$2.5 млрд. Ирония истории почти литературная: Ди Хок в 1970-е под присягой предупреждал регуляторов, что разрешение банкам состоять сразу в обеих сетях заморозит конкуренцию и превратит Visa и Mastercard в неразличимую дуополию. Регуляторы не послушали, а теперь судят компанию за то, что он предсказал.

Список долгосрочных угроз известен каждому аналитику. Проникновение карт в потребительские платежи превысило половину, попутный ветер сорокалетней силы слабеет. Государственные системы мгновенных платежей (бразильская Pix, индийская UPI, FedNow в США) строят рельсы в обход карточных сетей, и их трансграничная стыковка была бы для Visa самым неприятным сценарием. Apple и Google владеют интерфейсом кошелька, и потребитель всё чаще считает способом оплаты телефон, а не карту под ним. Наконец, стейблкоины впервые за десятилетия предлагают технологическую парадигму, в которой перевод ценности возможен вообще без посредника.

Ответ Visa на последнюю угрозу характерен для компании, полвека поглощавшей потенциальных убийц: возглавить. С 2023 года Visa первой из крупных сетей начала рассчитываться с банками в стейблкоине USDC; к весне 2026-го пилот охватывает девять блокчейнов, годовой темп расчётов достиг \$7 млрд (+50% за квартал), а по миру работает или готовится более 130 карточных программ, привязанных к стейблкоин-балансам, — потратить их можно везде, где принимают Visa. Вторая ставка — агентная коммерция: на форуме Visa Payments Forum 2026 компания представила инструменты для платежей, которые совершают ИИ-агенты от имени человека, включая скоринг агентов и партнёрство с OpenAI.



Третья — токенизация: цифровых токенов в сети уже больше, чем физических карт, и каждый токен — это крючок для новых высокомаржинальных сервисов. Плюс сервисы с добавленной стоимостью (антифрод, аналитика, консалтинг), растущие на ~20% в год, направление выплат Visa Direct и вечная презентация о \$120 трлн B2B-платежей, до которых сеть пока почти не дотянулась.

Воля к успеху и готовность к компромиссу

Инвестиционный кейс Visa сегодня выглядит почти неприлично просто: пошлинный пункт на дороге, по которой обязана ехать мировая торговля, с дублирующей полосой, принадлежащей Mastercard и берущей ту же пошлину. Ни один прогноз о крахе этой конструкции за полвека не сбывся. Но история самой компании учит осторожности в обе стороны. Bank of America был уверен, что владеет будущим платежей, — и отдал его, потому что франшизная модель не пережила собственного успеха. Diners Club и American Express владели рынком целиком — и уступили открытой сети, которая догадалась поделиться ценностью со всеми участниками. Сама Visa родилась не из технологии и не из капитала, а из организационной идеи одного упрямого человека без диплома: конкуренты способны создать вместе то, что не под силу никому поодиночке, — если правильно спроектировать правила игры.

На золотых запонках, которыми Ди Хок в 1974 году дожал сомневающихся, были выгравированы два принципа: воля к успеху и готовность к компромиссу. Компании, которая помнит оба, уже пятьдесят лет прощают комиссию в два процента. Компаниям, которые забывают второй, — Министерство юстиции выставляет счёт подороже.



TENİZ 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

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

г. Актау, 12-й микрорайон, 79/1,
БЦ Меридиан

г. Уральск,
ул. Мухита, 110

г. Костанай, пр. Абая, 101,
ЖК Жана Кала

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

ДЕПАРТАМЕНТ ПО РАБОТЕ С КЛИЕНТАМИ
sales@tenizcap.kz