

«Темные» пулы ликвидности в контексте альтернативных финансов

"Dark" Liquidity Pools in the Context of Alternative Finance

DOI: 10.12737/2306-627X-2026-15-1-82-86

Получено: 19 ноября 2025 г. / Одобрено: 26 ноября 2025 г. / Опубликовано: 30 марта 2026 г.

Хоминич И.П.

Д-р экон. наук, профессор кафедры мировых финансовых рынков и финтеха, ФГБОУ ВО «Российский экономический университет имени Г.В. Плеханова», г. Москва, e-mail: 9204977@mail.ru

Khominich I.P.

Doctor of Economic Sciences, Professor, Department of World Financial Markets and Fintech, Plekhanov Russian University of Economics, Moscow, e-mail: 9204977@mail.ru

Аннотация

Раскрыто понятие альтернативных финансов с точки зрения узкого и широкого подходов. Последний определяет их как сегменты финансовых рынков «серой» зоны, находящихся вне регулирования и традиционных финансов. В качестве одного из элементов системы альтернативных финансов показаны «темные» пулы ликвидности – торговые сделки крупных игроков с ценными бумагами и валютами, функционирующие анонимно, непрозрачно, скрытно от публики во внебиржевом пространстве через каналы автоматизированных цифровых торговых площадок. Приведены преимущества и недостатки «темных» пулов для участников финансового рынка, биржевой инфраструктуры. Отмечена иницируемая «темными» пулами проблема фрагментации ликвидности, свойственная децентрализованным финансам, когда ликвидность не сконцентрирована на одной площадке или в единой торговой системе, а распределена между многими. Сделан акцент на недостаточном или полном отсутствии контроля и регулирования альтернативного сегмента финансового рынка. Даны примеры законодательных и регулятивных актов в ряде стран.

Ключевые слова: «темные» пулы ликвидности, альтернативные финансы, частные цифровые биржи, ценные бумаги, валюты, регулирование, фрагментация ликвидности.

Abstract

The concept of alternative finance is explored from a narrow and broad perspective. The latter defines it as segments of "gray" financial markets, outside the scope of regulation and traditional finance. "Dark" liquidity pools—trading transactions of major players in securities and currencies, operating anonymously, opaquely, and hidden from the public in the over-the-counter space through automated digital trading platforms—are presented as one element of the alternative finance system. The advantages and disadvantages of "dark" pools for financial market participants and exchange infrastructure are discussed. The problem of liquidity fragmentation caused by "dark" pools is highlighted, a problem inherent in decentralized finance, where liquidity is not concentrated on a single platform or trading system, but distributed among many. Emphasis is placed on the insufficient or complete lack of oversight and regulation of this alternative financial market segment. Examples of legislative and regulatory acts in a number of countries are provided.

Keywords: "dark" liquidity pools, alternative finance, private digital exchanges, securities, currencies, regulation, liquidity fragmentation.

ВВЕДЕНИЕ

С началом цифровизации на финансовых рынках сформировались новые процессы и явления, отличные от классических финансов и действующие параллельно с ними. В настоящее время можно идентифицировать два параллельных магистральных направления в финансовой науке — традиционные, классические финансы и альтернативные финансы (далее — АФ). АФ — это новое явление в финансовой науке и практике, включающее в себя все, что не предполагают классические финансы. Предлагается различать широкий и узкий концептуальные подходы к понятию «альтернативные финансы». В рамках узкого подхода обычно используется распространённый термин «краудфандинг» в качестве аналога АФ. Краудфандинг, краудлендинг, краудинвестинг (финансирование стартапов, например) и еще ряд терминов примерно одинакового содержания (одноранговое (*P2P*) кредитование, пиринговое кредитование, крауд-финансы и т.д.) представляют собой инновационные технологии соответственно привлечения, предоставления или инвестирования средств для финансирования проектов или предприятий за счет добровольных пожертвований лиц через цифровые платформы. Банк России определяет краудинвестинг альтернативные механизмы

инвестирования в активы, не являющиеся традиционными и отличающимися низкой ликвидностью, высокими рисками и высокой требуемой доходностью [1].

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Узкий подход раскрывает АФ как новые способы финансирования и инвестирования, отличающиеся от традиционных рядом характеристик — средой функционирования, новыми участниками, способом и каналами финансирования. Разумеется, цифровая среда и цифровые платформы как новое финансовое пространство для АФ с точки зрения узкого подхода к осмыслению новой категории подробно исследуются в экономической литературе и реализуются в практике бизнеса.

При этом вся совокупность этих «узких» аспектов может быть объединена в широком подходе, который очень точно отражен в одном из самых ранних определений АФ с важным акцентом — финансовые каналы и инструменты, возникающие за пределами традиционной финансовой системы (т.е. регулируемых банковских структур и рынков капитала) [2]. Именно такая трактовка АФ представляется наиболее глубокой и фундаментальной, отражающей трансформацию всего ландшафта современной фи-

нансовой деятельности и одновременно комплекс перспективных научных направлений для исследования финансов эпохи цифровизации.

РЕЗУЛЬТАТЫ

Таким образом, альтернативные финансы — это другие, отличные от классических экономические отношения между субъектами финансового рынка, развивающиеся параллельно, вне традиционных финансов, классических сегментов финансового рынка. Почему другие? По следующим основаниям:

- используются иные каналы и источники финансирования;
- функционируют новые субъекты финансового рынка, а классические финансовые посредники постепенно утрачивают свои функции (финансовая дезинтермедияция);
- применяются новые цифровые финансовые инструменты;
- отсутствует полностью или недостаточно регулирование альтернативной финансовой деятельности, т.е. АФ находятся вне или в «серой» зоне регулирования;
- часто анонимность, непрозрачность, высокие риски финансовых сделок.

Таким образом, с внедрением финтеха сформировалась система АФ, параллельная традиционной. Эти новые экономические отношения распространились повсеместно — на бизнес, домохозяйства, структуры госуправления и международные организации, т.е. обладают универсальностью, всеобщим охватом. Поэтому АФ требуют формирования новых концепций в области финансовой науки, которые соответствовали бы особенностям цифровой среды и современным потребностям общества.

Исследование АФ так или иначе приводит нас к теме регулируемого и нерегулируемого капитала, которая все более обостряется в настоящее время в силу нарастания геофинансовых рисков, развертывания гибридных войн и кризисных явлений на международных и национальных финансовых рынках. В [3] приводится элементная структура глобального финансового капитала по критериям его регулируемости и легальности (рис. 1).



Рис. 1. Элементы регулируемого и нерегулируемого глобального финансового капитала [3]

Обращаем внимание на любопытную и точную аналогию О.В. Саввиной с русским писателем Иваном Буниным, его произведением «Темные аллеи» [4]. Как писал сам автор, «...все рассказы этой книги только о любви, о ее “темных” и, чаще всего, очень мрачных и жестоких аллеях...» Если эту классификацию регулируемого и нерегулируемого капитала интерпретировать в терминах цифровых финансов, то следует употребить понятия централизованного и децентрализованного капитала и финансов. И только в рамках такой градации распределять его на регулируемый — нерегулируемый, легальный — нелегальный.

Предметом рассмотрения в настоящей статье является децентрализованный, нерегулируемый элемент АФ — «темные» пулы ликвидности. Рассуждая о них как о нерегулируемом капитале, мы тоже имеем в виду в некотором смысле «темные аллеи». Ведь «темные» пулы ликвидности, как правило, огромных размеров нуждаются в контроле, но пока не находят его. Согласимся с экспертами, которые считают, что «темные» пулы не являются злом по своей сути, а при соответствующем регулировании, обеспечении прозрачности могут приносить реальную пользу финансовому рынку. Для любого сегмента финансового рынка ликвидность и различные ее формы, выражающиеся в финансовых инструментах, рыночных товарах, является абсолютным приоритетом и главной характеристикой. Без нее рынок работать не может. Таким образом, если главной характеристикой АФ считать тот факт, что они находятся за пределами, вне традиционного регулирования деятельности финансовых институтов и функционирования финансовых рынков, то уместно рассмотреть такой альтернативный сегмент финансового рынка как «темные» пулы ликвидности.

Что же это за феномен — «темные» пулы ликвидности, или *"dark" pools*? Этот феномен как элемент АФ представляется ярким примером децентрализации финансов, отсутствия контроля и регулирования. «Темные» пулы ликвидности являются: а) относительно новым сегментом децентрализованного финансового рынка, примером частной внебиржевой торговли ценными бумагами и криптовалютами; б) одним из секторов децентрализованных финансов (*DeFi*), который был создан как альтернатива традиционным финансовым услугам; в) альтернативной торговой внебиржевой площадкой; г) формой анонимной торговли крупными объемами акций или валюты вне регулятивных норм и правил.

Подчеркнем, что «темные» или «дарк»-пулы — это частные биржи активов, анонимные электронные внебиржевые платформы, через которые анонимно

и непрозрачно для остального открытого фондового или валютного биржевого рынка совершаются огромные по объемам сделки с ценными бумагами, валютой. Эти сделки не оказывают негативного влияния на ценообразование соответствующего сегмента рынка (без ущерба для цен заключаемых крупных сделок). При этом исключается риск вмешательства других трейдеров и их влияния на цену сделок [5]. Отсюда и название — «темные» пулы ликвидности, появившиеся в США в 1980-х гг., еще до эпохи цифровизации, а с ее приходом активно распространилось по миру через цифровые торговые платформы. На рис. 2 представлены основные участники данного сегмента рынка, среди которых и традиционные структуры, которые уже заняли свою нишу на альтернативном сегменте рынка, и вновь организованные игроки, активно участвующие в децентрализованных сделках.



Рис. 2. Распределение темных пулов ликвидности по основным финансовым институтам

Источник: Bloomberg.

Объемы сделок «темных» пулов действительно колоссальные. Доступной статистики по понятным причинам практически не существует. Но в некоторых источниках [6] утверждается, что в 2017 г., например, «темные» пулы составляли 14% общего объема торгов в США и около 4,5% европейских объемов. На их долю приходилось около 40% от общего объема внебиржевого рынка США.

Особо подчеркнем, что «темные» пулы вызывают озабоченность бирж, с которых уходят на нерегулируемый внебиржевой рынок огромные массы капитала, а биржевой рынок одновременно теряет свою прозрачность из-за недоступности информации для участников традиционного рынка. Фактически *dark pools* вымывают рыночную активность с основных биржевых площадок, обрабатывая большое количество заявок крупных институциональных игроков рынка непублично, а втемную ("*dark pool*"). Стиму-

лом для институциональных инвесторов в использовании темных пулов для покупки или продажи крупного пакета ценных бумаг или валюты являются полная анонимность и непредоставление информации о размере, цене сделки, а также покупателе/продавце.

Основная доля «темных» пулов формируется крупными институциональными игроками, оперирующими огромными капиталами в форме ценных бумаг или валюты и проводящие такие сделки за пределами открытого рынка, анонимно, через альтернативные финансовые сети (*ECN — Electronic Communication Network*). Последние представляют собой автоматизированную систему, мгновенно, за секунды соединяющую заявки на покупку и продажу финансовых инструментов напрямую между участниками рынка без посредников. Не сообщать рынку характеристики своих сделок в «темных» пулах, свои намерения в торговле для избежания влияния спекулянтов — важное преимущество инвестиционной стратегии институционального игрока.

Чтобы не упускать крупные объемы финансового капитала, биржи (например, *NYSE Arca*), крупные банки (например, *Credit Suisse's Crossfinder*, *Goldman Sachs's Sigma X*, *Barclays Capital — LX Liquidity Cross*), другие институциональные участники финансового рынка сами создают "*dark pools*", свои торговые платформы.

Полагаем, что темные пулы ликвидности правомерно отнести к АФ, нерегулируемому легальному капиталу, сделав при этом акцент на частичной нерегулированности данных непрозрачных и недостаточно понятных торговых площадок без нормативных требований к их прозрачности перед торгами. Однако национальное законодательство некоторых стран (США, Евросоюза, Сингапура и т.д.) содержит отдельные нормы по регулированию этого сегмента финансового рынка.

В разных странах приняты свои подходы к регулированию темных пулов, функционирующих в рамках Альтернативных торговых систем (АТС в США) или Многосторонних торговых механизмов (Евросоюз). Так, в США Регламент *SEC ATS* [7] устанавливает нормативную базу для *ATS (Alternative Trading System)*. В соответствии с федеральными законами о ценных бумагах и нормами Комиссии по ценным бумагам и биржам (*SEC*) *ATS* соответствует определению биржи, но не обязана регистрироваться в качестве национальной биржи ценных бумаг. Операторы «темных» пулов должны регистрироваться в *SEC* и соблюдать определенные требования к отчетности и раскрытию информации, которые существенно более ограничены по сравнению с традиционными.

В Евросоюзе «темные» пулы регулируются Директивой II о рынках финансовых инструментов (*MiFID II — Markets in Financial Instruments Directive*) 2018 г. — регламентом, предназначенным для повышения прозрачности рынка и защиты инвесторов. В соответствии с Директивой были внедрены достаточно строгие правила для операторов «темных» пулов, в частности ограничения на объем торгов на темных биржах. Установлены лимиты — не более 4% от общего объема торгов и 8% на всех «темных» пулах в совокупности [8]. В результате некоторая доля внебиржевых частных торгов вернулась на публичные площадки, а часть крупнейших институциональных инвесторов утратили возможности торговать в «темных» пулах ликвидности.

Регулятивные меры были нацелены на сокращение фрагментации ликвидности и перевод торгов в публичное биржевое пространство. Фрагментация ликвидности — острая проблема децентрализованных финансов и представляет собой распределение ликвидности по массам их цифровых платформ, блокчейн-сетей, автоматических маркетмейкеров. Такая схема противоречит традиционным финансовым рынкам, в которых имеют место централизованные пулы ликвидности. Ликвидность, т.е. биржевой торговый оборот, инвесторы рассматривают в качестве самого важного фактора при выборе биржи, например, для *IPO* [9, с. 23].

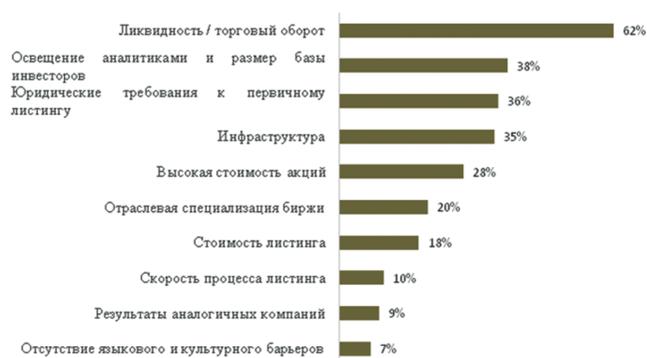


Рис. 3. Факторы привлекательности для потенциальных эмитентов фондовой биржи для *IPO*
Составлено автором по [9].

Цель *MiFID II* — сбалансировать потребность в конфиденциальности при крупных транзакциях, которым могут помешать публичность и рынок, и потребность общественности в прозрачности и информации о торговой деятельности. Зарубежными учеными подробно и всесторонне исследуются эффекты внедрения *MiFID II* на темные пулы ликвидности с использованием метода разности разностей *Difference-in-Differences (DID)* для оценки эффекта вмешательства или изменения регулятивной политики [10].

В Великобритании функционирование темных пулов регулируется законодательством о ценных бумагах и биржевой торговле, в котором зафиксированы требования и о предторговой и постторговой прозрачности, т.е. детали сделок до и после их совершения. Кроме того, финансовый регулятор Великобритании *FCA (Financial Conduct Authority)* держит под контролем и регулирует темные пулы ликвидности, проводя регулярный аудит и составляя аналитические статистические обзоры данного рынка [11].

Уместно также привести пример Гонконга, где в 2015 г. вступили в силу регулятивные изменения по лицензированию или регистрации Комиссией по ценным бумагам и фьючерсам. Новые регулятивные нормы имели целью повышение прозрачности операций, установление более справедливого ценообразования на рынке ценных бумаг, в частности в сегменте «темных» пулов ликвидности, которые в Гонконге получили название альтернативных пулов ликвидности (*alternative liquidity pools, ALP*) [12]. Регулирование финансовых рынков Сингапура признано одним из наиболее либеральных в мире. С 2007 г. оно распространяется и на «темные» пулы ликвидности, сделки в которых возможны лишь для институциональных инвесторов.

ОБСУЖДЕНИЕ И ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В России пока отсутствует законодательство и даже отдельные регулятивные нормы Банка России в отношении «темных» пулов ликвидности. Однако потребность в них очевидна, особенно в условиях антироссийских санкций, ограничений в ликвидности зарубежных игроков рынка. Чтобы показать высокую заинтересованность регулятора в данной проблеме, обратим внимание на доклад Банка России, посвященный анализу альтернативных направлений развития архитектуры российского фондового рынка [13]. В документе указывается, что наблюдаются признаки альтернативной организации рынка, когда созданная новая брокерская инфраструктура обеспечивает для клиентов совершение сделок с ценными бумагами вне организованных биржевых торгов. При этом регулятор не употребляет понятие «темные» пулы ликвидности, но рассматривает многие проблемы, сопутствующие им — фрагментация ликвидности, прямой доступ к биржевым торгам, минуя посредников (финансовая дезинтермедиация) и т.д. В 2024 г. доля таких операций на альтернативном внебиржевом рынке равнялась 6% от объема биржевых торгов, а по некоторым ценным бумагам — до трети объема торгов ими. Кроме того, регулятор делает акцент на потенциальной возможности прямого доступа использовался не только на фондовом,

но и на валютном, денежном сегментах. Ключевым направлением деятельности регулятора является разработка регуляторных мер для альтернативных финансовых рынков и обеспечению их баланса с традиционными, т.е. создание общего пространства регулирования, надзора и контроля.

Литература

1. Развитие альтернативных механизмов инвестирования: прямые инвестиции и краудфандинг. Доклад для общественных консультаций. — М., Банк России, 2020. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf
2. Baeck P., Collins L., Zhang B. Alternative finance. The UK Alternative Finance Industry. Report 2014. 95 p. URL: www.nesta.org.uk
3. Саввина О.В. Управление системными финансовыми рисками в условиях глобализации [Текст] / О.В. Саввина; под ред. В.А. Слепова. — М.: Дашков и К, 2015.
4. Бунин И.А. Темные аллеи. Сборник рассказов [Текст] / И.А. Бунин. — URL: <https://azbyka.ru/fiction/temnye-allei-bunin>
5. Карпова К.А. Темные пулы ликвидности на мировых финансовых рынках [Текст] / К.А. Карпова // Наукоедение. — 2015. — Т. 7. — № 3. — С. 2–14.
6. Cowen and Company, Market Structure: Volume and Liquidity Update, Jan 23, 2017.
7. Regulation ATS for ATSs That Trade U.S. Government Securities, NMS Stock, and Other Securities; Regulation SCI for ATSs That Trade U.S. Treasury Securities and Agency Securities; and Electronic Corporate Bond and Municipal Securities Markets. URL: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2025/06/regulation-ats-atss-trade-us-government-securities-nms-stock-other-securities-regulation-sci-ats>
8. Гибадуллин Э.И. Современные проблемы ликвидности финансового рынка. Темные пулы ликвидности [Текст] / Э.И. Гибадуллин // Вестник Алтайской академии экономики и права. — 2020. — № 5. — С. 35–39.
9. Рынки капитала в 2025 году: Будущее фондовых рынков. — URL: https://economics.hse.ru/data/2012/03/22/1264609400/Capital_markets_in_2025_rus.pdf
10. Hammer H., Djudja I. Post-MiFID II: Dark Pools Mans and Regulatory Effects on Lit Market Quality. University of Gothenburg, 2021.
11. UK equity market dark pools — Role, promotion and oversight in wholesale markets. Thematic Review. FCA. 2016.
12. Малышев П.Ю. Регулирование электронных торговых систем: применение опыта Гонконга и Сингапура на российском фондовом рынке [Текст] / П.Ю. Малышев // Финансы и кредит. — 2017. — Т. 23. — № 37. — С. 2226–2242.
13. Универсализация или специализация? Роли участников на фондовом рынке. Доклад для общественных консультаций. Банк России, Москва, 2024. — URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/161834/Consultation_Paper_25062024.pdf

В заключение стоит отметить, что в Сети нет доступной информации о «темных» пулах Мосбиржи и отдельных крупных российских банков. Лишь в 2011 г. сообщалось о запуске ММВБ аукциона *"dark" pool* в анонимном режиме с целью приблизить формат своих торгов к западным стандартам.

References

1. Development of Alternative Investment Mechanisms: Direct Investments and Crowdfunding. Report for Public Consultations. Moscow, Bank of Russia, 2020. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/112055/Consultation_Paper_200811.pdf
2. Baeck P., Collins L., Zhang B. Alternative finance. The UK Alternative Finance Industry. Report 2014. 95 p. URL: www.nesta.org.uk
3. Savvina O.V. Management of systemic financial risks in the context of globalization / Ed. by Slepov V.A., Moscow, Publishing house Dashkov & K, 2015.
4. Bunin I.A. Dark Alleys. A Collection of Stories. <https://azbyka.ru/fiction/temnye-allei-bunin>
5. Karpova K.A. Dark liquidity pools in global financial markets // Bulletin of Eurasian Science. 2015, no. 3. URL: <https://cyberleninka.ru/article/n/temnye-puly-likvidnosti-na-mirovyh-finansovyh-rynkah>
6. Cowen and Company, Market Structure: Volume and Liquidity Update, Jan 23, 2017.
7. Regulation ATS for ATSs That Trade U.S. Government Securities, NMS Stock, and Other Securities; Regulation SCI for ATSs That Trade U.S. Treasury Securities and Agency Securities; and Electronic Corporate Bond and Municipal Securities Markets. URL: <https://www.sec.gov/rules-regulations/2025/06/regulation-ats-atss-trade-us-government-securities-nms-stock-other-securities-regulation-sci-ats>
8. Gibadullin E.I. Modern problems of financial market liquidity. Dark liquidity pools // Bulletin of the Altai Academy of Economics and Law, 2020, no. 5, pp. 35–39.
9. Capital Markets in 2025: The Future of Stock Markets. URL: https://economics.hse.ru/data/2012/03/22/1264609400/Capital_markets_in_2025_rus.pdf
10. Hammer H., Djudja I. Post-MiFID II: Dark Pools Mans and Regulatory Effects on Lit Market Quality. University of Gothenburg, 2021.
11. UK equity market dark pools – Role, promotion and oversight in wholesale markets. Thematic Review. FCA. 2016.
12. Malyshev P.Yu. Regulation of electronic trading systems: application of the experience of Hong Kong and Singapore to the Russian stock market // Finance and Credit. 2017, vol. 23, no. 37, pp. 2226–2242.
13. Universalization or specialization? Roles of Participants in the Stock Market. Public Consultation Report. Bank of Russia, Moscow, 2024. URL: https://cbr.ru/Content/Document/File/161834/Consultation_Paper_25062024.pdf