

16 בינואר 2025
ט"ז בטבת תשפ"ה

כללים מנחים בנושא חישוב והצגת מדד ה-FFO – Funds from operations

מבוא

מדד ה-FFO הוא מדד מפתח נפוץ בעולם בקרב חברות שעוסקות בתחום הנדל"ן המניב ומשמש בסיס למדידה, ניתוח והשוואה של ביצועי החברות בתחום וכלי מקובל להערכת שווין של חברות אלו. מדד זה נועד לשקף את הביצועים התפעוליים והכלכליים של החברה מפעילות הליבה השוטפת - השכרה וניהול של נכסי נדל"ן ולספק למשקיע כלי פשטני להערכה עקבית, מיטבית, ובת-השוואה של חברות בתחום.

סגל רשות ניירות ערך (להלן: "סגל הרשות" או "הסגל") נתן דעתו להגדרת מדד ה-FFO במסגרת הצעת חקיקה שפרסם בעבר להסדרת הגילוי הענפי בתחום הנדל"ן להשקעה. סגל הרשות פרט בהצעת החקיקה רשימה סגורה של התאמות לרווח הנקי לשם חישוב ה-FFO, מתוך רציונל לשמור על אחידות המדד והאפקטיביות שלו בהשוואה בין תקופות וחברות. עוד הובהר במסגרת הצעת החקיקה, כי במידת הצורך ניתן יהיה לכלול התאמות נוספות לחישוב מדד ה-FFO, אולם התאמות אלה יינתנו בנפרד מההתאמות ומהחישוב המפורט בהצעת החקיקה. כך הוסדרה האפשרות לכלול לצד FFO לפי גישת הרשות גם FFO לפי גישת ההנהלה שבו יכללו ההתאמות הנוספות.

בהתאם, חברות שפועלות בתחום הנדל"ן המניב נוהגות לפרסם את שני מדדי ה-FFO: האחד, מדד FFO לפי גישת הרשות והשני, מדד FFO לפי גישת ההנהלה, מדד מותאם אשר מחושב על פי שיקול דעתה של ההנהלה, תוך ביצוע התאמות נוספות המשקפות את תפיסתה לחישוב והצגה מיטבית של ביצועי החברה.

בהמשך לקול קורא שפורסם¹ בנושא חישוב והצגת מדד ה-FFO (להלן: "קול קורא"), ולאחר קבלת הערות הציבור, סגל רשות קיים "שולחן עגול" בהשתתפות נציגי חברות מובילות הפועלות בתחום הנדל"ן המניב בשוק ההון. בעקבות תהליך זה, הסגל הגיע למסקנה, כי עולה צורך בגיבוש ופרסום כללים מנחים לחישוב ולהצגת המדד. **זאת בשים לב לחשיבות עיצוב סטנדרטים אחידים וברורים של גילוי ודיווח מדד ה-FFO, אשר יבטיחו שקיפות, עקביות ואמינות בחישוב המדד.** מסקנה זו נשענת על בדיקה יסודית שערך הסגל, אשר כללה ניתוח מעמיק של המדד ואופן חישובו, בחינת סטנדרטים בינלאומיים מקובלים בענף וכן עיון בתגובות שהתקבלו במענה לקול קורא ודיון בשולחן עגול.


¹ קישור למסמך קול קורא לבחינת חישוב והצגת מדד ה-FFO בחברות נדל"ן מניב.


כללים אלו המפורטים להלן עוסקים בנושאים הבאים:


- א. עקרונות כלליים.
- ב. כללים לעניין FFO בגישת הרשות.
- ג. כללים לעניין FFO בגישת ההנהלה (Adjusted FFO - AFFO).
- ד. הוראות והמלצות גילוי נוספות.

א. עקרונות כלליים

מדד ה-FFO הוא מדד Non-GAAP ולפיכך חלה לגביו עמדה 6-99: שימוש במדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים. עמדה זו קובעת את ההנחיות המרכזיות לחישוב, הצגה וגילוי של מדדים פיננסיים שאינם מבוססים על כללי חשבונאות מקובלים (Non-GAAP), ונועדה להבטיח שהשימוש במדדים אלו ייעשה באופן שקוף, עקבי וברור, כך שמשמעותם תהיה ברורה למשקיעים ויאפשר השוואה בין חברות ובין תקופות. להלן רשימה קצרה של עקרונות עמדה 6-99, אשר כאמור חלים גם על מדד ה-FFO (בין אם בגישת הרשות ובין אם בגישת ההנהלה):

 **שקיפות וגילוי מלא:** יש לספק גילוי מפורט של ההנחות, ההגדרות וההתאמות המשמשות לחישוב המדד. המידע חייב להיות מלווה בהסברים ברורים של כל ההתאמות. כמו כן, אין להשתמש במונח "אחר" או במונח דומה בנוגע להתאמות כלשהן אלא אם מדובר בהתאמות שאינן מהותיות (ביחס לתוצאת חישוב ה-FFO).

 **עקביות בין תקופות:** יש לשמור על עקביות בשימוש במדד ובאופן חישובו לאורך זמן. כל שינוי במתודולוגיית החישוב חייב להיות מוסבר ומפורט בדוחות.

 **שימוש בהתאמות סבירות ומבוססות:** יש להבטיח שכל ההתאמות שמבוצעות בחישוב המדד, מבוססות על רציונל סביר ותואמות את תכלית המדד. התאמות חריגות מחייבות גילוי והסבר לסיבה לכך שבחר התאגיד לבצען.

ב. FFO לפי גישת הרשות

בהמשך לאמור לעיל, סגל הרשות החליט לאמץ גישה מאוזנת לחישוב מדד ה-FFO, המשלבת בין התאמה לפרקטיקות מקובלות בעולם שנקבעו על ידי גופים בינלאומיים (ה-EPRA שמגדיר את מדד ה-EPRA earnings וה-NARIET שמגדיר את מדד ה-FFO) לבין התחשבות במאפיינים הייחודיים של שוק הנדל"ן המקומי.

בעקבות הערות הציבור שהתקבלו בקשר לקול קורא והדיונים שהתקיימו בשולחן העגול, סגל הרשות גיבש עמדה לפיה, לשם שיפור ההשוואתיות בין החברות, שמירה על אחידות המדד והאפקטיביות שלו בהשוואה בין תקופות וחברות, וכן להבטחת גילוי העולה בקנה אחד עם הסטנדרטים המקובלים בעולם בנושא FFO, חברות המפרסמות FFO (בין אם בדוחות העתיים ובין אם בדיווחים אחרים, כגון במצגות המפורסמות לציבור), נדרשות לחשבו בהתאם לסטנדרט אחיד המפורט להלן ("FFO לפי גישת הרשות").

גישת הרשות וההתאמות המותרות המפורטות במסמך נועדו להבטיח השוואתיות בין חברות, עקביות ושמירה על המדד ככלי מרכזי להערכת ביצועי חברות הנדל"ן המניב.

להלן טבלה המפרטת את מכלול ההנחיות לחישוב ולהצגת מדד ה- FFO לפי גישת הרשות:

Funds From Operations - FFO			הבהרות	
לשנה שהסתיימה ביום				
31.12.X0	31.12.X1	31.12.X2		
תום שנת הדיווח	תום שנת הדיווח	תום שנת הדיווח ²		
				רווח (הפסד) לשנה
				<u>התאמות</u> *:
			1	נטרול (רווח) הפסד מפעילות משנית
			2	פחת והפחתות
				רווחים והפסדים משינוי בשווי ההוגן של נדל"ן להשקעה
				רווחים והפסדים ממכירת נדל"ן להשקעה או ממכירת פעילות
			3	הוצאות/הכנסות חד פעמיות או חריגות
				הפסד או ביטול הפסד מירידת ערך לפי IAS 36 (לרבות ירידת ערך השקעה הנמדדת בשיטת השווי המאזני) או רווח מרכישה במחיר הזדמנותי
				רווח/הפסד משינויים בשווי הוגן או ממכירה של מכשירים פיננסיים
				עלויות רכישה שהוכרו ברווח והפסד
				השפעות המס השוטף והנדחה בשל ההתאמות לעיל
				התאמות (המפורטות לעיל) לגבי חברות כלולות או עסקאות משותפות המוצגות לפי שיטת השווי המאזני
				FFO לפי גישת הרשות
				התאמות הנובעות מחלקן של הזכויות שאינן מקנות שליטה ב- FFO
				FFO לפי גישת הרשות המיוחס לבעלי המניות של החברה

*רשימת ההתאמות בגישת הרשות מהווה **רשימה סגורה**, ועל כן, אין לבצע אף התאמה שאינה מופיעה ברשימה לעיל במסגרת FFO לפי גישת הרשות **ללא תיאום מראש מול סגל הרשות**. סגל הרשות ככלל יאפשר

² בדוח הרבעוני יובאו הנתונים לרבעון האחרון, רבעון מקביל אשתקד ולשנה אשתקד.

התאמות נוספות שיוצגו בפניו אם הן התאמות מקובלות לפי סטנדרטים בינלאומיים **תוך הקפדה על כך שההשוואות לא תיפגע**. כמוסבר לעיל ולהלן, חברה רשאית לבצע התאמות נוספות במסגרת FFO לפי גישת ההנהלה אם התאמה כאמור היא עקבית עם התפיסה של ההנהלה ביחס למדד ותכליתו ועונה על המגבלות והכללים שנקבעו בעמדת הסגל 6-99 כפי שהובאו לעיל.

הבהרות להתאמות בגישת הרשות בהמשך לפירוט בטבלה לעיל

1. **נטרול (רווח) הפסד מפעילות משנית:** על החברה לנטרל את ההשפעות של פעילות נפרדת מפעילות הנדל"ן להשקעה ("תחום פעילות משני") אם ורק אם היא אינה קשורה באופן מהותי לנכסי הנדל"ן להשקעה (תזרימי המזומנים המופקים ממנה בלתי תלויים בנכסי הנדל"ן המניב וניתן להפריד את תוצאותיה העסקיות מהפעילות המניבה). בהקשר זה, יובהר כי אין לנטרל השפעות תוצאתיות של נדל"ן להשקעה אף אם אינו מניב הכנסות (למשל – נכס בהקמה). כך למשל, יש לנטרל השפעה של פעילות נדל"ן יזמי למגורים, אולם אין לנטרל תוצאות של נכס מניב בהרצה, או פעילות מתקנים סולאריים הממוקמים על גבי נכסי נדל"ן מניב (פעילות אשר תורמת באופן ישיר לתזרים המזומנים הכולל המופק מנכס הנדל"ן המניב ותלויה בו ועל כן היא חלק מפעילות הנדל"ן המניב).

2. פחת והפחתות:

2.1. **פחת והפחתות של הנכסים המניבים:** יש לנטרל את הוצאות הפחת מהמדד (לדוגמא פחת של בתי מלון או מתקנים סולאריים³ אשר מסווגים בדוחות כרכוש קבוע או נדל"ן להשקעה שנמדד לפי עלות).

2.2. **פחת והפחתות של נכסים אחרים:** אין לנטרל הוצאות פחת אלה שכן הן חלק מהעלויות הנדרשות לחברה לשם הפקת תשואה מנכסי הנדל"ן המניב.

3. התאמות בעבור הוצאות/הכנסות חד-פעמיות או חריגות:

3.1 **אירועים חריגים:** חברה תתאם השפעות של פריטים בעלי אופי חריג שקרוב לוודאי לא יחזרו על עצמם בעתיד הנראה לעין ואשר אינם בעלי זיקה לפעילות הנמשכת של החברה. יש לכלול הסבר איכותי מקיף בו יתואר האירוע שגרם להתאמה זו וביסוס לכך שמדובר באירוע חד-פעמי או חריג.

להלן דוגמאות לאירועים כאלו:

3.1.1 רווחים או הפסדים מאסון טבע שפגע בפעילות החברה או נכסיה, אם החברה פועלת באזור שבו אסונות מסוג זה נדירים.

3.1.2 עלויות הקשורות לארגון מחדש או לשינויים מבניים בארגון.

3.1.3 רווחים או הפסדים מהסדר חוב מהותי על רקע קשיים פיננסיים.⁴

3.2 **הפרשי תרגום של שערי חליפין במטבע חוץ:** במסגרת התאמה זאת יש לנטרל רווח או הפסד מסיווג לרווח והפסד של קרן הפרשי תרגום בעת מימוש או מימוש חלקי של פעילות חוץ.

³ זאת כיוון שפעילויות אלו בהתאם להגדרה בסעיף 1 לעיל, קשורות באופן מהותי לפעילות הנדל"ן המניב.
⁴ לעומת זאת, רווחים או הפסדים מפדיון מוקדם, מהצעת רכש חליפין או משינוי תנאים של התחייבויות פיננסיות אינן נכללות בתיאום זה.

ג. FFO גישת ההנהלה (AFFO)

במטרה לאפשר גמישות לחברות בהצגת תפיסתן לחישוב מדד ה-FFO תוך שיקוף מיטבי של ביצועיהן ומאפייניהן הייחודיים, כל חברה רשאית להציג לצד FFO לפי גישת הרשות, את מדד FFO לפי גישת ההנהלה (AFFO), אשר כולל התאמות נוספות לפי שיקול דעתה של החברה. על חברה כאמור להגדיר באופן מפורש מהי מהות המדד ותכליתו, לפי תפיסתה. כאשר חישוב המדד בהתאם לגישת ההנהלה אמור להתיישב עם תכלית המדד כפי שהוגדרה על ידי ההנהלה. שיטת החישוב אמורה להיות סדורה, מובנית ומוסברת היטב ובהתאם לעקרונות הכללים המפורטים לעיל, תוך הצגת ההנחות וההתאמות שנעשו, ועל החברה להימנע מביצוע התאמות הסותרות זו את זו במהותן תוך שמירה על עקביות ושקיפות. זאת, כדי לאפשר למשקיעים הבנה מעמיקה ביחס לביצועי החברה.

להלן טבלה להמחשה ובה התאמות אפשריות בהצגת מדד ה-FFO לפי גישת ההנהלה (AFFO):

31.12.X0 תום שנת הדיווח	31.12.X1 תום שנת הדיווח	31.12.X2 תום שנת הדיווח ⁵		גישת ההנהלה, התאמות נוספות:
			4	נטרול פעילות הייזום והפיתוח (נדל"ן בהקמה)
				תשלום מבוסס מניות
				הוצאות/הכנסות בגין הפרשי שער
				הוצאות/הכנסות בגין הצמדה למדד של קרן החוב
			
				התאמת הוצאות או הכנסות מס בתוצאה מכלל ההתאמות לעיל
				FFO לפי גישת ההנהלה (AFFO)
				התאמות הנובעות מחלקן של הזכויות שאינן מקנות שליטה
				FFO - לפי גישת ההנהלה (AFFO) המיוחס לבעלי המניות של החברה

להלן מספר עקרונות נוספים לעניין חישוב והצגת מדד FFO בגישת ההנהלה (AFFO):

1. **Adjusted FFO/FFO** – כפי שהוסבר בקול הקורא, בעולם מקובל להציג לצד ה-FFO מדד נוסף שנקרא Adjusted FFO ("AFFO") הכולל התאמות נוספות מלבד אלו המקובלות בחישוב FFO. לעמדת הסגל, על חברה אשר בוחרת לכלול ב-FFO לפי גישת ההנהלה התאמות אשר בעולם אין מקובל לכלול אותן ב-FFO אלא ב-AFFO,

⁵ בדוח הרבעוני יובאו הנתונים לרבעון האחרון, רבעון מקביל אשתקד ולשנה אשתקד.

- כגון – התאמה בגין תשלום מבוסס מניות, להשתמש, בנוסף או במקום הכינוי "FFO" לפי גישת ההנהלה" במונח "Adjusted FFO" (או בעברית – FFO מתואם).
2. **התאמות אסורות** – כפי שצוין לעיל, על מדד FFO חלות ההוראות בעמדת סגל 6-99. לפיכך אין לכלול במדד זה התאמות שהן לא רלוונטיות להבנת ביצועי החברה. להלן דוגמאות להתאמות שלעמדת הסגל אינן רלוונטיות ואף מוטות ולכן לעמדת הסגל מכאן ואילך אין לכלול אותן בהתאמות אף ב-FFO לפי גישת ההנהלה:
- 2.1 **הוצאות מימון בגין התחייבות חכירה:** הוצאות אלה הן הוצאות אלטרנטיביות להוצאות המימון שהיה התאגיד משלם עבור הלוואה לרכישת הזכויות בנכס. על כן, אין לנטרל הוצאה זו בחישוב מדד ה-FFO לפי גישת ההנהלה. בנוסף, נטרול כאמור עלול להוביל להצגה מוטוה כלפי מעלה של ביצועי החברה באופן שאינו משקף באופן נאות את התשואה שמפיקה החברה מפעילות הנדל"ן המניב. עם זאת, אם חברה תבחר לנטרל מחישוב המדד את הוצאות המימון בגין התחייבות חכירה ולשקף במקומן את הוצאות השכירות בפועל, הסגל לא יראה בכך בהתאמה בלתי סבירה. במקרה כזה, על מנת להימנע מ"ספירה כפולה", יש לנטרל גם את הוצאות הפחת בגין נכס זכות שימוש שנוצר מאותה חכירה.
- 2.2 **עלויות גיוס חוב:** עלויות אלה, הן חלק אינטגרלי מעלות גיוס החוב של כל חברה והן עלויות ריבית אפקטיבית מבחינה כלכלית וחשבונאית. עלויות ריבית אינן מנוטרלות מחישוב ה-FFO ועל כן, אין לנטרל הוצאה זו ממדד ה-FFO גם בגישת ההנהלה.
3. **עקביות וקוהרנטיות** – כפי שהוסבר לעיל, בהתאם לעמדת סגל 6-99 על ההתאמות השונות להיות עקביות זו לזו. להלן דוגמא לשיטת חישוב שאינה עקבית: חברה מחליטה לנטרל מתחשיב ה-FFO לפי גישת ההנהלה את השפעות כל נכסי הנדל"ן שאינם מניבים. נכסי הנדל"ן שעדיין אינם מניבים מתחלקים לשניים – נכסים בהקמה, אשר נחשבים לנכסים כשירים לפי הוראות IAS 23 וקרקות שאינן נחשבות לנכסים כשירים לפי הוראות IAS 23. בדוחות הכספיים ובהתאם להוראות IAS 23, מהוונת החברה לנכסים בהקמה שהם נכסים כשירים עלויות אשראי כלליות לרבות אשראי ספציפי בגין נכסים שאינם כשירים (נכסים מניבים וקרקות). אם החברה בחרה לנטרל את השפעות הנדל"ן שאינן מניב (דהיינו בעיקר את השפעות עלויות האשראי בגין הקרקעות), עליה לנטרל גם את השפעת ההיוון של עלויות אשראי בגין נכסים שאינם כשירים שהווננו לנכסים בהקמה. אי-נטרול היוון זה יביא לתוצאה בלתי עקבית שבה מובאת ההשפעה של פעילות ההקמה רק באופן חלקי.
4. **נטרול השפעות פעילות נדל"ן להשקעה שאינן מניב** – כאמור לעיל, תחת FFO לפי גישת הרשות אין לנטרל השפעות של נדל"ן להשקעה שאינן מניב. תחת גישת ההנהלה ניתן לבצע התאמות כאמור. על התאמה כאמור להתבסס על מודל הקצאה ברור, מבוסס, מהימן ועקבי, הנשען על עקרונות כלכליים ותמחור מקובלים, תוך מתן גילוי מפורט של העקרונות על בסיסם נעשתה הקצאת ההוצאות, ועיקר ההנחות ששימשו במודל.⁶

⁶ בנוסף, במקרה של ביצוע התאמה כאמור יש לפעול לפי העקרון המתואר בסעיף 3 לעיל.

ד. המלצות גילוי נוספות

סגל הרשות סבור כי הגילויים הבאים עשויים להועיל למשקיעים בניתוח פעילות החברה בהתבסס על מדד ה-FFO ולפיכך לדעתו מומלץ לשלבם במסגרת הדיווחים:

1. **השקעות הוניות (CAPEX) – Capital expenditure disclosure** – חברות נדל"ן מניב, כוללות בביאורים לדוחות הכספיים (בהתאם להוראות סעיפים 76 ו-79 לתקן IAS 40), מידע לגבי יציאות עוקבות בגין נכסים מניבים שהווננו לנכס (CAPEX). השקעות אלו כוללות, בין היתר, שיפוץ, הרחבה או שדרוג של הנכס, השקעות ורכישות שמחדשות מערכות וציוד חיוני לתפעול התקין של הנכס וכן כל עלות נוספת שמושקעת בנכס במטרה להאריך את אורך חייו או לשפר את תפקודו.

הסגל ממליץ לחברות נדל"ן מניב אשר מציגות בדוחותיהן את מדד ה-FFO, לכלול בנוסף גילוי **לגבי ההשקעות הוניות (CAPEX) בנכסים המניבים שלהן**. מטרת הגילוי היא להעניק למשקיעים הבנה משלימה על היקף ההשקעות הוניות והשפעתן על נכסי החברה וביצועיהם בהתאם לעקרונות הליבה של מדד ה-FFO. מידע זה נחשב למידע משלים מהותי למדד, והוא נתמך בהמלצת ארגונים מובילים בענף, כגון EPR A ו-NAREIT ואנליסטים המסקרים את החברות בענף.

הסגל ממליץ לבסס את הגילוי על המידע שנכלל כאמור בביאורים לדוחות הכספיים. על מנת להגיע לנתון מקביל לנתון ה-FFO מומלץ לבצע את ההתאמות דלהלן:

א. התאמות בגין השקעות המטופלות בשיטת השווי המאזני.

ב. התאמות בגין זכויות שאינן מקנות שליטה.

בנוסף, הסגל ממליץ לכלול את הגילוי בנפרד לסוגים שונים של נדל"ן (כגון: מסחרי, משרדים ומגורים).

אם חברה מעוניינת לכלול רכיבים נוספים בחישוב ה-CAPEX מעבר לאלו המפורטים לעיל, או לבצע התאמות נוספות מעבר לאלו המפורטות לעיל, היא רשאית לעשות כן ובלבד שהיא מיישמת את העקרונות הכלליים המצוינים בסעיף א' למסמך זה ובפרט לעניין עמדה 6-99.

2. **FFO למניה**.

3. **סך עלויות אשראי ספציפי בגין נכס מניב לאחר שהקמתו הסתיימה, שהווננו כעלויות אשראי**

לא ספציפי לנכס מניב אחר בהקמה – מטרת גילוי זה היא לאפשר למשקיעים להבין את התשואה (נטו מעלויות הריבית) שמניבים הנכסים המניבים ללא השפעת פעילות ההקמה.