

כ"ו חשון, תשפ"ה
27 נובמבר, 2024

קול קורא : חישוב והצגת מדד ה- FFO - Funds from operation בחברות נדל"ן מניב וגיבוש סטנדרטים אחידים

תמצית

תאגידים מדווחים שפועלים בתחום הנדל"ן המניב נוהגים להציג במסגרת הדוחות התקופתיים את מדד Funds From Operations¹ (להלן: "FFO", "המדד"). בהתאם לגילוי הענפי המקובל בתחום הנדל"ן להשקעה, תאגידים אלו מציגים את ה-FFO בשתי גישות: הראשונה, לפי גישת הרשות והשנייה לפי גישת ההנהלה. בימים אלו סגל רשות ניירות ערך (להלן: "הסגל") בוחן את הצורך בקביעת סטנדרטים אחידים וכללים מנחים ביחס לאופן חישוב והצגת FFO.

הבחינה מתבצעת על רקע ממצאי בדיקה מקיפה שערך הסגל בעת האחרונה, במסגרתה נסקרו באופן שיטתי נתוני ה-FFO שדווחו בדוחות התקופתיים לשנת 2023, לרבות החישובים וההתאמות שבוצעו לנתוני ה-FFO, במדגם שהקיף את מרבית התאגידים המדווחים הפועלים בענף הנדל"ן המניב. ממצאי הבדיקה העלו, כי קיימת שונות משמעותית בין התאגידים הן ביחס למהות וסוג ההתאמות שמבוצעות ל-FFO לפי גישת הרשות ולפי גישת ההנהלה והן ביחס לאופן שבו התאמות אלה ממוקמות בחישוב כל אחת מהגישות.

על רקע השונות כאמור ובמטרה לשמור על מהימנות ותכלית המדד, יכולת ההשוואה בין החברות ומניעת הטיה במצגים, החליט הסגל לפנות בקול קורא לתאגידים המדווחים אשר פועלים בתחום הנדל"ן המניב, לציבור המשקיעים בתאגידים אלו, לאנליסטים המסקרים את התחום ולכלל הגורמים בשוק ההון שעוסקים בנושא, לשם קבלת התייחסותם למספר סוגיות מפתח הקשורות לנאותות חישוב המדד כמפורט בהמשך.

סגל הרשות עומד על החשיבות לעצב סטנדרטים אחידים וברורים של גילוי ודיווח FFO, אשר יבטיחו שקיפות, עקביות ואמינות בחישוב המדד, תוך שמירה על קוהרנטיות והוגנות בשוק כלפי ציבור המשקיעים.

רקע

¹ מדד ה- FFO נקבע על ידי NAREIT - National Association of Real Estate Investment Trusts (להלן: "הנאריט"), ארגון האיגוד הלאומי של קרנות הריט בארצות הברית, אשר פיתח את המדד בשנות ה-90. זאת לצורך אימוץ מדד אוניברסלי אחיד, שמגשר על פערי תקינה חשבונאית ומאפשר יכולת השוואה בין חברות בתחום ומשקף את הביצועים השוטפים של הפעילות הנדל"נית.

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 שווי של חברות נדל"ן מניב. מדד זה נועד לשקף את הביצועים התפעוליים הכלכליים של החברה מפעילות הליבה השוטפת - השכרה וניהול של נכסי נדל"ן ולספק למשקיע כלי פשטני להערכה עקבית, מיטבית, ובת-השוואה בקרב חברות בתחום.

מדד ה-FFO נועד לבטא את הרווח הנקי החשבונאי החוזר ונשנה מפעילות השכרת נכסים בחברות נדל"ן מניב, לפי כללי חשבונאות מקובלים, זאת לאחר נטרול רווחים או הפסדים ממכירת נכסים, שינויים בשווי הוגן של נכסים (במקרה של חברה המודדת נדל"ן לפי שווי הוגן), פחת (במקרה של חברה המודדת נדל"ן לפי עלות) והפחתות שקשורות לפעילות הנדל"ן, הוצאות והכנסות ממסים נדחים (שקשורות לסעיפים שנוטרלו), והכנסות או הוצאות חד פעמיות. ועל כן עולה השאלה האם המדד עשוי לייצג גם את תזרים המזומנים מפעילות שוטפת של חברה² בניגוד לעמדה של הנאריט כפי שהובאה בעמדה שלו.

סגל הרשות נתן דעתו באשר לסוגיית הגדרת מדד ה-FFO במסגרת הצעת חקיקה שפרסם בעבר להסדרת הגילוי הענפי בתחום הנדל"ן להשקעה ובה ציין כי היא מבוססת על הגדרת המדד לפי הוראות ה-EPRA³. בנוסף 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 גם לפי שיטות אחרות, 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 כמפורט להלן.

בהתאם, חברות שפועלות בתחום הנדל"ן המניב נוהגות לפרסם את שני מדדי ה-FFO: האחד, מדד FFO לפי גישת הרשות, והשני⁴, מדד FFO לפי גישת ההנהלה, מדד מותאם אשר מחושב על פי שיקול דעתה של ההנהלה, תוך ביצוע התאמות נוספות לרווח הנקי המשקפות את תפיסתה לחישוב והצגה מיטבית של ביצועי החברה.

במרוצת הזמן, סגל הרשות מצא, כי לצד קיומן של שתי שיטות מקבילות לחישוב אותו מדד, קשת ההתאמות שבוצעו לשני המדדים התרחבה והובילה בחלק מהמקרים לפגיעה ביכולת ההשוואה בין ביצועי חברות, לפגיעה בעקביות בהצגת המדד בחברות מסוימות ששינו את ההתאמות שביצעו למדד במהלך השנים, ועד כדי פגיעה באמינותו ובמהימנותו של המדד. מצב זה עלול לגרום לבלבול בקרב המשקיעים, אשר יתקשו להבין את היחס בין שני המדדים, לחזות את ביצועי החברות בעתיד ולבצע הערכה מושכלת בין חלופות השקעה שונות.

² [נייר עמדה](#) של הנאריט : Financial standard white paper, December 2018.

³ EPRA - European Public Real Estate Association : הגוף האירופי המייצג את החברות הציבוריות הפועלות בתחום הנדל"ן וההשקעות בנכסים. EPRA אימץ בתורו את מדד ה-FFO, לו קראו EPRA Earnings. עם זאת שני המדדים אינם זהים לחלוטין כיוון שמדד ה-EPRA מבוסס על תקני IFRS בעוד שה-FFO מבוסס על תקני US-GAAP.

⁴ בהקשר זה נדגיש את הצורך בעיון [בשריית 105.28](#) המבהיר את הצורך בהצגה של שני המדדים וההתאמות ביניהם.

על רקע זה, סגל הרשות החליט לבצע בדיקת רוחב מקיפה לשם מיפוי כלל ההתאמות שמבצעות החברות בחישוב מדדי ה-FFO לפי גישת הרשות ולפי גישת ההנהלה. מטרת הבדיקה הייתה לעמוד על השונות שקיימת בין החברות לגבי מאפייני ההתאמות שמבוצעות וכן לבחון האם ישנו צורך בטיוב הדגשים ובעדכון ההנחיות המשמשות לחישוב מדדים אלו.

ממצאי הבחינה שביצע סגל הרשות העלו כי:

- א. חברות מסוימות ביצעו התאמות לחישוב מדד ה-FFO לפי גישת הרשות שאינן מפורטות בהוראות הספציפיות שפרסם הסגל.
- ב. חברות מסוימות ביצעו התאמות שונות לחישוב מדד ה-FFO לפי גישת ההנהלה, שנראה כי אינן עולות בקנה אחד עם התכלית של מדד זה, כפי שפורטה בהרחבה לעיל.
- ג. בנוסף, נמצאו מקרים בהם לא ניתן גילוי או הסבר מספק בנוגע להתאמות שבוצעו והנחיצות שלהן.

קול קורא

סגל הרשות פונה לכל הגורמים הרלוונטיים בענף הנדל"ן המניב בבקשה לקבל את התייחסותם בנוגע למספר סוגיות שעלו מתוך ריכוז וניתוח הנתונים שנסקרו בבדיקת הרוחב. זאת, במטרה לגבש פתרונות ולקבוע סטנדרטים ברורים ואחידים שיבטיחו את שקיפות, עקביות ואמינות המדד תוך שמירה על האינטרס הציבורי והבטחת השוואתיות נכונה בין החברות בענף.

סגל הרשות מבקש מכל גורם אשר יבחר למסור תגובתו לקול הקורא, כי נקודת המוצא לתגובתו תתמקד בהצגה והסבר של תכלית המדד לפי הבנתו. במסגרת התייחסות הספציפית להתאמות השונות המפורטות להלן, מוצע כי התגובה תתכתב עם התפיסה הכללית למהות ומטרת הגילוי בנושא FFO לגישת התאגיד המגיב.

להלן מספר התאמות שסגל הרשות רואה בהן כמהותיות ומבקש בזאת התייחסות של ציבור המשיבים לנאותות כל אחת מהן כמפורט להלן:

1. **נטרול תוצאות הפעילות של תחומי פעילות משניים לתחום הפעילות העיקרי של החברה, נדל"ן להשקעה:** כפי שהובהר לעיל, מדד ה-FFO הוא מדד שרלוונטי לתחום הנדל"ן להשקעה. ככל שחברה פועלת בתחום פעילות נוסף ומשני לתחום זה (להלן: "**פעילות משנית**"), מתעוררת שאלה האם החברה תהיה רשאית/נדרשת לכלול או להחריג את תוצאות הפעילות של פעילות משנית זו מתוך מדד ה-FFO.
2. **פחת והפחתות שקשורים לפעילות הנדל"ן להשקעה:** מעיון בנייר העמדה של הנאריט⁵, עולה כי התאמה זו (נטרול פחת והפחתות) רלוונטית לנכסי הנדל"ן בלבד. גישה זו נשענת על התפיסה לפיה, הפחת בגין נכסים אחרים אינו פחות ממשי בחברת

⁵ ראה הערת שוליים מספר 2.

⁶ דוגמאות לפריטים שיש להוסיף בחזרה לרווח הנקי לפי כללי חשבונאות מקובלים לצרכי החישוב של FFO הינם הפחתה של הוצאות חכירה מהוונות, ומענקים או שיפורים לשוכרים.

נדל"ן מאשר בכל חברה אחרת ועל כן אין הצדקה לנטרול ההשפעה שלו על הביצועים התפעוליים בחברת נדל"ן בהשוואה לכל חברה בתעשייה אחרת ובפרט לאור כך שהפחת הוא חלק אינטגרלי מחישוב הרווח הנקי לפי כללי חשבונאות מקובלים (GAAP). משכך, ככל שהתאמת הפחת שבוצעה בחישוב המדד אינה קשורה באופן ישיר לנכסי הנדל"ן⁷ נטרולה עלול להביא לפגיעה במהות המדד ובאופן הצגתו. לאור כך מתעוררת השאלה האם יש לאפשר בחישוב ה-FFO לנטרל הוצאות פחת שאינם קשורים במישרין לנכסי הנדל"ן.

3. **הוצאות מימון בגין התחייבות חכירה:** הוצאות אלה הן הוצאות אלטרנטיביות להוצאות המימון שהיה התאגיד משלם עבור הלוואה לרכישת הזכויות בנכס. על כן, נטרול הוצאה זו עלול ליצור חוסר אחידות במדד בין חברה החוכרת נכס ומבצעת התאמה להוצאות המימון הקשורות להסכם החכירה, לבין חברה שרכשה את הנכס במימון זר ואינה מנטרלת את הוצאות המימון בגינו מהמדד. לאור כך מתעוררת השאלה האם יש לאפשר נטרול של הוצאות אלו בחישוב ה-FFO.

4. **הוצאות פחת נכס זכות שימוש בגין חכירה:** הנאריט קבע שאת הוצאות הפחת בגין נכס זכות שימוש אין לנטרל⁸. זאת בשונה מחברת נדל"ן שנכסיה בבעלותה, שמנטרלת (במקרה של שימוש במודל עלות) את הוצאות הפחת מתחשיב ה-FFO. לאור האמור, עולה שאלה האם ניתן לאפשר התאמה זאת, בשים לב להשפעה האפשרית של אי ביצוע התאמה כאמור על תוצאות הפעילות של חברה ששוכרת את נכסיה לעומת התוצאות של חברה שנכסיה נמצאים בבעלותה.

5. **תשלום מבוסס מניות:** תשלום מבוסס מניות הוא מנגנון תגמול מקובל עבור מנהלים, דירקטורים, עובדים וכו' ונועד ליצור הלימה בין האינטרסים של עובדי החברה לבין ביצועיה. הוצאה זו היא חלק אינטגרלי מהפעילות השוטפת של כל חברה. על כן, ובשים לב לתכלית המדד, עולה שאלה אם נטרול הוצאה זו עולה בקנה אחד עם מטרת המדד.

6. **היוון עלויות אשראי:** עולה שאלה האם יש מקום בחישוב ה-FFO להפחית עלויות אשראי שהונו לנכסים כשירים. בפרט בשים לב לכך שחלק מהתאגידים סבורים שמדד ה-FFO אמור לשקף את הביצועים התזרימיים של פעילות הנדל"ן.

7. **היוון עלויות אשראי ספציפי בגין נכס מניב לאחר שהקמתו הסתיימה, כעלויות אשראי לא ספציפי לנכס מניב אחר בהקמה:** בדצמבר 2017 פרסם ה-IASB תיקון לסעיף 14 לתקן IAS 23, המתייחס לעלויות האשראי שיש להביא בחשבון במסגרת חישוב עלויות האשראי הכללי. התיקון קבע, כי אשראי ספציפי שנלקח לצורך מימון הקמתו של נכס כשיר שטרם נפרע במועד בו הנכס הכשיר מוכן לשימושו המיועד או למכירתו, יחשב כחלק מהמימון הכללי של הישות. בהתאם לכך יש להוון את עלויות אשראי זה לנכסים אחרים הנמצאים בתהליך הקמה כחלק מעלויות האשראי הלא ספציפי של התאגיד. כתוצאה מכך ה-FFO של חברות נדל"ן מניב שעוסקות גם בהקמת נכסים יהיה גבוה יותר מאשר של חברות שאינן עוסקות בהקמת נכסים. מכאן מתעוררת השאלה האם תופעה זו אינה מעוותת את השוואתיות ה-FFO

⁷ דוגמאות לכך: תוכנות מחשב, שיפורים במשרדי החברה, ריהוט וציוד, ופריטים אחרים הנפוצים בתעשיות אחרות.

⁸ ראה הערת שוליים מספר 2.

ותשואת ה-FFO בין חברות וכיצד להתייחס לתופעה זו במסגרת החישוב של ה-FFO.

8. **נטרול הוצאות מימון בגין נכסים שאינם עומדים בהגדרה של נכס כשיר בהתאם להוראות תקן IAS 23 (לדוגמא – פרויקט שבנייתו הושהתה):** בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, הוצאות אלה אמורות להיזקף לדוח על הרווח הכולל, ומבחינה כלכלית הן חלק מעלויות תפעול של חברה שפועלת בייזום והקמת נכסי נדל"ן מניב. על כן, עולה השאלה האם נטרול עלויות אלה תחת גישת ההנהלה עולה בקנה אחד עם מטרת המדד.

9. **נטרול הוצאות הנהלה וכלליות בגין נכסים לא מניבים:** בהתאם לכללי החשבונאות המקובלים, הוצאות אלה אמורות להיזקף לדוח על הרווח הכולל. נטרול עלויות אלה מחישוב המדד עלול לפגוע במצגי הרווח הנקי החשבונאי של החברה שהוא הבסיס לחישוב המדד ומתעוררת לפיכך השאלה אם לאפשר את התאמה זאת.

10. **עלויות גיוס חוב:** בהתאם להוראות IFRS 9, עלויות גיוס חוב מנוכות במועד ההכרה לראשונה מההתחייבות הפיננסית ומוכרות כהוצאה על פני זמן לפי שיטת הריבית האפקטיבית. עלויות אלה, הן חלק אינטגרלי מעלות גיוס החוב של כל חברה ודומות מבחינה זו לעלויות הריבית (שאינן מנוטרלות מחישוב ה-FFO). על כן, נטרול של הוצאה זו ממדד ה-FFO עלול שלא לעלות בקנה אחד עם מטרת ה-FFO לבטא את הרווח הנקי החשבונאי מפעילות השכרת הנכסים, ולפיכך מתעוררת השאלה אם לאפשר את נטרול הוצאה זאת ממדד ה-FFO.

חשוב לציין, כי ההתאמות שפורטו לעיל אינן רשימה ממצה של כלל הנושאים האפשריים לדיון. לפיכך, אנו מזמינים אתכם להתייחס גם לסוגיות הנוגעות לאופן חישוב המדד, התאמות שלא הוזכרו, פרקטיקות מדידה מקובלות ככל שהן רלוונטיות לתחום ועומדות בתכלית חישוב המדד.

יצוין כי, בקשר להתאמות בדבר הוצאות מימון בגין הפרשי הצמדה למדד והפקדות ומשיכות פקדונות בבתי דין מוגן, סגל הרשות כבר הביע את עמדתו בנושא בשו"ת מספר 105.28א⁹.

CAPEX

מעבר לדיון המרכזי בנוגע להתאמות שפורטו לעיל, סגל הרשות מוצא לנכון להעלות לדיון נקודה נוספת שעלתה משיח שקיים הסגל עם אנליסטים המסקרים את ענף הנדל"ן המניב בישראל, אשר המליצו על מתן מידע ביחס לנתון ה-CAPEX בגין נכסים קיימים, המהווה רכיב משמעותי בפעילות הליבה השוטפת של חברות נדל"ן מניב ומשכך יש עניין בגילוי לציבור המשקיעים. נתון זה בא לידי ביטוי במדד Adjusted Funds From Operations ("AFFO"), שגם הוא מהווה מדד מפתח נפוץ בעולם בקרב חברות שעוסקות בתחום זה. יובהר שהאמור עולה בקנה אחד עם הוראות סעיף 50(ג) לתקן חשבונאות בינלאומי 7, דוח על תזרימי מזומנים, המתייחס למידע שעשוי להיות

⁹ קישור לשו"ת 105.28א.

רלוונטי למשתמשים בהבנת המצב הכספי והנזילות של התאגיד, וממליץ להציג את הסכום המצרפי של תזרימי המזומנים הנדרשים לשימור היכולת התפעולית. לעמדת סגל הרשות, הוראה זו יפה גם לעניין הצגת מדד FFO, זאת במטרה לתת כלים לציבור המשקיעים לנתח את הביצועים של החברות בצורה מדויקת יותר אשר לוקחת בחשבון את ההשקעות שהחברה נדרשת לבצע ביחס לנכסיה המניבים לשם שמירה על מדדי הביצוע התפעוליים.

סגל הרשות רואה חשיבות רבה בקבלת התייחסות החברות ושאר הגורמים בשוק ההון לנושאים שפורטו לעיל וזאת במטרה לאפשר תהליך סדור שיקיף את קשת העמדות בשוק ההון ולהביא לשיפור איכות הדיווח הפיננסי המקובל בענף, תוך קידום שיח מקצועי ומעמיק לשם יצירת בסיס מוצק לכלל השחקנים הפועלים בשוק.

נודה לקבלת התייחסותכם בכתב עד ליום 17 לדצמבר, 2024.

לשם הנוחות מצורפת כנספח א' טבלה לצורך שליחת מענה עבור כל שאלה והתאמה שפורטו לעיל.

סגל הרשות יתייחס בכובד ראש לכלל הפניות שיתקבלו, ובכוונתו לקיים דיון בשולחן עגול על בסיס המענה שיתקבל מכלל המשיבים, ביום 24 לדצמבר, 2024, בשעה 10:00, במשרדי הרשות, רחוב מונטיפיורי 35, בתל-אביב. אם אתם מעוניינים להשתתף בדיון, נבקשכם להעביר את פרטיכם, הכוללים שם, כתובת דוא"ל וטלפון במסגרת המענה לקול קורא.

את התייחסותכם יש לשלוח באמצעות דואר אלקטרוני ליד:

רו"ח פרידה עבאס-יוסף: fridaa@isa.gov.il

ולידי רו"ח אלינור זקן: elinorz@isa.gov.il

נספח א'

עמדת המגיב :	הנושא	
כולל נימוק מפורט לעמדה		
	מהי תכלית המדד - האם מדובר במדד תוצאתי שנועד לשקף את ביצועי החברה התפעוליים או במדד תזרימי.	כללי
	התאמות למדד ה-FFO	
	נטרול תוצאות הפעילות של תחום פעילות משני לתחום הפעילות העיקרי של החברה (שאינו נדל"ן להשקעה)	1
	פחת והפחותות שאינם בגין נכסי נדל"ן להשקעה	2
	הוצאות מימון בגין התחייבות חכירה	3
	פחת בגין נכס זכות שימוש	4
	תשלום מבוסס מניות	5
	היוון עלויות אשראי	6
	היוון עלויות אשראי ספציפי בגין נכס מניב שהקמתו הסתיימה, כעלויות אשראי לא ספציפי לנכס מניב אחר בהקמה	7
	נטרול הוצאות מימון בגין נכסים שאינם עומדים בהגדרה של נכס כשיר	8
	נטרול הוצאות הנהלה וכלליות בגין נכסים לא מניבים	9
	עלויות גיוס חוב	10
	מידע ביחס לנתון ה-CAPEX	
	התאמות אחרות (התאמות שלעמדת המגיב יש מקום לדון בהן)	