

PROJET DE NOTE D'INFORMATION
présenté par



conseillée par



en réponse au projet de note d'information de Grupo Inmocaral, S.A.
à l'occasion de l'offre publique d'achat simplifiée visant les actions de la société SFL

Le projet de note d'information de la société Grupo Inmocaral, S.A.
présentée par Goldman Sachs International a été mis à disposition du public le 31 octobre 2006.

Le présent projet de note d'information a été établi et déposé auprès de l'Autorité des marchés financiers le 13 novembre 2006, conformément aux dispositions des articles 231-16 et 231-19 du Règlement général de l'AMF.
Ce projet de note d'information a été établi par la société visée et engage la responsabilité de ses signataires.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF.

La note d'information en réponse visée par l'AMF ainsi que les autres informations relatives à SFL (notamment juridiques, comptables et financières) seront mises à disposition du public au siège de SFL et de l'organisme chargé d'assurer le service financier des titres de SFL conformément à l'article 231-27 3° du Règlement général de l'AMF.

Ce projet de note d'information est disponible sur le site Internet de l'AMF (www.amf-france.org) ainsi que sur le site Internet de la société SFL (www.fonciere-lyonnaise.com) et est tenu à la disposition du public sans frais auprès de :

SFL
151, rue Saint-Honoré
75001 Paris

SOMMAIRE

1.	AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SFL.....	1
1.1	Avis motivé du conseil d'administration du 10 novembre 2006.....	1
1.2	Conditions de l'offre de Grupo Inmocaral S.A.....	3
1.3	Rappel du contexte de l'Offre de l'Initiateur.....	4
2.	ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE.....	4
3.	AVIS DE L'EXPERT INDÉPENDANT : ATTESTATION D'ÉQUITÉ.....	5
4.	OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE.....	35
5.	ACTIONS AUTO-DETENUES.....	35
6.	INFORMATIONS CONCERNANT SFL.....	35
6.1	Structure du capital de la Société.....	35
6.2	Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce.....	36
6.3	Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société.....	38
6.4	Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux.....	38
6.5	Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier.....	38
6.6	Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote.....	39
6.7	Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société.....	39
6.8	Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions.....	41
6.9	Accords conclus par la Société susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société.....	47
6.10	Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique.....	48
7.	AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT SFL.....	49
8.	PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION.....	49

1. AVIS DU CONSEIL D'ADMINISTRATION DE SFL

1.1 Avis motivé du conseil d'administration du 10 novembre 2006

"Le conseil d'administration de SFL s'est réuni au siège social le 10 novembre 2006, sous la présidence de Monsieur Luis Manuel PORTILLO MUÑOZ, président du conseil d'administration, assisté de Monsieur Yves MANSION, administrateur - directeur général et Monsieur Alec EMMOTT, directeur général délégué.

Tous les administrateurs étaient présents ou représentés.

Le conseil a examiné l'avis de dépôt de l'offre publique d'achat simplifiée, publié par l'AMF le 31 octobre 2006 (Avis n°206C1977), le projet de note d'information de Grupo Inmocaral S.A. déposé auprès de l'AMF le 30 octobre 2006, et le projet de note d'information en réponse de SFL.

Le conseil a pris connaissance des analyses et avis des conseils financiers de la société, Calyon et UBS, et du rapport d'expertise indépendante établi par Monsieur Dominique LEDOUBLE conformément à l'article 262-1 du Règlement général de l'AMF, qui tous concluent au caractère équitable des termes financiers de l'offre.

Conformément aux dispositions de l'article 231-19 du Règlement général de l'AMF, le conseil d'administration a été appelé à donner son appréciation sur l'intérêt de l'offre ou sur les conséquences de celle-ci pour SFL, ses actionnaires et ses salariés.

En ce qui concerne l'intérêt ou les conséquences de l'offre pour SFL et ses salariés, le conseil d'administration a pris acte des éléments qui résultent des intentions et objectifs déclarés par Grupo Inmocaral S.A. dans son projet de note d'information déposé auprès de l'AMF le 30 octobre 2006.

Le conseil a notamment pris en considération les éléments suivants :

- SFL restera cotée sur le marché Eurolist by Euronext™ ; Grupo Inmocaral S.A. souhaite maintenir un flottant significatif et se réserve la possibilité de mettre en œuvre dans les 12 mois à venir un certain nombre de mesures à cet effet, notamment pour tenir compte de toute éventuelle évolution du régime fiscal de faveur des SIIC.
- SFL continuera à bénéficier du régime fiscal favorable des SIIC, avec les obligations de distribution de bénéfices auxquelles l'application de ce régime est subordonnée.
- Grupo Inmocaral S.A. soutiendra la stratégie développée par la direction générale de SFL qui repose sur les quatre axes suivants :
 - poursuivre la stratégie de croissance grâce à une très bonne situation financière et à un positionnement sur l'immobilier de bureaux et de commerces dans les quartiers centraux d'affaires de Paris ;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- optimiser le portefeuille actuel en gérant activement les actifs, afin d'en améliorer la rentabilité globale ;
 - profiter des opportunités de marché pour acquérir, réaménager et développer des immeubles ayant un fort potentiel nécessitant le cas échéant une restructuration profonde génératrice d'une forte valeur ajoutée ; et
 - engendrer un flux de trésorerie courant important pour financer une distribution significative aux actionnaires.
- S'inscrivant dans une logique de poursuite et de développement de l'activité de SFL, et reconnaissant pleinement le savoir-faire et la compétence des équipes en place pour assurer la poursuite du succès de SFL, Grupo Inmocaral S.A. entend conserver les équipes de SFL et s'appuyer sur son équipe dirigeante, menée par Yves MANSION et Alec EMMOTT qui ont été respectivement confirmés directeur général et directeur général délégué de SFL aux côtés de Monsieur Luis Manuel PORTILLO MUÑOZ qui a été nommé président.
- La politique de SFL en matière d'emploi et le statut collectif et individuel de ses salariés ne seront pas affectés.
- Le financement des offres de Grupo Inmocaral S.A. sur Inmobiliaria Colonial S.A. et sur SFL n'aura pas d'impact sur les actifs, l'activité et les résultats de SFL.

En ce qui concerne le financement de SFL, le conseil a pris acte du risque de dégradation de la notation de SFL résultant de la prise de contrôle indirecte de la société par Grupo Inmocaral S.A., mais il a aussi pris acte des intentions de Grupo Inmocaral S.A. de soutenir activement le développement futur des activités de SFL, et de la capacité de Grupo Inmocaral S.A. à mobiliser les financements nécessaires à ses projets, dont le potentiel a été démontré par la réussite de l'augmentation de capital de Grupo Inmocaral S.A. pour financer la prise de contrôle d'Inmobiliaria Colonial S.A.

En conséquence, de ce qui résulte des objectifs et intentions déclarées de Grupo Inmocaral S.A., le conseil d'administration a estimé à l'unanimité que le projet présenté par Grupo Inmocaral S.A. respecte l'identité de SFL et l'intégrité de ses actifs, laisse ouvertes ses perspectives de développement et n'entraîne pas de conséquence négative pour l'ensemble de ses salariés. Ainsi présenté, ce projet peut donc offrir un intérêt réel pour SFL et ses salariés.

En ce qui concerne l'intérêt pour les actionnaires de l'offre publique d'achat simplifiée qui leur est proposée, après avoir pris connaissance des travaux menés par la société, ses banques-conseil et l'expert indépendant, le conseil a considéré que :

- Le prix proposé dans le cadre de l'offre publique d'achat simplifiée de Grupo Inmocaral S.A., sans nécessairement traduire tout le potentiel que SFL peut offrir à ses actionnaires, est un prix en ligne avec l'actif net réévalué (droits inclus) de la société au 30 juin 2006 en tenant compte des promesses de vente intervenues depuis cette date, et un prix qui fait ressortir une prime selon la plupart des critères d'appréciation usuels : cours de bourse, sociétés comparables, transactions comparables;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- Les deux banques-conseil de la société, Calyon et UBS, ont conclu leurs travaux en considérant que l'offre est équitable pour les actionnaires de SFL;
- Les travaux de Monsieur Dominique LEDOUBLE, nommé expert indépendant dans le cadre des dispositions de l'article 261-1 du Règlement général de l'AMF, l'on conduit à conclure que les termes financiers de l'offre de Grupo Inmocaral S.A. sont équitables d'un point de vue financier pour les actionnaires de SFL.

En conséquence le conseil d'administration a estimé à l'unanimité que l'offre de Grupo Inmocaral S.A. représente une opportunité favorable pour ceux des actionnaires qui entendent privilégier la liquidité immédiate, en fonction de leurs choix personnels, et il recommande donc aux actionnaires d'apporter, de céder ou de ne pas apporter leurs titres à l'offre, selon leurs priorités personnelles.

Le conseil a décidé de ne pas apporter à l'offre les 249 067 actions auto-détenues.

Prédica, société d'assurance du groupe Crédit Agricole, administrateur de SFL et propriétaire de 4 126 400 actions représentant 9,58 % du capital et 9,64 % des droits de vote de SFL, a fait savoir que, dans le cadre de sa politique d'investissement dans l'immobilier, elle a décidé de réduire sa participation, tout en continuant à accompagner SFL dans son développement : Prédica maintiendra une participation de 5 % au moins au capital de la société en conservant les droits qu'elle détient au titre de la convention d'actionnaire conclue entre Prédica et Colonial le 24 novembre 2004, et publiée le 7 décembre 2004, et notamment les droits de gouvernance prévus dans cette convention.

Tous les administrateurs autres que ceux qui représentent l'actionnaire majoritaire ont fait connaître leur intention de conserver au moins une partie de leurs actions.

Le conseil a donné mandat au directeur général pour finaliser et signer le projet de note d'information en réponse de SFL."

1.2 Conditions de l'offre de Grupo Inmocaral S.A.

En application des articles 234-3 et 231-13 du Règlement général de l'Autorité des marchés financiers (l'« **AMF** »), Goldman Sachs International (la « **Banque Présentatrice** »), agissant pour le compte de la société de droit espagnol Grupo Inmocaral, S.A. (« **Inmocaral** » ou l'« **Initiateur** »), a déposé un projet d'offre publique d'achat simplifiée sur les actions de la Société Foncière Lyonnaise (« **SFL** » ou la « **Société** ») auprès de l'AMF le 30 octobre 2006. Les principales modalités de cette offre publique d'achat simplifiée sont décrites ci-après (l'« **Offre** »).

L'Initiateur offre de manière irrévocable aux actionnaires de SFL d'acquérir leurs actions SFL au prix de 55 euros. Ce prix de 55 euros s'entend après versement de l'acompte sur dividende d'un montant de 0,70 euro par action SFL annoncé le 26 octobre 2006, qui a été mis en paiement le 8 novembre 2006. Les actions SFL apportées à l'Offre seront acquises par Inmobiliaria Colonial, S.A. (« **Colonial** »), filiale à 93,41% de l'Initiateur.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

L'Offre porte sur la totalité des actions SFL non détenues à ce jour, directement ou indirectement, par l'Initiateur (mais incluant les actions SFL auto-détenues), ainsi que sur la totalité des actions SFL susceptibles d'être émises avant la clôture de l'Offre à la suite de l'exercice d'options de souscription d'actions, soit un maximum de 8.922.704 actions.

1.3 Rappel du contexte de l'Offre de l'Initiateur

Le conseil d'administration de SFL a été informé du dépôt, le 12 juin 2006, par Inmocaral d'une offre publique d'achat au prix de 63 € par action portant sur la totalité du capital de Colonial, qui détient 79,36% du capital et 79,82% des droits de vote de SFL.

Dans ce contexte, le conseil d'administration de SFL a mandaté le 25 juillet 2006 les banques Calyon et UBS ainsi que le cabinet d'avocat Orrick Rambaud Martel comme conseils de la Société.

L'offre portant sur les titres de Colonial a été ouverte du 26 juillet 2006 au 26 septembre 2006. Le changement de contrôle de Colonial est devenu effectif le 3 octobre 2006, date du règlement-livraison de l'offre portant sur les titres de Colonial. A cette date, l'Initiateur détenait 55.760.552 actions de Colonial représentant 93,41 % du capital et des droits de vote de Colonial. Inmocaral prenant le contrôle de Colonial, et SFL étant détenue à plus du tiers du capital et des droits de vote par Colonial, et représentant une part essentielle des actifs de Colonial, Inmocaral a alors confirmé à SFL le 3 octobre 2006 son intention de déposer un projet d'offre publique d'achat visant la totalité du capital de SFL.

2. ACCORDS SUSCEPTIBLES D'AVOIR UNE INCIDENCE SUR L'APPRECIATION OU L'ISSUE DE L'OFFRE

La Société n'est partie à aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

La Société n'a connaissance d'aucun accord susceptible d'avoir une incidence sur l'appréciation de l'Offre ou sur son issue.

3. AVIS DE L'EXPERT INDÉPENDANT : ATTESTATION D'ÉQUITÉ

Dans le cadre de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée (OPA-S), initiée par la société GRUPO INMOCARAL et portant sur les actions de la Société Foncière Lyonnaise (SFL), le cabinet CDL a été chargé, en qualité d'expert indépendant, de se prononcer sur le caractère équitable pour les actionnaires minoritaires du prix de 55,0 € par action SFL, après versement d'un acompte sur dividende de 0,7 € par action intervenu le 8 novembre 2006.

Indépendance

Le cabinet CDL est indépendant des sociétés SFL et GRUPO INMOCARAL ainsi que de ses actionnaires. Il n'a aucun lien juridique ou financier avec ces sociétés et n'a jamais exercé de mission auprès d'elles. Il ne se trouve dans aucune des situations de conflit d'intérêt visées à l'article 1 de l'instruction AMF N° 2006-08 du 25 juillet 2006. Conformément à l'article 261-4 du Règlement Général de l'AMF, il atteste donc de l'absence de tout lien passé, présent ou futur connu de lui avec les personnes concernées par l'offre ou l'opération et leurs conseils, susceptible d'affecter son indépendance et l'objectivité de son jugement lors de l'exercice de cette mission.

Les compétences de l'expert et les missions d'expertise indépendante effectuées par le cabinet sont indiquées en Annexe 1 au présent rapport.

Diligences effectuées

Nous avons effectué nos diligences en respectant les normes édictées par l'AMF dans son instruction du 25 juillet 2006 et en appliquant les nouvelles dispositions introduites dans le règlement général de l'AMF homologuées par arrêté du 18 septembre 2006.

Pour l'essentiel, nos travaux ont consisté à :

- examiner le contexte de l'offre et notamment l'information financière communiquée lors de l'Offre Publique d'Achat Simplifiée ainsi que la situation du secteur à cette date ;
- analyser les éléments de valorisation préparés par UBS, CALYON et GOLDMAN SACHS ;
- procéder à des entretiens avec le management du groupe (Directeur Général, Secrétaire Général, Directeur Financier) qui nous a donné sa vision de l'évolution des actifs de SFL et les banquiers d'affaires (GOLDMAN SACHS pour GRUPO INMOCARAL et UBS et CALYON pour SFL) qui nous ont présenté leurs travaux d'évaluation ;
- apprécier les données prévisionnelles qui nous ont été communiquées (business plan 2007-2011 comprenant l'actualisation 2006) par la société ;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- mettre en œuvre une approche d'évaluation multicritères en utilisant notamment les paramètres ressortant d'une base de données (Thomson Financial) ;
- vérifier que les différentes valeurs obtenues, ainsi que celles qui ressortent des travaux de simulation auxquels nous nous sommes livrés, nous conduisent à s'assurer du caractère équitable du prix proposé par référence à ces valeurs ;
- Obtenir du management une lettre d'affirmation nous confirmant qu'à sa connaissance aucun élément nouveau ne conduisait à remettre en cause le prix de 55,0 €, après versement d'un acompte sur dividende de 0,7 € par action intervenu le 8 novembre 2006.

Nos travaux d'évaluation n'avaient pas pour objet de valider les informations historiques et prévisionnelles utilisées dont nous nous sommes limités à vérifier la cohérence.

1 – PRESENTATION DE L'OPERATION

1.1 - SOCIETES CONCERNEES PAR L'OPERATION

1.1.1 - Grupo Inmocaral (Inmocaral)

GRUPO INMOCARAL, initiateur de la présente offre, est une société de droit espagnol dont le siège social est situé à Madrid et dont le capital s'élève à 162.611.802 €.

L'OPA-S sera réalisée par l'intermédiaire de sa filiale IMMOBILIARIA COLONIAL (COLONIAL), société de droit espagnol au capital de 179.087.145 € dont le siège social se situe à Barcelone.

1.1.2 - Société Foncière Lyonnaise

La société FONCIERE LYONNAISE (SFL) est une société anonyme au capital de 86.143.904 € dont le siège social est situé au 151, rue Saint Honoré à Paris 1^{er}. L'action SFL est cotée sur l'Euronext Paris (Eurolist compartiment A).

1.2 - CONTEXTE ET TERMES DU PROJET D'OFFRE PUBLIQUE D'ACHAT SIMPLIFIEE (OPA-S) SUR LES TITRES DE LA SOCIETE SFL

Le 6 juin 2006, dans le cadre d'une OPA totale, INMOCARAL a obtenu de LA CAIXA la promesse de cession d'un bloc d'actions, représentant 39,37% du capital de la société IMMOBILIARIA COLONIAL. Au terme de l'Offre Publique d'Achat, déposée le 12 juin 2006 et clôturée le 3 octobre 2006, INMOCARAL détenait 93,41% de COLONIAL.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Depuis 2004, SFL est une filiale de COLONIAL qui détient 79,36% du capital de SFL. La présente OPA-S sur les titres SFL est une opération déclenchée par deux éléments :

- le changement d'actionnaire de référence de COLONIAL au terme de l'OPA de juin 2006 ;
- le caractère significatif de SFL qui constitue un actif essentiel de COLONIAL.

L'initiateur de l'offre, INMOCARAL, a précisé qu'il souhaitait maintenir la cotation de SFL avec un flottant significatif et poursuivre la stratégie actuelle tout en optimisant la rentabilité financière des actifs. En fonction des résultats de l'OPA-S, INMOCARAL se réserve la possibilité de prendre toute mesure destinée à rendre liquide le titre SFL.

L'initiateur offre aux actionnaires minoritaires de SFL d'acquérir leurs actions au prix de 55 €, après versement d'un acompte sur dividende de 0,7 € par action intervenu le 8 novembre 2006. L'Offre porte sur la totalité des actions SFL non détenues à ce jour ainsi que sur la totalité des actions SFL susceptibles d'être émises avant la clôture de l'offre à la suite de l'exercice d'options de souscription d'actions, soit un maximum de 8.922.704 actions.

2 - PRESENTATION DE L'ACTIVITE ET DE L'ENVIRONNEMENT DE SFL

SFL a une activité exclusive de foncière avec deux sources de revenus :

- les revenus locatifs issus du patrimoine ;
- les plus-values de cessions des immeubles.

La valorisation d'une foncière doit tenir compte des caractéristiques de l'activité et de son environnement, ce qui impose au préalable d'examiner les aspects suivants :

- la cartographie des foncières ;
- l'incidence du régime fiscal des SIIC ;
- le profil des principales foncières cotées.

2.1 - LA CARTOGRAPHIE DES FONCIERES

L'analyse comparative du patrimoine des foncières doit prendre en considération deux éléments :

- la destination des locaux ;
- l'implantation géographique.

(i) La destination des locaux

Globalement, l'activité des foncières s'exerce dans trois domaines principaux : l'habitation, les bureaux, les commerces. Au cours des 15 dernières années, le développement et le regroupement des activités à la périphérie des villes ont conduit à l'essor des centres commerciaux et des parcs d'activités (bureaux essentiellement).

(ii) L'implantation géographique

Au niveau européen, les spécificités immobilières et réglementaires (fiscalité, droit de la propriété, ...) rendent peu comparables les sociétés foncières d'un pays à un autre.

Ainsi, en dépit d'une évolution récente conduisant à la constitution progressive de groupes européens soit par implantation directe sur les différents marchés soit par opérations de croissance externe, l'analyse comparative doit être menée en priorité sur le marché français.

En France, le développement foncier peut privilégier Paris ou, au contraire, s'appuyer sur un maillage au niveau national. Cette stratégie de développement est susceptible d'engendrer une dynamique de croissance plus ou moins favorable qui a pour contrepartie une sensibilité plus ou moins forte aux cycles de l'immobilier.

2.2 - L'INCIDENCE DU REGIME FISCAL DES SIIC

En 2003, les sociétés foncières ont presque toutes opté pour le nouveau régime fiscal des Sociétés d'Investissements Immobiliers Cotées (SIIC) qui permet désormais de bénéficier d'une exonération d'impôt sur les sociétés à condition de distribuer :

- 85% du résultat courant dans l'année qui suit ;
- 50% des plus-values de cession des immeubles dans un délai de 2 ans.

En contrepartie, les sociétés devaient s'acquitter d'un impôt de sortie (« *exit tax* »), calculé sur la base de 16,5% des plus-values latentes du patrimoine immobilier à la date d'option du nouveau régime, payable sur 4 ans.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Ce régime SIIC, très attractif, a favorisé les nombreuses opérations de consolidation du secteur qui sont intervenues depuis. L'année 2003 marque, de ce point de vue, le basculement des valorisations des sociétés foncières par rapport à l'ANR (Actif Net Réévalué) :

- avant 2003, la capitalisation boursière faisait ressortir une décote par rapport à l'ANR ;
- à partir de 2003, le secteur est valorisé avec une prime par rapport à l'ANR.

2.3 - LE PROFIL DES PRINCIPALES SOCIETES COTEES

Plusieurs dizaines de foncières sont cotées à la Bourse de Paris dont la plupart sont dormantes et / ou non significatives.

Par ailleurs, parmi les principales sociétés foncières, certaines ont une exposition sur des marchés étrangers (Royaume Uni – Pays Bas...) très marquée de sorte que leur analyse n'est pas pertinente. D'autres (Mercialys,...) résultent de l'opportunité offerte notamment aux groupes de distribution de faire coter leurs galeries commerciales. Les spécificités (implantation géographique – adossement au distributeur – spécialisation) ne permettent pas de les comparer à un acteur comme SFL.

Dès lors, l'échantillon de sociétés cotées représentatives (capitalisation boursière supérieure à 1 milliard d'euros) et comparables se résume comme suit :

	Capitalisation boursière au 6 novembre 2006 (en millions d'euros)
• UNIBAIL	8 108
• GECINA	6 965
• KLEPIERRE	5 507
• FONCIERE DES REGIONS	3 689
• SILIC	1 921

(i) UNIBAIL

UNIBAIL est le leader du secteur, implanté uniquement en France et dont le pôle majeur est constitué d'un patrimoine de centres commerciaux, répartis sur toute la France, d'une valeur proche de 5 milliards d'euros.

La société dispose d'un large flottant avec des volumes d'échanges quotidiens significatifs.

(ii) GECINA

GECINA est une foncière, composée principalement d'immeubles de bureaux (56%) et d'habitation (41%) situés pour l'essentiel sur Paris et en Région Parisienne. Son patrimoine est estimé à 9 milliards d'euros. Le capital de GECINA est contrôlé par un groupe espagnol (METROVACESA) à hauteur de 68% de son capital.

(iii) KLEPIERRE

KLEPIERRE est un groupe spécialisé dans les centres commerciaux (88% du patrimoine) qui a réussi son développement à l'international (42% du patrimoine à l'étranger, principalement en Europe du Sud et en Europe Centrale), notamment par la conclusion d'un accord avec le groupe Carrefour. KLEPIERRE est une filiale du groupe BNP PARIBAS.

(iv) SILIC

SILIC a développé le concept de parcs d'activités dont il est le leader en Ile de France. Le patrimoine a une valeur supérieure à 2 milliards d'euros.

L'actionnaire de référence, contrôlant le groupe SILIC, est GROUPAMA.

(v) FONCIERE DES REGIONS

Le groupe FONCIERE DES REGIONS est présent sur tout le territoire français et intervient dans tous les domaines, l'immobilier de bureaux représentant toutefois la moitié du patrimoine du groupe.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Au terme d'une opération de fusion réalisée en 2006 entre FONCIERE DES REGIONS et BAIL INVESTISSEMENT FONCIERE, le flottant a été élargi. Les actionnaires ont conclu des pactes aux termes desquels BATIPART demeure l'actionnaire de référence.

(vi) Synthèse

Pour apprécier la comparabilité de SFL avec les 5 autres foncières retenues, nous avons examiné les critères suivants :

	UNIBAIL	GECINA	KLEPIERRE	FDR	SILIC
Nature des actifs		✓			
Implantation géographique		✓			
Taille					✓
Structure de l'actionnariat		✓	✓		✓
Portefeuille d'opérations					

✓ : comparable à SFL (pour les portefeuilles d'opérations, les sociétés du secteur ont des projets beaucoup plus significatifs que ceux de SFL)

Parmi les critères examinés, les deux premiers (nature des actifs – implantation géographique) permettent de vérifier la comparabilité des patrimoines.

Les trois autres critères constituent des indicateurs de valorisation. Il en est ainsi notamment :

- de la structure de l'actionnariat qui induit sur le titre une spéculation plus ou moins forte ;
- du « pipe line » des opérations.

Sur ce dernier point, nous nous sommes fondés sur la communication financière des groupes qui annoncent le patrimoine foncier en développement. Sous cet angle, la croissance anticipée de SFL apparaît, à la date de la présente opération et indépendamment de nouvelles perspectives éventuelles offertes par la prise de contrôle réalisée par GRUPO INMOCARAL, moins favorable que celle de ses concurrents cotés.

En définitive, la situation de SFL peut se résumer de la manière suivante :

- une qualité d'actifs exceptionnelle et des emplacements situés principalement dans le «triangle d'or» à Paris ;
- des perspectives de croissance qui, sur la base des opérations en portefeuille annoncées au marché, sont moins élevées que celles des sociétés comparables ;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- une comparabilité très relative avec les autres acteurs du secteur, GECINA apparaissant la plus proche en termes de positionnement ; toutefois, l'annonce par cette dernière, d'un ambitieux programme d'investissements (2,5 milliards d'euros depuis fin 2005) offre un potentiel de développement des revenus très significatif et plus important que celui de SFL.

3 - EVALUATION DE L'ACTION SFL

Conformément à l'instruction de l'AMF qui confirme la pratique antérieure, nous avons mis en œuvre une approche d'évaluation multicritères. Ainsi, nous indiquons ci-après les méthodes que nous avons écartées et celles qui nous sont apparues les plus pertinentes pour évaluer l'action SFL.

Nous avons procédé à une évaluation en l'état de la politique suivie par la société, l'initiateur de l'offre ayant confirmé, dans la note d'information de l'OPA-S, le maintien de la stratégie industrielle et financière de SFL.

3.1 - LES METHODES D'EVALUATION ECARTEES

S'agissant d'une société foncière, les méthodes de l'actif net comptable et du rendement ne sont pas pertinentes.

(i) L'actif net comptable

L'actif net comptable de SFL au 30 juin 2006 est de 1.355 millions d'euros, soit 31,5 € par action.

S'agissant d'une société foncière, l'indicateur de référence de valorisation est l'actif net réévalué (ANR) publié chaque semestre par les sociétés cotées dont le patrimoine est valorisé par des experts immobiliers indépendants.

L'ANR de SFL s'élève, au 30 juin 2006, à 53,3 € par action, droits inclus, et à 49,1 € hors droits.

(ii) Le rendement

D'une manière générale, cette approche n'est pas privilégiée dès lors que d'autres méthodes sont plus représentatives de la valorisation par les flux de trésorerie.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Au cas d'espèce, cette appréciation est renforcée par l'impossibilité de mener une telle approche. En effet, l'affirmation d'une politique de distribution régulière ne saurait compenser le caractère irrégulier des plus-values dont le montant varie d'un exercice à l'autre.

(iii) *Appréciation du prix de l'OPA-S sur SFL par transparence de l'Offre Espagnole sur COLONIAL*

La valorisation de SFL par transparence de l'Offre Espagnole sur COLONIAL ne nous semble pas pouvoir être mise en œuvre pour les raisons suivantes :

- l'offre d'INMOCARAL sur COLONIAL ne fournit aucune indication de la décomposition du prix et, par voie de conséquence, de la part attribuée à SFL dans l'Offre Espagnole ;
- nous observons qu'en termes de valeur de patrimoine, le pôle SFL est d'un poids sensiblement équivalent à celui de la partie espagnole de COLONIAL ; toutefois, COLONIAL, dont le bilan résumé est présenté en annexe, a une activité de promotion immobilière représentant 18% du portefeuille d'actifs ; en outre, en ce qui concerne l'activité de foncière, le marché immobilier espagnol n'est pas comparable au marché parisien ;
- le passage entre l'ANR brut et l'ANR net de COLONIAL prend en considération l'impôt «théorique» supporté par COLONIAL ; dans la pratique, des mécanismes de déduction fiscale liés à des réinvestissements ainsi que la possibilité, en Espagne, de déduire fiscalement le goodwill réduisent de manière très significative cet impôt «théorique» de sorte que les primes constatées par rapport à l'ANR net ne sont pas validées ;
- le *gearing* de COLONIAL (44%) est assez éloigné de celui de SFL (29%), ce qui atténue très sensiblement toute valorisation de SFL basée sur une transposition directe de la prime constatée sur l'ANR de COLONIAL.

Pour toutes ces raisons, la détermination de la valeur de SFL par transparence de l'Offre Espagnole sur COLONIAL a une portée limitée.

(iv) *DCF : actualisation des flux de trésorerie disponibles*

Sur la base du plan d'affaires remis par le management de SFL, une approche de la valeur de SFL a été mise en œuvre par l'une des banques conseils.

Nous n'avons pas considéré que cette méthode pouvait être utilisée dans la mesure où l'activité d'une foncière repose, d'une part, sur ses revenus locatifs et, d'autre part, sur les plus-values de cessions réalisées sur son patrimoine. Dans le cas de SFL où les rendements sont modestes, les plus-values de cession constituent un élément très significatif de la valeur.

En pratique, il est impossible de modéliser une politique d'arbitrage du patrimoine, la méthode DCF étant alors réduite à une simple actualisation des loyers, sensiblement identique à la méthode d'évaluation retenue par les experts immobiliers conduisant à l'ANR de SFL.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

A titre indicatif et en retenant l'hypothèse fixée par le management de ne céder aucun immeuble dans les cinq ans à venir, la valeur de l'action SFL se situerait, selon cette méthode, dans une fourchette large allant de 53,8 € à 59,8 €.

3.2 - LES METHODES D'EVALUATION RETENUES

Au préalable, il sera fait observer que parmi les méthodes d'évaluation retenues, la méthode de l'ANR nous semble devoir être privilégiée pour des motifs que nous exposerons ci-après.

Notre appréciation a été effectuée sur la base du prix d'offre (soit 55,0 € par action) augmenté du montant de l'acompte sur dividende de 0,7 euro dont le versement est intervenu le 8 novembre 2006, à savoir 55,7 euros par action.

3.2.1 - Le cours de bourse

Depuis l'instauration du régime SIIC en 2003, des opérations de prise de contrôle par des opérateurs étrangers (SFL – GECINA) ou de consolidation (fusion récente de FONCIERE DES REGIONES et de BAIL INVESTISSEMENT) sont intervenues se traduisant par l'émergence d'actionnaires de référence disposant de plus de la moitié du capital et réduisant, de fait, la liquidité des titres et leur attrait spéculatif.

En juin 2004, SFL a ainsi fait l'objet d'une OPA initiée par COLONIAL. Depuis cette date, la diminution du flottant (10,5% du capital non dilué) a entraîné une réduction de la liquidité du titre. Toutefois, le titre fait l'objet d'échanges sur le marché, dans des volumes limités mais réguliers (environ ¼ du flottant a été échangé au cours des 6 derniers mois). Le cours de l'action reste un indicateur de la valeur de l'action SFL pour l'actionnaire minoritaire.

Il convient de noter que le cours de l'action s'est désormais quasiment ajusté au prix de l'offre (55,0 € après versement de l'acompte sur dividende de 0,7 € par action intervenu le 8 novembre 2006). Il est indiqué, à juste titre, dans la note d'information de l'OPA-S sur SFL que l'évolution du cours de l'action, depuis le 5 juin 2006, est directement influencée par l'OPA espagnole d'INMOCARAL sur COLONIAL.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Nous rappelons les primes implicites de l'offre sur le cours de bourse de SFL, figurant dans la note d'information :

Au 5 juin 2006	Cours de l'action SFL (en €)	Prime offerte
Clôture au 5 juin 2006	44,1	26,4%
Moyenne 1 mois	46,0	21,2%
Moyenne 3 mois	48,1	15,9%
Moyenne 6 mois	47,6	17,1%
Moyenne 12 mois	46,8	18,9%
Plus haut 12 mois	50,0	11,4%
Plus bas 12 mois	40,6	37,2%

Source : Datastream. Cours moyens pondérés par les volumes

Si l'on examine le parcours boursier de l'action SFL depuis l'OPA par COLONIAL de juin 2004, lancée au prix de 38 € par action, le cours n'a dépassé les 45 € que sur les deux périodes suivantes :

- de mi-août à mi-octobre 2005 ;
- de mi-février à mi-mai 2006, immédiatement avant l'OPA sur COLONIAL.

Il est impossible de simuler quelle aurait été l'évolution du cours de l'action SFL hors OPA sur COLONIAL. Toutefois, à la date de lancement de la présente OPA-S sur SFL, le marché a désormais connaissance des résultats semestriels au 30 juin 2006 et notamment du montant de l'ANR. Indépendamment de l'OPA espagnole intervenue début juin 2006, la publication semestrielle des comptes SFL et de l'ANR, en progression très sensible, se serait probablement traduite par une progression du cours de bourse, en ligne avec les objectifs de cours des analystes.

Dans ces conditions, le prix retenu de 55,7 € par action comporte une prime significative par rapport au cours précédant l'annonce de l'OPA espagnole, étant toutefois fait observer que les fondamentaux de SFL permettaient, hors OPA-S, d'anticiper une progression du cours de bourse.

3.2.2 - Les multiples de sociétés comparables

Sur la base de l'échantillon restreint de sociétés cotées françaises (Cf. § 2.3), nous avons examiné les deux critères de valorisation les plus pertinents :

- la prime par rapport à l'ANR ;
- le multiple de cash-flow courant avant impôt.

Ces deux indicateurs sont utilisés par les analystes pour le suivi des valeurs, conjuguant la vision patrimoniale et l'approche par la rentabilité.

(i) La prime par rapport à l'ANR

Plusieurs éléments doivent être pris en considération pour apprécier l'évolution de l'ANR :

- la notion de «hors droits» ou «droits inclus» ;
- l'incidence du nouveau régime fiscal des SIIC ;
- la mise en place des normes comptables IFRS.

Ainsi, l'existence de primes et décotes doit s'analyser au regard d'une part des modalités de calcul de l'ANR et d'autre part, des conditions de marché liées aux opérations de regroupement intervenues au cours des deux dernières années.

Nos travaux ont consisté à :

- examiner les composantes du calcul de l'ANR de SFL au 30 juin 2006, indicateur publié, et au 30 septembre 2006 (ANR ajusté des acquisitions et cessions postérieures au 30 juin 2006) ;
- passer en revue les travaux effectués par les experts immobiliers au 30 juin 2006 pour apprécier le patrimoine de SFL ; à cet égard, les options retenues et les tableaux de synthèse des valeurs ainsi que les paramètres utilisés par les experts nous ont été commentés par le Directeur Financier et le responsable de l'analyse immobilière de la société ;
- identifier les primes et décotes entre les capitalisations boursières des sociétés cotées comparables et leur ANR, sur la période 2001/30 juin 2006.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Au préalable, nous rappelons les montants d'ANR par action de SFL (en euros) :

	Droits inclus	Hors droits
ANR au 30 juin 2006	53,3	49,1
ANR «ajusté» au 30 septembre 2006	55,2	51

Ce tableau appelle de notre part deux commentaires :

- pour déterminer la valeur de l'action SFL à partir de l'ANR, nous avons retenu l'indicateur **hors droits** ;
- la prise en compte d'événements postérieurs au 30 juin 2006 ne doit pas occulter le fait que les primes et décotes des autres sociétés sont calculées au 30 juin 2006 ; ainsi, l'application, le cas échéant, d'une prime ou d'une décote considérée comme représentative doit être effectuée sur la base de l'**ANR au 30 juin 2006**.

De notre point de vue, le prix proposé lors de la présente offre doit être comparé à l'ANR au 30 juin 2006, hors droits, soit 49,1 € par action.

□ L'actif net réévalué au 30 juin 2006

L'actif net comptable consolidé, part du groupe, au 30 juin 2006, soit 1.354,5 millions d'euros est déterminé sur la base de la valeur de marché de la dette financière.

La réévaluation de cet actif net repose quasi-exclusivement sur la valorisation du patrimoine immobilier réalisée par les experts immobiliers.

Nos principaux commentaires sur la synthèse de leurs travaux sont les suivants :

- l'évaluation des immeubles est effectuée de manière homogène en utilisant la méthode d'actualisation des flux de trésorerie ; par ailleurs, pour conforter les résultats de ces expertises, l'évaluation de certains immeubles est confiée aux deux experts ;
- les investissements de rénovation à engager sont pris en compte dans le modèle d'évaluation ;
- l'évolution des différents paramètres d'évaluation (taux d'actualisation retenu – valeur locative de marché...) justifie la forte progression de l'ANR, déterminé sur un patrimoine stable ;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- conformément aux normes habituelles d'évaluation des immeubles, seul le potentiel de revalorisation probable est pris en compte, en fonction par exemple des autorisations administratives déjà obtenues pour les immeubles en restructuration ;
- l'examen succinct du patrimoine de SFL ne nous a pas conduits à identifier de plus ou moins-values latentes significatives (immeubles en restructuration, autres actifs et passifs, ...) non prises en compte, étant fait observer que SFL précise, dans son annexe aux états financiers consolidés, que certains risques fiscaux, pouvant être estimés globalement à environ 15 millions d'euros, ne sont pas provisionnés.

En définitive, l'actif net réévalué hors droits au 30 juin 2006, d'un montant de 49,1 € par action, n'appelle pas de remarque particulière.

□ Existence de primes ou décotes sur l'ANR

Nous avons analysé sur 5 ans l'évolution de l'écart (primes / décotes) entre les capitalisations boursières et les ANR des sociétés du secteur.

Nos observations sont les suivantes :

- historiquement, la capitalisation boursière des sociétés était inférieure à leur ANR ; en 2003, l'instauration du régime SIIC a eu pour effet de basculer d'une situation de décote à une valorisation sectorielle supérieure à l'ANR (prime, Cf. annexe sur l'évolution cours / ANR au cours de la période 2001/30 juin 2006) ;
- les dernières publications des ANR (31 décembre 2005/30 juin 2006) mettent en évidence, pour l'ensemble des sociétés du secteur, une progression de cet indicateur sur 12 mois comprise entre 15% et 30% de sorte que l'écart capitalisation boursière / ANR tendrait à se réduire sous réserve du développement de chaque groupe ;
- ainsi qu'il est indiqué ci-avant, l'ANR à une date donnée ne reflète que partiellement la dynamique de croissance, le potentiel de revalorisation inclus dans le portefeuille d'opérations n'étant pas pris en compte dans l'ANR dans son intégralité ; pour ce motif, SFL a enregistré historiquement une prime sur l'ANR inférieure à celle de ses concurrents :

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF



Il ressort de notre analyse sur les primes par rapport à l'ANR les éléments suivants :

- l'intervalle de primes constatées sur l'échantillon est très large (de 14% à 74%) ;
- GECINA est, en termes de positionnement, la plus proche de SFL ; la prime sur l'ANR est de 14 à 19% selon les périodes retenues (spot-moyenne à 1 mois) pour la capitalisation boursière ;
- au vu des communications financières de chaque groupe, SFL est la foncière dont le portefeuille d'opérations est le plus faible, ce que reflète l'historique de sa prime.

Pour toutes ces raisons, nous estimons que la prime devant être appliquée à l'ANR, hors droits, de SFL au 30 juin 2006 (49,1 € par action) doit être comprise entre 10% et 15% :

	Valeur de SFL
• Prime de 10%	54 €
• Prime de 15%	56,5 €

En retenant la prime sur actif net réévalué, nous estimons que la valeur de SFL est comprise entre 54 € et 56,5 €.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

(ii) Le multiple de cash-flow courant avant impôt

La méthode du multiple de cash-flow courant avant impôt est la plus communément admise pour évaluer par la rentabilité une foncière. Au cas d'espèce, deux éléments pénalisent de manière excessive la valorisation de SFL selon cette méthode :

- le cash flow courant de l'année en cours est fortement réduit en raison de l'actuel programme de restructuration des immeubles ;
- le cash flow « stand alone » anticipé pour les prochains exercices ne prend pas en compte, par nature, le potentiel de développement lié notamment aux possibilités offertes par la structure financière de SFL, faiblement endettée.

Les multiples des sociétés comparables sont les suivants :

	Echantillon (amplitude)	Moyenne	Médiane
Multiples 2005	20,2 - 27,2	23,3	23,1
Multiples 2006	17,5 - 24,8	21,1	21,5

Sous les réserves susvisées en préambule, l'application de ces multiples aux agrégats SFL conduit aux valeurs suivantes, par action (en €) :

- Multiples 2005 55,5 € à 56 €
- Multiples 2006 40,3 € à 41 €

Les prévisions de cash-flow courant au-delà de 2006 nous conduisent à pondérer plus fortement la valeur de l'action SFL ressortant de l'application des multiples 2006, soit 40,3 € à 41 €, même si ce niveau de valorisation n'exprime pas le potentiel de la société.

En effet, ces valeurs très éloignées de celles résultant de l'approche ANR se justifient par :

- des revenus locatifs inférieurs à la moyenne des foncières, sur ces actifs de première qualité ; ce constat a un caractère structurel ;
- en raison des programmes de restructuration, récents ou en cours, le rebond des revenus locatifs n'est attendu qu'à horizon 2009-2010.

3.2.3 - Les transactions comparables

Pour définir l'échantillon de transactions comparables, deux aspects doivent être pris en considération :

- en tout état de cause, les transactions antérieures au régime SIIC de 2003 ne peuvent pas être retenues ;
- toutes les transactions portant sur des foncières peu significatives ou en sommeil doivent être écartées.

Dès lors, l'échantillon est limité à 4 opérations majeures :

- juin 2004 : la prise de contrôle de SFL par COLONIAL ;
- décembre 2004 : l'OPA de FONCIERE DES REGIONS sur BAIL INVESTISSEMENT ;
- mars 2005 : l'OPA de METROVACESA sur GECINA ;
- mai 2006 : l'acquisition de SIIC de Paris par REALIA.

La transaction la plus récente (SIIC de Paris) porte sur une société dont le patrimoine est comparable à celui de SFL. Toutefois, les éléments suivants atténuent la comparabilité des indicateurs financiers avec ceux de SFL :

- cette société, détenant un portefeuille de crédit bail immobilier, avait une activité mixte «société financière – société foncière» ;
- en raison de son ancien statut, la valorisation par le multiple de cash-flow courant ne peut pas être menée.

En ce qui concerne le prix de l'OPA sur les titres de SIIC de Paris, il convient de noter qu'il s'agissait d'une des dernières cibles opérables significatives sur le marché parisien. La transaction est intervenue au terme d'un processus d'enchères justifiant la prime de 53,6% sur l'ANR. Ce niveau de prime doit également être relativisé au regard de la taille de cette foncière, beaucoup plus faible que celle des sociétés analysées.

Sur la base des deux critères les plus significatifs pour cette activité, le multiple de cash-flow et la prime sur ANR, la médiane et la moyenne des transactions récentes (2004-2006) conduit aux valeurs suivantes (en €) ;

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

	Valeur de l'action SFL
• Multiples médians et moyens de cash-flow courant 2006 E	30,2 € à 30,9 €
• Prime sur ANR au 30 juin 2006 :	
- médiane : 14,6%	56,3 €
- moyenne : 22,9%	60,4 €

La méthode des transactions comparables appelle deux observations :

- une méthode prime sur ANR conduisant à une valorisation proche du prix de l'offre ; à cet égard, le montant de 60,4 € s'écarte de l'intervalle des autres valeurs dans la mesure où les conditions exceptionnelles de la transaction sur SIIC de Paris influent sur la moyenne des transactions ;
- la valeur par le multiple de cash-flow est pénalisée par l'incidence du programme de restructurations en cours et par l'absence d'opération en portefeuille.

4 – CONCLUSION

Le tableau ci-dessous présente la synthèse des différentes approches d'évaluation ainsi que la prime offerte calculée sur la base du prix de 55,7 € par action SFL.

Critères	Intervalle de valeurs	Moyenne	Prime offerte
Indicateurs SFL			
• Cours de bourse au 5 juin 2006	44,1 €	44,1 €	26,3% pour mémoire
• ANR au 30 juin 2006	49,1 €	49,1 €	13,4%
• ANR «ajusté» au 30 septembre 2006	51 €	51 €	9,2%
Comparables boursiers			
• Prime sur l'ANR	54 à 56,5 €	55,3 €	0,7%
• Multiples de cash flow courant 2005	55,5 à 56 €	55,8 €	p.m.
• Multiples de cash-flow courant 2006	40,3 à 41 €	42 €	32,6%
Transactions comparables			
• Primes sur l'ANR	56,3 à 60,4 €	58,4 €	- 4,6 %
• Multiples de cash-flow	30,2 à 30,9 €	30,6 €	82,0% p.m.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Pour les raisons évoquées précédemment, les primes calculées sur le cours de bourse au 5 juin 2006, sur les multiples de cash-flow des transactions comparables ainsi que sur les multiples de cash flow courant 2005 sont fournies à titre purement indicatif.

En revanche, il apparaît très clairement que :

- les différentes approches par l'ANR situent la valeur de l'action SFL sensiblement au niveau du prix de l'OPA-S ;
- la méthode des multiples de cash-flows des comparables fait ressortir une prime très significative.

Si, de notre point de vue, cette valorisation par les cash-flows ne peut pas être retenue en l'état, les résultats de cette méthode nous conduisent à limiter l'importance de la prime devant être appliquée à l'ANR. En effet, l'OPA-S se déroule en 2006, année au cours de laquelle le cash-flow courant est en diminution sensible. Ce constat est renforcé par un « pipe-line » d'opérations sensiblement inférieur, à la date de la présente opération, à celui des autres sociétés du secteur.

Sur la base de nos travaux, nous sommes d'avis que le prix de 55,0 € par action SFL, après versement d'un acompte sur dividende de 0,7 € intervenu le 8 novembre 2006, que la société initiatrice, GRUPO INMOCARAL, envisage de proposer dans le cadre du projet d'OPA-S, offre aux actionnaires de SFL une liquidité de leurs titres à un prix proche des valeurs obtenues par les méthodes de valorisation par l'ANR ; il est raisonnable au regard des modalités de l'opération et des données intrinsèques de SFL.

Attestation d'équité

Le prix de 55,0 € par action, offert par INMOCARAL aux actionnaires minoritaires de SFL est équitable.

Fait à Paris, le 13 novembre 2006,

Dominique LEDOUBLE

DILIGENCES DE L'EXPERT

- | | |
|---|------------|
| <input type="checkbox"/> Programme de travail détaillé | Annexe 1.1 |
| <input type="checkbox"/> Calendrier de l'étude | Annexe 1.2 |
| <input type="checkbox"/> Liste des personnes rencontrées par l'expert | Annexe 1.3 |
| <input type="checkbox"/> Sources d'information utilisées | Annexe 1.4 |
| <input type="checkbox"/> Composition de l'équipe CDL | Annexe 1.5 |

PROGRAMME DE TRAVAIL DETAILLE

Attestation d'équité / OPA-S SFL

1. Travaux préliminaires et prise de connaissance

- revue de presse et analyse de l'OPA
- contexte de l'opération

2. Valorisation / ANR

- analyse du bilan consolidé
- analyse de la structure financière
- analyse des primes et décotes sur ANR des sociétés du secteur
- analyse des notes de brokers et du consensus
- analyse du plan d'affaires
- entretiens avec le management
- valorisation

3. Valorisation / multiples de société cotées comparables

- sélection d'un échantillon
- analyse des prévisions des "brokers" et de l'évolution du consensus
- valorisation

4. Valorisation / multiples de transactions comparables

- sélection d'un échantillon
- valorisation

5. Rapport

- réunions (banques conseils de l'opération et société SFL) et entretiens téléphoniques
- rédaction du rapport
- administration et supervision de la mission

CALENDRIER DE L'ETUDE

- 23 au 29 octobre 2006
 - Analyse de l'opération
 - Discussions avec les banquiers conseils
 - Premières approches de valorisation
- 30 octobre au 5 novembre 2006
 - Entretiens avec le management
 - Réunions et entretiens avec les banquiers conseils
 - Analyse des sociétés et des transactions comparables
 - Examen des données historiques et prévisionnelles de SFL
 - Analyse des primes et décotes sur ANR
 - Travaux de valorisation et rédaction du rapport
- 6 au 10 novembre 2006
 - Travaux de valorisation
 - Discussions avec le management et les banquiers conseils
 - Rédaction du rapport
 - Présentation du rapport au Conseil d'Administration de SFL

LISTE DES PERSONNES RENCONTREES PAR L'EXPERT**SFL**

Monsieur Yves MANSION	Administrateur - Directeur Général
Monsieur Alec EMMOTT	Directeur Général Délégué
Monsieur François SEBILLOTTE	Secrétaire Général
Monsieur Nicolas REYNAUD	Directeur Financier
Monsieur David FOURTEAU	Responsable du Service Analyses et Prévisions Immobilières

CALYON

Monsieur Jean DELAMALLE	Senior Banker Real Estate Group
Monsieur Pierre MARLIER	Managing Director Investment Banking
Monsieur Olivier LEVYNE	Director Investment Banking
Monsieur Thibaut VERDIER	Associate Investment Banking

UBS

Monsieur Georges CHABENNE	Director, Investment Banking Department
Mademoiselle Celine CARRE	Analyst, Investment Banking Department

GOLDMAN SACHS

Monsieur Renaud TARTANSON
Division

Executive Director, Investment Banking

Monsieur Guillaume CASSOU

Associate, Investment Banking Division

Monsieur Emile DAHER

Analyst, Investment Banking Division

SOURCES D'INFORMATIONS UTILISEES**SFL**

- Projet de note d'information de l'OPA-S
- Comptes consolidés au 30 juin 2006-11-06 Budget 2006 actualisé (version du 3/10/2006)
- Compte de résultat au 30 septembre 2006
- Business plan 2007-2011
- ANR au 30 juin et ANR corrigé au 30 septembre 2006
- Valeur de marché de la dette
- Etat prévisionnel des travaux d'immeubles (2007-2011)
- Etat des loyers
- Business plan des immeubles en restructuration
- Expertises immobilières (analyse détaillée et états de synthèse)

UBS – CALYON – GOLDMAN SACHS

- Eléments de valorisation préparés par UBS
- Analyse DCF préparée par UBS
- Eléments de valorisation préparés par CALYON
- Eléments de valorisation préparés par GOLDMAN SACHS

SFL

- Expertises immobilières
- Valorisation du patrimoine SFL au 30 juin 2006

COMPOSITION DE L'EQUIPE CDL

CDL est un cabinet spécialisé dans l'expertise financière. A ce titre, il a réalisé de nombreuses missions d'expertise indépendante dans le cadre d'offres publiques, en perspective d'un retrait obligatoire en cas de succès. Au cours des douze derniers mois, il est intervenu dans les offres portant sur les sociétés suivantes : Le Grand Livre du Mois, Docks Lyonnais, Paul Prédault, Pochet, Camïeu, Alain Afflelou, Deveaux, Airox.

➤ Dominique LEDOUBLE (57 ans)

- HEC, expert-comptable, docteur en droit
- A fondé CDL en 1993 après avoir été Directeur du Développement à la Fiduciaire de France puis associé de Salustro Reydel
- Intervient régulièrement dans des missions d'expertise ou de commissariat aux apports ou à la fusion
- Professeur associé au CNAM

Thierry DUTARTRE (48 ans)

- Expert comptable
- Associé jusqu'en 2001 de SALUSTRO REYDEL
- A conduit de nombreuses opérations d'attestation d'équité et des missions d'évaluation

➤ Vincent LAROQUE (35 ans)

- IEP Bordeaux
- Expérience : capital risque – audit – évaluation
- Dédié à des missions d'attestation d'équité et d'évaluation

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

ANNEXE 2 : SOCIETES COTEES COMPARABLES

En application de l'article 3 3° de l'Instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, SFL a décidé de ne pas mentionner les informations figurant dans cette annexe.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

ANNEXE 3 : LES TRANSACTIONS COMPARABLES

En application de l'article 3 3° de l'Instruction AMF n° 2006-07 du 25 juillet 2006 relative aux offres publiques d'acquisition, SFL a décidé de ne pas mentionner les informations figurant dans cette annexe.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

BILAN COLONIAL

IMMOBILIARIA COLONIAL

Bilan consolidé

en M€	31-déc.-04	31-déc.-05
Goodwill	55	51
Immobilisations incorporelles	3	2
Immobilisations corporelles	29	28
Immeubles de placement	3 347	3 730
Actifs financiers	111	74
Impôts différés actifs	48	23
Total Actifs non-courants	3 591	3 909
Stocks et en-cours	505	497
Clients et autres débiteurs	66	105
Valeurs mobilières de placement	74	32
Disponibilités	6	3
Total Actifs courants	650	637
Actifs destinés à la vente	110	108
Total Actif	4 352	4 655
en M€	31-déc.-04	31-déc.-05
Capital	168	179
Prime d'émission	367	530
Réserves	52	104
Résultat de l'exercice	105	266
Total Capitaux propres, part du groupe	693	1 079
Intérêts minoritaires	259	344
Total Capitaux propres	951	1 423
Emprunts	1 639	2 525
Impôts différés passifs	56	26
Provisions non courantes	2	3
Autres passifs non courants	64	30
Total Passifs non courants	1 761	2 584
Emprunts courants	1 392	332
Dettes fiscales	60	46
Provisions courantes	3	4
Autres passifs courants	186	266
Total Passifs courants	1 640	647
Total Passif	4 352	4 655

Indicateurs clés

	31-déc.-04	31-déc.-05
Valeur expertisée	5 343	6 094
Dettes bancaires nettes	2 851	2 719
Loan-to-Value (LTV)	53,4%	44,6%
Capitalisation boursière (31.12)	1 658	2 858
NAV (31.12)	2 074	2 702
NNNAV (31.12)	1 738	2 341
Prime/Décote NAV	-20,0%	5,8%
Prime/Décote NNNAV	-4,6%	22,1%
Cash Flow	166	353
Multiple de CF	x 10,0	x 8,1

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

4. OBSERVATIONS DU COMITE D'ENTREPRISE

Le comité d'entreprise réuni le 10 novembre 2006 sous la présidence de Monsieur Yves Mansion a pris acte de l'avis motivé du conseil d'administration sur l'Offre.

5. ACTIONS AUTO-DETENUES

Au 30 octobre 2006, la Société détient 249 067 actions en auto-détention, représentant 0,58% du capital de SFL.

Comme indiqué dans l'avis motivé du conseil d'administration de la Société du 10 novembre 2006, la Société a fait part de son intention de ne pas apporter à l'Offre les actions qu'elle détient.

6. INFORMATIONS CONCERNANT SFL

La présente section contient les éléments mentionnés à l'article L.225-100-3 du Code de commerce.

6.1 Structure du capital de la Société

Le capital social est fixé à la somme de 43 072 452 euros divisé en 86 144 904 actions au nominal de deux euros et entièrement libérées.

	au 31 décembre 2005	Mouvements depuis le 1 ^{er} janvier 2006	au 30 octobre 2006
Nombre d'actions composant le capital social	43 063 788	8 664	43 072 452
dont actions auto-détenues	179 567	69 500	249 067
<i>Capital potentiel : options de souscription</i>	39 837	- 8 664	31 173

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Tableau de répartition du capital social et des droits de vote

Au 30 octobre 2006 et à la connaissance de la Société, la répartition du capital et des droits de vote est la suivante :

Actionnaires	Nombre de titres	% du capital	% des droits de vote ¹
Colonial contrôlée par Inmocaral	34 180 921	79,36%	79,82%
Prédica	4 126 400	9,58%	9,64%
Flottant	4 516 064	10,48%	10,54%
Auto-détention	249 067	0,58%	-
TOTAL	43 072 452	100,00%	100,00%

La Société a été informée des franchissements de seuils légaux suivants :

Société	Date du franchissement	Seuil franchi	Sens
Crédit Agricole SA : Calyon, Prédica, Crédit Agricole Chevreux	5 mai 2006	10%	en hausse
Crédit Agricole SA : Prédica, Crédit Agricole Chevreux	9 mai 2006	10%	en baisse
Inmocaral indirectement par l'intermédiaire de Colonial	3 octobre 2006	5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% et 2/3	en hausse

6.2 Restrictions statutaires à l'exercice des droits de vote et aux transferts d'actions ou les clauses des conventions portées à la connaissance de la Société en application de l'article L. 233-11 du Code de commerce

6.2.1 *Restrictions statutaires à l'exercice du droit de vote, du transfert d'actions et conventions préférentielles de cession ou d'acquisition d'actions*

L'article 10 des statuts de la Société prévoit que toute personne physique ou morale, agissant seule ou de concert, qui viendrait à détenir directement ou indirectement, au sens des articles L. 233-7 et suivants du Code de commerce, un nombre d'actions, de droits de vote ou de titres émis en représentation d'actions correspondant à 2% du capital ou des droits de vote de la Société est tenue, dans les quinze jours de bourse à compter de l'inscription des titres qui lui permettent d'atteindre ou de franchir ce seuil, de déclarer à la Société par lettre recommandée avec avis de réception, le nombre total d'actions, de droits de vote et de titres donnant accès au capital qu'elle possède.

Cette déclaration doit être renouvelée dans les conditions ci-dessus, chaque fois qu'un nouveau seuil de 2% est atteint ou franchi, à la hausse comme à la baisse, quelle qu'en soit la raison, et ce y compris au-delà du seuil de 5%.

¹ Nombre de droits de vote au 30 octobre 2006 : 42 823 385.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

En cas d'inobservation de ces dispositions, le ou les actionnaires concernés sont, dans les conditions et limites fixées par la loi, privés du droit de vote afférent aux titres dépassant les seuils soumis à déclaration, dans la mesure où un ou plusieurs actionnaires détenant au moins 2% du capital ou des droits de vote en font la demande lors de l'assemblée générale. La demande des actionnaires sera consignée dans le procès-verbal de l'assemblée générale et entraînera de plein droit l'application de la sanction susvisée.

6.2.2 *Clauses des conventions portées à la connaissance de la Société*

Par courrier du 1^{er} décembre 2004 reçu le jour même, il a été transmis à l'AMF une convention d'actionnaires signée le 24 novembre 2004 entre Colonial et Prédica Assurances de Personnes (50-56 rue de la Procession - 75015 Paris), contrôlée par Crédit Agricole SA. Cette convention a été conclue à l'occasion de la cession par Colonial à Prédica d'une participation représentant 9,63% du capital et 9,90% des droits de vote de SFL. Cette convention a fait l'objet d'une publicité par l'AMF dans les conditions prévues par l'article L. 233-11 du Code de commerce (D&I AMF n° 204C1487 du 7 décembre 2004).

Les principales dispositions de cette convention sont les suivantes :

- Prédica pourra disposer d'un siège au conseil d'administration de la SFL, pour autant que Colonial détienne le contrôle de la SFL et que Prédica conserve une participation d'au moins 5% du capital de la SFL ;
- Colonial s'engage à acquérir auprès de Prédica l'intégralité des actions SFL acquises par Prédica auprès de Colonial et des actions souscrites ou acquises en application de la clause anti-dilution (qui pourrait impliquer une augmentation de capital réservée ou une cession d'actions par Colonial), à un prix fixé sur la base de la valeur de l'actif net réévalué (ANR) de SFL, dans certaines hypothèses et sous certaines conditions ;
- Colonial bénéficie d'un droit de préemption en cas de cession directe ou indirecte par Prédica de ses actions SFL à un tiers, sous réserve d'exceptions usuelles (cessions intragroupe par Prédica et cessions aux administrateurs) et de la possibilité pour Prédica de céder sur le marché, au cours d'une période de 12 mois consécutifs, un nombre d'actions SFL représentant moins de 2% du capital de cette dernière ;
- Prédica bénéficie d'un droit de sortie conjointe en cas de cession par Colonial à un tiers de gré à gré d'actions SFL, dans des proportions telles que Colonial viendrait à détenir moins de 50% du capital de la SFL ;
- Prédica s'engage à ce que sa participation dans le capital de la SFL n'augmente pas par rapport au niveau de sa participation à la date de signature de la convention, sauf si ses acquisitions préservent un certain niveau de liquidité.

Cette convention a été conclue pour une durée de cinq années renouvelable par tacite reconduction pour des périodes successives de cinq ans, sauf dénonciation au moins six mois avant l'échéance de la période en cours.

A la connaissance de la Société, cette convention est toujours en vigueur, n'a pas été modifiée et l'Offre ne la remet pas en cause.

6.3 Participations directes ou indirectes dans le capital de la Société

- Par courrier du 3 octobre 2006, Inmocaral² a déclaré détenir indirectement par l'intermédiaire de Colonial, 34 180 921 actions et droits de vote SFL représentant 79,37% du capital et 79,57% des droits de vote de cette société³ (D&I AMF n° 206C1849 du 3 octobre 2006).

Inmocaral a franchi en hausse, à titre indirect, le 3 octobre 2006, les seuils de 5%, 10%, 15%, 20%, 25%, 1/3, 50% et 2/3 du capital et des droits de vote de SFL et a franchi indirectement à la hausse le seuil statutaire de 2% du capital et des droits de vote de SFL puis tous les seuils allant par pas de 2% jusqu'à 78%. Ces franchissements de seuils indirects résultent de la prise de contrôle par Inmocaral de Colonial – celle-ci détenant 79,37% du capital et 79,57% des droits de vote de SFL – intervenue à l'issue d'une offre publique d'achat qui a permis à Inmocaral d'acquérir 93,41% du capital et des droits de vote de Colonial et dont le règlement-livraison a eu lieu le 3 octobre 2006.

- Crédit Agricole SA a déclaré le 11 mai 2006 détenir, à titre indirect, 4 126 404 actions représentant le 3 octobre 2006, 9,58% du capital et 9,61% des droits de vote de SFL.

La Société n'a pas connaissance de participations supérieures à 5% du capital ou des droits de vote détenues par d'autres actionnaires.

6.4 Liste des détenteurs de tout titre comportant des droits de contrôle spéciaux

Néant

6.5 Mécanismes de contrôle prévus dans un éventuel système d'actionnariat du personnel, quand les droits de contrôle ne sont pas exercés par ce dernier

Un fonds de commun de placement de l'entreprise individualisé de groupe (FCPE Actions SFL) a été constitué conformément aux dispositions de l'article L. 214-40 du Code monétaire et financier. Le fonds est classé dans la catégorie : FCPE investi en titres cotés de l'entreprise.

En application de l'article 8, 2) du règlement du FCPE Actions SFL (Dépositaire : Société Générale – 50 boulevard Haussmann – 75009 Paris), le conseil de surveillance du fonds exerce les droits de vote attachés aux titres émis par l'entreprise ou par toute autre société qui lui est liée, y compris pour les valeurs comprises dans le fonds et rend compte (le cas échéant, au cours de la séance du conseil de surveillance ainsi que dans le rapport de gestion du fonds) en les motivant, de ses votes aux porteurs de part et, à cet effet, il désigne un ou plusieurs mandataires pour représenter le fonds aux assemblées générales de la société émettrice.

Le conseil de surveillance, institué en application des dispositions de l'article L. 214-40 du Code monétaire et financier dans les conditions prévues à l'article L. 214-39 du Code monétaire et financier, est composé, pour l'ensemble des sociétés adhérentes, de 6 membres :

² Société dont M. José Manuel Portillo Munoz détient directement et indirectement 38,44% du capital.

³ Sur la base d'un capital composé de 43 063 788 actions représentant 42 954 385 droits de vote.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- trois membres salariés porteurs de parts représentant les porteurs de parts salariés et anciens salariés de l'entreprise, désignés directement par les syndicats à raison d'un membre pour chacune des organisations syndicales suivantes : CFTC, SNUHAB-CGC, SNIGIC ;
- et trois membres représentant l'entreprise désignés par la direction du groupe.

Le conseil de surveillance du FCPE Actions SFL se réunira afin de déterminer s'il souhaite apporter tout ou partie des titres SFL qu'il détient à l'Offre.

6.6 Accords entre actionnaires dont la Société a connaissance et qui peuvent entraîner des restrictions au transfert d'actions et à l'exercice des droits de vote

Voir la convention conclue entre Colonial et Prédica point 5.1.2 ci-avant (D&I AMF n° 204C1487 du 7 décembre 2004).

6.7 Règles applicables à la nomination et au remplacement des membres du conseil d'administration ainsi qu'à la modification des statuts de la Société

6.7.1 *Nomination et remplacement des membres du conseil d'administration*

Règles statutaires

- L'article 30 des statuts de la SFL prévoit que les membres du conseil d'administration sont nommés, remplacés ou réélus par l'assemblée générale ordinaire. Le conseil d'administration est composé de trois membres au moins et de seize membres au plus, sous réserve de l'exception prévue par la loi en cas de fusion. La durée du mandat des administrateurs est fixée à trois ans, à l'exception des administrateurs ayant 70 ans révolus le jour de leur nomination ou de leur renouvellement, la durée du mandat étant alors d'un an. Les fonctions prennent fin à l'issue de l'assemblée générale ordinaire ayant statué sur les comptes de l'exercice écoulé et tenue dans l'année au cours de laquelle expire le mandat de l'administrateur considéré. Les administrateurs sont rééligibles, sous réserve de la limitation instituée par les alinéas suivants. Le nombre des administrateurs ayant dépassé l'âge de 70 ans ne pourra être supérieur au tiers des administrateurs en fonction. En cas de dépassement de ce pourcentage et à concurrence du nombre excédentaire, l'administrateur le plus âgé est réputé démissionnaire d'office.
- L'article 16 des statuts précise qu'en cas de vacance par décès ou par démission d'un ou plusieurs sièges d'administrateurs, le conseil d'administration peut, entre deux assemblées générales, procéder à des nominations à titre provisoire. Les nominations faites par le conseil d'administration sont soumises à la ratification de la plus prochaine assemblée générale ordinaire ; en cas de non ratification, les décisions prises et les actes accomplis antérieurement par le conseil d'administration n'en demeurent pas moins valables. Lorsque le nombre des administrateurs est devenu inférieur à trois, l'assemblée générale doit être convoquée immédiatement par les administrateurs restants, à l'effet de compléter l'effectif du conseil d'administration. L'administrateur nommé en remplacement d'un autre ne demeure en fonction que pendant le temps qui reste à courir du mandat de son prédécesseur.

Composition des organes sociaux et de direction de SFL

- La composition des organes sociaux et de direction de SFL a été modifiée en partie afin de refléter le changement indirect d'actionnariat intervenu à la suite de l'offre publique d'Inmocaral sur Colonial. En effet, le conseil d'administration de SFL s'est réuni le 26 octobre 2006 afin de constater la démission de Messieurs Juan José Brugera Clavero, José Maria Grau Greoles, José Manuel Basanez Vilaluenga, Eduardo Mendiluce Fradera, Francisco Emilio Ruiz Armengol et Pierre Lheritier et de nommer par cooptation Messieurs Luis Manuel Portillo Muñoz, Francisco José Molina Calle, Diego Prado, Luis Emilio Nozaleda Arenas, Mariano Miguel Velasco et Madame Maria Jesús Valero Pérez. Les administrateurs indépendants actuels ont été maintenus.
- La décision a été prise lors du conseil d'administration de SFL tenu le 26 octobre 2006 de dissocier la fonction de président du conseil d'administration et celle de directeur général conformément à l'article L. 225-51-1 du Code de commerce et à l'article 21 des statuts de SFL. Par conséquent, Monsieur Luis Manuel Portillo Muñoz a été nommé président du conseil d'administration de SFL, Monsieur Yves Mansion conservant ses fonctions d'administrateur et de directeur général de SFL.
- Par ailleurs, lors du conseil d'administration de SFL tenu le 26 octobre 2006, un comité exécutif et stratégique du conseil d'administration de SFL a été créé. Le comité exécutif et stratégique est composé de Messieurs Luis Manuel Portillo Muñoz (président), Mariano Miguel Velasco, Luis Emilio Nozaleda Arenas, Jean-Jacques Duchamp et Yves Mansion, et ses principales missions sont :
 - d'apporter son concours au conseil d'administration et à la direction générale de SFL dans la définition des grandes orientations stratégiques de SFL pour favoriser le développement de ses activités dans l'intérêt de SFL et de tous ses actionnaires ;
 - d'assurer une interface entre le conseil d'administration et la direction générale de SFL en matière stratégique, et, pour les actes les plus importants de la vie de SFL, de permettre à ceux-ci de remplir au mieux leurs missions respectives ;
 - d'examiner les plans et prévisions de SFL afin d'analyser les perspectives à moyen et long termes ;
 - d'étudier les projets d'opérations nécessitant une autorisation préalable du conseil d'administration de SFL, en vue de préparer les recommandations à soumettre à ce dernier ;
 - d'autoriser la direction générale préalablement à toute acquisition, cession, ou engagement financier supérieur à 20 millions d'euros ; et
 - de rendre compte au conseil d'administration de l'accomplissement de sa mission.

Lors du conseil d'administration de SFL tenu le 10 novembre 2006, Monsieur Francisco José MOLINA CALLE a été nommé membre du comité exécutif et stratégique.

- Enfin, il a été convenu lors du conseil d'administration du 26 octobre 2006 que Messieurs Yves Mansion et Alec Emmott continueront d'exercer leurs fonctions respectivement de directeur général et directeur général délégué de SFL. Il a été en outre décidé qu'au cours du premier semestre 2007, après la fin de l'offre publique d'Inmocaral et l'arrêté des comptes de SFL pour l'exercice 2006, le président, le directeur général et le directeur général délégué se concerteront sur les perspectives de développement de la société et le fonctionnement des relations avec le principal actionnaire de SFL.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Il a été convenu, afin d'assurer la continuité dans la gestion de SFL que dans le cas où il serait décidé à l'initiative du président ou du directeur général que Monsieur Yves Mansion cesserait d'exercer ses fonctions de directeur général d'ici au 30 juin 2007, il serait alors nommé vice-président non exécutif du conseil d'administration et une convention de prestation de services de consultant externe serait conclue pour une durée d'un an, renouvelable par accord entre Monsieur Yves Mansion et le président du conseil d'administration afin notamment d'assister et conseiller le président du conseil et le directeur général dans l'exercice de leurs mandats. Au titre de cette mission, Monsieur Yves Mansion recevra un honoraire annuel hors taxes de 200.000 € payable par douzième chaque mois, la mise à disposition d'un bureau, des services d'une assistante et de la logistique de la Société, la prise en charge de ses frais exposés dans l'intérêt de sa mission sur justificatifs. Cette convention a été approuvée par le conseil conformément aux articles L. 225-46, L. 225-42-1 et L. 225-38 du Code de commerce.

De même, dans le cas où il serait décidé à l'initiative du président, du directeur général ou du directeur général délégué que Monsieur Alec Emmott cesserait d'exercer son mandat de directeur général délégué d'ici au 30 juin 2007, Monsieur Alec Emmott recevrait alors l'indemnité décidée par les conseils des 31 janvier 2002 et 9 février 2004, et une convention de prestation de service de consultant externe prendrait effet entre la société et Monsieur Alec Emmott pour notamment faciliter la période de transition après la fin de ses fonctions de directeur général délégué afin qu'elle se déroule dans les meilleures conditions. Au titre de cette mission, Monsieur Alec Emmott recevra un honoraire annuel hors taxes de 100.000 € payable par douzième, et aura la disposition d'un bureau, des services d'une assistante et de la logistique de la Société. Cette convention a été approuvée par le conseil conformément aux articles L. 225-42-1 et L. 225-38 du Code de commerce.

6.7.2 *Modification des statuts de la Société*

L'article 30 des statuts de SFL indique que l'assemblée générale extraordinaire peut apporter aux statuts, dans toutes leurs dispositions, les modifications quelles qu'elles soient, autorisées par les lois sur les sociétés.

6.8 Pouvoirs du conseil d'administration, en particulier l'émission ou le rachat d'actions

6.8.1 *Pouvoirs généraux*

La Société est administrée par un conseil d'administration. Aux termes de l'article 20 des statuts de SFL, le conseil d'administration détermine les orientations de l'activité de la Société et veille à leur mise en œuvre. Sous réserve des pouvoirs expressément attribués aux assemblées d'actionnaires et dans les limites de l'objet social, il se saisit de toute question intéressant la bonne marche de la Société et règle, par ses délibérations, les affaires qui la concernent. Dans les rapports avec les tiers, la Société est engagée même par les actes du conseil d'administration qui ne relèvent pas de l'objet social, à moins qu'elle ne prouve que le tiers savait que l'acte dépassait cet objet ou qu'il ne pouvait l'ignorer compte tenu des circonstances.

6.8.2 *Autorisations de l'assemblée*

Les autorisations et délégations accordées au conseil d'administration peuvent être consultées dans leur intégralité sur le site de SFL (www.fonciere-lyonnaise.com) dans la rubrique : La Société / Assemblées générales / Procès-verbaux. Hormis la septième résolution de l'assemblée générale du 4 mai 2006, aucune mesure susceptible d'être prise par le conseil d'administration, le directeur général ou le directeur général délégué de la Société n'a été expressément autorisée par l'assemblée générale pour l'hypothèse d'une offre publique dans les dix-huit mois précédant le jour du dépôt de l'offre.

- L'assemblée générale du 4 mai 2006, dans sa septième résolution, a autorisé le conseil d'administration à acheter, conserver ou transférer des actions SFL.

L'assemblée générale a notamment autorisé, pour une période de dix-huit mois, conformément aux articles L. 225-209 et suivants du Code de commerce, la Société à acheter ses propres actions, dans la limite de 10 % du montant du capital social existant au jour de l'assemblée dans les conditions suivantes :

- le prix maximum d'achat ne devra pas excéder 65 euros par action, étant précisé qu'en cas d'opérations sur le capital, notamment par incorporation de réserves et attribution d'actions gratuites, et/ou de division ou de regroupement des actions, ce prix sera ajusté en conséquence ;
 - l'acquisition ou le transfert de ces actions peut être effectué, y compris en période d'offre publique sous réserve que celle-ci soit intégralement réglée en numéraire, dans les conditions et limites, notamment de volumes et de prix, prévues par les textes en vigueur à la date des opérations considérées, par tous moyens, notamment sur le marché ou de gré à gré, y compris par acquisition ou cession de blocs ou par le recours à des instruments financiers dérivés négociés sur un marché réglementé ou de gré à gré, dans les conditions prévues par les autorités de marché et pendant les périodes que le conseil d'administration ou la personne agissant sur la délégation du conseil d'administration appréciera.
- L'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué dans sa première résolution sa compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la société, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, sa compétence pour décider l'émission, avec maintien du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires de la société, et de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement ou à terme, à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société, dont la souscription pourra être opérée soit en espèces, soit par compensation de créances.

Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital de la société, immédiate ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de cette délégation est fixé à 85 000 000 €.

Les valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la société ainsi émises pourront consister en des titres de créance ou être associées à l'émission de tels titres, ou

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

encore en permettre l'émission comme titres intermédiaires. Le montant nominal des titres de créance ainsi émis ne pourra excéder 750 000 000 €.

- L'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué dans sa deuxième résolution sa compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires de la société et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la société, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, sa compétence pour décider l'émission d'actions ordinaires de la société, et de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement ou à terme, à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société, dont la souscription pourra être opérée soit en espèces, soit par compensation de créances.

L'assemblée générale a décidé de supprimer le droit préférentiel de souscription des actionnaires à ces actions ordinaires et valeurs mobilières.

Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital de la société, immédiate ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de cette délégation est fixé à 85 000 000 €.

Les valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires de la société ainsi émises pourront consister en des titres de créance ou être associées à l'émission de tels titres, ou encore en permettre l'émission comme titres intermédiaires. Le montant nominal des titres de créance ainsi émis ne pourra excéder 750 000 000 €.

- Dans sa troisième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a autorisé le conseil d'administration, en cas d'émission, avec suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires, à fixer le prix d'émission selon les modalités fixées par l'assemblée générale.

L'assemblée générale a autorisé le conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, pour chacune des émissions décidées en application de la deuxième résolution extraordinaire et dans la limite de 10% du capital de la société (tel qu'existant à la date de l'assemblée) par période de 12 mois, à déroger aux conditions de fixation du prix prévues par la deuxième résolution extraordinaire et à fixer le prix d'émission des actions ordinaires et/ou des valeurs mobilières émises, selon les modalités suivantes :

a) Le prix d'émission des actions ordinaires sera au moins égal à la moyenne pondérée des cours des trois dernières séances de bourse de l'action SFL précédant l'émission, éventuellement diminuée d'une décote maximale de 10% ;

b) Le prix d'émission des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires sera tel que la somme perçue immédiatement par la société, majorée, le cas échéant, de celle susceptible d'être perçue ultérieurement par la société, soit, pour chaque action ordinaire émise en conséquence de l'émission de ces valeurs mobilières, au moins égale au montant visé à l'alinéa « a) » ci-dessus, après correction, s'il y a lieu, de ce montant pour tenir compte de la différence de date de jouissance.

Le montant nominal total d'augmentation de capital de la société résultant des émissions réalisées en vertu de cette délégation s'imputera sur le plafond d'augmentation de capital fixé par la deuxième résolution extraordinaire de l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- Dans sa quatrième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a autorisé le conseil d'administration, en cas d'augmentation de capital avec ou sans suppression du droit préférentiel de souscription des actionnaires, à augmenter le nombre de titres à émettre.

L'assemblée générale a autorisé, pour une durée de 26 mois à compter de l'assemblée, le conseil d'administration à décider, pour chacune des émissions décidées en application des première et deuxième résolutions extraordinaires, d'augmenter le nombre de titres à émettre, dans les conditions de l'article L. 225-135-1 du Code de commerce et sous réserve du respect du plafond prévu dans la résolution en application de laquelle l'émission est décidée.

- Dans sa cinquième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué sa compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires, en cas d'offre publique d'échange initiée par la société.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, sa compétence pour décider l'émission d'actions ordinaires de la société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement ou à terme, à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société, en rémunération des titres apportés à une offre publique d'échange. Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital, immédiate ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de cette délégation est fixé à 85 000 000 €.

- Dans sa sixième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué ses pouvoirs au conseil d'administration à l'effet d'émettre des actions ordinaires et des valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, les pouvoirs à l'effet de procéder, sur le rapport du ou des commissaires aux apports mentionnés au 1^{er} et 2^e alinéas de l'article L. 225-147 du Code de commerce, à l'émission, sur le fondement et dans les conditions prévues par la deuxième résolution extraordinaire, d'actions ordinaires de la société ou de valeurs mobilières donnant accès par tous moyens, immédiatement et/ou à terme, à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société, en vue de rémunérer des apports en nature consentis à la société et constitués de titres de capital ou de valeurs mobilières donnant accès au capital, lorsque les dispositions de l'article L. 225-148 du Code de commerce ne sont pas applicables.

Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital, immédiate ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de la présente délégation est fixé à 10% du capital de la société (tel qu'existant à la date de l'assemblée).

- Dans sa septième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a limité les autorisations qu'elle avait accordées.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

L'assemblée générale a, comme conséquence de l'adoption des première, deuxième, troisième, quatrième, cinquième et sixième résolutions extraordinaires, décidé de fixer à 85 000 000 €, le montant nominal maximum des augmentations de capital social, immédiates et/ou à terme, susceptibles d'être réalisées en vertu des délégations conférées par les première, deuxième, troisième, quatrième, cinquième et sixième résolutions extraordinaires, étant précisé qu'à ce montant nominal s'ajoutera, éventuellement, le montant nominal des actions ordinaires de la société à émettre au titre des ajustements effectués pour protéger les titulaires de droits attachés aux valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires.

- Dans sa huitième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué sa compétence au conseil d'administration à l'effet d'émettre des valeurs mobilières donnant droit à l'attribution de titres de créance.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter de l'assemblée, sa compétence pour décider l'émission, en une ou plusieurs fois, en France, à l'étranger et/ou sur le marché international, de toutes valeurs mobilières donnant droit à l'attribution, immédiatement ou à terme, de titres de créance tels que obligations, titres assimilés, titres subordonnés à durée déterminée ou non ou tous autres titres conférant, dans une même émission, un même droit de créance sur la société.

Le montant nominal de l'ensemble des valeurs mobilières à émettre mentionnées ci-dessus ne pourra excéder 750 000 000 €, ou la contre-valeur de ce montant en devises ou en toutes unités monétaires établies par référence à plusieurs devises, étant précisé que ce montant nominal maximal s'appliquera globalement aux titres de créance auxquels les valeurs mobilières donneraient droit à attribution immédiatement ou à terme, mais que ce même montant ne comprend pas la ou les primes de remboursement au dessus du pair, s'il en était prévu.

- Dans sa neuvième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué sa compétence au conseil d'administration à l'effet d'augmenter le capital de la société par incorporation de réserves, bénéfices ou primes.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, sa compétence pour décider d'augmenter le capital social, en une ou plusieurs fois pendant les périodes et selon les modalités qu'il déterminera, par incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes, suivie de la création et de l'attribution gratuite d'actions ou de l'élévation du nominal des actions ordinaires existantes, ou de la combinaison de ces deux modalités.

Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital, immédiat ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de cette délégation est fixé à 25 000 000 €, étant précisé que ce plafond est notamment fixé de façon autonome et distincte des plafonds d'augmentations de capital résultant des émissions d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières autorisées par les première, deuxième, troisième, quatrième, cinquième et sixième résolutions extraordinaires.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

- Dans sa dixième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a délégué sa compétence au conseil d'administration à l'effet de procéder à des augmentations de capital réservées aux salariés adhérant à un plan d'épargne d'entreprise.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration, pour une durée de 26 mois à compter du jour de l'assemblée, sa compétence pour décider d'augmenter le capital social par l'émission d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société réservée aux salariés et anciens salariés adhérents du plan d'épargne d'entreprise du groupe SFL, ou encore par l'attribution gratuite d'actions ordinaires ou de valeurs mobilières donnant accès à des actions ordinaires existantes ou à émettre de la société, notamment par l'incorporation au capital de réserves, bénéfices ou primes, dans les limites légales et réglementaires.

Le montant nominal maximal de l'augmentation de capital de la société, immédiat ou à terme, résultant de l'ensemble des émissions réalisées en vertu de cette délégation est fixé à 500 000 € sous certaines réserves.

- Dans sa onzième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a autorisé le conseil d'administration à consentir des options de souscription ou d'achat d'actions.

En effet, l'assemblée générale a délégué au conseil d'administration tous pouvoirs, pour une durée de trente-huit mois à compter du jour de l'assemblée, à l'effet de consentir, en une ou plusieurs fois, des options de souscription ou d'achat d'actions ordinaires de la société. Les bénéficiaires seront les salariés ou mandataires sociaux (au sens de l'article L. 225-185 alinéa 4 du Code de commerce) de la Société ou de sociétés ou groupements qui lui sont liés au sens de l'article L. 225-180 du Code de commerce. Les options pourront être consenties par le conseil d'administration à tout ou partie de ces personnes.

- Dans sa douzième résolution, l'assemblée générale mixte du 21 avril 2005 dans sa partie extraordinaire a autorisé le conseil d'administration à attribuer gratuitement des actions ordinaires de la société.

Le nombre total des actions ordinaires attribuées gratuitement au titre de la résolution ne pourra représenter plus de 1% du capital de la société à la date de l'assemblée.

6.9 Accords conclus par la Société susceptibles d'être modifiés ou de prendre fin en cas de changement de contrôle de la Société

SFL est partie à des pactes d'actionnaires avec les partenaires suivants dans le cadre de sociétés communes⁴ :

- Prédica : détention d'une participation dans la SCI Paul Cézanne et la SCI Washington ;
- IDF Investissements : détention d'une participation dans la SAS Parholding ;
- groupe « Teachers Insurance And Annuity Association of America » (TIAA) : détention d'une participation dans les sociétés suivantes : Iéna SAS (laquelle détient 100% du capital de Iéna 1 SNC et de Iéna 2 SNC) ; La Défense SAS (laquelle détient 100% du capital de La Défense SNC) ; Roosevelt SAS (laquelle détient 100% du capital de Roosevelt SNC) et SNC Amarante.

Aux termes de ces pactes, ces partenaires disposent, pendant un délai de 30 jours s'agissant de Prédica et d'IDF Investissements et de 6 mois s'agissant de TIAA, en cas de changement de contrôle indirect de SFL, du droit d'acquérir la participation de SFL dans lesdites sociétés communes à sa valeur de marché, et s'agissant des pactes conclus avec Prédica et IDF Investissements, de la faculté pour le partenaire concerné de céder à SFL sa participation, également à la valeur de marché.

Après le règlement-livraison de l'offre sur Colonial, SFL a notifié le changement de contrôle indirect à ses partenaires.

A la date du présent projet de note d'information aucun des partenaires susvisés n'a manifesté son intention d'exercer les options d'achat ou de vente. SFL informera le marché dès qu'elle aura connaissance du fait que l'un quelconque de ces partenaires entend exercer les options d'achat ou de vente mentionnées ci-dessus.

Sur une valeur d'expertise hors droit de SFL égale à 2 977 millions d'euros, la valeur d'expertise hors droit au 30 juin 2006 (part du groupe) des actifs détenus par les sociétés concernées par les pactes d'associés sont :

- pour les partenariats avec Prédica : 436 millions d'euros ;
- pour les partenariats avec IDF Investissements : 215 millions d'euros ;
- pour les partenariats avec TIAA : 77 millions d'euros.

Sur des revenus locatifs consolidés (part du groupe) au 30 juin 2006 qui s'élèvent à 74,8 millions d'euros, la contribution à ces revenus locatifs des actifs détenus par les sociétés concernées par les pactes d'associés sont :

- pour les partenariats avec Prédica : 11,0 millions d'euros ;
- pour les partenariats avec IDF Investissements : 3,9 millions d'euros ;
- les participations prises en partenariat avec TIAA étant mises en équivalence, celles-ci n'ont pas d'impact sur les revenus locatifs consolidés.

⁴ Pour plus de détail, voir page 71 et 72 du document de référence SFL 2005 déposé auprès de l'AMF le 12 avril 2006 sous le numéro D.06-0256.

L'offre et le présent projet de note d'information restent soumis à l'examen de l'AMF

Les principaux agrégats comptables et financiers au 30 juin 2006 des sociétés concernées par les pactes d'associés sont détaillés dans le tableau ci-dessous, à l'exception des joint-ventures avec le groupe TIAA qui sont consolidées par mise en équivalence :

en M€	Partenariat Prédica	Partenariat IDF Investissements	SFL consolidé
Valeur expertise	436,0	215,0	2 977,0
Endettement	66,5	82,6	916,8
Trésorerie	21,1	3,4	34,0
Revenus locatifs PdG	11,0	3,9	74,8
Résultat net PdG	6,0	0,7	31,6

6.10 Accords prévoyant des indemnités pour les membres du conseil d'administration ou les salariés, s'ils démissionnent ou sont licenciés sans cause réelle et sérieuse ou si leur emploi prend fin en raison d'une offre publique

Sept salariés, non mandataires sociaux, membres du comité exécutif, bénéficient d'une protection en cas de changement significatif, direct ou indirect, dans la composition du groupe des actionnaires de référence de la SFL ou de la société qui la contrôle, si un licenciement (sauf pour cas de faute lourde) ou une démission causée par des modifications sensibles de responsabilités intervient dans les deux ans suivant la date de ce changement. Cette protection prévoit dans ces circonstances le versement d'une indemnité. Ces conventions ont été approuvées par le Conseil d'administration lors des réunions du 9 février 2004 et du 25 juillet 2006.

Monsieur Yves Mansion bénéficie en cas de cessation de son mandat de président d'une indemnité brute de dommages et intérêts de 1 000 milliers d'euros. Le conseil d'administration du 26 octobre 2006 a pris acte que la dissociation des fonctions de président et de directeur général de la société affectait les responsabilités de Monsieur Yves Mansion et a, en conséquence, confirmé que l'indemnité due à Monsieur Yves Mansion en cas de cessation de son mandat de président, selon les décisions des conseils d'administration du 31 janvier 2002 et du 9 février 2004, lui était de ce fait définitivement acquise et lui sera versée à son initiative au plus tard le 31 janvier 2007.

Monsieur Alec Emmott bénéficie en cas de cessation de son mandat de directeur général délégué d'une indemnité de 800 milliers d'euros en cas de révocation par le conseil ou de modification profonde dans la structure du capital de la SFL (en particulier en cas d'OPA, OPE, fusion, etc.) affectant sensiblement le contenu de ses responsabilités et rendant difficile la poursuite de ses activités, et l'exercice normal de ses prérogatives. Le conseil d'administration du 26 octobre 2006 a décidé que pour le cas où à l'initiative du président, du directeur général ou du directeur général délégué Monsieur Alec Emmott cesserait d'exercer son mandat de directeur général délégué d'ici au 30 juin 2007, Monsieur Alec Emmott recevra l'indemnité décidée par les conseils des 31 janvier 2002 et 9 février 2004.

7. AUTRES INFORMATIONS CONCERNANT SFL

Conformément aux dispositions de l'article 231-28 du Règlement général de l'AMF, les informations relatives aux caractéristiques, notamment juridiques, financières et comptables de SFL seront déposées auprès de l'AMF et mis à disposition du public, au plus tard le jour de l'ouverture de l'Offre. Conformément aux dispositions de l'article 231-29 du Règlement général de l'AMF, dans le cas où l'AMF demanderait une rectification de ces informations, ces rectifications seront mises à disposition du public selon les mêmes modalités.

8. PERSONNES QUI ASSUMENT LA RESPONSABILITÉ DE LA NOTE D'INFORMATION

« A ma connaissance, les données du présent projet de note d'information sont conformes à la réalité et ne comportent pas d'omission de nature à en altérer la portée. »

Yves MANSION, Directeur Général