

Senhor Superintendente Geral,

Requerem a CREMER S.A ("Companhia" ou "Cremer") e, na qualidade de Instituição Líder, o BANCO MERRILL LYNCH DE INVESTIMENTOS S.A., (em conjunto, "Requerentes"), em expediente protocolado nesta Autarquia em 15/5/2006, a dispensa de apresentação Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira previsto no art. 32 da Instrução CVM 400 ("Pedido de Dispensa"), no âmbito do pedido de registro de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de emissão da Cremer, protocolado em 5/5/2006.

A propósito, apresentamos a seguir um breve histórico sobre a matéria, um resumo da manifestação da Companhia, nossas considerações e a conclusão.

1. HISTÓRICO

A existência da Cremer remonta a 1935, quando um grupo de empresários e médicos de Porto Alegre (RS) se reuniu para fundar a Companhia que, inicialmente, fabricava produtos têxteis, incluindo ataduras, gazes, fraldas de pano e ataduras gessadas.

Em função de uma inadequada estrutura de capital, a Companhia passou por dificuldades financeiras na década de 90. Em 1997, foi contratada a consultoria Applied (J.R. Fagundes e Associados Ltda.) para conduzir um processo de reestruturação administrativa, operacional e financeira. Entre as medidas adotadas, em 2000, foi alterado o modelo de comercialização e o relacionamento com os clientes passou a ser direto, por meio do call center da Companhia, reduzindo significativamente a dependência de distribuidores. Em 2002, a Companhia passou a operar centros de distribuição estrategicamente posicionados no território nacional e que fazem parte do atual modelo de negócio integrado, juntamente com as fábricas e com o call center dotado de tecnologia de ponta. Entretanto, nos exercícios de 2002 e 2003, a desvalorização do Real em face ao Dólar, bem como uma estrutura de capital excessivamente alavancada, levaram a Companhia a apresentar patrimônio líquido negativo (R\$ 7,7 milhões em 2003).

Em abril de 2004, fundos de investimento geridos pelo Merrill Lynch Global Private Equity ("MLGPE"), o braço de investimentos de private equity da Merrill Lynch, adquiriram, indiretamente, 81% do capital social da Companhia e efetivaram, por meio da Cremer Participações S.A. ("CremerPar"), controladora direta da Companhia na ocasião, oferta pública de aquisição de ações da Companhia que resultou no cancelamento de seu registro de companhia aberta, datado de 7/5/2004. Ao mesmo tempo, houve uma relevante injeção de capital, completando, assim, a reestruturação da Companhia. O valor investido pelos fundos geridos pelo MLGPE totalizou R\$ 102 milhões, cujo aporte se deu por meio da subscrição de ações emitidas pela atual controladora da Companhia, a Cremer Holdings, LLC. Essa transação contemplou a reestruturação da dívida da Companhia (liquidando dívidas de curto prazo e dívidas da subsidiária Cremer International Ltd.) e o cancelamento de seu registro de companhia aberta.

Em 31 de dezembro de 2004, o processo de reestruturação societária foi concluído através da incorporação, pela Companhia, de sua controladora no Brasil, a CremerPar. Com essa incorporação, o ágio que havia sido gerado na CremerPar durante o processo de mudança de controle, no valor de R\$80,1 milhões, foi transferido para a Companhia. A partir dessa data, a Companhia passou a ser controlada diretamente pela Cremer Holdings, LLC.

Como reflexo da reestruturação, o patrimônio líquido alcançou R\$174,3 milhões em 2004, tendo sido revertido o passivo a descoberto de R\$7,7 milhões de 2003.

Após a injeção de capital ocorrida em 2004, a Companhia reduziu significativamente seu endividamento líquido mesmo após a contratação do financiamento junto ao Banco ABN Amro Real S.A. ("Banco Real"). Tal financiamento foi utilizado na recompra de ações ocorrida em 2005, no valor total de R\$62,2 milhões, a qual restituiu parcialmente o capital à Cremer Holdings. Tendo em vista tal operação de recompra de ações, a Companhia reportou patrimônio líquido de R\$ 110,8 milhões em 31/12/2005 e de R\$ 111,8 milhões em 31/3/2006.

Alguns dos principais indicadores financeiros e operacionais da Companhia nos três últimos exercícios sociais são apresentados a seguir.

Tabela 1 – Indicadores Financeiros e Operacionais

	R\$ (mil)				
	Trimestre encerrado em				
	Exercício Social encerrado em				31 de março de
	2003	2004	2005	2005	2006
	31 de dezembro de				(Não auditado)
Receita Bruta de Vendas					
Produtos Descartáveis para a Saúde					
Próprios	144.412	163.707	179.086	41.187	43.759

	<i>crescimento (%)</i>	7,5%	13,4%	9,4%	3,2%	6,2%
	de Terceiros	5.517	10.485	39.227	3.908	16.562
	<i>crescimento (%)</i>	68,0%	90,0%	274,1%	77,5%	323,8%
Receita Bruta de Produtos Descartáveis para a Saúde		149.929	174.192	218.313	45.095	60.321
	<i>crescimento (%)</i>	8,9%	16,2%	25,3%	7,1%	33,8%
Adesivos Industriais		29.744	38.347	44.379	10.109	11.257
	<i>crescimento (%)</i>	14,3%	28,9%	15,7%	22,3%	11,4%
Plásticos		10.241	10.423	9.592	2.515	2.787
	<i>crescimento (%)</i>	0,9%	1,8%	(8,0%)	3,5%	10,8%
Receita Bruta de Vendas		189.914	222.962	272.283	57.719	74.365
	<i>crescimento (%)</i>	9,3%	17,4%	22,1%	9,3%	28,8%
Receita Líquida de Vendas		152.261	169.146	205.116	43.417	56.512
	<i>crescimento (%)</i>	10,1%	11,1%	21,3%	6,5%	30,2%
EBITDA		22.892	33.365	44.156	9.342	10.640
	<i>crescimento (%)</i>	13,2	45,8%	32,3%	25,8%	13,9%
	<i>Margem de EBITDA</i>	15,0%	19,7%	21,5%	21,5%	18,8%

Tabela 2 – Reconciliação do lucro líquido com o EBITDA

	R\$(mil)				
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de	
	2003	2004	2005	2005	2006
Lucro (prejuízo) líquido do exercício	3.922	13.530	(1.312)	597	922
(+) Participação dos minoritários no resultado	(16)	-	-	-	-
(+) Imposto de renda e contribuição social	2.037	(10.257)	355	536	723
(+) Participação nos resultados	-	2.592	3.772	(383)	-
(+) Receitas não operacionais	119	(145)	(677)	(58)	(3)
(+) Despesa financeira líquida	13.962	1.850	6.310	835	274
(+) Outras despesas (receitas) operacionais	(2.928)	14.632	2.927	224	(902)
(+) Depreciação e amortização	5.780	11.164	29.214	7.487	6.960
(+) Desconto obtido com pagamentos antecipados	-	-	3.108	105	2.666
(+) Ajustes não recorrentes	16	-	459	-	-
EBITDA	22.892	33.365	44.156	9.342	10.640
% Vendas líquidas	15,0%	19,7%	21,5%	21,5%	18,8%

Tabela 3 – Endividamento

	R\$(mil)				
	Exercício Social encerrado em 31 de dezembro			Trimestres encerrados em 31 de março de	
	2003	2004	2005	2005	2006
Dívida Líquida	112.658	19.195	63.136	14.556	60.959
Disponibilidades	731	5.181	1.980	4.200	987
Aplicações financeiras	3.031	6.228	12.159	6.447	9.560
Endividamento de curto e de longo prazo	116.420	30.604	77.275	25.203	71.506
Despesa Financeira	14.459	15.340	11.951	1.654	3.898
EBITDA	22.892	33.365	44.156	9.342	10.640
Dívida Líquida/EBITDA	4,9x	0,6x	1,4x	0,4x	1,3x
EBITDA/Despesa Financeira	158%	218%	369%	565%	273%

As ações da Companhia serão ofertadas a investidores institucionais e investidores não-institucionais bem como, por meio de esforços de venda, a investidores institucionais qualificados residentes e domiciliados nos EUA, conforme a Regra 144A do Securities Act e a non-U.S. persons em países que não sejam os Estados Unidos e Brasil, conforme Regulation S do Securities Act. O preço de emissão/venda por ação será fixado após a conclusão do Procedimento de Bookbuilding, em consonância com o disposto no artigo 170, parágrafo 1º, inciso III, da Lei das Sociedades por Ações, e com o disposto no artigo 44 da Instrução CVM 400.

2. ALEGAÇÕES DOS REQUERENTES

Os Requerentes entendem que a única hipótese do artigo 32 que se aplica à presente Oferta é aquela contida no inciso V, uma vez que a Companhia apresentou patrimônio líquido negativo no exercício social encerrado em 31 de dezembro de 2003.

Segundo os Requerentes, o patrimônio líquido negativo de R\$7,7 milhões que se verificou em 31 de dezembro de 2003 refletia, essencialmente, uma estrutura de capital inadequada. Em 31 de dezembro de 2003, a Companhia possuía uma dívida líquida de R\$ 112,7 milhões. Esse endividamento teve como origem uma combinação de fatores, dentre os quais se destaca a contratação de dívidas de curto prazo para financiar a construção da planta industrial da Unidade de Adesivos, que iniciou suas operações em 1994, bem como para financiar determinadas atividades que operavam com margens reduzidas antes da reestruturação administrativa e operacional iniciada em 1997. Em 2002, a reestruturação administrativa e operacional havia sido

implementada com sucesso, resultando em substancial melhoria de margens a partir do modelo de negócio integrado, recém implementado. Não obstante, o problema financeiro permanecia pendente de uma solução.

Alegam ainda os Requerentes que, a despeito do êxito da reestruturação administrativa e operacional, a Companhia foi impactada pelo efeito da desvalorização de 34,3% do real frente ao dólar norte-americano em 2002. A Companhia possuía um significativo endividamento em dólar norte-americano e sua situação financeira no período que antecedeu a desvalorização inviabilizava a contratação de hedge cambial. A crise cambial de 2002 foi determinante para que o patrimônio líquido da Companhia ficasse negativo em 2002 e 2003, tendo em vista a despesa financeira de R\$40,5 milhões no exercício de 2002, da qual 36% corresponderam à desvalorização cambial. Em 2003, a Companhia contabilizou um ganho líquido sem efeito caixa resultante de variação cambial, no valor de R\$5,9 milhões, que não foi suficiente para reverter à perda cambial sofrida em 2002.

Em abril de 2004, o controle acionário da Companhia foi adquirido indiretamente por fundos de investimento geridos pelo MLGPE, os quais passaram a deter, indiretamente, 81% do capital social da Companhia. O valor investido pelos fundos geridos pelo MLGPE totalizou R\$102,0 milhões, cujo aporte se deu por meio da subscrição de ações emitidas pela atual controladora da Companhia, a Cremer Holding, LLC. Essa transação contemplou a reestruturação da dívida da Companhia (liquidando dívidas de curto prazo e dívidas da subsidiária Cremer Internacional Ltd.) e o cancelamento de seu registro de companhia aberta.

Como reflexo da reestruturação em 2004, o patrimônio líquido da Cremer alcançou R\$174,3 milhões em 2004, tendo sido revertido o passivo a descoberto de R\$7,7 milhões de 2003.

Deste modo, a Companhia considera que, pela interpretação sistemática do artigo 32 da Instrução CVM 400, a elaboração do Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira é dispensável, pois a Companhia atualmente possui fundamentos sólidos com respeito à sua viabilidade. A situação que levou a Companhia a apresentar patrimônio líquido negativo no ano de 2003 resultava essencialmente de uma estrutura de capital inadequada e que foi agravada pela desvalorização cambial ocorrida em 2002. Essa situação foi totalmente superada com a mudança de controle e subsequente injeção relevante de capital na Companhia, ambas ocorridas em 2004. Com isso, a Companhia apresentou patrimônio líquido positivo nos dois últimos exercícios sociais, comprovando a superação das dificuldades financeiras enfrentadas por ela no passado. Finalmente, a Companhia dará publicidade suficiente à dispensa de apresentação do estudo de viabilidade, seja por meio do aviso ao mercado e do anúncio de início da Oferta, seja através dos prospectos preliminar e definitivo de distribuição pública primária e secundária de ações ordinárias de sua emissão ("Prospectos").

Acreditam ainda os Requerentes que a dispensa de apresentação do Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira é justificada a despeito da verificação de patrimônio líquido negativo da Companhia em 31 de dezembro de 2003 porque, neste caso: (i) o patrimônio líquido negativo de tal exercício social não representa a real viabilidade da emissora, uma vez que desde abril 2004, quando foi realizada a reestruturação da dívida, recapitalização da Companhia e aquisição do controle pelos fundos geridos pelo MLGPE, e solucionado o problema de estrutura de capital inadequada, a Companhia não apresenta patrimônio líquido negativo; e (ii) a Companhia fará com que os Prospectos da Oferta contenham informações claras e precisas sobre a Companhia e sua situação financeira, que permitirá a tomada de uma decisão fundamentada pelo investidor. Finalmente, ressaltamos que a Companhia jamais foi objeto de concordata ou falência em seus mais de 70 anos de existência.

É ainda alegado que, conforme analisado acima, as circunstâncias específicas da Companhia eliminam qualquer eventual prejuízo em relação às informações prestadas para o investidor decorrente da dispensa de apresentação do Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira. A destinação de uma parte dos recursos líquidos provenientes da Oferta Primária para quitar o endividamento bancário fará com que o endividamento da Companhia passe a ser representado quase que exclusivamente pelas obrigações fiscais parceladas, com vencimento a longo prazo.

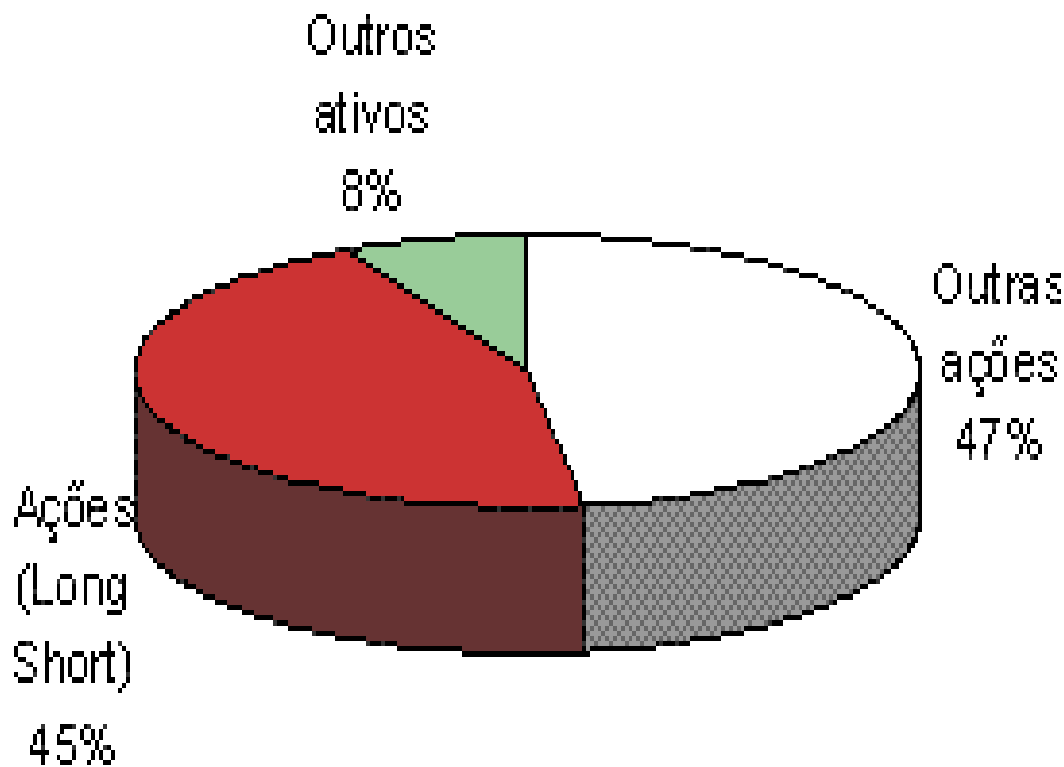
Ademais, o restante dos recursos líquidos provenientes da Oferta Primária reforçará a capitalização da Companhia e será utilizado (i) para reforçar o capital de giro na distribuição de produtos de terceiros, acelerando, assim, o crescimento orgânico da Companhia e (ii) para a aquisição seletiva de empresas de distribuição ou fabricação de produtos descartáveis para a saúde, de forma a acelerar o processo de crescimento da Companhia.

Por todas estas razões, os Requerentes argumentam que a ausência de um Estudo de Viabilidade Econômico-Financeira não representará uma falta ou perda de informações para o investidor.

3. NOSSAS CONSIDERAÇÕES

Entendemos que o ponto central da argumentação dos Requerentes é que a reestruturação financeira, através do aporte de R\$ 102,0 milhões pelos fundos geridos pelo MLGPE, bem como a continuidade do processo de reestruturação operacional, com ênfase na geração de receita incremental através da distribuição de produtos de terceiros, produziram resultados, já nos exercícios de 2004, 2005 e primeiro trimestre de 2006. Tais resultados atestariam sobre a viabilidade da Cremer de maneira mais concreta do que qualquer estudo de viabilidade poderia fazê-lo. Deste modo, poderia ser concedida a dispensa de estudo de viabilidade, tal como disposto no inciso V, do art. 32, da Instrução CVM 400, sem prejuízo para os investidores.

A respeito do efeito do investimento realizado pelos fundos geridos pelo MLGPE na estrutura de capital da Companhia, acreditamos que a análise da tabela a seguir nos ajuda em sua avaliação.



Fundo Strategy Long Short

de Capital

Tabela 4 – Estrutura

Em primeiro lugar, é interessante observar que o aporte de R\$ 102,0 milhões em 2004, associado aos esforços de reestruturação financeira e societária da Companhia, levou a um patrimônio líquido de R\$ 174,3 milhões naquele ano, tornando todos os índices de liquidez e endividamento da Cremer bastante aceitáveis, deste momento em diante. Adicionalmente, é importante observar que a redução do patrimônio líquido da Companhia para R\$ 110,8 milhões em 2005 se deveu muito mais ao programa de recompra de ações implementado, no valor de R\$ 62,2 milhões, do que propriamente ao prejuízo líquido de R\$ (1,3) milhões naquele ano.

A respeito de tal prejuízo, é importante notar que, fundamentalmente, ele foi ocasionado por um saldo líquido de despesas financeiras de R\$ (6,3) milhões, bem como por um resultado de participações de R\$ (3,8) milhões, que transformaram um lucro operacional de R\$ 8,4 milhões em um prejuízo de R\$ (1,3) milhões. Adicionalmente, como mostra a tabela 2, a Cremer debitou em seu P&L, em 2005, uma despesa de depreciação e amortização extremamente alta e atípica, sobre a qual estaremos pedindo maiores esclarecimentos, de R\$ (29,2) milhões, que explica grande parte da diferença entre o prejuízo apurado e o EBITDA positivo de R\$ 44,2 milhões no exercício.

Vale também destacar que o potencial de geração de caixa, medido pelo EBITDA, foi amplamente positivo nos dois últimos exercícios e no primeiro trimestre de 2006, gerando índices bastante confortáveis de cobertura do endividamento da Companhia, como mostra a tabela 3.

É ainda importante mencionar que a Cremer é o fabricante líder no setor de têxteis e adesivos para a saúde no Brasil, tendo mais de 70 anos de experiência nesta área. Mais recentemente, também, a Companhia se tornou o maior distribuidor brasileiro de produtos descartáveis para a saúde, ao incluir produtos de terceiros em seu canal de vendas e distribuição. Operacionalmente, como mostra a tabela 1, a receita de vendas tem crescido a taxas de dois dígitos, em muito impulsionada pelos produtos descartáveis de terceiros.

Desta maneira, analisando os aspectos financeiros e operacionais envolvidos, concluímos que a Cremer apresenta boa capacidade de financiar suas operações, tendo reportado, desde 2004, sólida geração de caixa, bem como bons níveis de liquidez e endividamento.

Adicionalmente, o patrimônio líquido negativo em 2003 se deveu a uma estrutura de capital deficiente, muito baseada em endividamento de curto prazo e denominado em moeda estrangeira. Tal estrutura de capital não mais existe na Companhia, como resultado da reestruturação financeira e societária em 2004. Deste modo, pode-se considerar o patrimônio líquido negativo em 2003 deveu-se a causas e eventos específicos, não recorrentes e não mais existentes.

Ademais, a seção "VIII. Apresentação das Informações Financeiras e Outras Informações" da Minuta de Prospecto apresentada contém uma discussão acerca do parecer da Ernst & Young Auditores Independentes sobre o passivo a descoberto verificado em 2003, mencionando a ocorrência de parágrafo de ênfase quanto à incerteza sobre a continuidade das operações da Cremer, naquele ano. É também importante destacar, como mencionado na Minuta de Prospecto, que os pareceres de auditoria, emitidos pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, a respeito das demonstrações financeiras referentes aos exercícios sociais de 2004 e 2005 não contiveram ênfase quanto à incerteza na continuidade das operações da Companhia.

Na mesma linha, a seção "XIV. Análise e Discussão da Administração sobre a Situação Financeira e os Resultados Operacionais" da Minuta de Prospecto apresentada contém uma discussão detalhada sobre a reestruturação ocorrida em 2004, bem como sobre a situação financeira, patrimonial e resultados da Companhia.

Conseqüentemente, entendemos que se pode dispensar a elaboração de um estudo de viabilidade com projeções quantitativas acerca do desempenho da Companhia, tal como o disposto no art. 32, da Instrução CVM 400.

Desta maneira, propomos que seja concedida a solicitada dispensa de estudo de viabilidade, condicionada a que haja suficiente publicidade da mesma no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, assim como nos Prospectos Preliminar e Definitivo.

4. CONCLUSÃO

Consideramos, pelas razões acima expostas, que a dispensa do estudo de viabilidade econômico-financeira, tal como o disposto no art. 32, inciso V, da Instrução CVM 400, pode ser concedida sem prejuízos informacionais para os investidores. Também pensamos que tal dispensa deveria estar condicionada à adequada publicidade da mesma no Aviso ao Mercado, no Anúncio de Início, assim como nos Prospectos Preliminar e Definitivo.

Tendo em vista o acima exposto, solicitamos submeter o mencionado pedido de dispensa de requisitos da Instrução CVM 400 à apreciação do Colegiado desta Autarquia, tendo o GER-2 como relator.

Atenciosamente,

(Original assinado por)

Felipe Claret da Mota

Gerente de Registro - 2

Ao SGE, de acordo com a manifestação da GER-2.

(Original assinado por)

Carlos Alberto Rebello Sobrinho

Superintendente de Registro de Valores Mobiliários