

Índice

5. Gerenciamento de riscos e controles internos

5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos	1
5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado	3
5.3 - Descrição - Controles Internos	6
5.4 - Alterações significativas	7

10. Comentários dos diretores

10.1 - Condições financeiras/patrimoniais	8
10.2 - Resultado operacional e financeiro	28
10.3 - Efeitos relevantes nas DFs	33
10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases	34
10.5 - Políticas contábeis críticas	35
10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs	42
10.7 - Coment. s/itens não evidenciados	43
10.8 - Plano de Negócios	44
10.9 - Outros fatores com influência relevante	45

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

5. RISCOS DE MERCADO

5.1 Descrição, quantitativa e qualitativamente, dos principais riscos de mercado a que estamos expostos, inclusive em relação a riscos cambiais e a taxas de juros

Atuamos no mercado brasileiro e, portanto, estamos sujeitos às condições econômicas e aos riscos relacionados ao Brasil. Essa influência, bem como a conjuntura econômica internacional e a política brasileira, poderão causar um efeito adverso relevante nas nossas atividades.

Os principais riscos de mercado inerentes às nossas obrigações contratuais são as perdas potenciais decorrentes de alterações adversas nos preços de combustíveis, taxas de câmbio Real/dólar norte-americano e taxas de juros.

O Governo Federal exerceu e continua a exercer influência significativa sobre a economia brasileira. Essa influência e a conjuntura política e econômica do Brasil poderão prejudicar nosso negócio e o preço de negociação das ADSs e de nossas ações preferenciais.

O Governo Federal frequentemente interviu na economia brasileira e ocasionalmente implementa mudanças significativas na política e regulamentação econômica. As ações do Governo Federal para controlar a inflação e dar efeito a outras políticas e regulamentos incluem, dentre outras medidas, aumentos das taxas de juros, mudanças de políticas fiscais, controle sobre preços, desvalorizações da moeda, controles sobre o fluxo de capital e limites às importações, entre outras medidas. Nossos negócios, situação financeira e resultados operacionais poderão ser adversamente afetados por mudanças de políticas e regulamentos nos níveis federal, estadual ou municipal que envolvam ou afetem fatores tais como:

- taxas de juros;
- variações cambiais;
- inflação;
- liquidez do mercado doméstico de crédito e de capitais;
- políticas fiscais;
- taxas de câmbio e controles sobre o câmbio e restrições sobre remessas ao exterior, como aquelas que foram brevemente impostas em 1989 e no início de 1990; e
- outros acontecimentos políticos, sociais e econômicos no Brasil ou que afetem o Brasil.

A incerteza quanto à implementação de mudanças por parte do Governo Federal nas políticas ou normas que venham a afetar esses ou outros fatores no futuro pode contribuir para a incerteza econômica no Brasil e para aumentar a volatilidade do mercado de valores mobiliários brasileiro e dos valores mobiliários emitidos no exterior por companhias brasileiras.

A instabilidade na taxa de câmbio pode afetar de maneira relevante e adversa nossa situação financeira e resultados operacionais e o preço de mercado das ADSs e de nossas ações preferenciais.

Durante as últimas décadas, a moeda brasileira teve frequentes e substanciais variações em relação ao dólar americano e a outras moedas estrangeiras. O real atingiu R\$ 1,566 por US\$1,00 em agosto de 2008. Basicamente como resultado da crise que atinge os mercados financeiros globais, o real desvalorizou 31,9% em relação ao dólar americano, alcançando a taxa de R\$ 2,337 por US\$ 1,00 no final de 2008. Em 2009 e 2010, o real valorizou-se em relação ao dólar americano e, no final de 2010, atingiu a taxa de câmbio de R\$ 1,666 por US\$ 1,00. Devido principalmente à crise financeira europeia, em 2011 o real se desvalorizou e a taxa de câmbio era de R\$ 1,876 por US\$ 1,00 em 31 de dezembro de 2011.

A desvalorização do real em relação ao dólar americano poderia criar pressões inflacionárias no Brasil e causar o aumento das taxas de juros, o que por sua vez poderia afetar negativamente o crescimento da economia brasileira de modo geral e prejudicar tanto nossa situação financeira como nossos resultados operacionais, além de restringir o acesso aos mercados financeiros internacionais e determinar intervenções governamentais, inclusive por meio de políticas recessivas. Além disso, a desvalorização do real em relação ao dólar americano poderia, no contexto de uma desaceleração da atividade econômica, levar à redução do consumo, a pressões deflacionárias e a um menor crescimento da economia de modo geral. Por outro lado, a valorização do real em relação ao dólar americano e a outras moedas estrangeiras poderia resultar na piora da balança comercial brasileira, bem como refrear o

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.1 - Descrição - Gerenciamento de riscos

crescimento baseado nas exportações. Dependendo das circunstâncias, a desvalorização ou a valorização do real poderiam ter um efeito substancial e negativo em nossos negócios, situação financeira e resultados operacionais.

Substancialmente, a totalidade de nossa receita de transporte de passageiros e receita de transporte de carga e investimentos temporários é denominada em reais, e uma parte significativa de nossas despesas operacionais, tais como combustível, serviços de manutenção de aeronaves e turbinas, pagamentos de arrendamento mercantil de aeronaves, e seguros de aeronaves, é denominada em dólares americanos ou atrelada a essa moeda. Mantemos depósitos denominados em dólares americanos e depósitos de reserva de manutenção, nos termos de alguns de nossos contratos de arrendamento operacional de aeronave. No exercício fiscal encerrado em 31 de dezembro de 2011, 51,8% de nossas despesas operacionais eram denominadas em dólares americanos ou atreladas a essa moeda. Ademais, o preço de compra de aeronaves Boeing 737 Next Generation para as quais temos no momento 91 pedidos firmes de compra em aberto a partir de 31 de dezembro de 2011, os 10 direitos de compra e as 40 aeronaves Boeing 737 Next Generation para as quais temos no momento opções de compra é denominado em dólares americanos. Ao final de 2011, 70% de nosso endividamento era denominado em dólares americanos.

Embora no passado e em geral, ajustássemos nossas tarifas em resposta à desvalorização do real e aumentos do preço dos combustíveis (que são cobrados em dólares americanos, não podemos garantir que conseguiremos dar continuidade a essas ações. Na medida em que não seja possível reajustar nossas tarifas ou obter proteção por meio de hedge contra esses acontecimentos, tal fato poderá levar a uma diminuição substancial de nossas margens de lucro ou prejuízos operacionais relevantes causados por aumento dos custos e despesas denominados em dólares americanos, aumentos da despesa de juros ou perdas cambiais com relação a obrigações e dívidas fixas denominadas em moeda estrangeira sem hedge. Em 31 dezembro de 2011, nossas obrigações de pagamento futuro de arrendamento operacional denominadas em dólares americanos totalizaram R\$2.269,5 milhões e R\$3.511,6 milhões relativos a arrendamento financeiro e outros passivos denominados em dólares americanos. Com a desvalorização do real frente ao dólar americano, poderemos ainda incorrer em obrigações adicionais e substanciais de pagamento denominadas em dólares americanos em operações de arrendamento operacional ou financeiro, e dívidas denominadas em dólares americanos e estarmos sujeitos a aumentos nos custos com combustível atrelados ao dólar americano.

Com a desvalorização do real frente ao dólar americano também reduz o valor de distribuições e dividendos em dólares americanos com relação às ADSs e o valor em dólares americanos do preço de mercado de nossas ações preferenciais e, consequentemente, das ADSs.

Esforços do governo para combater a inflação podem retardar o crescimento da economia brasileira e prejudicar nossos negócios.

No passado o Brasil sofreu taxas de inflação extremamente altas e, consequentemente, adotou políticas monetárias que resultaram em uma das maiores taxas reais de juros do mundo. Entre 2004 e 2011, a taxa básica de juros ("SELIC") do Brasil variou entre 19,25% e 8,75% ao ano. A inflação e as medidas adotadas pelo governo brasileiro para combatê-la, principalmente por meio do Banco Central, tiveram e podem voltar a ter efeitos consideráveis sobre a economia brasileira e sobre nossos negócios. As rigorosas políticas monetárias com altas taxas de juros podem restringir o crescimento do Brasil e a disponibilidade de crédito. De modo inverso, políticas governamentais e monetárias mais brandas e a diminuição das taxas de juros podem desencadear aumentos das taxas inflacionárias e, em consequência, a volatilidade do crescimento e a necessidade de súbitos e significativos aumentos das taxas de juros, o que poderia afetar nossa empresa negativamente. Além disso, podemos não ter condições de ajustar as tarifas praticadas para compensar os efeitos da inflação em nossa estrutura de custos.

Eventos políticos, econômicos e sociais e a percepção de risco em outros países, incluindo os Estados Unidos e países de economia emergente, podem afetar adversamente a economia brasileira, nossos negócios e o valor de mercado de nossos valores mobiliários, inclusive as ADSs e nossas ações preferenciais.

O valor de mercado para os valores mobiliários de emissão de emissoras brasileiras é influenciado pelas condições econômicas e de mercado de outros países, inclusive dos Estados Unidos, da União Europeia e de outros países do mercado emergente. Embora a conjuntura econômica desses países seja significativamente diferente da conjuntura econômica do Brasil, a reação dos investidores aos acontecimentos nesses outros países pode ter um efeito adverso relevante sobre o valor de mercado dos valores mobiliários de companhias brasileiras. Crises nos Estados Unidos, na União Europeia ou em países emergentes podem reduzir o interesse de investidores nos valores mobiliários de companhias brasileiras, inclusive os valores mobiliários de nossa emissão. Isto pode afetar adversamente o preço de negociação das ADSs e de nossas ações preferenciais, podendo, ademais, dificultar ou mesmo impedir nosso acesso ao mercado de capitais e o financiamento de nossas operações em termos aceitáveis no futuro.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

5.2 Política de Gerenciamento de riscos de mercado.

a. *Riscos para os quais se busca proteção*

Conforme mencionado no item 5.1. acima, estamos expostos aos riscos de mercado decorrentes de nossas operações e consideramos, como mais relevantes, os risco de crédito e os riscos atrelados aos efeitos das mudanças do preço de combustível, da taxa de câmbio e da taxa de juros.

Temos uma política de gestão destes riscos, aprovada pelo Comitê de Política Financeira e de Riscos (ver item f).

b. *Estratégia de proteção patrimonial (hedge)*

A estratégia de hedge é definida para cada risco específico:

Risco de Combustível: Protegemos nosso fluxo de caixa contra a alta de preços do combustível de aviação através da contratação de derivativos de petróleo e/ou seus derivados, em valores nominais equivalentes a percentuais dos consumos mensais projetados ($HR = Hedge Ratios$); para o período de curto prazo, definido como os três primeiros meses seguintes ao mês corrente, o limite de proteção (HR) mínimo é 30% e o máximo é 100%. O Comitê de Risco delibera sobre o programa de *hedge* de curto prazo nas suas reuniões semanais. Para o período de duração superior ao curto prazo, os limites de proteção e o programa de hedge são propostos pelo Comitê de Risco, com base em análises econômicas e projeções de cenários, e, para serem executados, devem ser submetidos e aprovados pelo Comitê de Políticas Financeira em suas reuniões periódicas.

Risco Cambial: Protegemos nosso fluxo de caixa contra a alta de preços do dólar através da contratação de derivativos de dólar, em valores nominais equivalentes a percentuais das despesas mensais projetadas ($HR = Hedge Ratios$). Para o período de curto prazo, definido como os três primeiros meses, o limite de proteção (HR) mínimo é 20% e o máximo é 100%. O Comitê de Risco delibera sobre o programa de *hedge* de curto prazo nas suas reuniões semanais. Para o período de duração superior ao curto prazo, os limites de proteção e o programa de *hedge* são propostos pelo Comitê de Risco e aprovados pelo Comitê de Políticas Financeira e de Risco, em suas reuniões periódicas.

Risco Juros: Protegemos nosso fluxo de caixa contra a alta dos juros Libor através da contratação de derivativos. Não há limites pré-definidos autorizados para contratação de *hedge*. Esses programas de *hedge* específicos são propostos pelo Comitê de Risco e analisados pelo Comitê de Políticas Financeiras, em suas reuniões periódicas. A execução necessita de aprovação do Comitê de Política Financeira e de Risco.

c. *Instrumentos utilizados para proteção patrimonial (hedge)*

O objetivo do nosso programa de gestão de risco é nos proteger contra aumento brusco das despesas vinculadas a cotações de mercado que possam afetar a nossa competitividade em um determinado período. Estes riscos são gerenciados através da utilização de instrumentos financeiros para proteção disponíveis no mercado financeiro tais como: *swaps*, contratos futuros, opções de câmbios e de petróleo. As operações que envolvem *hedge* de combustível e de juros são contratadas por meio de bancos internacionais classificados com baixo risco (*ratings* em média A+ segundo agências Moody's e Fitch) e as operações que envolvem moeda estrangeira são negociadas na BM&F Bovespa. A utilização destes instrumentos é orientada pela Política de Gestão de Riscos formal sob a gestão dos nossos diretores, do Comitê de Risco e do Conselho de Administração.

O uso de derivativos está aprovado pela Política de Gestão de Riscos como instrumento de *hedge* e limitado a atividades de *hedge*. Os instrumentos derivativos deverão ser listados em bolsas de mercadorias e/ou futuros, brasileiras ou internacionais, ou negociados no mercado balcão com contrapartes aprovadas pela Política. Para o risco Combustível, a Política de Gestão de Riscos autoriza os seguintes derivativos: futuros (*swaps*) e opções, inclusive em estruturas de colar, com os produtos Brent, *Heating Oil*, WTI e *Jet Fuel Gulf Coast grade 54* (JET 54). Para o risco Cambial, estão autorizados pela Política de Gestão de Riscos os seguintes derivativos de dólar: futuros, *swaps* e opções, inclusive em estruturas de colar. Para o risco Juros/Libor, está autorizado pela Política de Gestão de Riscos o derivativo swap Libor. Os preços para aquisição dos derivativos são estabelecidos a mercado considerando a estratégia de proteção descrita no item 5.2.b.

d. *Parâmetros utilizados para o gerenciamento desses riscos*

Risco Combustível: O mapeamento do risco é feito através das projeções mensais de consumo de litros (ou barris) do combustível. As projeções são revisadas trimestralmente pela Área de Planejamento e consideradas como exposições no mapeamento dos riscos de mercado. Protegemos o fluxo de caixa contra a alta dos preços do combustível de aviação através da contratação de derivativos em valores nominais equivalentes a percentuais dos consumos mensais projetados ($HE = hedge ratio$). Os derivativos aprovados para proteger a exposição são: futuro e

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

opções de Brent, WTI, *Heating Oil* e Jet54. Com base no mapeamento deste risco e nos cenários econômicos, a deliberamos sobre o *hedge ratio*. Definido o *hedge ratio*, a quantidade de barris de consumo a ser protegida é calculada multiplicando o *hedge ratio* pela exposição. A empresa delibera sobre o derivativo a ser utilizado com base nos custos da contratação, liquidez e correlação com o combustível do fornecedor, monitorando os preços nos mercados de referência (i.e., Brent, WTI, *Heating Oil* e Jet54) e os preços oferecidos pelos fornecedores pertinentes.

Risco Câmbio: Estamos expostos ao risco cambial, mais especificamente ao dólar, sobre itens que estão sujeitos a variação cambial, os quais podem ser classificados em: operacionais (arrendamento, manutenção, seguros e combustível de aviação), financeiros (aplicações financeiras, dívidas, financiamentos e leasing financeiros) e de balanço. O gerenciamento do risco cambial sobre os itens financeiros e de balanço é efetuado através do acompanhamento dos seus valores e do impacto da variação cambial sobre estes itens; no caso, dos itens operacionais, o gerenciamento é efetuado através do mapeamento desta exposição, que é realizado através de projeções dos pagamentos mensais em dólar, de acordo com os contratos firmados, e do consumo mensal de combustível, em litros ou barris, multiplicado pela estimativa do preço mensal unitário do combustível do fornecedor na bomba, em R\$, e dividido pelo valor esperado do câmbio, determinado com base nos mercados de câmbio à vista e futuro. As projeções são revisadas trimestralmente pela Área de Planejamento e protegemos o fluxo de caixa operacional contra a alta do dólar através da contratação de derivativos de dólar (swap, futuro e opções) em valores nominais equivalentes a percentuais das despesas operacionais mensais projetadas ($HE = \text{hedge ratio}$). Para os demais itens, financeiros e de balanço, não há programas de *hedge* pré-estabelecidos. Eles são propostos para situações específicas e executados após deliberação do Comitê de Políticas Financeiras e de Risco.

Risco Juros: A origem do risco de juros sobre o fluxo de caixa está nas obrigações financeiras vigentes e sujeitas a taxas de juros flutuantes, e nos compromissos futuros, cujas taxas de juros dependerão do mercado de juros no momento em que o compromisso se tornará uma obrigação. O gerenciamento deste risco é efetuado através do acompanhamento das exposições das obrigações e é realizado com base nas projeções de pagamento, conforme os contratos firmados e, no caso de compromissos futuros, é realizado através da projeção dos fluxos de caixa esperados das futuras obrigações oriundas destes compromissos. Para mitigar o risco do aumento de juros sobre estas exposições, são autorizados a contratação de instrumentos financeiros derivativos e a fixação da taxa de juros nos contratos comerciais firmados diretamente com as contrapartes dos contratos originadores de exposição. Eles são propostos para situações específicas e executados após deliberação do Comitê de Políticas Financeiras e de Risco, tendo em vista as condições no mercado financeiro.

e. Se operamos instrumentos financeiros com objetivos diversos de proteção patrimonial (hedge) e quais são esses objetivos

Realizamos operações com instrumentos financeiros derivativos apenas com a finalidade de proteção (*hedge*) dos riscos inerentes à operação.

f. Estrutura organizacional de controle de gerenciamento de riscos

Nossa Política de Gestão de Riscos estabelece controles, limites, bem como outras técnicas de acompanhamento, principalmente modelos matemáticos adotados para monitoramento contínuo das exposições, além de proibir explicitamente a realização de operações de natureza especulativa com instrumentos financeiros derivativos.

O Comitê de Políticas Financeiras e o Comitê de Risco realizam revisões periódicas das medidas que tomamos para nos proteger em relação a alterações na taxa de câmbio, preços de combustível e taxas de juros e analisa o efeito dessas alterações sobre nossas receitas e despesas, fluxo de caixa e balanço patrimonial.

O Comitê de Risco é composto pelo Diretor Financeiro, Tesouraria e Riscos Financeiros. Este comitê se reúne semanalmente e *ad hoc*, para analisar a economia e o mercado financeiro, deliberar sobre o *hedge* de curto prazo e formular propostas de estratégia de *hedge* de longo prazo para submeter à aprovação do Comitê de Políticas Financeiras e de Riscos.

Já o Comitê de Políticas Financeiras e de Riscos (CPFR) é composto pelo Diretor - Presidente, 03 (três) Conselheiros e 1 (um) Diretor Executivo; este comitê se reúne trimestralmente e *ad hoc*, para avaliar a execução da Gestão de Riscos e deliberar sobre as propostas de estratégia de *hedge* de longo prazo. O Comitê de Políticas Financeiras é composto atualmente por Henrique Constantino, Constantino de Oliveira Júnior, Richard Freeman Lark Jr. e Edmar Prado Lopes

O Comitê de Políticas Financeiras e o Comitê de Risco aprovam nossas políticas financeiras corporativas e analisa sua eficiência e implementação; examinam periodicamente nossos planos de investimento e financiamento e fazem recomendações ao nosso Conselho de Administração; determinam os parâmetros para a manutenção da liquidez e da estrutura de capital desejada, monitoram sua execução e aprovam as políticas a serem adotadas no próximo trimestre.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.2 - Descrição - Gerenciamento de riscos de mercado

Os Comitês também avaliam a eficácia de nossas medidas de *hedge* realizadas durante o trimestre anterior, aprovam recomendações de alterações futuras, além de conduzirem revisões de atividades de gerenciamento de caixa. Os comitês reúnem-se trimestralmente, os membros foram eleitos pelo Conselho de Administração para um mandato de um ano com direito à reeleição. As atividades da gestão do controle relativas à gestão de riscos de mercado são executadas em três níveis, com base na Política de Gestão de Riscos estabelecida pelo Comitê de Políticas Financeiras e o Comitê de Risco:

1. Em primeiro nível, a Diretoria Financeira é responsável pela contratação dos instrumentos financeiros e a área de Riscos Financeiros/ Diretoria de Controladoria é responsável por verificar se o gerenciamento dos riscos de mercado estão sendo conduzidos de acordo com as políticas e procedimentos internos. Ambos reportam, no mínimo, trimestralmente, o resultado dos programas de *hedge* ao Comitê de Políticas Financeiras e de Riscos;
2. Em segundo nível, é responsabilidade da área de Controles Internos verificar, de forma segregada, se os processos, produtos e serviços das áreas estão em conformidade com leis, normas e regulamentos aplicáveis; e
3. Em terceiro nível, é responsabilidade da Auditoria Interna realizar auditorias com foco em riscos, verificando a adequabilidade dos controles internos a partir da avaliação de sua qualidade, suficiência e cumprimento.

g. Adequação da estrutura operacional e controles internos para verificação da efetividade da política adotada

Para fins de contabilização de nossas atividades de *hedge*, mensuramos a eficácia dos instrumentos de *hedge* na compensação das variações nos preços e estimamos a efetividade com base em métodos estatísticos de correlação e pela proporção entre a variação dos ganhos e perdas no valor justo dos instrumentos derivativos utilizados como *hedge* e a variação das despesas do objeto protegido. Instrumentos financeiros derivativos são eficazes quando compensam entre 80% e 125% das variações no preço do item para o qual o *hedge* foi contratado. O ganho ou a perda relacionada a tal diferença são reconhecidos no nosso resultado financeiro.

Conforme descrito no item f acima, o Comitê de Risco elabora estratégias sobre o *hedge* de curto e longo prazo e formula propostas para o Comitê de Políticas Financeiras e de Risco, que aprova e monitora tais políticas periodicamente. O Comitê de Risco também avalia a eficácia da Política de Gestão de Riscos trimestralmente, com base nas informações fornecidas pela Diretoria Financeira, pela Área de Controles Internos e pela Auditoria Interna, e reporta os resultados de sua avaliação ao Conselho de Administração.

Adicionalmente, as atividades de gestão de risco de mercado, realizadas pela Diretoria Financeira e pela área de Riscos Financeiros (em primeiro nível), estão sujeitas à validação periódica da área de Controles Internos (em segundo nível). Por fim, a Auditoria Interna realiza avaliação anual de todo o processo (em terceiro nível) e reporta o resultado da avaliação ao Comitê de Auditoria, que, por sua vez, reporta ao Conselho de Administração.

Entendemos que a estrutura operacional e controles internos adotados são adequados para o gerenciamento dos riscos aos quais estamos expostos.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.3 - Descrição - Controles Internos

5.3 Em relação ao último exercício social, indicação de alterações significativas nos principais riscos de mercado a que estamos exposta ou na política de gerenciamento de riscos adotada

Não houve qualquer alteração significativa nos principais riscos de mercado a que estamos expostos ou na política de gerenciamento de riscos adotada.

5. Gerenciamento de riscos e controles internos / 5.4 - Alterações significativas

5.4 Outras informações que julgamos relevantes

Não existem outras informações que julgamos relevantes em relação a esta Seção 5.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

10.1 Comentários dos diretores sobre:

Os dados financeiros referidos abaixo são extraídos de nossas demonstrações financeiras consolidadas para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2009, 2010 e 2011. Essas demonstrações financeiras foram preparadas sob a responsabilidade de nossa Administração, de acordo com as Normas Internacionais de Relatório Financeiro ("IFRS") emitidas pelo *International Accounting Standards Board - IASB* e as práticas contábeis adotadas no Brasil. As práticas contábeis adotadas no Brasil compreendem aquelas incluídas na legislação societária brasileira e os Pronunciamentos, as Orientações e as Interpretações emitidas pelo Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC e aprovados pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

As demonstrações financeiras relativas aos exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009 foram auditadas pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes, de acordo com as normas brasileiras e internacionais de auditoria.

Por fim, as informações incluídas neste item 10 relativas ao nosso setor de atividade, bem como as estimativas a respeito de participações de mercado, foram obtidas por meio de levantamentos internos, informações públicas e publicações sobre o setor. Foram incluídas informações de relatórios elaborados por fontes públicas oficiais, como o Banco Central do Brasil (BACEN), o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (INFRAERO), dentre outras. As informações que constam dessas publicações são extraídas de fontes consideradas confiáveis, mas não podemos garantir a exatidão e a integridade dessas informações. Os referidos levantamentos internos e estimativas não foram objeto de comprovação independente.

a. Condições financeiras e patrimoniais gerais

Somos uma das maiores companhias aéreas de baixo custo- baixa tarifa (*low-cost low-fare*) do mundo em termos de passageiros transportados em 2011, segundo a IATA (*International Air Transport Association*), e a maior companhia da América Latina nessa categoria que oferece voos frequentes em rotas que ligam todas as principais cidades do Brasil entre si e estas às principais cidades da América do Sul e destinos turísticos seletos no Caribe. Acreditamos que com nossa jovem frota operacional padronizada de 123 aeronaves Boeing 737-700/800 e 24 aeronaves Boeing 737-300, possuímos o maior número de frequências se comparamos com qualquer companhia aérea no mercado brasileiro de transporte aéreo de passageiros.

Em 31 de março de 2012, oferecemos aproximadamente 900 voos diários para 63 destinos ligando as mais importantes cidades do Brasil, bem como os principais destinos na Argentina, Bolívia, Curaçao, Aruba, Chile, Colômbia, Paraguai, Uruguai e Venezuela. A Webjet, empresa controlada pela VRG, oferece cerca de 1000 voos semanais para 16 destinos nacionais. Nossa estratégia enfatiza os mercados brasileiro e sul-americano. Continuaremos avaliando atentamente as oportunidades de crescimento de nossa companhia aumentando a frequência de voos para nossos mercados de alta demanda e oferecendo novas rotas nesses mercados (na região do Caribe, por exemplo), destinos que serão alcançadas com nossas aeronaves Boeing 737 *Next Generation* (NG).

Acreditamos que a nossa forte liquidez e posição de caixa são fatores essenciais para nosso sucesso. Nosso sólido balanço patrimonial aumenta a nossa capacidade de estabelecer parcerias, negociar com fornecedores, mitigar impactos da volatilidade dos mercados financeiros sobre nossos resultados, fortalecer nossa capacidade de recuperação financeira e assegurar a implementação da nossa estratégia de crescimento.

Temos um forte balanço patrimonial, em especial o nosso "caixa total" (caixa, equivalentes de caixa, aplicações financeiras, e caixa restrito de curto e longo prazo) que representava ao final de 2011, 31,1% das nossas receitas operacionais líquidas dos últimos doze meses (28,8% em 2010). Também estamos comprometidos em não ter dívidas financeiras significativas com vencimento em um horizonte de três anos. Nesse sentido, acreditamos que um sólido balanço patrimonial combinado à nossa geração de fluxo de caixa melhorará ainda mais nossa flexibilidade financeira de modo a nos permitir reagir rapidamente às mudanças do mercado e explorar novas oportunidades.

Nosso índice de alavancagem (representado pela dívida bruta ajustada / EBITDAR dos últimos 12 meses) foi de 13,0 vezes em 2011 ante 5,0 vezes em 2010 e 6,4 vezes em 2009. A dívida líquida ajustada (dívida bruta ajustada líquida do caixa) / EBITDAR encerrou em 9,4 vezes em 2011 comparado a 3,7 vezes em 2010 e versus 5,2 vezes em 2009. Os indicadores de alavancagem foram negativamente impactados pelos nossos resultados operacionais apresentados durante o ano de 2011, principalmente, por conta do aumento no custo do combustível no cenário internacional, em função do panorama competitivo durante o primeiro semestre de 2011 e pela depreciação do real frente ao dólar americano final de período em 2011 em 12,6% na comparação com a taxa de câmbio registrada em 2010.

Os nossos índices de liquidez também foram impactados negativamente pela reclassificação das emissões relacionadas às Debêntures IV e V, abaixo descritas, do longo para o curto prazo em função da Companhia e/ou suas controladas não atingirem determinados índices financeiros estabelecidos (*covenants*) junto às instituições financeiras Bradesco e Banco do Brasil em 31 de dezembro de 2011. Em março de 2012, nós obtivemos a permissão

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

(*waiver*) dos detentores das Debêntures IV e V para deixarmos de cumprir, durante o 4º trimestre de 2011 e o 1º semestre de 2012, os índices financeiros estabelecidos junto ao Bradesco e ao Banco do Brasil. Na divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2012, o montante relacionado a estas emissões foi reclassificado para o longo prazo novamente.

A seguir, é apresentado um sumário das contas patrimoniais consolidadas dos exercícios findos em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009:

Balanco Patrimonial Consolidado (em milhões de reais)	2011	2010	2009
Caixa e equivalentes de caixa	1.230,3	1.955,9	1.382,4
Aplicações financeiras	1.009,1	22,6	40,4
Contas a receber	354,1	303,1	519,3
Depósitos	630,6	715,4	855,6
Imobilizado	3.890,5	3.461,0	3.325,7
Total de ativos	10.655,1	9.063,8	8.720,1
Empréstimos de curto prazo	1.552,4	346,0	591,7
Empréstimos de longo prazo	3.439,0	3.395,1	2.542,2
Patrimônio Líquido	2.205,9	2.929,2	2.610,0

Em 31 de dezembro de 2011 nossos ativos imobilizados consolidados totalizavam R\$3.890,5 milhões, composto principalmente por (i) R\$2.377,4 milhões referentes ao arrendamento mercantil financeiro de 45 aeronaves, (ii) R\$733,1 milhões referentes à aquisição de peças de reposição e *rotables* e (iii) R\$359,5 milhões referentes aos pré-pagamentos efetuados junto a Boeing para aquisição de 101 aeronaves 737-800 *Next Generation*, como parte do plano de expansão de nossa frota que já contempla a premissa de devolução das aeronaves Boeing 737-300 presentes em nossa frota em 31 de dezembro de 2011, conforme demonstrado no quadro abaixo.

Plano de frota operacional*	2011
B737-700 NG	43
B737-800 NG	80
B737-300	24
B767**	3
Total	150

*contempla aeronaves adquiridas em regime de leasing operacional e financeiro; ** Não pertence à frota operacional da Companhia.

Além dos ativos mencionados acima, detemos ainda concessões de uso de edifícios em aeroportos e hangares no Brasil, dentre os quais uma parte de um hangar no aeroporto de Congonhas, onde realizamos manutenção de aeronaves. Possuímos também um Centro de Manutenção de Aeronave de última geração em Confins, Estado de Minas Gerais. A certificação do Centro de Manutenção que possuímos autoriza serviços de manutenção de Boeings 737-300s e Boeings 737-700 e 800 *Next Generation*. Utilizamos a nova instalação para realizar manutenção pesada de fuselagem, manutenção preventiva, pintura de aeronaves e reestruturações da configuração interna das aeronaves.

b. Estrutura de capital e possibilidade de resgate de ações ou quotas, indicando (i) hipótese de resgate e (ii) fórmula para cálculo do valor de resgate:

Em 31 de dezembro de 2010 e de 2009, o total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo somavam R\$3.741,1 milhões e R\$3.133,9 milhões, respectivamente. Em 31 de dezembro de 2011, o total de empréstimos e financiamentos de curto e longo prazo somavam R\$4.991,4 milhões, sendo que as dívidas de longo prazo, excluindo os bônus perpétuos que não possuem vencimento, tinham um prazo médio de 7,3 anos, com taxa média de 12,3% nas obrigações em moeda local, e 6,3% nas obrigações em Dólar. O endividamento em moeda estrangeira representava cerca de 70,4% em 31 de dezembro de 2011. Nosso índice de alavancagem (representado pela dívida bruta ajustada/ EBITDAR dos últimos 12 meses) foi de 13,0 vezes em 2011 ante 5,0 vezes em 2010 e 6,4 vezes em 2009.

Em 31 de dezembro de 2011 nosso patrimônio líquido totalizava R\$2.205,9 milhões, representando um decréscimo de 24,7% em relação ao patrimônio líquido de R\$2.929,2 milhões registrado em 31 de dezembro de 2010, decorrente do prejuízo líquido registrado no exercício de 2011 de R\$751,5 milhões. O valor do nosso patrimônio líquido em 31 de dezembro de 2010, equivalente a R\$2.929,2 milhões, por sua vez, representou um acréscimo de 12,2% em relação ao patrimônio líquido de R\$2.610,0 milhões registrado em 31 de dezembro de 2009.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Em 31 de dezembro de 2011, o nosso capital social era composto por 270.390.004 ações, divididas em 137.032.734 ações ordinárias e 133.357.270 ações preferenciais. Nosso principal acionista é o Fundo de Investimento em Participações Volluto, que detém 100% das nossas ações ordinárias, 22,2% das nossas ações preferenciais e 61,6% do nosso capital social total. Em 31 de dezembro de 2011, tínhamos 28,1% de nossas ações em circulação. Em 31 de dezembro de 2010, o nosso capital social era composto por 270.336.668 ações, divididas em 137.032.734 ações ordinárias e 133.303.934 ações preferenciais. Em 31 de dezembro de 2009, possuíamos 265.279.538 ações, divididas em 133.199.658 ações ordinárias e 132.079.880 ações preferenciais.

As participações percentuais de cada acionista indicadas na tabela abaixo estão baseadas na quantidade de 137.032.734 ações ordinárias e 133.357.270 ações preferenciais em 31 de dezembro de 2011.

	Ordinária		Preferencial		Total	
	Ações	%	Ações	%	Ações	%
Fundo de Investimento em Participações Volluto ⁽¹⁾	137.032.718	100,0%	29.612.824	22,2%	166.645.542	61,6%
Diretores	16	0,0%	2.006.142	1,5%	2.006.158	0,7%
Ações em tesouraria	-	0,0%	3.724.225	2,8%	3.724.225	1,4%
Delta Air Lines, Inc.	-	0,0%	8.300.455	6,2%	8.300.455	3,1%
Wellington Management Company.	-	0,0%	6.722.298	5,0%	6.722.298	2,5%
Fidelity Investments.	-	0,0%	7.033.500	5,3%	7.033.500	2,6%
Mercado	-	0,0%	75.957.826	57,0%	75.957.826	28,1%
Total	137.032.734	100,0%	133.357.270	100,0%	270.390.004	100,0%

(1) Fundo de Investimento em Participações Volluto é controlado igualmente pelos irmãos Constantino de Oliveira Junior, Henrique Constantino, Joaquim Constantino Neto e Ricardo Constantino. Não inclui as 6.825.469 ações ordinárias e as 1.474.986 ações preferenciais adquiridas no exercício de subscrição no aumento de capital anunciado em dezembro de 2011.

Por fim, informamos que não existe possibilidade de resgate das nossas ações, além das hipóteses legais.

Em 22 de fevereiro de 2011, nosso Conselho de Administração aprovou um aumento de capital no valor de R\$669,2 mil, mediante a emissão de 34.718 ações preferenciais, decorrente do exercício de opção de compra de ações concedidas no âmbito do Plano de Opções. Em consequência, o nosso capital social passou a ser de R\$ 2.316,3 milhões, representativos de 270.371.386 ações, sendo 137.032.734 ações ordinárias e 133.338.652 ações preferenciais.

Em 10 de maio de 2011, nosso Conselho de Administração aprovou um aumento de capital no valor de R\$ 181,3 mil, mediante a emissão de 15.480 ações preferenciais, decorrente do exercício de opção de compra de ações concedidas no âmbito do Plano de Opções. Em consequência, o nosso capital social passou a ser de R\$ 2.316,5 milhões, representativos de 270.386.866 ações, sendo 137.032.734 ações ordinárias e 133.354.132 ações preferenciais.

Em reunião do Conselho de Administração realizada em 21 de dezembro de 2011, foi aprovado aumento do capital social de R\$295,8 milhões, com possibilidade de homologação parcial, mediante a emissão privada de 13.445.235 ações sendo 6.825.470 ordinárias e 6.619.765 ações preferenciais. Esta operação permanece em aberto durante o primeiro semestre de 2012, em virtude do exercício do direito de preferência pelos acionistas titulares de ações da Companhia para a subscrição das ações decorrentes do aumento de capital sujeito à homologação. Junto a este aumento de capital foi inserido a operação de capitalização mediante investimento da Delta Air Lines, Inc. ("Delta"), com a aquisição de 8.300.455 (oito milhões, trezentas mil, quatrocentas e cinquenta e cinco) ações preferenciais da Companhia, adquiridas do Fundo Volluto, mediante conversão destas ações em ADR's (American Depositary Receipts). O Fundo Volluto, realizou um adiantamento para futuro aumento de capital no montante de R\$182,6 milhões (US\$100,0 milhões), valor recebido com a transferência de suas ações para a Delta, com o objetivo de recompor sua posição acionária. Este adiantamento está vinculado ao aumento de capital em 8.300.455 ações (oito milhões, trezentas mil, quatrocentas e cinquenta e cinco), equivalente a 6.825.469 (seis milhões, oitocentas e vinte cinco mil, quatrocentas e sessenta e nove) ações ordinárias e 1.474.986 (um milhão, quatrocentas e setenta e quatro, novecentas e oitenta e seis) ações preferenciais, ao preço de R\$22,00 (vinte e dois reais).

Ainda nessa data, nosso conselho de administração aprovou um aumento de capital de R\$ 0,4 milhões, mediante a emissão de 3.138 ações preferenciais, como resultado do exercício da opção de compra de ações outorgada segundo nosso Plano de Opção de Compra de Ações. Em 2011, nossa diretoria exerceu opções de compra para um total de 49.836 ações preferenciais. Em consequência, o nosso capital social passou a ser de R\$2.316,5 milhões, representativos de 270.390.004 ações, sendo 137.032.734 ações ordinárias e 133.357.270 ações preferenciais.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Em 13 de agosto de 2012, nosso Conselho de Administração, aprovou o aumento do capital social parcial no montante de R\$183,2 milhões, representado por 6.825.470 ações ordinárias e 1.501.312 ações preferencias, totalizando 8.326.782 ações, conforme aumento de capital proposto em reunião do Conselho de Administração no 21 de dezembro de 2011. Desse total, 8.300.455 ações foram subscritas pelo acionista controlador e 26.327 ações subscritas por acionistas minoritários. Dessa forma, o capital social da Companhia a ser de R\$2.499,7 milhões (dois bilhões, quatrocentos e noventa e nove milhões, seiscentos e oitenta e oito mil, oitocentos e vinte e seis reais e sessenta e um centavos), composto por 278.716.786 (duzentas e setenta e oito milhões, setecentas e dezesseis mil e setecentas e oitenta e seis) ações, representado por 143.858.204 (cento e quarenta e três milhões, oitocentas e cinquenta e oito mil, duzentas e quatro) ações ordinárias e 134.858.582 (cento e trinta e quatro milhões, oitocentas e cinquenta e oito mil e quinhentas e oitenta e duas) ações preferenciais. Findo todos os períodos referentes ao exercício do Direito de Preferencia, havia restado ainda 5.118.453 ações não subscritas, que foram canceladas na data de 13 de agosto de 2012, mediante a homologação parcial do aumento de capital.

Em 04 de fevereiro de 2013, nosso Conselho de Administração aprovou um aumento de capital no valor de R\$1,9 milhões, mediante a emissão de 144.540 ações preferenciais, decorrente do exercício de opção de compra de ações concedidas no âmbito do Plano de Opções. Em consequência, o nosso capital social passou a ser de R\$ 2.501,6 milhões, composto por 278.861.326 (duzentas e setenta e oito milhões, oitocentos e sessenta e um mil e trezentos e vinte e seis) ações, representado por 143.858.204 (cento e quarenta e três milhões, oitocentas e cinquenta e oito mil, duzentas e quatro) ações ordinárias e 135.003.122 (cento e trinta e cinco milhões, três mil e cento e vinte e dois) ações preferenciais

c. Capacidade de pagamento em relação aos compromissos financeiros assumidos

Liquidez

Para administrar nossa liquidez, levamos em conta nosso caixa total, assim como saldos de nossas contas a receber. Nossas contas a receber são afetadas pelos prazos de recebimento de nossos recebíveis de cartões de crédito. Nossos clientes podem adquirir passagens efetuando pagamentos parcelados em cartões de crédito, normalmente gerando um intervalo de um a dois meses entre o pagamento de nossos fornecedores e despesas e o efetivo recebimento das receitas de nossos serviços. Quando necessário, obtemos empréstimos para financiar nosso capital de giro, os quais podem ser garantidos por nossos recebíveis, para financiar o ciclo venda-recebimento. Temos um forte balanço patrimonial, em especial nosso "caixa total" (caixa, equivalentes de caixa, aplicações financeiras, e caixa restrito de curto e longo prazo) que representava, ao final de 2011, 31,1% de nossas receitas operacionais líquidas dos últimos doze meses. Também estamos comprometidos em não ter dívidas financeiras significativas com vencimento em um horizonte de três anos.

Em 31 de dezembro de 2011 reclassificamos o saldo das emissões relacionadas às Debêntures IV e V, do longo para o curto prazo em função da Companhia e/ou suas controladas não atingirem determinados índices financeiros estabelecidos (*covenants*) junto às instituições financeiras Bradesco e Banco do Brasil em 31 de dezembro de 2011. Em março de 2012, nós obtivemos a permissão (*waiver*) dos detentores das Debêntures IV e V para deixarmos de cumprir, durante o 4º trimestre de 2011 e o 1º semestre de 2012, os índices financeiros estabelecidos junto ao Bradesco e ao Banco do Brasil. Na divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2012, o montante relacionado a estas emissões foi reclassificado para o longo prazo novamente.

A tabela abaixo apresenta informações financeiras consolidadas utilizadas em análises de liquidez:

	2011	2010	2009	Var (11/10) %
Caixa Total ⁽¹⁾	2.348,5	2.013,0	1.448,9	16,7%
Recebíveis	354,1	303,1	519,3	16,8%
Liquidez Total Imediata	2.702,6	2.316,1	1.968,2	16,7%
Pagamentos Antecipados de aeronaves	359,5	308,5	804,6	16,5%
Total de Depósitos em Caixa	3.062,1	2.624,6	2.772,8	16,7%

(1) Corresponde à somatória dos saldos de caixa, equivalentes de caixa, caixa restrito do curto e longo prazo, e aplicações financeiras, divulgados nas demonstrações financeiras.

Em 31 de dezembro de 2011, o "caixa total" (caixa, equivalentes de caixa, aplicações financeiras, e caixa restrito de curto e longo prazo) chegou a R\$2.348,5 milhões, compostos de R\$1.230,3 milhões de saldo em caixa e equivalentes

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

de caixa, R\$1.009,1 milhões de aplicações financeiras de liquidez imediata e R\$109,1 milhões de caixa restrito de curto e longo prazo. O aumento do caixa total em 16,7% comparado a 2010 decorre, principalmente, por conta: (i) da emissão de R\$500 milhões referente à 5ª emissão de debêntures lançada em junho de 2011 com vencimento em junho de 2017; (ii) capitalização de R\$182,6 milhões com o acordo estratégico junto a Delta Air Lines; e (iii) emissão de R\$200 milhões realizados ao final de 2011 referente a renegociação e liberação das garantias da Webjet, empresa controlada pela Companhia.

Os recebíveis de curto prazo (que incluem vendas de cartão de crédito, o programa de pagamentos parcelados Voe Fácil, contas a receber de agências de viagens e transporte de cargas) registraram aumento de 16,8% comparado com 2010, devido os seguintes fatores: (i) aumento no volume de vendas antecipadas pela maior ocorrência de promoções durante o ano de 2011 em comparação ao ano anterior, que gerou um acréscimo no volume de vendas antecipadas; (ii) cenário de preços mais competitivo no primeiro semestre de 2011; e (iii) renegociação da dívida de R\$200 milhões, adquirida ao final de 2011 para a liberação das garantias da Webjet.

Em 31 de dezembro de 2011, tínhamos R\$ 359,5 milhões em depósitos com a Boeing a título de pagamentos antecipados de aeronaves, um aumento de 16,5% se comparado a 31 de dezembro de 2010, principalmente em razão do maior número de novas aeronaves a serem entregues pela Boeing sob os termos de nosso plano de frota para os próximos 18 meses, comparado ao mesmo período de 2010. Consequentemente, nossos depósitos de caixa somaram R\$ 3.062,1 milhões em 31 de dezembro de 2011, comparado a R\$ 2.624,6 milhões em 31 de dezembro de 2010. Esperamos fazer os pagamentos relativos à aquisição de aeronaves utilizando recursos provenientes das receitas de nossas operações, de empréstimos contratados por meio de linhas de crédito de curto prazo e/ou financiamento junto ao fornecedor. Esperamos financiar o saldo do preço de aquisição das aeronaves do Boeing 737-700/800 *Next Generation* por meio de uma combinação de fontes, tais como disponibilidades, disponibilidades decorrentes de nossas operações, contratos de financiamento bancário a juros baixos, operações de venda e arrendamento junto ao próprio fornecedor (*sale and leaseback*), ofertas de títulos de dívida ou capital e/ou financiamento junto ao fornecedor.

Em 31 de dezembro de 2011, o nosso índice de liquidez corrente, calculado pela divisão do ativo circulante pelo passivo circulante era de 0,9 vezes em 2011 em comparação ao índice de 1,6 vezes em 2010. Esta redução deve-se, principalmente, a reclassificação do saldo das emissões relacionadas às Debêntures IV e V, do longo para o curto prazo em função da Companhia e/ou suas controladas não atingirem determinados índices financeiros estabelecidos (*covenants*) junto às instituições financeiras Bradesco e Banco do Brasil em 31 de dezembro de 2011. Em março de 2012, nós obtivemos a permissão (*waiver*) dos detentores das Debêntures IV e V para deixarmos de cumprir, durante o 4º trimestre de 2011 e o 1º semestre de 2012, os índices financeiros estabelecidos junto ao Bradesco e ao Banco do Brasil. Na divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2012, o montante relacionado a estas emissões foi reclassificado para o longo prazo novamente. A VRG mantém junto ao BNDES uma carta fiança de R\$14,5 milhões, valor superior à dívida atual, não havendo, por consequência, nenhum problema de liquidez na hipótese de precisar efetuar a quitação da dívida.

No período de doze meses do exercício findo em 31 de dezembro de 2011 tivemos um EBITDAR (que é definido por nós como lucro operacional antes do resultado financeiro antes de juros, impostos, depreciação, amortização e custos com arrendamento de aeronaves) de R\$ 656,4 milhões com margem de 8,7% em comparação aos R\$1.535,0 milhões com margem de 22,0% do período de doze meses do ano de 2010. O nosso endividamento total em 31 de dezembro de 2011 era de R\$ 4.991,4 milhões. Nosso endividamento bruto ajustado (que considera a somatória do endividamento total com o produto de 7 vezes as despesas anualizadas de arrendamento), era em 31 de dezembro de 2011 de R\$8.526,9 milhões em comparação aos R\$7.630,6 milhões de 2010. Nosso índice de alavancagem, expresso pela dívida bruta total ajustada pelo EBITDAR dos últimos 12 meses no final do ano de 2011 foi de 13,0 vezes, em comparação aos 5,0 vezes de 2010. Os indicadores de alavancagem foram negativamente impactados pelos nossos resultados operacionais apresentados durante o ano de 2011, principalmente, por conta do aumento no custo do combustível no cenário internacional, pelo cenário de competição no mercado interno durante o primeiro semestre de 2011 e pela depreciação do real frente ao dólar americano de final de período em 12,6%. Desta forma, nossos indicadores de endividamento foram substancialmente afetados pela menor geração de caixa durante o ano de 2011. Acreditamos que durante o ano de 2012 atingiremos resultados operacionais positivos e retornaremos a reduzir os nossos níveis de alavancagem.

d. Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes utilizadas

Nossa estratégia é depender principalmente de fluxos de caixa das operações para obter capital de giro para as operações correntes e futuras. Nossos fluxos de caixa operacionais são afetados pela exigência de alguns contratos de arrendamento operacional de aeronaves, que estabelecem contas de reserva de depósito de manutenção para nossa aeronave, com fundos em níveis específicos. Os fundos serão retirados das contas de reserva de manutenção para o reembolso de certos gastos de manutenção estrutural incorridos. Acreditamos que os valores já depositados,

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

e a serem depositados, adicionados de nossos próprios recursos de caixa, sejam suficientes para cobrir nossos custos futuros com aeronaves e manutenção, pela duração dos respectivos arrendamentos operacionais.

e. Fontes de financiamento para capital de giro e para investimentos em ativos não-circulantes que pretende utilizar para cobertura de deficiências de liquidez

Quando necessário, obtemos empréstimos para financiar nosso capital de giro, os quais podem ser garantidos por nossos recebíveis, para financiar o ciclo venda-recebimento. Temos um forte balanço patrimonial, em especial nosso "caixa total" (caixa, equivalentes de caixa, aplicações financeiras, e caixa restrito de curto e longo prazo) representava 31,1% de nossas receitas operacionais líquidas dos últimos doze meses. Também estamos comprometidos em não ter dívidas financeiras significativas com vencimento em um horizonte de três anos.

f. Níveis de endividamento e as características de tais dívidas, descrevendo ainda:

(i) contratos de empréstimo e financiamento relevantes

(Em milhares de reais)	Vencimento	31/12/2011	31/12/2011	31/12/2010	31/12/2009
Circulante:					
Moeda nacional:					
Moeda nacional:					
Debêntures IV	Set,2015	12,95%	595.160	-	-
Debêntures V	Jun,2017	13,18%	493.284	-	-
Capital de giro	Ago,2010	-	-	-	160.000
Empréstimo BNDES	Jul,2012	8,66%	8.372	14.352	14.352
Empréstimo BNDES Repasse Safra	Out,2014	11,50%	29.956	27.550	-
Empréstimo BDMG	Mar,2018	8,05%	3.600	3.376	2.800
Santander	Out,2012	11,63%	40.676	-	-
Citibank	Dez,2012	11,33%	19.401	-	-
Industrial CDB	Mar,2012	11,58%	1.250	-	-
Juros			23.421	19.721	3.309
			1.215.120	64.999	180.461
Moeda estrangeira (em dólares norte-americanos):					
Capital de giro	Mar,2012	12,95%	95.894	83.803	-
PDP Facility I	Fev,2010	-	-	-	111.585
PDP Facility II	Dez,2010	-	-	-	131.836
Empréstimo IFC	Jul,2013	4,54%	31.264	13.885	14.510
FINIMP	Set,2012	2,69%	3.127	2.718	-
Aeroturbine	Dez,2012	-	4.579	-	-
Juros			40.701	33.969	16.624
			175.565	134.375	274.555
			1.390.685	199.374	455.016
Arrendamento Financeiro	Dez,2021		161.755	146.634	136.679
Total circulante			1.552.440	346.008	591.695
Não circulante:					
Moeda nacional:					
BNDES	Jul,2012	8,66%	-	8.372	22.725
BNDES – Repasse Safra	Out,2014	11,50%	42.837	70.934	-
BDMG	Mar,2018	8,05%	25.851	27.332	10.056
Safra	Dez,2015	14,50%	196.000	-	-
Debêntures IV	Set,2015	12,95%	-	593.870	374.045
			264.688	700.508	406.826
Moeda estrangeira (em dólares norte-americanos)					
Empréstimo IFC	Jul,2013	4,54%	-	27.770	43.530
Bônus sênior I	Abr,2017	7,50%	393.532	347.501	360.993
Bônus sênior II	Jul,2020	9,25%	550.471	487.887	-
Bônus perpétuos	-	8,75%	335.768	297.944	310.079
			1.279.771	1.161.102	714.602
			1.544.459	1.861.610	1.121.428

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Arrendamento Financeiro
Total não circulante

Dez,2021

1.894.549	1.533.470	1.420.739
3.439.008	3.395.080	2.542.167
4.991.448	3.741.088	3.133.862

A tabela abaixo demonstra os vencimentos e as taxas de juros de nossas obrigações, decorrentes de empréstimos e financiamentos vigentes em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009:

Vencimentos e taxas	Venc.to.	Taxa Contratual	Moeda
BNDES	jul/12	TJLP +2,65%	Real
BNDES-Safra	out/14	TJLP +5,5%	Real
BDMG	mar/18	IPCA +6%	Real
Debentures IV	Sep/15	118,0% do CDI	Real
Debentures V	jun/17	120,0% do CDI	Real
Industrial CDB	mar/12	CDI +6,17%	Real
Santander	out/12	11,63%	Real
Citibank	dez/12	11,33%	Real
Safra	dez/15	125% do CDI	Real
Finimp	Set/12	Libor + 1.80%	Dólar Americano
Aeroturibe	dez/12	-	Dólar Americano
Capital de giro	mar/12	3,417%	Dólar Americano
IFC Loan	jul/13	Libor +3,750%	Dólar Americano
Bônus senior 2017	Apr/17	7,50%	Dólar Americano
Bônus senior 2020	jul/20	9,25%	Dólar Americano
Bônus perpétuos	n/a	8,75%	Dólar Americano

Cronograma da Dívida**Financeira em 31/12/11
(R\$MM)**

	2012	2013	2014	2015	2016	>2016	Sem vencimento	Total
<u>Em Moeda Nacional</u>	1.191,7	99,3	85,4	70,0	4,4	5,6	-	1.456,4
BNDES	8,4	-	-	-	-	-	-	8,4
BNDES-Safra	30,0	27,8	15,0	-	-	-	-	72,8
BMDG	3,6	6,7	4,7	4,4	4,4	5,6	-	29,5
Debêntures IV	595,2	-	-	-	-	-	-	595,2
Debêntures V	493,3	-	-	-	-	-	-	493,3
Santander	40,7	-	-	-	-	-	-	40,7
Citibank	19,4	-	-	-	-	-	-	19,4
Industrial CDB	1,3	-	-	-	-	-	-	1,3
Safra	-	64,8	65,6	65,6	-	-	-	196,0
<u>Em Moeda Estrangeira</u>	134,9	-	-	-	-	944,0	335,8	1.414,6
Empréstimo IFC	31,3	-	-	-	-	-	-	31,264
FINIMP	3,1	-	-	-	-	-	-	3,127
Aeroturbine	4,6	-	-	-	-	-	-	4,579
Capital de Giro	95,9	-	-	-	-	-	-	95,894
Bônus senior 2017	-	-	-	-	-	393,5	-	393,5
Bônus senior 2020	-	-	-	-	-	550,5	-	550,5
Bônus perpétuos	-	-	-	-	-	-	335,8	335,8
Total*	1.326,6	99,3	85,4	70,0	4,4	949,6	335,8	2.871,0

**Cronograma da Dívida Financeira
em 31/12/10 (R\$MM)**

	2011	2012	2013	2014	2015	> 2015	Total
<u>Em Moeda Nacional</u>	129,0	40,6	35,3	17,5	598,0	9,1	829,5
Capital de Giro	83,8	-	-	-	-	-	83,8
BDMG	3,4	3,3	6,4	4,4	4,1	9,1	30,7
BNDES	14,3	8,4	-	-	-	-	22,7
BNDES-Safra	27,5	28,9	28,9	13,1	-	-	98,4
Debêntures	-	-	-	-	593,9	-	593,9
<u>Em Moeda Estrangeira</u>	16,6	13,9	13,9	-	-	835,4	879,8

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

IFC	13,9	13,9	13,9	-	-	-	41,7
FINIMP	2,7	-	-	-	-	-	2,7
Bônus senior	-	-	-	-	-	835,4	835,4
Total *	145,6	54,5	49,2	17,5	598,0	844,5	1.709,3

Cronograma da Dívida Financeira em 31/12/09 (R\$MM)	2010	2011	2012	2013	2014	> 2014	Total
<u><i>Em Moeda Nacional</i></u>	177,1	110,9	105,1	96,6	94,3	-	584,0
Capital de Giro	160,0	-	-	-	-	-	160,0
BDMG	2,8	3,1	3,1	3,1	0,8	-	12,9
BNDES	14,3	14,3	8,5	-	-	-	37,1
Debêntures	-	93,5	93,5	93,5	93,5	-	374,0
<u><i>Em Moeda Estrangeira</i></u>	14,5	14,5	14,5	14,5	-	361,0	419,0
IFC	14,5	14,5	14,5	14,5	-	-	58,0
Bônus senior	-	-	-	-	-	361,0	361,0
Total *	191,6	125,4	119,6	111,1	94,3	361,0	1,003,0

*Não considera juros e leasing financeiro.

A seguir descrevemos os nossos contratos financeiros relevantes vigentes em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009:

Capital de giro: Em 31 de dezembro de 2011, possuíamos R\$95,9 milhões equivalente a US\$51,1 milhões (R\$83,8 milhões em 2010 e R\$160,0 milhões em 2009) em capital de giro com uma instituição financeira. O montante de R\$83,8 milhões captado em 2010 foi liquidado em março de 2011. Em setembro de 2011, por meio da controlada VRG, obtivemos um empréstimo de capital de giro no montante de R\$50,0 milhões, em moeda nacional, com taxa de 108,4% do CDI ao ano. Em 28 de outubro de 2011 liquidamos o referido empréstimo. Em 21 de março de 2011, captamos um empréstimo de capital de giro no montante de R\$85,0 milhões (US\$51,1 milhões), taxa efetiva de 3,42% ao ano e vencimento em 15 de março de 2012. Em 31 de dezembro de 2011 o saldo registrado no passivo circulante era de R\$95,9 milhões.

Empréstimo de Longo Prazo em Moeda Nacional com o BNDES: Em 31 de julho de 2006, a Companhia contratou o financiamento do BNDES (Direto) com o principal objetivo de ampliação das instalações do Centro de Manutenção de Confins, aquisição de equipamentos e materiais nacionais, aquisição de softwares nacionais, customização de softwares realizada no país e a capacitação técnica e gerencial de pessoal, visando o crescimento de sua participação no mercado de aviação civil. A taxa efetiva para este empréstimo em moeda nacional em 31 de dezembro de 2011 foi de 8,66%. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante era de R\$8,4 milhões com vencimento em julho de 2012 (R\$14,4 milhões e R\$8,4 milhões em 31 de dezembro de 2010 registrado no passivo circulante e não circulante, respectivamente). O financiamento exige como garantia títulos de certificado de depósito bancário no valor mínimo de R\$8,0 milhões reconhecido como caixa restrito e a circulação de recebíveis de agências de viagens no valor de R\$16,0 milhões.

Empréstimo de Longo Prazo em Moeda Nacional com o BNDES Repasse – Banco SAFRA: Em 31 de março, 26 de maio e 27 de setembro de 2010 contratamos empréstimos de longo prazo em moeda nacional no valor de R\$44,4 milhões, R\$23 milhões e R\$33,7 milhões, respectivamente, junto ao BNDES através de seu programa indireto de repasse "Finame Moderniza BK". Os recursos foram destinados à modernização de turbinas em oficinas nacionais especializadas. As captações possuem prazos de 48 meses, com seis meses de carência e principal amortizado mensalmente com vencimento final em outubro de 2014. O pagamento mensal de juros é calculado com base na TJLP acrescido de 5,5% a.a. Em 31 de dezembro de 2011 o montante registrado no passivo circulante e no passivo não circulante era de R\$30,0 milhões e R\$42,8 milhões (R\$27,6 milhões e R\$70,9 milhões em 31 de dezembro de 2010). Em 31 de dezembro de 2011, o empréstimo possuía garantias firmes de recebíveis de administradora de cartões de crédito.

Empréstimo de Longo Prazo junto ao International Finance Corporation (IFC): Em 29 de junho de 2006, contratamos um empréstimo de longo prazo junto ao *International Finance Corporation* (IFC) no valor de US\$50,0 milhões

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

correspondente a R\$108,0 milhões na data da captação. O financiamento tem prazo de seis anos com juros calculados com base na taxa Libor acrescida de 1,875% a.a. e tem garantia de penhor de peças e equipamentos de R\$7,3 milhões (US\$4,2 milhões). Em julho de 2009, a Companhia renegociou o contrato da dívida modificando a taxa de juros de Libor mais 1,875% a.a. para Libor mais 3,75% a.a, gerando uma taxa efetiva em 2011 de 4,54% a.a. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante era de R\$31,3 milhões com vencimento em julho de 2013 (R\$13,9 milhões registrado no passivo circulante e R\$27,8 milhões registrado no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2010).

Empréstimo de Longo Prazo em Moeda Nacional junto ao BDMG (Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais): Em 4 de julho de 2007, contratamos um empréstimo de longo prazo em moeda nacional no valor de R\$14,0 milhões junto ao BDMG (Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais), para o financiamento parcial dos investimentos e das despesas operacionais do Centro de Manutenção de Aeronaves no Aeroporto Internacional de Confins, em Minas Gerais. Em 29 de março de 2010, a VRG, firmou nova captação junto ao BDMG (Banco de Desenvolvimento de Minas Gerais) no valor de R\$ 20,0 milhões que também é utilizado no financiamento da expansão do Centro de Manutenção de Aeronaves no Aeroporto Internacional de Confins em Minas Gerais e na construção da Oficina de Freios situado no aeroporto internacional Tancredo Neves em Lagoa Santa, Minas Gerais. O empréstimo tem um prazo total de oito anos com carência de 36 meses e juros calculados com base no IPCA (Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo) acrescido de 6% a.a. O empréstimo é amortizado mensalmente no período de 60 meses a partir de abril de 2013 com vencimento em março de 2018. O financiamento tem como garantia a alienação fiduciária de motores. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante e no passivo não circulante era de R\$3,6 milhões e R\$25,9 milhões, respectivamente (R\$3,4 milhões registrado no passivo circulante e R\$27,3 milhões registrado no passivo não circulante em 31 de dezembro de 2010).

Empréstimo FINIMP em Moeda Estrangeira junto ao Banco do Brasil: Em 31 de dezembro de 2010, mantínhamos um empréstimo de curto prazo em moeda nacional no valor de R\$2,7 milhões junto ao Banco do Brasil, em 14 de junho de 2011 liquidamos o referido empréstimo. Em 04 de outubro de 2011, captamos, por meio de nossa controlada VRG, o montante de US\$1,7 milhões, correspondendo a R\$3,1 milhões no Banco do Brasil com vencimento em setembro/2012. O objetivo deste empréstimo foi à compra de peças para aeronaves. Este financiamento possui como garantia uma nota promissória no valor de US\$2,4 milhões (R\$4,5 milhões). A taxa contratual é taxa Libor + 1,80%, com a amortização do saldo total em setembro de 2012, data do vencimento. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante era de R\$3,1 milhões.

Debêntures IV : Em 30 de setembro de 2010, aprovamos a quarta emissão pública de 600 debêntures simples, não conversíveis em ações, em série única, da espécie quirografária, com garantia fidejussória, emitidas pela VRG, no valor nominal unitário de R\$1,0 milhão, totalizando R\$600,0 milhões, visando (a) ao resgate antecipado total das debêntures da 3ª emissão de debêntures simples, não conversíveis em ações, em série única, com garantia real, (b) capitalização do capital de giro ou (c) o reperfilamento de passivos da Emissora. O prazo de vencimento das debêntures é de 5 (cinco) anos contados da data da sua emissão, vencendo-se, portanto, em 30 de setembro de 2015. As debêntures farão jus a juros correspondentes a variação acumulada de 118% das taxas médias diárias dos Depósitos Interfinanceiros de um dia "over extra grupo", apuradas e divulgadas diariamente pela CETIP, no informativo diário disposto em sua página na internet. Esta emissão está sujeita ao resgate antecipado total por parte de sua emissora a qualquer momento e a seu critério, mediante o pagamento do Valor Nominal Unitário, acrescido de (i) Remuneração calculada *pro rata temporis* desde a data do pagamento das últimas obrigações previstas na escritura de emissão, até a data do efetivo resgate, bem como multa e juros moratórios, se houver e (ii) um prêmio equivalente a (a) 1,10% sobre o valor nominal unitário acrescido de remuneração correspondente, se o resgate acontecer até 30 de setembro de 2013, inclusive e (b) 0,55% do valor nominal unitário, acrescido da remuneração correspondente, se o resgate acontecer a partir de 1º de outubro de 2013 até a data do vencimento. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante era de R\$ 595,2 milhões (R\$593,9 milhões em 31 de dezembro de 2010 registrado no passivo não circulante). A VRG possui cláusulas restritivas ("covenants") na escritura de emissão das Debêntures IV. Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia e suas controladas não atingiram os parâmetros mínimos estabelecidos, e em função disso, reclassificamos o saldo de longo prazo dessa emissão para o curto prazo, visando atender a normas contábeis brasileiras e internacionais existentes.

Debêntures V. Em 10 de junho de 2011, a Companhia aprovou a quinta emissão pública de 500 debêntures simples não conversíveis em ações, em série única emitida pela VRG, sem garantia real, no valor nominal unitário de R\$1,0 milhão, totalizando R\$500,0 milhões. Esta emissão teve a finalidade de suprir a necessidade de capital de giro da VRG. Os custos de emissão foram de R\$7,3 milhões que compõem o montante líquido captado de R\$492,7 milhões e o total de R\$0,6 milhões já foram amortizados e reconhecidos no resultado do exercício. O prazo de vencimento das debêntures é de seis anos a contar da data de emissão e sua amortização final será realizada em 2017. As debêntures são remuneradas a uma taxa de juros de 120% do CDI. Em 31 de dezembro de 2011, o montante registrado no passivo circulante era de R\$493,3 milhões. A VRG possui cláusulas restritivas ("covenants") na escritura de emissão das Debêntures V. Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia e suas controladas não atingiram os parâmetros mínimos estabelecidos, e em função disso, reclassificamos o saldo de longo prazo dessa emissão para o curto prazo, visando atender a normas contábeis brasileiras e internacionais existentes.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Empréstimo em Moeda Estrangeira para adiantamento para aquisição de aeronaves (PDP Facility). Em 15 de outubro de 2007, contratamos por meio de nossa subsidiária SKY Finance, um financiamento denominado em dólares norte-americanos junto a oito bancos internacionais liderado por Calyon e Citibank no valor de R\$560,4 milhões (US\$310,0 milhões) cujos recursos foram utilizados para pagamento de adiantamentos para aquisição de 21 aeronaves Boeing 737 *Next Generation* com entrega em 2010. O financiamento tinha prazo de vencimento em fevereiro de 2010 com juros fixados pela LIBOR acrescida de 1,0% a.a. As garantias dadas às instituições financeiras acima eram o direito de compra das 21 aeronaves objeto do financiamento. Em 31 de dezembro de 2011, este empréstimo encontrava-se liquidado.

Em 16 de dezembro de 2009, contratamos, por meio de nossa subsidiária SKY Finance II, um financiamento junto à Natixis Transport Finance no valor de R\$185,7 milhões (US\$106,0 milhões) cujos recursos foram utilizados no pagamento dos adiantamentos para aquisição de 7 aeronaves Boeing 737 *Next Generation* com prazo de entrega em 2010. O financiamento era denominado em dólares norte-americanos com prazo de vencimento em dezembro de 2010 com juros fixados a taxa LIBOR acrescido de *spread* bancário de 2,45% a.a. O empréstimo tem por garantia o direito de compra das 7 aeronaves. Em 31 de dezembro de 2011, este empréstimo encontrava-se liquidado.

Industrial CDB. Em fevereiro de 2010, a Companhia por meio de sua controlada indireta, Webjet, captou empréstimo de capital de giro no montante de R\$10,0 milhões em moeda nacional. O empréstimo tem como garantia uma aeronave e o aval da Companhia. O prazo é de 24 meses com correção de CDI + 6,17% a.a, sendo o vencimento da última parcela em 14 de março de 2012. Em 31 de dezembro o saldo registrado no passivo circulante era de R\$1,3 milhões.

Citibank. Em dezembro de 2009, a Companhia por meio de sua controlada indireta, Webjet, captou a quantia de R\$33,6 milhões com custos de transação inclusos de R\$2,1 milhões com o Citibank. O prazo é de 36 meses com o principal objetivo de quitar o financiamento em dólar que a obteve com a "Tribeca Aviation Partners" referente à aquisição de aeronaves. O contrato tem o juros calculado de 11,33% a.a. com vencimento de dezembro de 2012. O empréstimo tem como garantia uma fiança bancária no valor de R\$26,6 milhões. Em 31 de dezembro de 2011 o saldo registrado no passivo circulante era de R\$19,4 milhões.

Safra. Em dezembro de 2011, a Companhia por meio de sua controlada indireta, possuía o montante de R\$200,0 milhões de capital de giro, em moeda nacional, sendo R\$125,0 milhões captados em dezembro de 2011 e R\$75,0 milhões cuja data de vencimento foi renegociada. O empréstimo tem uma carência de 18 meses e o pagamento do total de R\$200,0 milhões ocorrerá em seis parcelas semestrais, com 125% da taxa média diária do CDI Over, sendo o vencimento da última parcela em dezembro de 2015, com garantia de 30% da carteira de recebíveis da Webjet com a administradora de cartão de crédito. Os custos da transação a amortizar totalizam R\$4,0 milhões. Em 31 de dezembro de 2011 o saldo registrado no passivo não circulante era de R\$196,0 milhões.

Aeroturbine. A Companhia por meio de sua controlada indireta, Webjet, contratou os serviços da Aeroturbine com a finalidade de realizar troca dos motores que encontram-se inoperantes por motores novos e revisados. Os financiamentos são feitos em dólares americanos e o parcelamento é realizado em até 12 parcelas e não há incidência de taxa de juros com vencimento em dezembro de 2012. Em 31 de dezembro de 2011, o saldo registrado no passivo circulante era de R\$4,6 milhões.

Recompra de ações de própria emissão – Santander. Em 08 de setembro de 2011, o Conselho de Administração da Companhia autorizou a recompra de ações de sua própria emissão, mediante a contratação de opções de compra ("calls"), e o lançamento de opções de venda ("puts" e em conjunto de opções) conforme as condições abaixo, intermediada pelo Santander. O objetivo do programa é a aquisição de ações preferenciais da Companhia para manutenção em tesouraria e posterior alienação e/ou cancelamento, nos termos das instruções CVM 10/80 e 390/03. As ações adquiridas poderão ter seus registros cancelados ou serem mantidas em tesouraria, período no qual perderiam seus direitos políticos e econômicos.

A quantidade de opções de compra ou de venda a serem lançadas ou adquiridas corresponderão a no máximo 9.305.754 ações preferenciais, nominativas e sem valor nominal, de emissão da Companhia, representativas de até 10% das ações em circulação no mercado, que totalizava 93.057.541 ações preferenciais em 08 de Setembro de 2011. Implementamos estas operações de acordo com o nosso programa de recompra de ações na Bolsa de Valores de São Paulo BM&FBOVESPA. No contexto do programa, adquirimos opções de compra sobre um certo número de ações preferenciais da Companhia e, simultaneamente, vendemos opções de venda em um número igual de suas ações preferenciais no mercado aberto. Uma vez que estas opções são liquidadas ao mesmo tempo em uma base líquida, elas representam um contrato sintético futuro para comprar ações preferenciais da empresa em uma data futura a um preço de exercício específico.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Essas transações resultam em obrigações futuras da Companhia e são registrados, nos termos dos parágrafos 46 e 23 do IAS 32, como um passivo financeiro pelo valor presente dos montantes de resgate (preço de exercício). O preço de exercício é determinado com base nos preços de mercado de compra e venda da série de opção com a liquidez no mercado aberto. As opções serão liquidadas por meio da entrega física das ações mediante o pagamento do preço de exercício, o qual será determinado com base no preço das opções acrescido dos devidos encargos financeiros.

O prazo máximo para realização das operações em referência é de 180 (cento e oitenta) dias a contar de 9 de setembro de 2011 e o prazo de vencimento das opções não será superior a 365 (trezentos e sessenta e cinco) dias contados da data de cada operação. As transações de recompra das nossas ações ocorreram de 12 de setembro de 2011 até 31 de dezembro de 2011. Recomproumos o total de 3.269.800 ações cujos vencimentos junto a instituição financeira estão entre junho de 2012 e outubro de 2012. Os prêmios pagos foram de R\$6,9 milhões e os prêmios recebidos de R\$7,4 milhões, contabilizados no patrimônio líquido na rubrica de ações em tesouraria em contrapartida a rubrica de empréstimos e financiamentos (onde são ajustados a valor presente, refletindo o preço das ações da Companhia em 31 de dezembro de 2011) e serão baixados na data de exercício das opções. Desde o início do programa de financiamento para recompra de ações não houve exercício das opções pelas partes envolvidas na operação.

Bônus sênior: Em 22 de março de 2007, a nossa controlada *Gol Finance*, captou recursos mediante emissão de bônus sênior denominados em dólares norte-americanos no valor nominal de US\$225,0 milhões correspondentes a R\$463,5 milhões na data da captação com a nossa garantia. Os recursos captados estão sendo utilizados para financiar a aquisição de aeronaves em complemento aos recursos próprios e aos financiamentos bancários obtidos com garantia do Ex-Im Bank dos Estados Unidos. Os bônus seniores têm vencimento em abril de 2017, com juros de 7,50%a.a..

Em 13 de julho de 2010, a nossa controlada *Gol Finance*, captou recursos mediante emissão de bônus sênior denominados em dólares norte-americanos no valor nominal de US\$200,0 milhões correspondentes a R\$525,5 milhões na data da captação, com a nossa garantia. Os recursos captados foram utilizados para o pagamento de dívidas com vencimento nos três anos subsequentes. Os bônus seniores têm vencimento em julho de 2020, com juros de 9,25%a.a.

Bônus Perpétuos: Em 5 de abril de 2006, por meio de nossa controlada *Gol Finance*, captamos recursos mediante emissão de bônus perpétuos denominados em dólares norte-americanos no valor nominal de US\$200,0 milhões correspondentes a R\$426,9 milhões na data da captação com a nossa garantia. Os recursos captados estão sendo utilizados para financiar a aquisição de aeronaves em complemento aos recursos próprios e aos financiamentos bancários com garantia do Ex-Im Bank dos Estados Unidos. Os bônus perpétuos não têm vencimento determinado, podendo ser resgatados pelo valor de face após o decurso de cinco anos da emissão.

(ii) *outras relações de longo prazo com instituições financeiras*

Em 31 de dezembro de 2011, não possuíamos qualquer outra operação de longo prazo com instituições financeiras, além daquelas mencionadas no item anterior.

(iii) *grau de subordinação entre as dívidas*

Nossas dívidas não contém cláusulas de subordinação contratual. Nos nossos contratos de arrendamento mercantil financeiro, o arrendador tem prioridade, em relação aos demais credores, na recuperação da aeronave, nos termos do contrato aplicável.

(iv) *eventuais restrições impostas à Companhia, em especial, em relação a limites de endividamento e contratação de novas dívidas, à distribuição de dividendos, à alienação de ativos, à emissão de novos valores mobiliários e à alienação de controle societário*

Nossos financiamentos de longo prazo, excluindo os bônus perpétuos e os financiamentos de arrendamentos financeiros de aeronaves, no montante agregado de R\$1.208,7 milhões em 31 de dezembro de 2011 contém avenças e restrições usuais, incluindo, mas não se limitando a obrigação de manter índices definidos de cobertura de despesas com juros e liquidez de débito.

Estamos sujeitos a certos indicadores financeiros e de desempenho (avenças), com base em demonstrações financeiras consolidadas, tais como: (1) dívida líquida (dívida bruta menos caixa total)/EBITDAR, (2) ativo circulante/passivo circulante, (3) EBITDA/serviço de dívida, (4) dívida de curto prazo/EBITDA, (5) índice de liquidez, e (6) índice de cobertura de dívida.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As debêntures emitidas no terceiro trimestre de 2010 demandam a manutenção de algum índice de cobertura de amortização de dívida, que é definido como a razão entre nosso fluxo de caixa e a amortização da dívida (total do principal amortizado mais os juros pagos) em dado exercício fiscal. A VGR deve obter um índice de no mínimo 130% para ser considerada em conformidade ao final de cada período respectivo. Adicionalmente, a VGR também deve manter seu índice de alavancagem financeira, a qual é determinada pela dívida líquida ajustada dividida pelo LAJIDA, 3,5 vezes inferior. Em 31 de dezembro de 2011, não cumprimos os indicadores mínimos exigidos de desempenho com relação às debêntures e reclassificamos o valor relacionado com as Debêntures IV e V de dívida de longo prazo para dívida de curto prazo. Em março de 2012, a Companhia recebeu o *waiver* da necessidade dessa antecipação até junho de 2012 dos detentores de debêntures (Banco do Brasil e Bradesco).

Em 31 de dezembro de 2011, a Companhia e suas controladas não atingiram os parâmetros mínimos estabelecidos para os financiamentos junto ao IFC, BNDES e para as Debêntures IV e V, vinculados às cláusulas de EBITDA, em virtude do prejuízo operacional acumulado apurado no exercício findo em 31 de dezembro de 2011.

A VRG mantém junto ao BNDES uma carta fiança de R\$14,5 milhões, valor este citado no item anterior, não incorrendo assim com problemas de liquidez caso tenha que quitar as referidas dívidas. Nós reclassificamos o saldo de longo prazo das Debêntures IV e V para o curto prazo, visando atender a normas contábeis brasileira e internacional estabelecidas no CPC 26 (R1) Apresentação das Demonstrações Contábeis e IAS 1 – Presentation of Financial Statements, respectivamente. Na divulgação de resultados do primeiro trimestre de 2012, o montante relacionado a emissões das Debêntures foi reclassificado para o longo prazo novamente.

Para o exercício fiscal de 2011, não declaramos pagamento de dividendos em função do prejuízo apurado no exercício social findo em 31 de dezembro de 2011.

g. limites de utilização dos financiamentos já contratados

Em 31 de dezembro de 2011, todas as linhas de financiamento contratadas encontram-se integralmente desembolsadas.

h. alterações significativas em cada item das demonstrações financeiras

As informações a seguir apresentadas foram extraídas das nossas demonstrações financeiras consolidadas e respectivas notas explicativas, elaboradas para os exercícios sociais encerrados em 31 de dezembro de 2010 e 2011, preparadas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e IFRS que refletem adequadamente os resultados de nossas operações e de nossa situação financeira e patrimonial nos respectivos períodos e que foram auditadas por nossos auditores independentes, de acordo com as normas de auditoria aplicáveis no Brasil e internacionais.

Resultados Operacionais

Auferimos nossas receitas principalmente do transporte aéreo de passageiros. Em 2011, 89,0% de nossas receitas foram derivadas de transporte de passageiros (89,9% em 2010 e 88,1% em 2009), e os 11% restantes de receitas auxiliares principalmente de serviços de transporte de cargas (10,1% em 2010 e 11,9% em 2009), que utilizam compartimentos de carga disponíveis em nossos voos de passageiros. Quase a totalidade de nossas receitas de transporte de passageiros e das receitas de transporte de cargas é denominada em reais. A receita de passageiros, incluindo a receita do nosso programa de fidelidade *Smiles*, é reconhecida quando o transporte é fornecido ou quando a passagem expira sem ser utilizada. As receitas de transporte de cargas são reconhecidas quando a carga é transportada. Outras receitas auxiliares consistem principalmente em serviços fretados (*charter*), taxas por cancelamento ou mudanças de voos, taxas por excesso de bagagem, juros sobre vendas a prazo e outros serviços inerentes. As receitas de transporte de passageiros são baseadas em nossa capacidade, taxa de ocupação e *yield*. Nossa capacidade é medida em termos de assento-quilômetro oferecido, que representa o número de assentos disponíveis em cada etapa de voo multiplicado pela distância em quilômetros da etapa. A taxa de ocupação, ou o percentual de nossa capacidade atualmente utilizado por passageiros pagantes é calculada dividindo-se o número de passageiro-quilômetro transportado pelo número de assento-quilômetro oferecido. O *yield* é o valor médio que um passageiro paga para voar um quilômetro.

A tabela a seguir apresenta nossos principais indicadores de desempenho operacional em 2009, 2010 e 2011:

Informações Operacionais	2011*	2010	2009
Passageiros-quilômetro transportados (RPK) (em milhares)	34.433	30.649	25.669
Assento-quilômetro oferecido - ASK (em milhares)	50.127	45.937	40.355
Taxa de ocupação (%)	68,7%	66,7%	63,6%
<i>Yield</i> líquido por passageiro/km (em centavos)	19,50	20,48	20,67
Uso de aeronave (hora-bloco por dia)	13,0	12,9	11,6

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Média da Frota Operacional	133,6	112,3	108,7
Receita operacional por assento-quilômetro oferecido, líquido (em centavos)	15,00	15,19	14,93
Custo operacional por assento-quilômetro disponível (em centavos)	(15,48)	(13,67)	(13,91)
Receita Operacional Líquida (em milhões)	7.539	6.979	6.025
Custo e Despesa Operacional (em milhões)	(7.784)	(6.282)	(5.612)
Margem Operacional (%)	-3,2%	10,00%	6,86%
Lucro Líquido (em milhões)	(751,5)	214,2	890,8
Margem Líquida (%)	-10,0%	3,07%	14,78%
EBITDAR (em milhões) ⁽¹⁾	656,4	1.535,1	1.206,8
Margem EBITDAR (%)	8,7%	22,0%	20,0%

*Incluem dados da Webjet de desde 01 de outubro de 2011.

Nossas receitas estão líquidas de certos tributos, incluindo impostos estaduais, tais como o *Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços*, ou ICMS; contribuições federais para fins de seguridade social, tais como o Programa de Integração Social, ou PIS, e a *Contribuição Social para o Financiamento da Seguridade Social*, ou COFINS. O ICMS não se aplica a receitas de transporte de passageiros. A alíquota média de ICMS incidente sobre receitas auferidas com transporte de cargas varia por Estado da Federação, de 4% a 12%. Como regra geral, o PIS e a COFINS incidem em alíquotas de 1,65% e 7,6%, respectivamente, sobre o total de receitas.

Geralmente, as receitas e a lucratividade dos nossos voos atingem seus níveis mais altos durante o período de férias de verão e inverno, em janeiro e julho respectivamente, e nas duas últimas semanas de dezembro, durante a temporada de festas de final de ano. A semana de Carnaval é geralmente acompanhada de uma diminuição na taxa de ocupação. Dada a nossa grande proporção de custos fixos, essa sazonalidade tende a causar variações em nossos resultados operacionais de trimestre para trimestre. Geramos a maior parte de nossa receita de vendas de passagens por meio de nosso site da Internet, e somos uma das maiores empresas líderes de comércio eletrônico do Brasil em termos de vendas líquidas pela Internet.

A atuação da ANAC e das autoridades de aviação dos outros países nos quais operamos pode influenciar nossa capacidade de gerar receitas. No Brasil, a ANAC aprova as concessões de *slots*, o ingresso de novas companhias, o lançamento de novas rotas, o aumento nas frequências de rotas já existentes, arrendamento ou a obtenção de novas aeronaves. Nossa capacidade de crescer e de aumentar nossas receitas depende das autorizações necessárias expedidas pela ANAC para novas rotas, do aumento das frequências de voos e da aquisição e/ou arrendamento de novas aeronaves.

Nossa taxa de ocupação *break-even*, que é a taxa de ocupação necessária para que as receitas operacionais correspondam às despesas operacionais, aumentou de 60,0% para 70,9% entre 2010 e 2011. Esse aumento decorreu principalmente do: (i) aumento do querosene de aviação contrato em 23,2% entre os períodos; (ii) queda de 4,8% no *yield*; e (iii) despesas adicionais com a devolução de 3 aeronaves Boeing 767-300. O desempenho foi parcialmente compensado pelo aumento na taxa de ocupação de 66,7% em 2010 para 68,7% em 2011. Na comparação entre 2009 e 2010, nossa taxa de ocupação *break-even*, aumentou de 59,2% para 60,0%. Esse aumento decorreu principalmente do: (i) aumento do *yield*, que resultou em um aumento nas receitas por assento-quilômetro oferecido; (ii) aumento de 3,1 pontos percentuais em nossa taxa de ocupação e; (iii) maiores custos por litro de combustível.

Despesas Operacionais

Procuramos diminuir nossas despesas operacionais operando uma frota padronizada com uma única classe de serviço, que é uma das mais novas do setor, utilizando nossas aeronaves com eficiência, assim como promovemos e estimulamos a compra de passagens mediante sistemas de baixo custo e processos de distribuição.

Os principais componentes das despesas e custos operacionais incluem aqueles relacionados ao combustível, ao arrendamento de aeronaves, à manutenção de aeronaves, comerciais e publicidade. Além de salários e benefícios oferecidos aos funcionários, incluindo provisões para nosso plano de participação nos lucros e resultados.

Nossos custos com combustível aeronáutico são maiores do que os de companhias aéreas de baixo custo americanas e europeias, visto que a infraestrutura brasileira de produção, transporte e armazenamento de combustível é cara e pouco desenvolvida, principalmente nas regiões norte e nordeste do país. Além disso, os tributos incidentes sobre a venda de combustível são elevados e repassados a nós. Nossos custos com combustível são variáveis e oscilam de acordo com o mercado internacional de petróleo. Como o preço do petróleo é tabelado em dólares americanos, nossos custos com combustíveis de aeronaves também estão ligados às flutuações da taxa cambial do Real versus o dólar norte-americano. Em 2011, os custos com combustível representavam 39,3% de nossas despesas operacionais totais, em comparação aos 36,4% em 2010 (32,2% em 2009). Em 2008, o preço do petróleo bruto *West Texas Intermediate*, um preço de referência usado internacionalmente para precificação do petróleo medido em barris e cotado em dólares americanos, variou significativamente, alcançando o preço recorde de US\$ 145 em março de 2008

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

e caindo para US\$ 44,60 por barril no final de 2008. No final de 2009, o preço por barril era US\$ 79,36 e no final de 2010, o preço por barril era US\$91,38. Em 2011, o preço do WTI encerrou o ano no patamar de US\$ 98,83 representando um aumento de 8,2% frente aos US\$ 91,38 registrado ao final de 2010. Atualmente celebramos contratos de *hedge* de curto prazo para proteção contra aumentos nas variações nos preços do petróleo e na taxa de câmbio. Acreditamos ter uma vantagem em comparação às empresas do setor no Brasil em gastos com combustível para aeronaves, pois usamos principalmente aeronaves Boeing 737 *Next Generation* que são mais eficientes em termos de combustível do que outras aeronaves do setor em aproximadamente 7%, de acordo com a Boeing. Esperamos que essas vantagens melhorem no futuro graças ao acréscimo em nossa frota da nova aeronave Boeing 737-800 *Next Generation* de consumo econômico de combustível.

Nossas despesas com arrendamento de aeronaves são incorridas em dólares norte-americanos e têm crescido proporcionalmente ao crescimento de nossas operações. Utilizamos contratos de *hedge* de curto prazo para nos proteger da exposição a taxas de câmbio com relação às nossas obrigações de pagamento de arrendamento mercantil.

Além disso, os arrendamentos de 21 de nossas aeronaves estão sujeitos a obrigações de pagamento com taxas variáveis baseadas em variações de taxas de juros praticadas no mercado internacional. Atualmente contamos com a política de *hedge* vigente para administrar nossa exposição a variações nas taxas de juros para nossos contratos de arrendamento sujeitos à taxa flutuante de juros.

Nossas despesas com manutenção, materiais e reparos consistem em manutenção leve (preventiva) e manutenção pesada (estrutural) programada de nossas aeronaves. As despesas com manutenção e reparos são contabilizadas como despesas operacionais, à medida que são incorridas. A manutenção estrutural das aeronaves arrendadas sob contratos de arrendamento financeiro são capitalizadas e amortizadas de acordo com a vida útil estimada da aeronave. A manutenção é incorrida no momento em que o status da manutenção não cumprir com as condições de retorno estipuladas no contrato de arrendamento. Uma vez que a manutenção seja realizada, a despesa somente recomeça a ser incorrida quando os ciclos de manutenção estiverem abaixo das condições de retorno estipuladas no contrato. A idade média de nossa frota Boeing 737-700/800 *Next Generation* e Boeing 737-300 era de aproximadamente sete e dezoito anos, respectivamente em 31 de dezembro de 2011. A maioria das peças de nossas aeronaves é objeto de garantias de longo prazo, nossas aeronaves precisarão de um baixo nível de manutenção e, portanto, incorremos em baixos custos de manutenção. Nossas aeronaves são cobertas por garantias que possuem um prazo médio de três a cinco anos. As garantias sobre as aeronaves que recebemos em 2011 de acordo com nosso pedido firme de compra junto a Boeing começarão a expirar em 2015. Assim, no que diz respeito à contabilização dos custos de manutenção e de reparo de aeronaves, nossos resultados operacionais atuais e passados podem não ser uma indicação de resultados futuros. Nosso novo centro de manutenção de aeronaves em Confins, no Estado de Minas Gerais, é certificado por serviços de manutenção de Boeing 737-300s e Boeing 737-700s e 800s *Next Generation*. Atualmente, utilizamos a nova instalação para realizar manutenção pesada de fuselagem, manutenção preventiva, pintura de aeronaves e reestruturações da configuração interna das aeronaves. Acreditamos ter uma vantagem em comparação às empresas do setor em termos de manutenção, materiais e reparos, graças ao uso da aeronave Boeing 737 *Next Generation* que permite manutenção por fases, conforme descrito neste relatório anual, e à internalização de nossa manutenção. Acreditamos que essa vantagem se mantenha no futuro.

Nossas despesas comerciais e com publicidade incluem comissões pagas a agentes de viagens, taxas pagas pelo uso de sistemas de reserva próprios e de terceiros e agentes de reservas, taxas pagas às administradoras de cartão de crédito e despesas com publicidade. Nossos custos com distribuição são menores do que os de outras companhias aéreas brasileiras, com base em assento-quilômetro oferecido. Isto se deve ao fato de que uma maior proporção de nossos clientes adquire passagens diretamente em nosso *site* na Internet, em vez de adquiri-las pelos meios tradicionais de distribuição, como balcões de vendas, e apresentamos comparativamente uma menor proporção de vendas feitas através de sistemas de distribuição global, de custo mais alto. Geramos 88,5% de nossas receitas consolidadas de transporte de passageiros por meio de nosso *site* na Internet e dos sistemas API, no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2011 (88,1% em 2010 e 92,4% em 2009), incluindo vendas através da Internet realizadas por agências de viagens. Por esses motivos, acreditamos ter uma vantagem em comparação às empresas do setor em despesas comerciais e de publicidade e esperamos que essa vantagem se mantenha no futuro.

Nossos custos com recursos humanos incluem os ajustes anuais referentes ao custo de vida e às provisões constituídas para fins de nosso programa de participação nos lucros. Nossa estrutura de salários não contempla aumentos exclusivamente relacionados ao tempo de serviço do funcionário. Acreditamos ter uma vantagem em comparação às empresas do setor em termos de gastos com salários, remunerações e benefícios graças aos menores custos trabalhistas em geral no Brasil em comparação com outros países. Despesas com prestação de serviços incluem operações aeroportuárias de solo e custos relativos ao uso de instalações em aeroportos. Outras despesas operacionais consistem em despesas gerais e administrativas, serviços contratados, aluguel de equipamentos, lanches e bebidas servidos a passageiros, custos com comunicações, despesas com fornecedores e prestadores de serviços.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Cenário Econômico Brasileiro

Como uma empresa cujas operações estão atualmente concentradas em sua maior parte no Brasil, somos afetados pela conjuntura econômica do país. Embora nosso crescimento, desde 2001, tenha sido principalmente impulsionado pela nossa expansão para novos mercados e ao aumento da frequência de voos, também fomos afetados pelas condições macroeconômicas do Brasil. Nosso crescimento ultrapassou o crescimento de nossos principais concorrentes em razão da forte demanda por nosso serviço de baixa tarifa. Em 2011, crescemos 14,1% em termos de passageiros-quilômetros de receita no mercado interno e considerando os mercados internacional e doméstico de 12,3%. A taxa de crescimento relativamente menor em comparação consolidada para o mercado interno é devido à intensa competição durante o primeiro semestre de 2011, que estimulou a indústria da aviação brasileira. Acreditamos que a taxa de crescimento do PIB seja cada vez mais importante na determinação de nossa capacidade de crescimento futuro e nossos resultados operacionais.

Nossos resultados operacionais são afetados pelas variações cambiais. A grande maioria de nossas receitas é expressa em *reais* (sendo uma pequena parcela de nossas receitas de voos internacionais denominadas em outras moedas); porém, parte significativa de nossas despesas operacionais é devida em dólares norte-americanos ou atrelada ao dólar norte-americano, tais como os pagamentos devidos nos termos de nossos contratos de arrendamento operacional de aeronaves, reserva e depósitos relacionados à manutenção e aos custos com combustível. Com base em análises estatísticas de nossos onze anos de operação, acreditamos que nossas receitas apresentam alta correlação com a taxa de câmbio Real/dólar norte-americano e com os preços de combustível, visto que as flutuações do Real e aumentos dos preços de combustível são geralmente incorporados às estruturas tarifárias das companhias aéreas brasileiras. Em 2011, 51,8% (54,7% em 2010 e 52,3% em 2009) de nossas despesas operacionais (incluindo combustível) são expressas em dólares norte-americanos ou atreladas a essa moeda, variando, dessa forma, com a taxa de câmbio Real/dólar norte-americano. Acreditamos que nossos programas de hedge nos protegem de oscilações de curto prazo na taxa de câmbio Real/dólar-norte americano e nos preços de combustíveis de aeronaves.

A inflação também teve, e poderá continuar a ter, efeito sobre nossa situação financeira e resultados operacionais. Em 2011, 79,4% de nossas despesas operacionais (excluindo combustível) foram denominadas em *Reais* (74,0% em 2010 e 70,4% em 2009). Os fornecedores e prestadores de serviços relacionados a estas despesas geralmente tentam aumentar seus preços para refletir a inflação brasileira.

Indicadores Econômicos	2011	2010	2009
Crescimento do PIB Nominal	2,7%	7,5%	(0,2)%
Inflação (IGP-M) ⁽¹⁾	5,1%	11,3%	(1,7)%
Inflação (IPCA) ⁽²⁾	6,5%	5,9%	4,3%
Taxa CDI ⁽³⁾	11,6%	10,6%	8,6%
Taxa LIBOR ⁽⁴⁾	0,6%	0,3%	0,3%
Depreciação (apreciação) do Real vs. Dólar norte-americano	12,6%	(4,3)%	(25,5)%
Taxa de câmbio no final do período	R\$ 1,8758	R\$1,6662	R\$1,7412
Taxa de câmbio média ⁽⁵⁾	R\$ 1,6746	R\$1,7593	R\$1,9946
Preço do WTI (<i>West Texas intermediate</i>) final do período (por barril)	US\$98,83	US\$91,40	US\$79,36
Aumento (diminuição) do preço final do WTI por barril	8,1%	15,2%	(77,9)%
Preço do WTI médio do período (por barril)	US\$95,11	US\$79,63	US\$62,09
Aumento (diminuição) do preço médio do WTI por barril	19,5%	28,2%	(37,8)%

Fontes: Banco Central do Brasil, FGV, IBGE e Bloomberg

(1) A inflação expressa pelo IGP-M é o índice geral de preços do mercado mensurado pela Fundação Getúlio Vargas

(2) A inflação expressa pelo IPCA é o índice nacional de preços ao consumidor amplo mensurado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

- (3) O CDI é o certificado de depósito interbancário (anualizado e acumulado pelos períodos findos)
 (4) LIBOR de três meses expressas em dólares norte americanos com a cotação de final de período.
 (5) Representa a média das taxas de câmbio de final de período de cada mês.

A tabela abaixo mostra a composição de nossos dados e despesas operacionais com base nos assentos-quilômetro oferecidos em 2011, 2010 e 2009.

Custo por ASK (R\$/centavos)	2011	2010	2009
Com pessoal	(3,11)	(2,73)	(2,73)
Combustíveis e lubrificantes	(6,11)	(4,98)	(4,49)
Arrendamento de aeronaves	(1,01)	(1,21)	(1,61)
Comerciais e publicidade	(0,80)	(0,80)	(0,90)
Tarifas de pouso e decolagem	(0,79)	(0,72)	(0,77)
Prestação de serviços	(0,97)	(0,93)	(0,95)
Manutenção e reparo	(0,87)	(0,92)	(1,03)
Depreciação e amortização	(0,79)	(0,61)	(0,35)
Outras	(1,09)	(0,77)	(1,06)
Custo por ASK (CASK)	(15,53)	(13,67)	(13,91)
Custo por ASK excluindo combustíveis (CASK ex-comb.)	(9,42)	(8,70)	(9,41)

Comparação dos resultados operacionais e financeiros nos exercícios sociais findos em 31 de dezembro de 2011 e 31 de dezembro de 2010

Nosso prejuízo operacional antes do resultado financeiro em 2011 foi R\$244,5 milhões, comparado ao lucro operacional antes do resultado financeiro de R\$697,8 milhões em 2010. O prejuízo operacional antes do resultado financeiro registrado em 2011 decorre principalmente do aumento do querosene de aviação no cenário internacional, competição no mercado interno durante o primeiro semestre de 2011, despesas não previstas incorridas em 2011 e pela nova metodologia tarifária da Infraero referente à prestação de serviço de pouso e auxílio navegação. Nossa margem operacional em 2011 foi -3,2%, contra uma margem operacional de 10,0% em 2010. Registramos prejuízo líquido de R\$ 751,5 milhões em 2011, contra um lucro líquido de R\$ 214,2 milhões em 2010. O prejuízo líquido de 2011 decorre principalmente pelo resultado operacional negativo, principalmente pelos motivos descritos acima, e pela despesa com variação cambial gerada em função da depreciação do real frente à moeda americana durante o ano de 2011.

O prejuízo operacional antes do resultado financeiro em 2009 foi de R\$413,3 milhões (margem de 6,9%). O aumento do nosso lucro operacional antes do resultado financeiro comparado aos R\$697,8 milhões em 2010 decorreu principalmente da melhor utilização de ativos por conta do aumento das taxas de utilização e ocupação de aeronaves, e controle dos custos operacionais. Em 2009 registramos um lucro líquido de R\$890,8 milhões, uma queda frente aos R\$214,2 milhões em 2010, principalmente por conta da queda de 93,5% em ganhos com a variação cambial entre os períodos.

Os resultados das operações da Webjet, que adquirimos 100% do capital em 03 de outubro de 2011, e que ainda está sujeita à aprovação do CADE, estão consolidados em nossos resultados operacionais para o período encerrado em 31 de dezembro de 2011. Para mais informações referente ao balanço de abertura da Webjet consulte nota explicativa 13 de nossas demonstrações financeiras.

Receitas Operacionais Líquidas

As receitas operacionais líquidas de 2011 apresentaram um aumento de 8,0% comparado com os R\$6.979,4 milhões de 2010, atingindo o valor de R\$7.539,3 milhões em função do aumento de 6,9% na receita líquida de passageiros e pelo crescimento de 17,7% nas receitas auxiliares na comparação com 2010. Em 03 de outubro de 2011, adquirimos 100% do capital da Webjet mediante a aprovação da compra pela ANAC, e em função disso, foi incorporado em nossa receita líquida total R\$280,7 milhões provenientes da operação da Webjet. As receitas operacionais líquidas de 2009 totalizaram R\$6.025,4 milhões.

A receita operacional de passageiro consolidada apresentou aumento de 6,9% em 2011, saindo de R\$6.277,7 milhões em 2010 para R\$ 6.713,0 milhões em 2011. A variação positiva aconteceu, principalmente, por conta do crescimento de 1,9 pontos percentuais em nossa taxa de ocupação das aeronaves, parcialmente compensado pela redução de 4,8% no *yield* entre os períodos. Nossa receita por passageiro por assento-quilômetro oferecido

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

("PRASK") totalizou R\$13,39 centavos, apresentando uma queda de 2,0% frente aos R\$13,67 centavos registrado em 2010. As receita de passageiro de 2009 totalizou R\$5.306,5 milhões.

As receitas auxiliares, composta pela receita de cargas e outras receitas, apresentaram um aumento de 17,7% frente ao mesmo período do ano anterior, saindo de R\$701,8 milhões em 2010 para R\$826,3 milhões em 2011. O crescimento ocorreu, principalmente, por conta do: (i) aumento de 18,0% nas receitas provenientes da nossa operação de cargas, representando aproximadamente 4,0% da receita líquida total (3,5% em 2010); (ii) aumento de 35,0% nas taxas de remarcação e reembolso por conta do aumento no volume operacional entre os períodos (crescimento de 6,4% na quantidade de pousos entre os períodos); e (iii) crescimento de 4,8% da receita de nosso programa de milhagem Smiles. O crescimento das receitas auxiliares foi parcialmente compensado pela devolução de 3 aeronaves Boeing 767-300 que realizavam fretamentos internacionais. As receitas auxiliares de 2009 totalizaram R\$701,8 milhões.

Nossa receita operacional por assento-quilômetro oferecido ("RASK") apresentou uma redução de 1,0%, saindo dos R\$15,2 centavos em 2010 para R\$ 15,0 centavos em 2011, principalmente, por conta da redução de 4,8% no yield entre os períodos, parcialmente compensando pelo aumento de 1,9 pontos percentuais em nossa taxa de ocupação de aeronaves que registrou 68,7% em 2011 (66,7% em 2010).

Custos e Despesas Operacionais

Os custos e despesas operacionais aumentaram 23,9% passando de R\$6.281,7 milhões em 2010 para R\$ 7.783,8 milhões em 2011, devido a: (i) aumento de 33,8% em custos com combustível, principalmente, por conta do aumento de 19,5% no preço médio do petróleo WTI no cenário internacional; (ii) crescimento de 24,6% nas despesas com pessoal; (iii) aumento dos custos variáveis devido ao maior volume operacional (taxas de aeroporto, hotéis, manuseio, limpeza de aeronaves, auxílio navegação e outras despesas); (iv) despesas associadas com a devolução de 3 aeronaves B767; (v) nova metodologia tarifária de tarifas de pouso e auxílio navegação instituída pela Infraero nos principais aeroportos sob sua concessão em 2011; (vi) despesas com as restrições internacionais por conta dos incidentes com o vulcão Puyehue no Chile durante o primeiro semestre de 2011; (vii) despesas associadas com melhorias e desenvolvimentos de sistemas e otimização da rota rede e uma disposição para um reembolso do seguro; e (viii) maiores despesas com depreciação e amortização em função da mudança do perfil da nossa frota. Os custos e despesas operacionais por assento-quilômetro oferecido (CASK) apresentaram um aumento de 13,6% passando de R\$13,7 centavos em 2010 para R\$15,6 centavos em 2011, principalmente devido aos mesmos motivos descritos acima, parcialmente compensado pelo crescimento de 9,1% na oferta (ASK). Os custos e despesas operacionais totalizaram R\$5.612,1 milhões em 2009.

Salários e benefícios com pessoal atingiram R\$1.560,5 milhões, um aumento de 24,6% frente aos R\$1.252,4 milhões registrados em 2010, principalmente, em função do: (i) impacto do dissídio salarial de 8,75% para o ano base de 2011, além do impacto do dissídio salarial de 6,5% para o ano base 2012 na folha de pagamento de dezembro de 2011; (ii) crescimento da remuneração variável por conta do aumento em 10,6% nas horas voadas entre os períodos; (iii) incidência de despesas não previstas com treinamento de cerca 400 co-pilotos contratados em 2011; e (iv) crescimento de 9,3% no quadro de funcionários, principalmente, por conta da aquisição da Webjet em 03 de outubro de 2011. Os salários e benefícios por assento-quilômetro oferecido aumentaram 14,2%, devido aos mesmos motivos descritos acima, mas parcialmente diluída pelo aumento de 9,1% do ASK entre os períodos. As despesas com salários e benefícios com pessoal atingiram R\$1.101,0 milhões em 2009.

Os custos com combustíveis e lubrificantes cresceram 33,8% na comparação anual, saindo de R\$2.287,4 milhões em 2010 para R\$3.060,7 milhões em 2011, principalmente devido ao: (i) aumento de 19,5% no preço médio do petróleo WTI no cenário internacional; e (ii) crescimento de 8,6% no consumo de combustível por conta do aumento de 10,6% no quantidade de horas voadas entre os períodos. Os custos com combustíveis foram parcialmente compensados pela apreciação na taxa média do real frente ao dólar norte-americano em 4,8% entre os períodos. As despesas com combustíveis e lubrificantes por assento-quilômetro oferecido aumentaram 22,6% pelos mesmos motivos descritos acima, mas parcialmente diluída pelo aumento de 9,1% do ASK entre os períodos. Em 2009, as despesas com combustíveis e lubrificantes totalizaram R\$1.813,1 milhões.

O arrendamento de aeronaves, que pagamos em dólares norte-americanos, totalizou R\$505,1 milhões em 2011, uma queda de 9,1% frente aos R\$555,6 milhões registrados em 2010 devido ao: (i) menor número de aeronaves sob regime de arrendamento operacional (média de 86 aeronaves em 2011 *versus* média de 89 aeronaves em 2010); (ii) devolução de 3 aeronaves Boeing 767 que possuem um maior custo de arrendamento; e (iii) depreciação na taxa média do dólar norte-americano em comparação ao real em 4,8% entre os períodos. As despesas com aluguel de aeronaves foram parcialmente compensadas pela incorporação de 18 aeronaves Boeing 737-300 sob regime de arrendamento operacional em nossa frota em função da aquisição de 100% do capital da Webjet em 03 de outubro de 2011. As despesas com arrendamentos de aeronaves por assento-quilômetro oferecido diminuiu 16,7%, devido aos mesmos motivos descritos acima combinados com o aumento de 9,1% do ASK entre os períodos. Em 2009, as despesas com arrendamento de aeronaves totalizaram R\$650,7 milhões.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

As despesas com vendas e marketing apresentaram um aumento de 9,5%, totalizando R\$402,6 milhões em 2010 frente aos R\$367,8 milhões em 2010. O crescimento nas despesas comerciais ocorreu em função dos maiores gastos com incentivos de vendas por conta do aumento no volume de vendas, parcialmente compensado pela eliminação de comissões de venda de bilhetes para os agentes de viagens desde fevereiro de 2010. As despesas com vendas e marketing por assento-quilômetro oferecido, apresentou redução de 0,3% devido ao mesmo motivo descrito acima, compensado pela maior diluição gerada por conta do crescimento de 9,1% no ASK entre os períodos. As despesas com vendas e marketing totalizaram R\$364,6 milhões em 2009.

As despesas com tarifas de pouso e decolagens totalizaram R\$395,2 milhões em 2011, um aumento de 19,1% em comparação aos R\$331,9 milhões registrados em 2010. O aumento ocorreu, principalmente, por conta do: (i) impacto da nova metodologia de cobrança de tarifas de pousos e navegação instituída pela Infraero durante o ano de 2011; e (ii) crescimento de 6,4% no volume de pousos entre os períodos. A despesa foi parcialmente compensada pela depreciação na taxa média do dólar norte-americano em comparação ao real em 4,8% entre os períodos, situação que favorece as nossas operações internacionais. As despesas com tarifas de pouso e decolagem por ASK, apresentaram um aumento de 9,1% devido aos mesmos motivos descritos acima, compensados pelo aumento de 9,1% do ASK entre os períodos. As despesas com tarifas de pouso e decolagens totalizaram R\$312,6 milhões em 2009.

As despesas com prestação de serviços totalizaram R\$484,6 milhões em 2011, um aumento de 12,6% frente aos R\$430,5 milhões, principalmente em função de: (i) aumento despesas variáveis a operação por conta do maior volume de tráfego entre os períodos (aumento de 6,4% na quantidade de decolagens entre os períodos); (ii) impacto do custo dos serviços relacionados a prestação de transporte aéreo no Brasil; (iii) despesas adicionais com tecnologia de informação por conta de investimentos realizados em nossos sistemas, como o *check-in* não presencial e o novo sistema de gerenciamento do Smiles; e (iv) serviços adicionais de consultoria durante o ano de 2011. As despesas com prestação de serviços por assento-quilômetro oferecido apresentaram aumento de 3,8% frente a 2010 devido aos mesmos motivos descritos acima, parcialmente compensado pelo aumento de 9,1% no ASK entre os períodos. As despesas com prestação de serviço totalizaram R\$381,7 milhões em 2009.

As despesas com manutenção, materiais e reparos sofreram acréscimo de 2,7%, atingindo R\$434,2 milhões em 2011 (R\$423,0 milhões em 2010), principalmente por conta das despesas com renovação e padronização da frota incorrida em 2010 e não incorridas em 2011. A despesa de manutenção foi parcialmente compensada pelas despesas com manutenção em função da devolução antecipada de 3 aeronaves Boeing 767 no ano de 2011 e pela depreciação na taxa média do dólar norte-americano em comparação ao real em 4,8% entre os períodos, dado que a grande parte das despesas de manutenção é denominada em dólares. As despesas com manutenção, materiais e reparos por assento-quilômetro oferecido diminuíram 5,9% pelos mesmos fatores descritos acima, combinado com a maior diluição das despesas pelo aumento de 9,1% do ASK entre os períodos. As despesas com manutenção, materiais e reparos totalizaram R\$417,2 milhões em 2009.

As despesas com depreciação e amortização totalizaram R\$395,8 milhões em 2011, um aumento de 40,6% comparado aos R\$281,6 milhões em 2010, principalmente, em função de: (i) maior número de aeronaves sob regime de arrendamento financeiro na frota (média de 42 aeronaves em 2011 *versus* uma média de 35 aeronaves em 2010); e (ii) aumento da depreciação dos custos estimados de reconfiguração das aeronaves que irão incorrer no momento de sua devolução e custos incorridos com benfeitorias relativas a grandes manutenções em motores estabelecidos em contratos. As despesas com depreciação e amortização por assento-quilômetro oferecido cresceram 28,8% pelas mesmas razões, embora mais diluídas em função do aumento no número de assentos-quilômetro oferecidos em 2011. Em 2009, as despesas com depreciação e amortização totalizaram R\$142,9 milhões.

Outras despesas operacionais (compostas principalmente por diárias, despesas de viagem e hospedagem de tripulação, despesas diretas com passageiros, locação de equipamentos e despesas gerais e administrativas) totalizaram R\$545,2 milhões em 2011, um aumento de 55,1% comparado aos R\$351,5 milhões em 2010, por conta de: (i) despesas com multas contratuais referente a devolução de 3 aeronaves Boeing 767-300; (ii) crescimento nas despesas variáveis ao volume operacional devido ao crescimento de 6,4% na quantidade de pousos entre os períodos; (iii) despesas não previstas com cancelamento e atraso de voos, principalmente devido às restrições em voos internacionais originados pelo Puyehue no Chile; (iv) despesas com rescisão contratual durante o ano de 2011, visando obter benefícios financeiros com os futuros contratos; (v) despesas adicionais associadas com melhorias e desenvolvimento de novos sistemas para os acordos comerciais vigentes visando a otimização da nossa malha aérea; (vi) despesas com provisão para reembolso de despesas de seguros com baixa expectativa de realização; e (vii) reconhecimento de R\$50,6 milhões de redução ao valor recuperável (*impairment*) do ativo imobilizado da VRG e Webjet. O aumento foi parcialmente compensado pelo benefício de R\$88,4 milhões gerados no reconhecimento do deságio na compra da Webjet em 03 de outubro de 2011. Outras despesas operacionais por assento-quilômetro oferecido apresentaram um aumento de 42,2% pelas mesmas razões, embora mais diluídas pelo aumento no número de assentos-quilômetro oferecidos em 2011. Outras despesas operacionais totalizaram R\$441,0 milhões em 2009.

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais*Resultado financeiro*

O resultado financeiro líquido totalizou uma despesa de R\$ 755,9 milhões em 2011, em comparação a uma despesa de R\$311,3 em 2010, principalmente decorrente da despesa de R\$398,9 milhões de variação cambial gerada em função da apreciação na taxa final de período do dólar norte-americano em comparação ao real em 12,6% entre os períodos, dado que cerca de 70% dos nossos passivos eram denominados em dólar americano em 31 de dezembro de 2011. Adicionalmente, houve um aumento em cerca de 39,4% ou R\$117,1 milhões nas despesas com juros por conta da maior quantidade de aeronaves sob regime de arrendamento financeiro e pela maior apropriação de juros por conta das novas captações realizadas entre os períodos, dentre elas, *senior notes* em julho de 2010 e as debêntures em setembro de 2010 e junho de 2011. Também registramos uma perda de R\$52,4 milhões em resultado de derivativos. Estes fatores foram parcialmente compensados pelo aumento de R\$147,5 milhões nas receitas com aplicações financeiras, devido ao crescimento de nossa posição de caixa desde o início de 2010. Em 2009, o resultado financeiro líquido totalizou uma receita de R\$ 342,8 milhões, principalmente pela apreciação do real frente ao dólar final de período entre 2009 e 2008 em 25,5%.

Tributação sobre a renda.

Contabilizamos um benefício fiscal de R\$ 248,9 milhões em 2011, comparada a uma despesa de R\$172,3 milhões em 2010, principalmente em função da diferença temporária sobre a variação cambial dos leasings financeiros e utilização dos créditos fiscais da base negativa da VRG, contribuindo para o ganho registrado na linha de imposto de renda diferido. Adicionalmente, houve uma menor base tributável entre os períodos, dado que registramos um prejuízo antes da dedução do imposto de renda e contribuição social de R\$1.000,4 milhões em 2011 frente a um lucro de R\$386,5 milhões em 2010, gerando uma despesa com imposto de renda corrente de R\$5,8 milhões em 2011 comparado a uma despesa R\$53,9 milhões em 2010. Em 2009, imposto de renda totalizou um benefício de R\$134,7 milhões, principalmente por conta da utilização de créditos fiscais da base negativa da VRG.

Balancos Patrimoniais (R\$MM)	2011	AV(1)	2010	AV(1)	2009	AV(1)	Var 11/10
Ativo circulante							
Caixa e equivalentes de caixa	1.230,3	11,5%	1.955,9	21,6%	1.382,4	15,9%	-37,1%
Caixa restrito	8,6	0,1%	-	0,0%	18,8	0,2%	100,0%
Aplicações financeiras	1.009,1	9,5%	22,6	0,2%	40,4	0,5%	4364,9%
Contas a receber	354,1	3,3%	303,1	3,3%	519,3	6,0%	16,8%
Estoques	151,0	1,4%	171,0	1,9%	138,0	1,6%	-11,7%
Impostos a recuperar	213,0	2,0%	88,1	1,0%	86,1	1,0%	141,8%
Despesas antecipadas	93,8	0,9%	116,1	1,3%	124,7	1,4%	-19,3%
Depósitos	35,1	0,3%	-	0,0%	50,4	0,6%	100,0%
Outros créditos e valores	43,4	0,4%	48,0	0,5%	43,0	0,5%	9,7%
Total do ativo circulante	3.138,3	29,5%	2.704,9	29,8%	2.403,1	27,6%	16,0%
Não circulante							
Depósitos	595,5	5,6%	715,4	7,9%	805,1	9,2%	-16,8%
Despesas antecipadas	45,0	0,4%	54,2	0,6%	63,6	0,7%	-17,0%
Caixa restrito	100,5	0,9%	34,5	0,4%	7,3	0,1%	191,4%
Impostos diferidos	1.087,0	10,2%	817,5	9,0%	866,1	9,9%	33,0%
Outros créditos e valores	14,3	0,1%	9,2	0,1%	17,3	0,2%	55,7%
Imobilizado	3.890,5	36,5%	3.461,0	38,2%	3.325,7	38,1%	12,4%
Intangível	1.784,0	16,7%	1.267,2	14,0%	1.231,8	14,1%	40,8%
Total do ativo não-circulante	7.516,8	70,5%	6.359,0	70,2%	6.316,9	72,4%	18,2%
Total do ativo	10.655,1	100,0%	9.063,9	100,0%	8.720,0	100,0%	17,6%

10. Comentários dos diretores / 10.1 - Condições financeiras/patrimoniais

Passivo	2011	AV(1)	2010	AV(1)	2009	AV(1)	Var 11/10
Circulante							
Empréstimos e financiamentos	1.552,4	14,6%	346,0	3,8%	591,7	6,8%	348,7%
Fornecedores	414,6	3,9%	215,8	2,4%	362,4	4,2%	92,1%
Obrigações trabalhistas	250,0	2,3%	206,0	2,3%	233,2	2,7%	21,4%
Obrigações fiscais	76,7	0,7%	58,2	0,6%	57,3	0,7%	31,8%
Taxas e tarifas aeroportuárias	190,0	1,8%	85,1	0,9%	76,3	0,9%	123,3%
Transportes a executar	744,7	7,0%	517,0	5,7%	561,3	6,4%	44,1%
Dividendos a pagar	0,6	0,0%	51,5	0,6%	186,4	2,1%	-98,9%
Programa de milhagem	71,9	0,7%	55,3	0,6%	92,5	1,1%	30,0%
Adiantamento de clientes	30,3	0,3%	24,6	0,3%	126,1	1,4%	23,0%
Provisões	75,6	0,7%	56,0	0,6%	66,3	0,8%	34,9%
Operações de derivativos	115,4	1,1%	1,6	0,0%	-	0,0%	7.112,5%
Outras obrigações	73,4	0,7%	71,8	0,8%	85,8	1,0%	-0,2%
Total do passivo circulante	3.595,7	33,7%	1.688,0	18,6%	2.439,3	28,0%	112,9%
Não circulante							
Empréstimos e financiamentos	3.439,0	32,3%	3.395,1	37,5%	2.542,20	29,2%	1,3%
Impostos diferidos	763,7	7,2%	642,2	7,1%	562,3	6,4%	18,9%
Provisões	231,2	2,2%	88,9	1,0%	76,8	0,9%	160,0%
Programa de milhagem	214,8	2,0%	152,3	1,7%	221,4	2,5%	41,0%
Adiantamento de clientes	-	0,0%	33,3	0,4%	64,1	0,7%	-100,0%
Obrigações fiscais	112,9	1,1%	99,7	1,1%	88,6	1,0%	13,3%
Outras obrigações	92,0	0,9%	34,2	0,4%	115,4	1,3%	168,9%
Total do passivo não circulante	4.853,57	45,6%	4.445,7	49,0%	3.670,80	42,1%	9,2%
Patrimônio líquido							
Capital social	2.316,5	21,7%	2.315,7	25,5%	2.194,8	25,2%	0,0%
Adiantamento para aumento de capital	182,6	0,0%	-	0,0%	-	0,0%	100,0%
Reservas de capital	60,3	0,6%	60,3	0,7%	60,3	0,7%	-0,1%
Custo da emissão de ações	(145,3)	-1,4%	(132,5)	-1,5%	(132,5)	-1,5%	9,6%
Reservas de lucros	-	-	642,9	7,1%	596,6	6,8%	-100,0%
Remuneração baseada em ações	68,6	0,6%	43,7	0,5%	19,0	0,2%	57,0%
Ações em tesouraria	(51,4)	-0,5%	(11,9)	-0,1%	(11,9)	-0,1%	331,7%
Ajustes de avaliação patrimonial	(79,3)	-0,7%	11,1	0,1%	0,8	0,0%	-814,1%
Prejuízos acumulados	(146,1)	-1,4%	-	0,0%	(117,1)	-1,3%	-100,0%
Total do patrimônio líquido	2.205,9	20,7%	2.929,2	32,3%	2.610,00	29,9%	-24,7%
Total Passivo e Patrimônio Líquido	10.655,1	100,0%	9.063,9	100,0%	8.720,10	100,0%	17,6%

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro**10.2 Comentários dos diretores sobre:****a. Resultados das operações da Companhia em 2011, 2010 e 2009***i. descrição de quaisquer componentes importantes da receita*

A nossa receita líquida total é decorrente da receita de transporte de passageiros e das receitas auxiliares que compreendem as receitas de cargas, do nosso programa de milhagem Smiles, da nossa Venda a Bordo, taxas de remarcação e reembolso e outras.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

ii. *fatores que afetaram materialmente os resultados operacionais*

Nossos resultados operacionais em 2011 foram afetados pelos seguintes fatores-chave:

Aumento estrutural no custo operacional da indústria: Em 2011, o preço médio por litro do querosene de aviação atingiu R\$1,92, um aumento de 23,2% frente ao preço de R\$1,56 registrado no ano de 2010. O aumento ocorreu em função da instabilidade política na região do Oriente Médio durante o ano de 2011, ocasionando volatilidade no preço deste insumo no mercado internacional. O custo de combustível representou cerca de 39,3% do total das nossas despesas operacionais frente 36,4% em 2010. Também em 2011, foi instituída pela Infraero uma nova metodologia de cobrança de tarifas de pousos e navegação nos principais aeroportos sob sua concessão no país, situação que também impactou negativamente nossos resultados em 2011.

Competição no mercado doméstico: Em 2011, a demanda doméstica por transporte aéreo cresceu 16,0% comparado ao ano de 2010. Durante o primeiro semestre do ano de 2011, a demanda apresentou crescimento de 21,5% comparado ao mesmo período de 2010. Este crescimento foi resultado de um cenário competitivo originado de aumento excessivo de oferta no mercado brasileiro. Este movimento da indústria doméstica provocou redução no preço das tarifas no ano de 2011. O nosso *yield*, indicador que representa o valor pago para um passageiro voar um quilometro, registrou queda de 4,9% na comparação com o ano de 2010. No primeiro semestre de 2011 a queda foi de 7,2% frente ao mesmo período do ano anterior.

Despesas não previstas: Em 2011, foram registradas despesas acima do esperado referentes aos seguintes aspectos: (i) despesas com manutenção e multa contratual por conta da devolução de 3 aeronaves B767-300 que já não faziam parte da frota operacional da Companhia; (ii) a despesas provenientes de restrições internacionais devido ao vulcão Puyehue no Chile; (iii) custos referente a otimização da malha em conjunto com a Passaredo por conta do acordo de interline e provisão para reembolso de despesas de seguros com baixa expectativa de realização; (iv) as multas com rescisão contratual em função de troca fornecedores visando benefícios futuros; e (v) reconhecimento de R\$51 milhões de redução ao valor recuperável (*impairment*) do ativo imobilizado da VRG e Webjet.

Nossos resultados operacionais em 2010 foram afetados pelos seguintes fatores-chave:

Forte crescimento na demanda doméstica: Em 2010, a melhora no cenário econômico brasileiro e da América do Sul como um todo, especialmente sob o ponto de vista de confiança do consumidor e a expansão da nova classe média brasileira, que levou uma grande parte da população a optar pelo transporte aéreo como sendo o principal meio de locomoção. Estes foram os principais fatores que levaram ao crescimento na demanda doméstica. Como resultado, registramos um crescimento de 17,0% em comparação a 2009 em termos de passageiros-quilômetro pagantes domésticos.

Implementação de iniciativas para redução de custos: Em 2010, completamos o plano de renovação de frota com o retorno das 11 aeronaves Boeing 737-300 remanescentes que gerarão reduções em despesas de arrendamento futuras de aproximadamente R\$9 milhões por trimestre. Iremos substituir mais aeronaves por Boeings 737-700 e 800s *Next Generation* que proporcionaram menores custos de estoques e de peças e conjuntos de reposição, menor consumo de combustível e menores custos com treinamento de tripulantes. Adicionalmente, implementamos uma série de iniciativas para redução de custo que resultaram principalmente na queda da linha de outras despesas operacionais. Tais iniciativas incluem: a implementação do Centro de Serviços Compartilhados, a adoção da nova metodologia orçamentária – Orçamento Base Zero, e investimentos em tecnologia da informação com objetivo de prover melhorias operacionais e nos nossos sistemas de controles internos. Também contribuiu para a diluição dos custos fixos, a alta utilização de aeronaves que alcançou 12,9 horas-bloco diárias, um aumento de 10,4% em comparação as 11,6 horas-bloco diárias registradas em 2009.

Nossos resultados operacionais em 2009 foram afetados pelos seguintes fatores-chave:

Incorporação da VRG: Nossa reestruturação societária, que nos permitiu incorporar integralmente a VRG às nossas operações, foi concluída no último trimestre de 2008 e, conseqüentemente, já estávamos operando em base inteiramente integrada desde janeiro de 2009. A incorporação foi o principal fator determinante na redução de custos e na otimização de nossa malha aérea, permitindo-nos utilizar as sinergias esperadas da aquisição da VRG em 2007(incluindo a reformulação de nosso programa *Smiles* de fidelidade), tirar proveito de nossa malha aérea de alta frequência e gerar lucros operacionais em todos os trimestres de 2009.

Melhor posicionamento de mercado e foco em nossos diferenciais competitivos: desde a incorporação da VRG às nossas operações, temos nos concentrado em nossos diferenciais competitivos. Interrompemos nossos voos intercontinentais para os EUA em meados de 2008 e focamos nossas operações no Brasil e na América do Sul. Segundo a TMC Brasil e o Favecc, as maiores associações de agências de turismo de negócios do Brasil, nossa participação de mercado entre os passageiros executivos aumentou 6,2 e 8,1 pontos percentuais, de 34,5% para 40,7% e de 25,7% para 33,8% em 2008 e 2009, respectivamente. Esses diferenciais, combinados à nossa estrutura

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

de baixo custo e ao nosso gerenciamento de *yield*, permitiram-nos continuar a oferecer tarifas baixas para competir com outras empresas aéreas e ônibus interestaduais e estimular a demanda da crescente classe média brasileira, resultando no aumento de 6% em nossa participação de mercado entre passageiros que nunca haviam voado.

Cenário macroeconômico positivo: a demanda do setor brasileiro de aviação não foi tão afetada durante a recente crise financeira global, quanto demanda por voos internacionais ou a demanda de outros setores ligados ao consumo, do Brasil ou internacionais. Em 2009, a volatilidade do mercado financeiro e de petróleo foi relativamente baixa, beneficiando nosso gerenciamento de *yield* e nossa estrutura de custos. O segundo semestre de 2009 foi especialmente positivo, principalmente em função da melhora nos níveis de confiança do consumidor e de uma mudança progressiva no seu comportamento, com tendência de aumento nos gastos com lazer com relação à renda disponível. Segundo o Ministério do Turismo, a classe média brasileira deve aumentar sua participação no segmento de lazer de 35,5% entre 2007 e 2009 para 58,5% entre 2009 e 2011. Graças à combinação desses fatores, a demanda cresceu 17,7% em 2009 no mercado doméstico, sendo que a maior parte desse aumento foi gerada durante o segundo semestre, quando o setor passou por um crescimento interno superior a 30% em média na comparação entre o último trimestre de 2008 e o último trimestre de 2009. Estes fatores positivos foram parcialmente compensados por um cenário altamente competitivo no mercado interno, principalmente nos meses de setembro e outubro de 2009.

b. Variações das receitas atribuíveis a modificações de preços, taxas de câmbio, inflação, alterações de volumes e introdução de novos produtos e serviços

Variação da Receita Líquida em 2011

A receita líquida apresentou crescimento de 8,0% em 2011 na comparação com o ano de 2010. Em 2011, 93% de nossa receita líquida estava denominada em Reais.

O crescimento de R\$560,1 milhões na receita líquida se deu substancialmente, por conta do aumento do volume operacional (crescimento de 12,3% na demanda) que correspondeu por cerca de 80% desse crescimento. A diferença em cerca de 20% no crescimento da receita líquida refere-se ao efeito combinado da queda do *yield* médio em 4,9% (preço médio para o passageiro voar um quilômetro) e do desenvolvimento e/ou expansão de novos produtos e taxas de marcação, cancelamento e reembolso (receitas auxiliares) entre os períodos.

Especificamente, a variação de nossa receita líquida na comparação anual deveu-se a:

- (i) Aumento de 6,9% ou R\$435,4 milhões na receita de passageiros, que ocorreu principalmente por conta do aumento de 12,3% na demanda de passageiros combinado a uma queda de 4,9% no *yield*, principal indicador de preços nas tarifas do setor, que representa o valor médio pago para voar um quilômetro, em função do ambiente competitivo no mercado nacional especialmente durante o primeiro semestre de 2011.
- (ii) Crescimento de 17,7% ou R\$124,5 milhões na Receita Auxiliar, composta pela receita de cargas, excesso de bagagem, programa de milhagem Smiles, venda a bordo, fretamento, receita com taxas de remarcação, no show e cancelamento e outras receitas, que apresentaram aumento em 17,7%, principalmente, por conta de: (a) aumento de 17,7% na receita de cargas, principalmente por conta do aumento da capilaridade do serviço de cargas no território nacional (de 2.000 cidades em 2010 para 3.500 em 2011); (b) crescimento de 35% nas receitas provenientes de taxas de remarcação, no show e cancelamento por conta do aumento de 10% na quantidade de passageiros transportados entre os períodos; e (c) crescimento de 35% na receita do Smiles, por conta do fortalecimento do programa durante o ano 2011. A receita auxiliar representou cerca de 11% da receita líquida total.

Variação da Receita Líquida em 2010

A receita líquida apresentou crescimento de 15,8% na comparação com o ano de 2009. Em 2010, 94% de nossa receita líquida estava denominada em Reais.

O crescimento de R\$954,1 milhões entre os períodos se deu substancialmente, por conta do aumento do volume operacional (crescimento de 17,5% na demanda) que correspondeu por cerca de 95% desse crescimento. A diferença em cerca de 5% no crescimento da receita líquida refere-se ao efeito combinado do aumento do *yield* médio em 0,7% (preço médio para o passageiro voar um quilômetro) e da queda nas receitas auxiliares entre os períodos.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

Especificamente, a variação de nossa receita líquida na comparação anual deveu-se a:

- (i) Aumento de 18,3% na receita de passageiros por conta do aumento de 17,5% na demanda de passageiros combinado a um aumento de 0,7% no *yield*, principal indicador de preços nas tarifas do setor, que representa o valor médio pago para voar um quilômetro, principalmente por conta de um melhor ambiente econômico em termos de demanda no mercado de aviação civil.
- (ii) Queda na Receita Auxiliar (composta pela receita de cargas, excesso de bagagem, programa de milhagem Smiles, venda a bordo, fretamento, receita com taxas de remarcação, no show e cancelamento e outras receitas) em 2,4%, principalmente por conta da receita não recorrente de R\$50,0 milhões referentes ao acordo do cartão co-branded SMILES em parceria com Bradesco e Banco do Brasil registrado em 2009. A receita auxiliar representou cerca de 10% da receita líquida total.

Variação da Receita Líquida em 2009

A receita líquida apresentou queda de 5,9% na comparação com o ano de 2008. Em 2009, 94% de nossa receita líquida estava denominada em Reais.

A queda de R\$380,8 milhões entre os períodos se deu substancialmente, por conta da queda do *yield* médio em 12,6% (preço médio para o passageiro voar um quilômetro) que correspondeu por praticamente a totalidade desse decréscimo da receita líquida. O resultado da receita líquida total foi parcialmente compensado pelo aumento da demanda de passageiros (crescimento de 3,1%) e do desenvolvimento e/ou expansão de novos produtos e taxas de marcação, cancelamento e reembolso (receitas auxiliares) entre os períodos.

Especificamente, a variação de nossa receita líquida na comparação anual deveu-se a:

- (i) Queda de 9,9% na receita de passageiros por conta da queda de 12,6% no *yield*, principal indicador de preços nas tarifas do setor, que representa o valor médio pago para voar um quilômetro. A queda no *yield* ocorreu em função de cenário de menor volatilidade do dólar e WTI na comparação com o ano de 2008, considerando que cerca de 53% dos nossos custos estavam denominados em moeda americana, e 32% desse total estavam representados em despesa com combustível. Essa queda foi parcialmente compensada pelo aumento de 3,1% na demanda de passageiros entre os períodos.
- (ii) Aumento de 39,3% na Receita Auxiliar (composta pela receita de cargas, excesso de bagagem, programa de milhagem Smiles, venda a bordo, fretamento, receita com taxas de remarcação, no show e cancelamento e outras receitas), principalmente por conta do: (a) aumento da receita de cargas em resposta a retomada da economia brasileira; (b) venda de peças sobressalentes, principalmente das aeronaves Boeing 737 -300 que deixaram a frota operacional da Companhia em 2008; e (c) aumento no volume operacional entre os períodos (crescimento de 10,9% nos passageiros transportados).

c. Impacto da inflação, da variação de preços dos principais insumos e produtos, do câmbio e da taxa de juros no resultado operacional e no resultado financeiro da Companhia.

Preço de combustível: O preço do querosene de aviação varia, tanto no curto quanto no longo prazo, em linha com variações no preço do petróleo cru e de seus derivados, além da variação cambial, tendo em vista que esses desembolsos são precificados em moeda americana.

Em 31 de dezembro de 2011, os gastos com combustível representaram 39,3% dos custos, com um preço por litro médio do querosene de aviação (QAV) atingindo R\$1,92, um aumento de 23% na comparação com o ano anterior. Nesse período, o custo com combustível foi responsável por 51% da variação total de R\$1,5 bilhão em nossos custos e despesas frente ao ano de 2010. Da variação total do combustível, cerca de 68% refere-se ao aumento do preço do QAV e 32% ao aumento no consumo de combustível em litros.

Em 31 de dezembro de 2010, os gastos com combustível representaram 36,4% dos custos, com um preço por litro médio do querosene de aviação (QAV) atingindo R\$1,56, um aumento de 11% na comparação com o ano anterior. Nesse período, o custo com combustível foi responsável por 71% da variação total de R\$669,6 milhões em nossos custos e despesas frente ao ano de 2009. Da variação total do combustível, cerca de 43% refere-se ao aumento do preço do QAV e 57% ao aumento no consumo de combustível em litros.

Em 31 de dezembro de 2009, os gastos com combustível representaram 32,3% dos custos, com um preço por litro médio do querosene de aviação (QAV) atingindo R\$1,40, uma queda de 27% na comparação com o ano anterior. Nesse período, o custo com combustível foi responsável por 93% da redução na variação total de R\$882,8 milhões em nossos custos e despesas frente ao ano de 2008. Da variação total do combustível, cerca de 87% refere-se a redução no preço do QAV e 13% a redução no consumo de combustível em litros.

10. Comentários dos diretores / 10.2 - Resultado operacional e financeiro

Tarifas: Temos a permissão de estabelecer nossas próprias tarifas domésticas sem aprovação prévia do governo e de oferecer descontos em seus preços ou seguir outras atividades promocionais. Em 2011, o *yield*, principal indicador de tarifas utilizado pelo setor, que representa o valor médio pago para voar um quilômetro, apresentou uma queda de 4,9% frente ao ano de 2010. Em 2009, esse indicador apresentou aumento de 0,7% na comparação anual. Já em 2009, o *yield*, apresentou queda de 12,6%, conforme destacado no item acima.

Tarifas Aeroportuárias: Em 2011, a Infraero estabeleceu uma nova metodologia tarifária para a prestação de serviço de rampa e auxílio navegação, impactando negativamente o nosso resultado operacional. A despesa com tarifas aeroportuárias apresentou um aumento de cerca 20% na comparação anual por conta dessa nova metodologia que aumentou em cerca de 50% as tarifas nos principais aeroportos do país nos horários de maior volume de tráfego de passageiros, e pelo aumento em 10,5% no número de pousos entre os períodos. Da variação total dos nossos custos com tarifas aeroportuárias, cerca de 41% decorreu do aumento nos custos das tarifas aeroportuárias nos principais aeroportos do país (59% por conta do aumento no volume operacional).

Em 2010, a despesa com tarifas aeroportuárias apresentou aumento de 6%, principalmente por conta do aumento do número de pousos em 8%. Em 2009, a despesa com tarifas aeroportuárias apresentou queda de 6%, principalmente por conta da queda no número de pousos internacionais em função da descontinuidade das operações de longo curso ao final de 2008. A variação total dos nossos custos com tarifas aeroportuárias, se deu basicamente por conta do aumento no nosso volume operacional entre os períodos.

Taxa de câmbio: O risco de taxa de câmbio decorre da possibilidade de variação desfavorável das moedas estrangeiras às quais o passivo ou o nosso fluxo de caixa estão expostos. A exposição dos nossos itens patrimoniais ao risco de moeda estrangeira decorre principalmente de arrendamentos e financiamentos em moeda estrangeira.

Em 2011, cerca de 51,3% dos nossos custos operacionais (combustível, arrendamento de aeronaves, manutenção e revisão de aeronaves e seguro de aeronaves) e cerca de 68% do nosso endividamento estavam denominados em moeda estrangeira sujeita a variação cambial. O resultado operacional sofreu um impacto positivo no que tange variação cambial por conta da apreciação do Real frente ao dólar médio do período em 4,6%. Já o resultado financeiro foi negativamente impactado, principalmente por conta da variação cambial de 29,3% registrada no 3T11 frente ao 2T11, situação que gerou uma despesa com variação cambial de R\$476,4 milhões no terceiro trimestre de 2011.

Em 2010, cerca de 52,8% dos nossos custos operacionais (combustível, arrendamento de aeronaves, manutenção e revisão de aeronaves e seguro de aeronaves) e cerca de 76% no nosso endividamento estavam denominados em moeda estrangeira sujeita a variação cambial. O resultado operacional sofreu um impacto positivo no que tange variação cambial por conta da apreciação do Real frente ao dólar médio do período em 12,4%. Já o resultado financeiro foi negativamente positivamente, por conta da apreciação da Real frente ao dólar final de período em 4%.

Em 2009 cerca de 52,3% dos nossos custos operacionais (combustível, arrendamento de aeronaves, manutenção e revisão de aeronaves e seguro de aeronaves) e cerca de 81% no nosso endividamento estavam denominados em moeda estrangeira sujeita a variação cambial. O resultado operacional sofreu um impacto negativo no que tange variação cambial por conta da depreciação do Real frente ao dólar médio do período em 8%. Já o resultado financeiro foi negativamente positivamente, por conta da apreciação da Real frente ao dólar final de período em 25%.

As nossas receitas são predominantemente geradas em Reais, exceto uma pequena parte em Dólares, Pesos argentinos, Florim de Aruba, Bolivianos da Bolívia, Pesos do Chile, Peso da Colômbia, Guaranis do Paraguai, Pesos uruguaios, Bolívares da Venezuela entre outros.

Taxa de juros: O nosso resultado está exposto às flutuações nas taxas de juros domésticas e internacionais, substancialmente ao CDI e Libor, respectivamente. A maior exposição está nas despesas de arrendamento mercantil, indexadas pela Libor, e nas dívidas locais. Em 2011, 2010 e 2009 nossas aeronaves sob arrendamento mercantil operacional eram de 99, 86 e 94, respectivamente. Já o endividamento local nos mesmos períodos representavam cerca de 32%, 24% e 19% do nosso endividamento total, respectivamente.

10. Comentários dos diretores / 10.3 - Efeitos relevantes nas DFs

10.3 Comentários dos Diretores sobre os efeitos relevantes que os eventos abaixo tenham causado ou se espera que venham a causar nas demonstrações financeiras da Companhia e em seus resultados

a. Introdução ou alienação de segmento operacional

Não houve introdução ou alienação de nossos segmentos operacionais que tenham causado ou que se espera que venham a causar efeitos relevantes nas demonstrações financeiras.

b. Constituição, aquisição ou alienação de participação societária

Em 3 de outubro de 2011, a controlada VRG adquiriu a totalidade do capital social da Webjet, Companhia aérea com sede na cidade do Rio de Janeiro, que oferece serviços de transporte aéreo regular de passageiros, possui uma frota com vinte e quatro aeronaves Boeing 737-300, tem presença em 16 cidades pelo preço de R\$43,4 milhões. Em 31 de dezembro de 2011, a Webjet realizava aproximadamente 150 voos diários.

A aquisição da Webjet teve por objetivo fortalecer a atuação da Companhia no mercado doméstico, aumentando sua participação nos principais aeroportos brasileiros, principalmente nos aeroportos de Guarulhos em São Paulo e Santos Dumont no Rio de Janeiro para atender a demanda da crescente classe média, dando continuidade à sua missão de popularizar o transporte aéreo e atuar como uma das Companhias líderes no segmento de aviação de baixo custo.

Em 27 de outubro de 2011, o CADE, a VRG e a Webjet celebraram Acordo de Preservação de Reversibilidade da Operação ("APRO"), referente à aquisição de 100% (cem por cento) do capital social da Webjet, que tem como objetivo assegurar a reversibilidade da operação e a preservação dos ativos até decisão final a ser proferida pelo órgão. O acordo assegura a independência na gestão das duas empresas inclusive no que tange ao programa de milhagem "Smiles" da Companhia. Sem implicação na redução da capacidade da Webjet, o acordo prevê o compartilhamento de voos entre as empresas com objetivo de otimização da malha aérea e aumento de opções aos clientes.

c. Eventos ou operações não usuais

Não houve evento ou operação não usual não refletida nas nossas demonstrações financeiras.

10. Comentários dos diretores / 10.4 - Mudanças práticas cont./Ressalvas e ênfases**10.4 Comentários dos diretores sobre*****a. Mudanças significativas nas práticas contábeis***

Na elaboração das nossas demonstrações financeiras, adotamos todos os pronunciamentos e respectivas interpretações técnicas e orientações técnicas emitidas pelo CPC e aprovados pela CVM, que juntamente com as práticas contábeis incluídas na legislação societária brasileira são denominados como práticas contábeis adotadas no Brasil (*BR GAAP*), não havendo efeitos significativos das alterações em práticas contábeis e nem impactos materiais, conforme nota explicativa nº 2 das demonstrações financeiras arquivadas em 27 de março de 2011.

Conforme permitido pela SEC e CVM e visando atender às necessidades de informações dos mercados em que operamos, apresentamos nossas demonstrações financeiras no padrão contábil internacional emitido pelo "International Accounting Standards Board – IASB" em IFRS, bem como nos termos da Legislação Societária Brasileira, simultaneamente, através da instrução CVM 457/07 alterada pela instrução CVM 485/10.

b. Efeitos significativos das alterações de práticas contábeis

Não houve efeitos significativos das alterações em práticas contábeis e nem impactos materiais, conforme nota explicativa nº 2 das demonstrações financeiras arquivadas em 27 de março de 2011.

c. Ressalvas e ênfases presentes no parecer do auditor**Ênfase**

As nossas demonstrações financeiras individuais foram elaboradas de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil. No caso da Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A. essas práticas diferem das IFRSs, aplicáveis às demonstrações financeiras separadas, somente no que se refere à avaliação dos investimentos em controladas pelo método de equivalência patrimonial, enquanto para fins de IFRSs seria custo ou valor justo.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

10.5 Políticas contábeis críticas que adotamos, explorando, em especial, estimativas contábeis feitas pela administração sobre questões incertas e relevantes para a descrição da situação financeira e dos resultados, que exijam julgamentos subjetivos ou complexos, tais como: provisões, expectativas sobre os processos judiciais, reconhecimento da receita, créditos fiscais, , vida útil de ativos imobilizados, planos de pensão, ajustes de conversão em moeda estrangeira, critérios para teste de recuperação de ativos e instrumentos financeiros

Principais Políticas Contábeis

Buscamos manter um procedimento de revisão de nossas políticas contábeis e de avaliação da adequação das estimativas necessárias para a produção de nossas demonstrações financeiras consolidadas. Acreditamos que nossas estimativas e julgamentos são razoáveis, no entanto, os resultados efetivos e o tempo de reconhecimento de tais montantes podem diferir das nossas estimativas. Além disso, estimativas normalmente necessitam de ajustes baseados em novas circunstâncias e o recebimento de novas ou melhores informações. Algumas práticas contábeis requerem a utilização de estimativas que refletem julgamentos e incertezas relevantes, levando em consideração experiências de eventos passados e correntes, pressupostos relativos a eventos futuros, e outros fatores objetivos e subjetivos. A liquidação das transações envolvendo essas estimativas poderá resultar em valores significativamente divergentes dos registrados nas demonstrações financeiras devido às imprecisões inerentes ao processo de sua determinação. Para uma discussão desta e de outras políticas contábeis, consulte a Nota Explicativa 2 às nossas demonstrações financeiras consolidadas.

Principais estimativas contábeis e premissas utilizadas

Itens significativos sujeitos a essas estimativas e premissas incluem a redução ao valor recuperável dos ativos imobilizados e intangíveis, o valor residual do ativo imobilizado a análise de recuperação do imposto de renda e contribuição social diferidos, as taxas e prazos aplicados na determinação do ajuste a valor presente de certos ativos e passivos, a mensuração do valor justo de itens como: milhas, remunerações baseadas em ações e de instrumentos financeiros, a quantidade de bilhetes que serão emitidos decorrentes de milhagem auferida pelos clientes, as estimativas para divulgação do quadro de análise de sensibilidade dos instrumentos financeiros derivativos, a provisão para processos judiciais e a vida útil estimada dos ativos imobilizados, dentre outras.

Contabilização de Imobilizado

Os bens do ativo imobilizado, incluindo peças rotativas (*rotables*), são registrados ao custo e depreciados aos valores residuais estimados, ao longo de suas vidas úteis estimadas, utilizando o método linear. Cada componente do imobilizado que possui um custo significativo em relação ao custo total do item é depreciado separadamente. Peças sobressalentes de aeronaves e turbinas adquiridas no momento da introdução ou expansão de uma frota, bem como peças rotativas adquiridas separadamente, são contabilizadas como ativos fixos e geralmente depreciadas em linha com a frota às quais estão associadas. Pagamentos antecipados referem-se aos adiantamentos realizados com base nos contratos assinados com a Boeing Company para compra de aeronaves Boeing 737-800 *Next Generation* e incluem juros e encargos incorridos durante a fabricação das aeronaves e as benfeitorias efetuadas nas aeronaves arrendadas.

De acordo com a IAS 16 "Ativo Imobilizado," as grandes revisões gerais de turbinas, incluindo substituição de peças e custos com mão de obra, são contabilizadas como um componente separado do ativo, com custo capitalizado e depreciado ao longo do período até a próxima revisão. Todas as outras peças sobressalentes para substituição e os custos relativos à manutenção dos ativos da frota são registrados na demonstração do resultado no momento da aquisição ou à medida que são incorridos. Os custos de juros incorridos e a variação cambial sobre os empréstimos que financiam os pagamentos de imobilizações em andamento, incluindo depósitos antecipados para aquisição de novas aeronaves, são capitalizados e incluídos como parte do custo do ativo na data de término ou na entrega da aeronave, o que vier primeiro. As diferenças cambiais são capitalizadas na medida em que forem consideradas como ajuste aos custos de juros.

Ao estimar a vida e o valor residual esperado para suas aeronaves, a companhia baseou-se principalmente em experiência real com aeronaves do mesmo tipo ou de tipos similares e recomendações da Boeing, a fabricante das aeronaves utilizadas pela companhia. A vida útil estimada das aeronaves é baseada no número de "ciclos" voados (uma decolagem e pouso). A companhia fez a conversão de ciclos em anos baseando-se na utilização futura prevista e histórica das aeronaves. Revisões subsequentes a essas estimativas, as quais podem ser significativas, podem ser causadas por mudanças no programa de manutenção da companhia, mudanças na utilização das aeronaves (ciclos reais durante certo período de tempo), regulamentações governamentais com relação à idade das aeronaves e mudança no preço de mercado de aeronaves novas e usadas do mesmo tipo ou tipos similares. A Companhia avalia suas estimativas e hipóteses a cada período de divulgação e, quando garantido, ajusta essas estimativas e hipóteses. Esses ajustes são contabilizados em bases prospectivas por meio da despesa com depreciação e amortização, conforme exigido pelas IFRS.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Avaliamos anualmente a possibilidade de redução do valor recuperável (*impairment*) de nosso ativo imobilizado. Fatores que podem indicar possível deterioração podem incluir, mas não estão limitados a, reduções significativas no valor de mercado do(s) ativo(s) de longa duração, mudança significativa na condição física do(s) ativo(s) de longa duração, e prejuízo operacional ou de fluxo de caixa associado com o uso do(s) ativo(s) de longa duração. Em 31 de dezembro de 2010 e 2009, não foi reconhecida nenhuma redução do valor recuperável do ativo imobilizado. Em 31 de dezembro de 2011, reconhecemos um montante de R\$ 50,7 milhões em redução do valor recuperável do ativo imobilizado. Vide Nota 14 de nossas demonstrações financeiras incluídas neste documento.

Na VRG foi reconhecido o total de R\$23,2 milhões, divididos em: (i) provisão para aeronave sob arrendamento (PR-VAC) de R\$5,6 milhões; (ii) itens rotáveis da frota 737-300 e financeiro de frota 767-300 no total de R\$17,7 milhões.

Na Webjet foi reconhecido o total de R\$27,4 milhões, sendo (i) R\$4,6 milhões de valor justo de itens rotáveis de aeronaves reconhecidos na data da aquisição; e (ii) R\$22,8 milhões resultante da perda ao valor recuperável das aeronaves próprias WJA, WJF, WJH, WJI, WJJ e WJK e de peças consideradas obsoletas.

Contabilização de Arrendamentos

De acordo com o CPC 06 e o IAS 17 "Arrendamento Mercantil", os contratos de arrendamento mercantil são classificados sob a modalidade financeira quando há transferência de propriedade e dos riscos e benefícios inerentes a propriedade do bem ao arrendatário ou atendem as seguintes condições:

- (i) o arrendamento mercantil transfere a propriedade do ativo para o arrendatário no fim do prazo do arrendamento mercantil;
- (ii) o arrendatário tem a opção de comprar o ativo por um preço que se espera seja suficientemente mais baixo do que o valor justo à data em que a opção se torne exercível de forma que, no início do arrendamento mercantil, seja razoavelmente certo que a opção será exercida;
- (iii) o prazo do arrendamento mercantil é a maior parte da vida econômica do ativo mesmo que a propriedade não seja transferida;
- (iv) no início do arrendamento mercantil, o valor presente dos pagamentos mínimos do contrato totaliza pelo menos substancialmente todo o valor justo do ativo arrendado;
- (v) os ativos arrendados são de natureza especializada de tal forma que apenas o arrendatário pode usá-los sem grandes modificações.

Os valores a pagar decorrentes das contraprestações dos contratos de arrendamento financeiro são reconhecidos e alocados entre despesa financeira e amortização do passivo de arrendamento financeiro de forma a alcançar uma taxa constante de juros.

A diferença entre o valor presente e o valor total das contraprestações vincendas é apropriada ao resultado como despesa financeira. A correspondente obrigação ao arrendador é registrada como dívida de curto e longo prazo. As aeronaves sob a modalidade de arrendamento financeiro, que possuem opção de compra ao final do contrato, são depreciadas linearmente pela vida útil econômica estimada do bem até seu valor residual estimado de 20%, calculado com base em preços de mercado. Para as demais aeronaves, quando não existe uma razoável certeza de que nós iremos obter a propriedade do bem no fim do prazo contratual, a depreciação considera o menor prazo entre a vida útil econômica remanescente estimada e o prazo do contrato de arrendamento.

Os demais arrendamentos são classificados sob a modalidade operacional e são reconhecidos como uma despesa no resultado de forma linear durante o prazo do contrato do arrendamento.

Os ganhos ou perdas decorrentes de transações de *sale-leaseback* classificados após a venda como arrendamento operacional são reconhecidos da seguinte forma:

Imediatamente no resultado quando for certo que a transação foi estabelecida a valor justo.

Se o preço de transação for estabelecido abaixo do valor justo, qualquer ganho ou perda será reconhecido imediatamente no resultado, exceto se a perda for compensada por pagamentos futuros de arrendamento abaixo do valor de mercado, os ganhos ou perdas são diferidos e amortizados na proporção dos pagamentos do arrendamento durante o período que se espera que o ativo seja utilizado.

Na hipótese do preço de venda ser superior ao valor justo do bem, o valor excedente ao valor justo é diferido e amortizado durante o período em que se espera que o ativo seja utilizado. A amortização destes ganhos é registrada como uma redução das despesas com arrendamentos.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Se a transação de *sale-leaseback* resultar em arrendamento mercantil financeiro, qualquer excesso de receita de venda obtido acima do valor contábil deve ser diferido e amortizado durante o prazo do arrendamento mercantil. Não possuímos operações de *sale-leaseback* que resultaram em arrendamento mercantil financeiro.

Ágio e ativos intangíveis

Alocamos o ágio e os ativos intangíveis com vidas indefinidas adquiridas por meio de combinações de negócios para fins de testar a redução no valor recuperável (*impairment*) de uma só unidade geradora de caixa, a subsidiária operacional VRG. O ágio é testado anualmente para verificar se há *impairment*, comparando o valor contábil ao valor recuperável do nível da unidade geradora de caixa que foi medido com base em seu valor em uso, aplicando projeções de fluxo de caixa à moeda funcional com base no plano de negócios da Companhia aprovado cobrindo um período de cinco anos, seguidos pela taxa de crescimento de longo prazo de 3,5%. A taxa de desconto antes de impostos aplicada às projeções de fluxo de caixa é de 17,68%. É necessário um discernimento considerável para avaliar o impacto das mudanças operacionais e macroeconômicas a fim de se estimar os fluxos de caixa futuros e medir o valor recuperável. As premissas adotadas nas avaliações de redução do valor recuperável da Companhia são compatíveis com as projeções internas e os planos operacionais. Os direitos de operação em aeroportos foram incorporados na aquisição da VRG foram capitalizados pelo valor justo naquela data, não estando amortizados. Considera-se que esses direitos tenham tempo indefinido de vida útil em função de diversos fatores e considerações, entre os quais a exigência das licenças necessárias para operação no Brasil e uma limitada disponibilidade de slots nos aeroportos mais importantes em termos de volume de tráfego. As marcas comerciais da VRG foram incorporadas na aquisição da VRG e capitalizadas pelo valor justo naquela data. Considera-se que as marcas comerciais têm vida útil indefinida (não sendo amortizadas) em razão de diversos fatores e considerações, entre os quais a percepção da marca e a posição no mercado, o reconhecimento e a fidelidade dos consumidores e o uso ininterrupto das marcas comerciais da VARIG. Os valores contábeis dos direitos operacionais do aeroporto e das marcas comerciais são analisados na data de cada demonstração financeira para determinar se há *impairment*, e estas estão sujeitas ao teste sempre que eventos ou alterações nas circunstâncias indicarem que os valores contábeis podem não ser recuperáveis. Os custos relacionados com a aquisição ou o desenvolvimento de programas de computador independentes do hardware associado são capitalizados separadamente e amortizados pelo método linear ao longo de um período não superior a cinco anos. O valor contábil desses intangíveis é analisado para determinar se há *impairment* caso eventos ou alterações circunstanciais indiquem que o referido valor pode não ser recuperável. Na data de cada balanço patrimonial a Companhia avalia se os ativos intangíveis com tempo de vida útil indefinida sofreram *impairment* utilizando análises de fluxo de caixa descontado, que levam em consideração a capacidade creditícia do emitente do título, conforme descrito em maiores detalhes na Nota Explicativa 15 às nossas demonstrações financeiras. Em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009 não foi reconhecida redução do valor recuperável do ágio e de outros ativos intangíveis.

Combinação de negócios

Contabilizamos as combinações de negócios utilizando o método de aquisição. O custo de uma aquisição é mensurada como a soma da contraprestação transferida, com base no valor justo na data da aquisição. Os custos diretamente atribuíveis à aquisição são contabilizados como despesas quando incorridas. Os ativos adquiridos e passivos assumidos foram avaliados ao valor justo, classificados e alocados de acordo com os termos contratuais, circunstâncias econômicas e condições relevantes na data de aquisição. O ágio é mensurado como excedente da contraprestação transferida com relação ao acervo líquido adquirido ao valor justo. Caso a contraprestação seja inferior ao valor justo do acervo líquido adquirido, a diferença deverá ser reconhecida como ganho na demonstração do resultado. Após reconhecimento inicial, o ágio é avaliado ao custo, deduzindo quaisquer perdas acumuladas na redução do valor recuperável do ativo. Em 3 de outubro de 2011, adquirimos o capital total da Webjet, através de nossa subsidiária VRG, por um preço ajustado de R\$ 43,4 milhões. Essa aquisição foi contabilizada pelo método de aquisição segundo o IFRS 3R e o ganho sobre compra vantajosa no valor de R\$ 88,4 milhões foi contabilizado em nossa demonstração do resultado no exercício encerrado em 31 de dezembro de 2011 em outras receitas (despesas) operacionais, não tributáveis, pois está relacionado com uma diferença permanente, segundo o Regime Tributário de Transição – RTT. Esperamos finalizar a avaliação de certos ativos, inclusive os ativos intangíveis e passivos, assim como o efeito dos impostos diferidos até 2 de outubro de 2012. O ganho sobre compra vantajosa gerado pela aquisição da Webjet está relacionado com o reconhecimento do valor dos ativos intangíveis não contabilizados nas demonstrações financeiras da Webjet, representados por direitos de uso nos aeroportos de Garulhos e Santos Dumont, os aeroportos mais frequentados no Brasil e cujo valor é resultado do significativo crescimento da demanda antecipado nos próximos anos e nossa expectativa de recuperação de rentabilidade da operação nesses aeroportos.

Instrumentos financeiros derivativos

Contabilizamos instrumentos financeiros derivativos de acordo com a CPC 38. Ao executar o programa de gestão de risco, a administração utiliza uma série de instrumentos financeiros para se proteger de variações bruscas nos preços de mercado e mitigar a volatilidade de suas despesas relacionadas a esses preços. Não detemos ou emitimos instrumentos financeiros derivativos para fins de especulação.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Instrumentos financeiros derivativos são inicialmente reconhecidos ao valor justo e, subsequentemente, a variação no valor justo é registrada no resultado, a não ser que o derivativo cumpra os critérios estritos para contabilização de hedge de fluxo de caixa.

Para fins de contabilização de hedge segundo a CPC 38, o instrumento de hedge é classificado como (i) hedge de fluxo de caixa quando protege contra a exposição a flutuações no fluxo de caixa atribuíveis a um risco específico associado a um ativo ou passivo reconhecido em associação a uma operação com muitas probabilidades de ocorrer, ou a um risco cambial para um compromisso firme não reconhecido, e (ii) hedge de valor justo quando este protege contra os resultados de uma mudança no valor justo de um passivo reconhecido, ou parte dele, que pode ser atribuído ao risco de taxa de câmbio.

No começo da transação de hedge, designamos e documentamos formalmente o item coberto pelo hedge, bem como o objetivo desse hedge e a estratégia de política de risco. A documentação abrange a identificação do instrumento de *hedging*, o item ou transação coberta, a natureza do risco coberto e como a entidade determinará a eficiência do instrumento de *hedging* na equalização da exposição às variações do valor justo do item coberto ou dos fluxos de caixa atribuíveis ao risco coberto. O objetivo é tornar esse instrumento de hedge eficaz para determinar variações equalizadoras no valor justo ou nos fluxos de caixa, sendo avaliados continuamente para confirmar se de fato alcançaram tal nível de eficiência no decorrer do exercício para os quais foram indicados.

Os montantes classificados no patrimônio líquido são transferidos ao resultado em cada período em que a operação coberta (hedge) afeta o resultado. Se o item coberto é o custo de um ativo não financeiro, os montantes classificados no patrimônio líquido são transferidos para o valor do ativo não financeiro contabilizado inicialmente.

Nos casos em que a operação prevista ou o compromisso firme não ocorrerão mais, os valores anteriormente reconhecidos no patrimônio líquido são transferidos ao resultado. Se o instrumento de hedging vencer, for extinto ou exercido sem substituição ou rolagem, ou se deixar de ser designado como hedge, os valores anteriormente reconhecidos no patrimônio líquido são reconhecidos no resultado.

Nós mensuramos trimestralmente a eficácia dos instrumentos de hedge na compensação das variações nos preços. Instrumentos financeiros derivativos são eficazes quando compensam entre 80% e 125% das variações no preço do item para o qual o hedge foi contratado. Qualquer resultado oriundo de variações no valor justo dos instrumentos financeiros derivativos durante o trimestre no qual estes não são qualificados para contabilização de hedge, bem como a parcela não eficaz dos instrumentos designados para contabilização de hedge, são reconhecidos em Outras Receitas (Despesas) Financeiras.

Manutenção de aeronaves e despesas com reparos

Nossos contratos de arrendamento de aeronaves determinam especificamente que nós, como locatários, somos responsáveis pela manutenção de aeronaves e turbinas arrendadas e devemos atender às condições específicas de devolução de turbinas e fuselagem até o final do arrendamento. Sob alguns de nossos contratos de arrendamento existentes, efetuamos depósitos de manutenção aos arrendadores de aeronaves e turbinas que deverão ser gastos com futuras manutenções. Esses depósitos são calculados tendo por base medidas de desempenho, tais como horas de voo ou ciclos, e estão disponíveis para nos serem reembolsados após o término da manutenção da aeronave arrendada. Se os recursos depositados forem em montante suficiente para nos reembolsar de nossos custos de manutenção, tais recursos serão revertidos para nós. Os depósitos para manutenção pagos segundo nossos contratos de arrendamento não transferem a obrigação de manter a aeronave ou o risco do custo associado às atividades de manutenção ao arrendador das aeronaves. Além disso, reservamos o direito de escolher qualquer terceiro provedor de serviços de manutenção, ou de realizar tais serviços internamente. Portanto, registramos esses valores como depósito em nosso balanço e reconhecemos despesa de manutenção quando a mencionada manutenção é realizada, de acordo com nossa política de contabilização de manutenção. Alguns de nossos contratos de arrendamento preveem que o excedente do depósito ao final do prazo do arrendamento não é reembolsável para nós. Tais excedentes podem ocorrer se os montantes ao final despendidos em eventos de manutenção forem inferiores aos montantes depositados. Quaisquer valores excedentes detidos, ou retidos, pelo arrendador ao término do arrendamento, os quais não devem ser significativos, seriam reconhecidos como despesa adicional de aluguel de aeronaves, no momento em que não mais for provável a utilização de tais valores nos eventos de manutenção para os quais foram depositados. O valor dos depósitos para manutenção de aeronaves e turbinas que esperamos utilizar nos próximos 12 meses está discriminado no ativo circulante.

Durante o trimestre encerrado em 30 de junho de 2011, alteramos a classificação dos depósitos de manutenção de ativo não monetário para ativo monetário, já que desde 2011 as transações envolvendo esses ativos ocorreram substancialmente através de recebimento de recursos, de acordo com renegociações conduzidas com os arrendadores. As transações foram reconhecidas como despesa de variação cambial.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

Além disso, mantemos contratos com alguns arrendadores para substituir os depósitos por cartas de crédito, nos possibilitando utilizar esses recursos em outros gastos relacionados com nossos contratos de arrendamento.

No início do arrendamento, nossas estimativas iniciais de despesas de manutenção são iguais ou superiores aos valores exigidos dos depósitos. Isso demonstra que é provável que os valores sejam utilizados para a manutenção para os quais foram depositados e a probabilidade de uma deterioração no saldo é remota. Não houve nenhuma deterioração em nossos depósitos de manutenção.

Apresentamos abaixo um resumo da atividade na linha de Depósitos de Manutenção de Aeronaves e Motores.

	2011	2010
Início do ano	456.666	446.530
Adição de Depósitos da Webjet	56.679	-
Montantes depositados	118.063	206.151
Reembolso de despesas incorridas	(220.280)	(191.500)
Substituição por cartas de créditos	(45.854)	(4.515)
Variação Cambial	(10.130)	-
Final do ano	358.144	456.666

Nosso plano de frota contempla a substituição de alguns arrendamentos operacionais por arrendamentos financeiros, em linha com nosso plano de aumentar a padronização da frota com aeronaves Boeing Next Generation 737-700 e 737-800. Devido às vantagens no desempenho dos Boeings Next Generation 737-700 e 737-800, acreditamos que essas aeronaves devam manter níveis atrativos de avaliação de mercado nos próximos anos. Desse modo, pretendemos aumentar o número de arrendamentos financeiros. Em vista desta tendência, nossas contas de depósitos de manutenção deverão sofrer um declínio no futuro próximo, sujeitas a variações potenciais significativas, incluindo o custo real da manutenção, o momento da manutenção, os ciclos das aeronaves, e potenciais exigências de novas manutenções.

Reconhecimento de Receita

A receita de passageiros é reconhecida quando o serviço de transporte aéreo é efetivamente prestado ao passageiro. Os bilhetes vendidos, mas ainda não utilizados são registrados como transportes a executar, representando uma receita diferida dos bilhetes vendidos a serem transportados em data futura, líquido dos bilhetes que expirarão de acordo com a nossa expectativa (*breakage*), ou seja, da expectativa de bilhetes que expiram sem utilização com base em dados históricos.

O *breakage* consiste no cálculo estatístico, com base histórica, de bilhetes que expiram sem utilização, ou seja, dos bilhetes em aberto (passageiros a transportar) que, terão grande probabilidade de não voar. Periodicamente registramos uma atualização da receita diferida baseada nos bilhetes efetivamente vencidos e expirados. O saldo de receita diferida também refere-se aos bilhetes remarcados pelos passageiros.

Receitas originadas de embarque de cargas são reconhecidas quando o transporte é fornecido. Outras receitas incluem serviços fretados, venda de milhas, serviços de venda à bordo, tarifas de troca de bilhete e outros serviços adicionais e são reconhecidas quando o serviço é realizado.

Programa de Milhagem

Desde a aquisição da VRG, operamos um programa de milhagem denominado Smiles ("Programa Smiles"), que consiste principalmente no ganho de créditos de milhas pelos participantes para utilização em viagens. As obrigações assumidas decorrentes do Programa Smiles foram avaliadas na data de aquisição da VRG ao valor justo que representava o preço estimado que pagaríamos a um terceiro para assumir a obrigação de milhas que se esperava que fossem resgatadas no Programa Smiles.

O valor justo dos créditos de milhas, líquido de estimativa de não utilização de milhas (*breakage*) é determinado pela média ponderada de acordo com (i) o valor médio cobrado por assento pela VRG as Companhias aéreas parceiras que participam do programa de fidelidade Smiles dividido pela quantidade de milhas necessárias para emissão de um bilhete com a utilização de milhas e; (ii) o valor médio de venda de milhas para as Companhias aéreas que participam do programa de fidelidade Smiles. Esse valor justo é atualizado semestralmente.

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

As milhas concedidas são valorizadas pelo valor justo descrito anteriormente e as milhas resgatadas são baixadas para transportes a executar de milhas com base no valor médio ponderado do saldo das milhas que haviam sido diferidas. A receita é reconhecida quando o transporte é executado na rubrica de transporte de passageiros e a parcela da receita referente à venda de milhas acima do valor justo das milhas como receita de marketing (na rubrica de outras receitas).

Nossa política é cancelar todas as milhas contidas nas contas dos consumidores após 3 anos e 11 meses. O valor associado aos créditos de milhagem que são estimados para que sejam cancelados é reconhecido como receita. Calculamos a estimativa de expiração e não utilização com base em dados históricos. Oportunidades futuras podem alterar significativamente o perfil dos clientes e o padrão histórico. Tais alterações podem resultar em mudanças significativas no saldo de receita diferida, assim como no reconhecimento da receita deste programa.

Pagamentos com Base em Ações

Mensuramos o valor justo das transações com empregados liquidadas com instrumentos patrimoniais na data da outorga da opção utilizando métodos de valorização apropriados.

O valor justo das opções concedidas determinado na data da outorga é registrado pelo método acelerado, de acordo com CPC 10 (R1) – Pagamento Baseado em Ações, como despesa no resultado do exercício durante o prazo no qual o direito é adquirido, com base em nossas estimativas sobre quais opções concedidas serão eventualmente adquiridas, com correspondente aumento do patrimônio líquido. No final de cada exercício, revisamos nossas estimativas sobre a quantidade de instrumentos de patrimônio que serão adquiridos. O impacto da revisão em relação às estimativas originais, se houver, é reconhecido prospectivamente nos resultados dos exercícios remanescentes, de tal forma que a despesa acumulada reflita a melhor estimativa revisada com o correspondente ajuste no patrimônio líquido na conta “Remuneração Baseada em Ações” que registrou o benefício aos empregados.

Provisões

As provisões são reconhecidas quando possuímos uma obrigação presente (legal ou presumida) como resultado de um acontecimento passado, sendo provável uma saída de recursos para liquidar a obrigação e é possível realizar uma estimativa razoável dos montantes dessa obrigação.

Sempre que esperamos que parte ou toda provisão possa ser reembolsada, por exemplo, no âmbito de um contrato de seguro, o reembolso é reconhecido como um ativo separado quando a expectativa de que o reembolso ocorra é quase certa. A despesa relativa a qualquer provisão é apresentada no lucro ou prejuízo líquido de qualquer reembolso. Se o efeito do valor temporal do dinheiro for material, as provisões são descontadas utilizando-se a taxa corrente que reflita, quando apropriado, os riscos específicos para o passivo. Quando o desconto é efetuado, o aumento na provisão devido à passagem do tempo é reconhecido como um custo financeiro.

Provisão para devolução de aeronaves e motores

Para os arrendamentos operacionais de aeronaves, somos contratualmente obrigados a devolver o equipamento em um nível pré-definido de capacidade operacional, para tanto provisiona os custos de devolução relacionados às aeronaves de acordo com as condições contratuais.

Os custos de provisões para devolução de aeronaves são estimados com base em gastos relacionados a reconfiguração da aeronaves (interior e exterior), obtenção de licenças e certificações técnicas, pintura, etc, conforme cláusulas contratuais de devolução.

As provisões para devolução de motores são estimadas com base na verificação e condições mínima contratuais que o equipamento deve ser devolvido para o *lessor* observando não apenas os custos histórico incorridos como as condições dos equipamentos no momento da avaliação.

Contratos onerosos

Obrigações presentes resultantes de contratos onerosos são reconhecidas e mensuradas como provisões. Um contrato oneroso existe quando os custos inevitáveis para satisfazer as obrigações do contrato excedem os benefícios econômicos que se espera que sejam recebidos ao longo do mesmo contrato.

A provisão para contratos onerosos refere-se às perdas com contratos de arrendamentos mercantis operacionais das aeronaves que se encontram fora de operação. A provisão corresponde ao valor líquido entre o valor presente das parcelas dos respectivos arrendamentos e a receita esperada pela utilização dessas aeronaves na operação ou por

10. Comentários dos diretores / 10.5 - Políticas contábeis críticas

meio de subarrendamentos, quando aplicável. As premissas utilizadas são estimativas e a liquidação dessas transações poderá resultar em valores significativamente divergentes dos registrados.

Provisão para seguros

Mantemos cobertura de seguros de aeronaves por montantes que consideramos necessários para fazer face aos eventuais sinistros, em vista da natureza de seus bens e dos riscos inerentes à sua atividade, observando os limites fixados nos contratos de arrendamento, com base nos dispositivos exigidos da Lei nº. 10.744/03.

Demais provisões

São substancialmente relacionadas a processos judiciais e são constituídas para perdas, consideradas prováveis, no julgamento da Administração, relacionadas às causas trabalhistas, cíveis e tributárias, esta última apresentada na rubrica de obrigações fiscais em caso de existência e de obrigação legal.

Impostos Diferidos

O imposto de renda e contribuição social diferidos são reconhecidos sobre as diferenças temporárias no final de cada exercício entre os saldos de ativos e passivos reconhecidos nas demonstrações financeiras e as bases fiscais usadas na apuração do lucro tributável, incluindo saldo de prejuízos fiscais, quando aplicável. Os impostos diferidos passivos são geralmente reconhecidos sobre todas as diferenças temporárias tributáveis e os impostos diferidos ativos são reconhecidos sobre todas as diferenças temporárias dedutíveis, apenas quando for provável que a empresa apresentará lucro tributável futuro em montante suficiente para que tais diferenças temporárias dedutíveis possam ser utilizadas.

O valor contábil do imposto de renda diferido é revisto a cada data do balanço e é reduzido até o limite em que não se torna mais provável que os lucros tributáveis disponíveis poderão permitir a utilização do crédito fiscal. O imposto de renda diferido ativo não reconhecido é reavaliado a cada data do balanço e é reconhecido até a extensão em que o lucro tributável futuro permita que o imposto de renda diferido possa ser recuperável.

Impostos de renda ativos e passivos diferidos são determinados, considerando as alíquotas e as leis fiscais promulgadas ou substancialmente promulgadas na data do balanço e que se espera sejam aplicadas quando o respectivo ativo for realizado ou o passivo for liquidado.

O imposto de renda e a contribuição social diferidos, ativos e passivos, são compensados se houver direito o direito legal e a intenção de compensá-los quando da apuração dos tributos correntes, em geral quando relacionado com a mesma entidade legal e mesma autoridade fiscal.

10. Comentários dos diretores / 10.6 - Itens relevantes não evidenciados nas DFs

10.6 Controles internos adotados para assegurar a elaboração de demonstrações financeiras confiáveis:

a. Grau de eficiência de tais controles, indicando eventuais imperfeições e providências adotadas para corrigi-las

A Administração é responsável por estabelecer e manter controles internos eficazes sobre os relatórios financeiros. Nosso controle interno sobre os relatórios financeiros destina-se a oferecer garantias razoáveis à Administração e ao Conselho de Administração com relação à preparação e à apresentação adequada das demonstrações contábeis publicadas. Em virtude de suas limitações internas, o controle interno sobre os relatórios financeiros não poderá impedir ou detectar declarações inverídicas.

A Administração avaliou a nossa eficácia do controle interno sobre os relatórios financeiros de 31 de dezembro de 2011. Ao fazer tal avaliação, a administração usou os critérios estabelecidos pelo Comitê de Organizações de Patrocínio da Treadway Commission (COSO) em Controle Interno— Estrutura Integrada. Com base nesta avaliação, a Administração acredita que, em 31 de dezembro de 2011, os controles internos da Companhia sobre as divulgações financeiras são eficazes.

Em abril de 2011, com a conclusão da implantação do novo sistema de controle e contabilização de receita em complemento ao nosso sistema de reservas, identificamos uma diferença no saldo de receita diferida de transportes a executar do 1º trimestre de 2011 apurada de acordo com o novo sistema e o montante histórico reconhecido nas demonstrações financeiras, referente as operações de venda de *interline*. As vendas de passagens *interline* são vendas da Companhia para outras companhias aéreas de acordo com os contratos específicos denominados contratos de *interline*. De acordo com esses contratos, uma companhia aérea pode utilizar o sistema de reserva da Companhia para seus segmentos locais e pagar um preço previamente contratado que pode ser diferente do preço regular das passagens. O sistema de reservas estava registrando a receita diferida de acordo com o preço contratual, mas a baixa para receita de passageiros era feita com base no preço regular dos bilhetes. Consequentemente, o montante apurado da diferença poderia ser uma supervalorização ou subvalorização da receita, dependendo da diferença entre os preços dos contratos *interline* e os preços regulares dos bilhetes. Realizamos análises adicionais e concluímos que devido as limitações do sistema de reservas, que nos impossibilita de reprocessar os dados históricos para identificação dos períodos em que o erro ocorreu, havia uma possibilidade razoável em 31 de dezembro de 2010 de haver uma distorção relevante nas demonstrações financeiras anuais que não teriam sido prevenidas ou detectadas em tempo hábil.

Sendo assim, revisamos nossa classificação desta deficiência alterando-a de “deficiência significativa” para “fraqueza material” em 31 de dezembro de 2010 com base nos critérios estabelecidos pelo Comitê de Organizações de Patrocínio da Treadway Commission (COSO) em Controle Interno— Estrutura Integrada. Adicionalmente, confirmamos que, com a finalização da implantação do novo sistema de controle e contabilização de receita, as receitas de vendas *interline* passaram a ser reconhecidas adequadamente. Consequentemente, a fraqueza material foi remediada a partir de Abril de 2011.

As alterações acima evidenciam os esforços dos nossos gestores em aprimorar continuamente seus sistemas de informação e controle.

Todas as deficiências e recomendações de controles internos, quando viáveis, foram devidamente analisadas pela Administração e os pontos pertinentes resolvidos.

b. Deficiências e recomendações sobre os controles internos presentes no relatório do auditor independente

Nossos auditores externos, durante a execução de seus trabalhos de auditoria sobre a eficácia operacional dos controles internos de 2010 e 2011, identificaram a necessidade de aprimoramento em determinados controles internos e fizeram recomendações à nossa administração com relação às medidas de aprimoramento.

Dentre as recomendações comunicadas no relatório de 31 de dezembro de 2010, os auditores externos identificaram uma deficiência significativa, relacionada à conta de transporte a executar que não era passível de conciliação plena. Porém, após a finalização de nossas análises complementares nossos auditores concluíram que a deficiência identificada deve ser reclassificada como uma fraqueza material. Essa fraqueza material foi remediada em abril de 2011 conforme descrito no item 10.6(a), após a implantação do novo sistema de contabilização de receitas e controle de passagens emitidas.

10. Comentários dos diretores / 10.7 - Coment. s/itens não evidenciados

10.7 Comentários dos diretores caso a Companhia já tenha feito oferta pública

Em 19 de outubro de 2009, foi concluída a nossa oferta pública primária e secundária de ações, com a colocação de 62,2 milhões de ações preferenciais e ordinárias ao preço de R\$16,50 por ação (US\$9.48 por ADS), gerando um aumento de posição do nosso caixa em R\$627,1 milhões, sendo que a oferta primária atingiu 38,0 milhões de ações.

A diferença entre o volume financeiro total da oferta em relação à oferta primária deve-se à estrutura financeira necessária para se manter a proporção do capital social de 50% de ações ordinárias e 50% de ações preferenciais (inclusive sob a forma de ADSs), a fim de atender a Lei das Sociedades Anônimas Brasileiras. Nessa estrutura, o Fundo Volluto, nosso acionista controlador vendeu parte de suas ações preferenciais aos investidores participantes da oferta e com esses recursos adquiriu ações ordinárias que foram emitidas visando respeitar a legislação brasileira, ao mesmo tempo em que possibilitava o nosso aumento de capital, dentro dos objetivos previamente traçados.

Os recursos líquidos da oferta global foram utilizados para reforçar o nosso balanço patrimonial, e aumentaram o nosso caixa e equivalentes de caixa, de forma a alcançar o mínimo 20% de nossa receita líquida operacional dos últimos 12 meses.

Não houve desvios relevantes entre a aplicação efetiva dos recursos e a proposta de aplicação dos recursos que divulgamos no Prospecto de Distribuição.

10. Comentários dos diretores / 10.8 - Plano de Negócios**10.8 Descrição pelos diretores dos itens relevantes não evidenciados nas demonstrações financeiras da Companhia****a. Os ativos e passivos detidos pela Companhia, direta ou indiretamente, que não aparecem no seu balanço patrimonial (off-balance sheet items)**

Nenhuma de nossas obrigações de arrendamento operacional está refletida em nosso balanço patrimonial. Em 31 de dezembro de 2011, possuíamos um total de 99 aeronaves reconhecidas como arrendamento operacional. Somos responsáveis por todos os custos de manutenção, seguro e outros custos associados com a operação destas aeronaves. No entanto, não nos comprometemos a pagar qualquer valor residual ou concedemos qualquer outra garantia para nossos arrendadores.

Os pagamentos futuros dos contratos de arrendamento mercantil operacional não canceláveis estão denominados em dólares norte-americanos e em 31 de dezembro de 2011, 2010 e 2009 essas obrigações estão demonstradas como segue:

	2011	2010	2009
2009	-	-	-
2010	-	-	515.936
2011	-	504.784	489.655
2012	594.976	481.109	466.315
2013	517.326	414.202	402.497
2014	341.486	261.098	245.792
2015	205.631	149.637	134.582
Após 2015	610.062	360.133	243.794
Total de pagamentos mínimos de arrendamento	2.269.481	2.170.963	2.498.571

b. Outros itens não evidenciados nas demonstrações financeiras

Não existem outros itens relevantes não evidenciados em nossas demonstrações financeiras, além dos que foram informados no item 10.8. b acima.

10. Comentários dos diretores / 10.9 - Outros fatores com influência relevante

10.9 Comentários dos diretores em relação a cada um dos itens não evidenciados nas demonstrações financeiras indicados no item 10.8

Os compromissos financeiros citados no item 10.8 se referem às nossas obrigações com arrendamentos operacionais de aeronaves. O quadro representa o cenário atual, considerando 99 aeronaves sob regime de arrendamento operacional em nossa frota. Tais obrigações não são contabilizadas em nosso balanço patrimonial, mas representam obrigações financeiras relevantes para o nosso negócio. Os desembolsos desses montantes são realizados através do nosso Caixa e estão denominados em dólares norte-americanos, além de possuírem em seus contratos cláusulas de reajuste desses compromissos a taxa internacional de juros (Libor). Dessa forma, estamos expostos a riscos de mercado referente ao câmbio e taxa de juros, que podem impactar nossos resultados financeiros e operacionais.

Esses compromissos financeiros fazem parte da nossa estratégia referente ao *mix* da frota (combinação entre aeronaves sob regime de arrendamento financeiro e operacional). Os contratos sob regime de arrendamento operacional nos oferecem maior flexibilidade para gerenciar e manter a idade da média da frota compatível com o nosso modelo de negócio de baixo custo, por conta principalmente por menores custos com manutenção com uma frota mais jovem e moderna. Nosso plano de frota futuro é elaborado de acordo com nossas expectativas de crescimento do setor aéreo nacional e da América Latina para os próximos anos.

Somos responsáveis por todos os custos de manutenção, seguro e outros custos associados com a operação destas aeronaves enquanto na vigência desses contratos.