



**UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS
FACULDADE DE DIREITO DO RECIFE**

RENATO MARTINS E SILVA

**ESTRUTURAS OFFSHORE PARA STARTUPS:
Riscos e vantagens atrelados ao “*Cayman Sandwich*”**

**RECIFE
2025**

RENATO MARTINS E SILVA

**ESTRUTURAS OFFSHORE PARA STARTUPS:
Riscos e vantagens atrelados ao “*Cayman Sandwich*”**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à banca examinadora do curso
de Direito da Universidade Federal de
Pernambuco como requisito para a obtenção
do título de Bacharel em Direito.

Área de concentração: Direito Tributário;
Direito Empresarial.

Orientador: José André Wanderley Dantas
de Oliveira.

RECIFE
2025

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Silva, Renato Martins e.

Estruturas offshore para startups: riscos e vantagens atrelados ao "Cayman Sandwich" / Renato Martins e Silva. - Recife, 2025.

52 p. : il.

Orientador(a): José André Wanderley Dantas de Oliveira

Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, Direito - Bacharelado, 2025.

Inclui referências.

1. Cayman Sandwich. 2. Estruturas Offshore. 3. Startups. 4. Ilhas Cayman. 5. Delaware. I. Oliveira, José André Wanderley Dantas de. (Orientação). II. Título.

340 CDD (22.ed.)

RENATO MARTINS E SILVA

**ESTRUTURAS OFFSHORE PARA STARTUPS:
Riscos e vantagens atrelados ao “*Cayman Sandwich*”**

Trabalho de Conclusão de Curso
apresentado à banca examinadora do curso
de Direito da Universidade Federal de
Pernambuco como requisito para a obtenção
do título de Bacharel em Direito.

Orientador: José André Wanderley Dantas
de Oliveira

Aprovado em: 17.12.2025.

BANCA EXAMINADORA:

Prof. Dr. José André Wanderley Dantas de Oliveira (Orientador)

Prof. Dr. Luiz Felipe Monteiro Seixas (Examinador Interno)

Dr. João Alves de Melo Júnior (Examinador Externo)

AGRADECIMENTOS

À minha mãe, Helena, e ao meu pai, Renato, pelo apoio incondicional às minhas decisões acadêmicas e profissionais. Sem todo o suporte e afeto que sempre me foi dado, certamente não teria alcançado as pequenas conquistas que já obtive.

Aos meus irmãos, Humberto e Francisco, por tornarem o fim de cada dia um momento especial ao longo desta jornada, e à segunda mãe de todos nós, Cicleide, a quem tanto amamos e muito devemos por sermos quem somos.

Ao meu padrasto, Ricardo Thibau, pelos ensinamentos e incentivos ao longo da minha trajetória, e à minha madrastra, Paula, pelo carinho e amizade fraterna.

À minha namorada, Laís, pelo compartilhamento genuíno de momentos, alegrias e conquistas, com a certeza de que ainda há muito por vir.

À LDS-FDR e a todos os amigos que lá fiz, pelas construções, aprendizados, projetos e trocas. Ter a quarta-feira preenchida pela Liga durante os últimos dois anos foi uma honra que tive a sorte de ter.

Ao BMDB Advogados, especialmente à Clara e a Rafael, que me abriram as portas quando meu único atributo era a vontade de aprender. Levo essa passagem com respeito e admiração.

Ao Colares Advogados, em especial a Rodrigo, Débora, Eduardo, Rafael e Giovanna, a quem devo a gratidão por me permitirem crescer em um ambiente de trabalho rico e colaborativo. Fazer parte dessa história foi uma das melhores decisões do curto caminho que já percorri.

Ao meu orientador, Prof. André Dantas, pelas recomendações, conversas e contribuições para a construção deste trabalho.

Por último, à Faculdade de Direito do Recife e à Nova School of Business & Economics, por me permitirem dar vida a um sonho.

RESUMO

O presente trabalho tem por objetivo analisar as peculiaridades do *Cayman Sandwich*, uma das estruturas societárias mais recorrentes na organização de startups brasileiras com participação de capital estrangeiro. Essa arquitetura, composta geralmente por uma *holding* constituída nas Ilhas Cayman, uma empresa intermediária em Delaware (EUA) e a startup operacional localizada no Brasil, tornou-se referência no ecossistema de *venture capital* nacional. A pesquisa busca analisar as principais características dos arranjos societários utilizados nessa estrutura, indicando determinados riscos e vantagens relevantes, incluindo em função do regime de tributação de entidades controladas no exterior previsto na legislação brasileira, bem como do sistema de neutralidade fiscal das Ilhas Cayman e do regime societário e tributário aplicável às sociedades empresárias constituídas no estado de Delaware. O estudo discute os impactos tributários dessas *offshores*, analisando em que medida tais práticas configuram mecanismos legítimos e, não, um planejamento tributário abusivo, conforme jurisprudência administrativa do CARF (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais). Para trazer elementos concretos ao estudo, foram analisadas as características dos arranjos societários utilizados pelo Nubank nas Ilhas Cayman, notadamente sob o aspecto da governança, tida como uma das vantagens de jurisdições como Delaware e Ilhas Cayman. As fontes utilizadas incluem legislação nacional e estrangeira, doutrina especializada, relatórios oficiais, jurisprudência administrativa, estudos internacionais sobre tributação e governança corporativa e documentos utilizados em arranjos societários e contratuais para estruturação das *offshores* em Delaware e Ilhas Cayman. A abordagem utilizada é eminentemente exploratória-descritiva, com um componente empírico utilizado na análise de caso, visando sistematizar o conhecimento sobre a matéria. O trabalho conclui que não há vedação legal à utilização dessa estrutura, sobretudo quando amparada por propósito negocial legítimo, como a facilitação de investimentos internacionais, flexibilidade nas estruturas de governança e a redução de riscos regulatórios para os investidores, mas traz impactos e riscos importantes em matéria tributária.

Palavras-chave: Cayman Sandwich. Estruturas Offshore. Startups. Ilhas Cayman. Delaware.

ABSTRACT

This paper aims to analyze the peculiarities of the *Cayman Sandwich*, one of the most recurrent corporate structures used in organizing Brazilian startups with foreign capital participation. This architecture, generally composed of a holding company incorporated in the Cayman Islands, an intermediary company in Delaware (USA), and the operating startup located in Brazil, has become a reference model within the national venture capital ecosystem. The paper examines the main characteristics of the corporate arrangements used in this structure, identifying certain relevant risks and advantages, including those arising from the Brazilian controlled foreign corporation tax regime, the Cayman Islands' tax neutrality system, and the corporate and tax framework applicable to companies incorporated in the state of Delaware. The paper discusses the tax impacts of these offshore entities, assessing the extent to which such practices constitute legitimate mechanisms rather than abusive tax planning, in line with the administrative case law of CARF (the Brazilian Administrative Council of Tax Appeals). To provide concrete elements to the analysis, the paper reviews the characteristics of the corporate arrangements used by Nubank in the Cayman Islands, particularly regarding governance, which is considered one of the advantages offered by jurisdictions such as Delaware and the Cayman Islands. The sources consulted include domestic and foreign legislation, specialized legal scholarship, official reports, administrative case law, international studies on taxation and corporate governance, and documents used in corporate and contractual arrangements for structuring offshore entities in Delaware and the Cayman Islands. The approach is predominantly exploratory and descriptive, with an empirical component used in the case study, aiming to systematize knowledge on the subject. The paper concludes that there is no legal prohibition on the use of this structure, especially when supported by a legitimate business purpose, such as facilitating international investment, providing flexibility in governance structures, and reducing regulatory risks for investors. However, it also highlights significant tax impacts and risks.

Keywords: Cayman Sandwich. Offshore Structures. Startups. Cayman Islands. Delaware.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1	Rodadas de Investimento	15
Figura 2	O ciclo de vida das startups	16
Figura 3	O <i>Cayman Sandwich</i>	21
Figura 4	A Delaware Tostada	31
Figura 5	Estrutura Societária do Nubank	39

LISTA DE ABREVIATURAS

Art.	Artigo
BEPS	Base Erosion and Profit Shifting
CARF	Conselho Administrativo de Recursos Fiscais
CEO	Chief Executive Officer
CVC	Corporate Venture Capital
EUA	Estados Unidos da América
FPI	Foreign Private Issuer
OCDE	Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico
M&A	Mergers & Acquisitions
IPO	Initial Public Offering
LLC	Limited Liability Company
LSA	Lei das Sociedades por Ações
NVCA	National Venture Capital Association
NYSE	New York Stock Exchange
RFB	Receita Federal do Brasil

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	10
2. ESTRUTURAÇÃO INTERNACIONAL DE STARTUPS: O MODELO <i>CAYMAN SANDWICH</i>.....	13
2.1. STARTUPS: CONCEITO E O ECOSISTEMA DE VENTURE CAPITAL	13
2.2. TAX HAVENS, ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS INTERNACIONAIS E O PAPEL DAS OFFSHORES.....	17
2.3. O MODELO <i>CAYMAN SANDWICH</i> : ORIGEM, ESTRUTURA E IMPLICAÇÕES JURÍDICAS.....	20
3. DELAWARE COMO JURISDIÇÃO PARA STARTUPS.....	25
3.1. POR QUE DELAWARE? ANÁLISE REGULATÓRIA E ATRATIVIDADE JURÍDICA.....	25
3.2. MODELOS SOCIETÁRIOS EM DELAWARE: CORPORATION VS. LLC	26
3.3. PROTEÇÃO JURÍDICA E PREVISIBILIDADE PARA INVESTIDORES	29
4. ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DO <i>CAYMAN SANDWICH</i>.....	32
4.1. TRIBUTAÇÃO NO BRASIL SOBRE ENTIDADES CONTROLADAS E APLICAÇÕES FINANCEIRAS NO EXTERIOR.....	32
4.2. TRIBUTAÇÃO EM CAYMAN: AUSÊNCIA DE IMPOSTOS DIRETOS E EFEITOS PRÁTICOS.....	34
4.3. O IMPACTO DA LEI DAS OFFSHORES, DO PL Nº 1.087/2025 E DAS NOVAS REGULAMENTAÇÕES.....	35
5. ESTUDO DE CASO: NUBANK	37
5.1. A TRAJETÓRIA DO NUBANK: A EMPRESA MAIS VALIOSA DO BRASIL	37
5.2. NU HOLDINGS LTD.: CONSIDERAÇÕES SOBRE A ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA	38
6. CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	44
REFERÊNCIAS.....	46

1. INTRODUÇÃO

Nas operações de investimentos em empresas inovadoras (*venture capital*) no Brasil, um dos principais mecanismos adotados por startups para viabilizar investimentos é o chamado “*Cayman Sandwich*”. Essa estrutura jurídica consiste na criação de uma sociedade *holding*¹ nas Ilhas Cayman, cujo objetivo é atrair capital internacional e mitigar riscos existentes no sistema tributário brasileiro, o qual, aos olhos do investidor estrangeiro (e nacional), é complexo e carrega marcas de insegurança jurídica.²

Abaixo da empresa-mãe constituída em Cayman, como subsidiária integral desta, cria-se uma Limited Liability Company (LLC) no estado de Delaware, EUA, que se torna sócia única da sociedade operacional³ no Brasil.

O uso do *Cayman Sandwich* se popularizou devido a uma série de fatores. Investidores estrangeiros, especialmente fundos de capital de risco norte-americanos, passaram a exigir essa estrutura a startups latino-americanas, incluindo as brasileiras. Para fins demonstrativos, em 2023, 47,7% dos unicórnios (empresas com valor de mercado acima de US\$ 1 bilhão antes da oferta pública inicial) latino-americanos possuíam uma *holding* nas Ilhas Cayman como parte da sua estrutura societária.⁴

Essa exigência dos investidores estrangeiros é comumente atribuída à utilização dessa estrutura com a finalidade de reduzir a exposição a riscos jurídicos em países em desenvolvimento, bem como para otimizar a carga tributária e facilitar novas rodadas de investimento e futuras operações de saída (as chamadas “*exits*”) em mercados globais, através de vendas privadas ou ofertas públicas iniciais (IPOs).

As Ilhas Cayman, sobretudo através do *Companies Act*⁵, oferecem um regime jurídico estável, com normas jurídicas que permitem uma maior flexibilidade na estruturação da

¹ Para fins deste estudo, considera-se “holding” a sociedade que segura (“hold”) e controla a participação em empresas do grupo, sem necessariamente estar envolvida diretamente na produção de bens ou na prestação de serviços. É, portanto, uma sociedade não operacional, que têm seu patrimônio composto de participações em outras sociedades. Na estrutura objeto da análise deste estudo, é comumente chamada também de “parent company” ou, numa tradução livre, “empresa-mãe”.

² TREVOR, Daniel. Para 79%, segurança jurídica atrai investimentos, mostra INSEJUR. *Jota*, 2025. Disponível em <https://www.jota.info/coberturas-especiais/jurisprudente/para-79-seguranca-juridica-atrai-investimentos-mostra-insejur>. Acesso em: 02 out. 2025.

³ Para fins deste estudo, considera-se “sociedade operacional” aquela que efetivamente realiza a condução dos negócios da empresa, não se restringindo ao controle de participações societárias.

⁴ VILLENA, Hellen. Cayman Sandwich: o que é, e por que é uma boa pedida para startups? *Latitud*, 2023. Disponível em <https://www.latitud.com/blog/cayman-sandwich-o-que-e-e-por-que-e-uma-boa-pedida-para-startups>. Acesso em: 20 set. 2025.

⁵ CAYMAN ISLANDS GOVERNMENT. *Companies Act (2025 Revision)*. Disponível em [https://www.gov.ky/publication-detail/companies-act-\(2025-revision\),-\(lg6,-s3\)](https://www.gov.ky/publication-detail/companies-act-(2025-revision),-(lg6,-s3)). Acesso em: 03 mar. 2025.

governança corporativa das empresas, além de uma carga tributária inexistente sobre a renda corporativa, o que as torna atraentes tanto para os empreendedores, quanto para investidores que buscam maximizar retornos. No entanto, essa prática pode ensejar discussões sobre a erosão da base tributária e a falta de incentivo ao desenvolvimento do mercado de capitais interno, uma vez que a celebração de instrumentos contratuais para aporte de recursos e ofertas públicas passam a ser feitas através da entidade *offshore*⁶, e não mais da sociedade operacional brasileira.

Com a promulgação da Lei nº 14.754/23 (a “Lei das Offshores”), que, com o objetivo de evitar o diferimento do pagamento de tributos, estabeleceu novas regras sobre a tributação de investimentos realizados por brasileiros em estruturas *offshore*, a característica de redução do custo fiscal oriunda do *Cayman Sandwich* passou a ser comprometida, pelo menos para as pessoas físicas residentes no Brasil.

O diferimento tributário, conforme explicado em materiais oficiais publicados pelo Governo Federal para elucidar pontos controversos da nova legislação⁷, funcionava como a possibilidade de adiar ou mesmo evitar o pagamento de impostos sobre rendimentos mantidos em *offshores* por muitos anos, permitindo ao investidor reaplicar no exterior os ganhos obtidos sem que incidissem sobre esse retorno quaisquer tributos previstos na legislação tributária brasileira.

Essa postergação do pagamento de tributos, ou mesmo seu não pagamento, era passada de gerações em gerações e, em contraste ao que ocorre com investimentos de naturezas diversas feitos no Brasil, tornava as estruturas *offshore* significativamente mais vantajosas sob o aspecto do custo tributário. A lei objetivou reequilibrar a balança, determinando a tributação dos resultados obtidos no exterior por certas empresas *offshore*, independentemente de serem ou não distribuídos aos sócios e remetidos ao Brasil, no caso das entidades controladas no exterior, ou quando os dividendos são efetivamente percebidos pela pessoa física residente no Brasil, caso seja titular de aplicações financeiras no exterior, como participações societárias em entidades não classificadas como controladas.

Este trabalho tem como objetivo explorar os riscos e as vantagens associadas à utilização do *Cayman Sandwich* e suas implicações no contexto do *venture capital* em startups nacionais, à luz da legislação brasileira, abordando entendimentos jurisprudenciais, contextos históricos, desenvolvimento da legislação brasileira com enfoque em reorganizações societárias

⁶ O conceito de “entidade offshore” será melhor explorado no item 2.2.

⁷ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Perguntas e Respostas: Tributação de renda auferida por pessoas físicas no exterior em aplicações financeiras, empresas offshore e trusts. *Ministério da Fazenda*, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/acao-a-informacao/perguntas-frequentes/tributacao-offshore/29-4-24-perguntas-e-respostas-offshores-lei-14-754-e-in-rfb-2-180.pdf>. Acesso em: 29 set. 2025.

envolvendo paraísos fiscais, bem como situações concretas, como a venda do Grupo ZAP Viva Real para a OLX.

Ao fim, o trabalho buscou explorar consequências, benefícios e obrigações principais ou acessórias de startups que estão sujeitas à legislação das Ilhas Cayman, com análise do caso prático da Nu Holdings Ltd., empresa-mãe do grupo econômico Nubank, com o objetivo de abordar elementos de uma empresa *offshore* de grande porte a qual, por ter realizado uma oferta pública inicial, disponibiliza publicamente uma maior quantidade de materiais, relatórios e documentos que regulam a sua governança e estrutura societária.

2. ESTRUTURAÇÃO INTERNACIONAL DE STARTUPS: O MODELO CAYMAN SANDWICH

2.1. STARTUPS: CONCEITO E O ECOSISTEMA DE VENTURE CAPITAL

O termo “startup” pode ser definido de diversas formas, legais ou teóricas, locais ou estrangeiras. Dentre os mais diversos conceitos existentes, Steve Blank, fundador do clássico “Manual do Empreendedor”, define que:

*“Uma startup não é uma versão menor de uma grande companhia. Uma startup é uma organização temporária em busca de uma modelo de negócio escalável, recorrente e lucrativo. No início, o modelo de negócio de uma startup caracteriza-se pela flexibilidade de ideias e suposições, mas não tem clientes e nada sabe sobre eles.”*⁸

Já os autores Peter Thiel e Blake Masters, em obra de autoria conjunta intitulada “De Zero a Um – O que aprender sobre Empreendedorismo com o Vale do Silício”, apresentam uma classificação abstrata, mas intrigante:

*“Positivamente definida, uma startup é o maior grupo de pessoas que você consegue convencer a participar de um plano para construir um futuro diferente.”*⁹

Por fim, Marcelo Toledo, ex-diretor de Tecnologia do Nubank, aborda o início da ampla difusão do conceito de “startup”. Ele relata que:

*“O termo ficou famoso durante a primeira grande bolha da internet (dot-com bubble), nos Estados Unidos, entre 1995 e 2000. Significava uma ou mais pessoas, executando uma ideia, para possivelmente se tornar uma empresa rentável (...). Uma startup é uma empresa recém-criada, de qualquer ramo ou área. As startups nascem de ideias de empreendedores, que acreditam poder fazer um produto ou serviço significativo e rentável. Durante o processo de desenvolvimento dessa ideia, define-se um modelo de negócio. Absolutamente todas essas definições iniciais, são suposições, tanto que em muitas startups essas suposições provam-se falsas no meio do caminho e novas suposições são feitas. Essa inclusive é uma das características mais fortes e importantes de uma startup, afinal, é importante que o empreendedor entenda e assuma que tudo são chutes, que precisam ser testados e validados, e caso o chute esteja errado, rapidamente mude para testar e validar novas suposições.”*¹⁰

A partir dessas definições e para fins deste estudo, compreenderemos a startup como uma forma organizacional marcada pela inovação e relativo potencial de escalabilidade, cujo

⁸ BLANK, S. DORF, B. *Startup: Manual do Empreendedor*. O guia passo a passo para construir uma grande companhia. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014, p. 16.

⁹ THIEL, Peter. MASTERS, Blake. *De zero a um: o que aprender sobre empreendedorismo com o Vale do Silício*. 1ª ed., Rio de Janeiro: Objetiva, 2014, p. 14.

¹⁰ PEREIRA, Mário Pedrosa. *Investimentos em startups e seus aspectos jurídicos*. In: SILVEIRA, Pedro (coord.). *Startups: desafios jurídicos*. Recife: Ed. dos Autores, 2022, p. 62.

objetivo central é a busca por um modelo de negócio sustentável e repetível. Mais do que um estágio inicial de uma empresa tradicional, as startups constituem em si próprias um ambiente contínuo de experimentação e validação, no qual o risco e a adaptação são elementos inerentes ao seu processo de geração de valor. Nesse ambiente de incerteza e rápido crescimento, áreas jurídicas, como direito societário e tributário, assumem um papel crucial para a consolidação e o amadurecimento do ambiente de negócios brasileiro.

As startups integram o chamado ecossistema de *venture capital* (em português, “capital de risco”), conjunto de agentes e instrumentos voltados ao financiamento de empresas inovadoras em estágio inicial ou de expansão. O termo *venture capital* deriva da prática de investidores que assumem riscos elevados em troca de um possível retorno exponencial, apoiando negócios que ainda não dispõem de histórico financeiro consolidado, mas apresentam, aos seus olhos, alto potencial de crescimento.

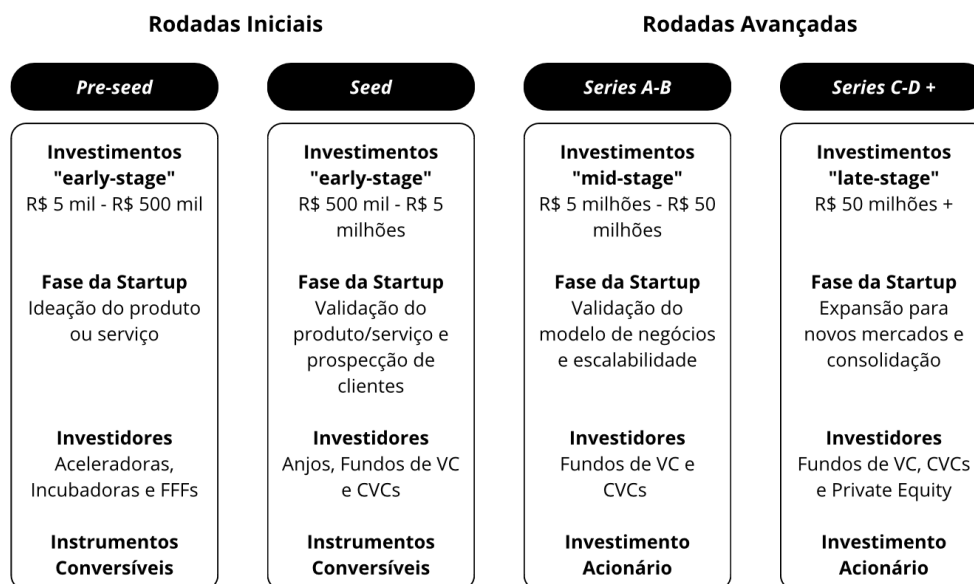
Esse ecossistema é composto por diversos atores, incluindo empreendedores, FFFs¹¹, investidores-anjo¹², aceleradoras¹³ e fundos de investimento, que interagem para fomentar a inovação e a competitividade em um mercado pautado por disrupção, novas tecnologias e alto grau de dinamismo. As rodadas de investimento (*Pre-Seed*, *Seed*, *Series A*, *B*, *C* e subsequentes) representam as etapas sucessivas de aporte de capital em startups, nas quais os investidores investem recursos em troca de participação societária imediata ou futura, a variar conforme o momento da startup e, conseqüentemente, os instrumentos jurídicos utilizados nas respectivas operações.

¹¹ “FFFs” é uma sigla em inglês que engloba “*Family*”, “*Friends*” e “*Fools*”. Representa os investimentos em uma startup ainda em estágio embrionário, quando muitas vezes apenas existe a ideia de um empreendedor. Os aportes, portanto, costumam vir de “familiares”, “amigos” e “tolos”, uma forma coloquial de representar pessoas corajosas e dispostas a investir em uma startup que ainda não saiu do papel, sem necessariamente ter um vínculo de amizade e parentesco com o empreendedor.

¹² Investidores-anjo são pessoas físicas ou jurídicas que financiam startups em rodadas iniciais, costumeiramente agregando não só através de valores em recursos financeiros, mas através de conhecimentos e redes de relacionamento, razão pela qual muitas vezes seus aportes de capital são classificados como “*smart money*” (“dinheiro inteligente”, em tradução livre).

¹³ Segundo Sandro Cortezia, “aceleradoras são entidades jurídicas (com ou sem fins lucrativos) dedicadas a apoiar o desenvolvimento inicial de novos negócios inovadores (startups), por meio de um processo estruturado, com tempo determinado, que inclui seleção, capacitação, mentorias, oportunidades de acesso a mercados, infraestrutura e serviços de apoio, além do aporte de capital financeiro inicial (próprio ou de sua rede de investidores), em troca de uma possível participação societária futura nos negócios acelerados”. Disponível em: <https://anprotec.org.br/site/lideres-tematicos/aceleradoras/>. Acesso em 18 out. 2025.

Figura 1 – Rodadas de Investimento em Startups



Fonte: Autoral

A lógica de os investimentos ocorrerem em rodadas se deve ao fato de que, à medida que são injetados recursos na startup, os investidores podem observar o seu desempenho e como ela reage à infusão. Essa estratégia é denominada “*staging* de capital”, que representa basicamente um contexto de investimentos escalonados, que podem impactar a própria estrutura societária da empresa conforme as rodadas avançam.¹⁴

O risco é inerente a esse modelo, e não à toa a taxa de mortalidade das startups é naturalmente alta. A título de exemplo, em um espaço de cerca de 10 anos, entre janeiro de 2015 e setembro de 2024, 8.258 startups encerraram suas operações no Brasil, número que representa aproximadamente metade dessas empresas inovadoras que estavam ativas no período¹⁵. Nos EUA, apenas em 2024, 966 deixaram de operar, evidenciando a volatilidade do ambiente empresarial de inovação americano¹⁶, igualmente verificada no Brasil.

É justamente nos primeiros meses de operação, momento caracterizado pela ideiação e validação do produto ou serviço inovador, que boa parte das startups se equilibram em uma linha tênue, flertando com a morte, representada pelo encerramento das atividades operacionais,

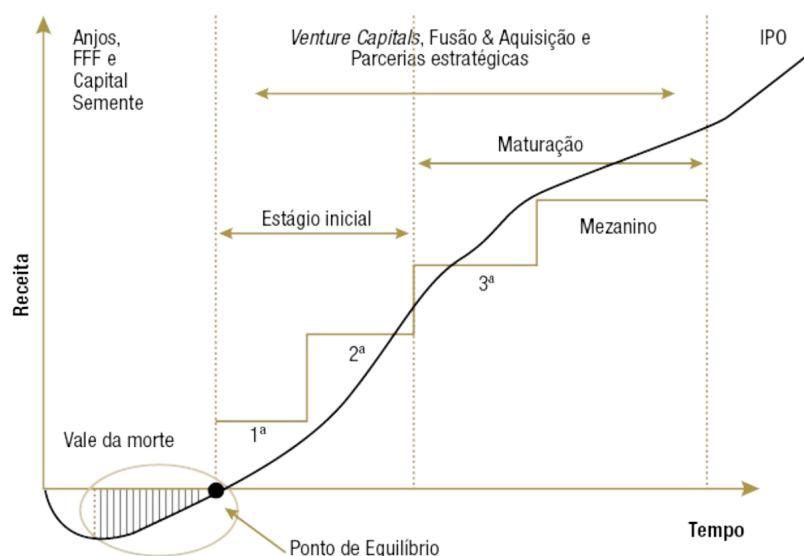
¹⁴ FEIGELSON, Bruno. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 63.

¹⁵ LOUREIRO, Rodrigo. Brasil viu mais de 8 mil startups deixarem de existir na última década. *Infomoney*, 2024. Disponível em <https://www.infomoney.com.br/business/brasil-viu-mais-de-8-mil-startups-deixarem-de-existir-na-ultima-decada/>. Acesso em 20 ago. 2025.

¹⁶ REVISTA EXAME. Startups enfrentam onda de falências com retração de investimentos em 2025. *Exame*, 2025. Disponível em <https://exame.com/negocios/startups-enfrentam-onda-de-falencias-com-retracao-de-investimentos-e-2025-promete-ser-desafiador/>. Acesso em 10 out. 2025.

e o “*breakeven*”, momento em que a startup deixa de amargar prejuízos ao igualar despesas e receitas.¹⁷

Figura 2 – O ciclo de vida das startups



Fonte: Direito das Startups, Bruno Feigelson.

O *breakeven* (ponto de equilíbrio, em tradução livre), representado no gráfico acima, além de marcar a superação de um momento financeiro crítico, também costuma representar uma transição no perfil de agentes que se dispõem a investir na startup. Neste momento, não mais apenas FFFs e investidores-anjo figuram no quadro de investidores, mas também agentes profissionais, marcando a entrada dos chamados *venture capitalists*.

É em meio à entrada desses agentes, então, que surgem temas como estruturas societárias *offshore* e, dentre elas, o *Cayman Sandwich*, tópico central de estudo deste trabalho, em razão da necessidade de adoção de arranjos societários mais complexos e compatíveis com o padrão de exigência do capital de risco internacional, notadamente quando há investidores estrangeiros e os aportes se tornam mais volumosos.

¹⁷ FEIGELSON, Bruno. *Direito das Startups*. São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 50.

2.2. TAX HAVENS, ESTRUTURAS SOCIETÁRIAS INTERNACIONAIS E O PAPEL DAS OFFSHORES

O termo “*offshore companies*”¹⁸ é comumente atribuído às empresas que são constituídas fora do país no qual seus sócios ou controladores operam ou residem. Embora tenham recebido maior relevância nas últimas décadas, sobretudo com o *boom* de empresas de tecnologia transnacionais, a existência de empresas classificadas como “*offshores*”, cuja tradução livre significa “para além da costa”, remonta a séculos atrás.

Historicamente, o embrião das empresas *offshore* pode ser identificado na criação da Companhia das Índias Orientais (*East India Company* – EIC), fundada em 1602. Por meio de uma concessão da Coroa Britânica, investidores privados obtinham autorização para explorar economicamente territórios ultramarinos, em troca de dividir lucros e riscos com o Estado¹⁹. Essa forma de organização antecipava, de certo modo, a ideia de entidades operando fora da jurisdição de seus controladores, ainda que por razões de colonização e comércio exterior, e não de eficiência tributária ou acesso a capital estrangeiro.

Há quem diga, contudo, que no século XVI os ingleses já utilizavam o termo para classificar as atividades desenvolvidas pelos corsários, que após imposição de bloqueios marítimos pela Espanha, foram autorizados pela coroa britânica para saquear embarcações em alto mar por mais de vinte anos, servindo aos interesses ingleses e abrindo caminhos para a consolidação da força naval britânica, após a derrota da Invencível Armada em 1588.²⁰

Não obstante as incertezas a respeito do primeiro uso da nomenclatura, fato relevante é que, com o passar dos séculos, o termo “*offshore*” passou a designar um fenômeno distinto: a constituição de pessoas jurídicas em jurisdições estrangeiras com ambientes regulatórios e tributários favoráveis à condução dos negócios, caracterizados por segurança jurídica, estabilidade política, sigilo sobre a titularidade dos investimentos e pouca ou nenhuma troca de informações a respeito dos beneficiários com o Estado onde residem. No século XX, essas estruturas ganharam novo significado, tornando-se instrumentos de planejamento tributário e

¹⁸ SERIACOPI, Marco Antonio. *Offshore: conceito, vantagens e desafios*. Associação Brasileira das Empresas de Software, 2024. Disponível em: <https://abes.org.br/en/offshore-conceito-vantagens-e-desafios/>. Acesso em: 02 nov. 2025.

¹⁹ CARVALHOSA, Modesto. *Sociedades Anônimas*. 3. ed. rev., atual. e amp. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022, p. 53.

²⁰ O termo “corsário” vem do latim *cursus*, que significa “viagem por mar”. Naquele período, eram outorgadas aos navegantes cartas de corso, que lhes conferiam poder para abordar e saquear frotas marítimas espanholas, que navegavam rumo à Europa com as riquezas trazidas das colônias nas Américas. A outorga de cartas de corso pela corte inglesa era uma forma de resposta à Espanha, que havia bloqueado o tráfego comercial marítimo entre as Ilhas Britânicas e os Países Baixos, sob o poder da sua “Invencível Armada” composta por mais de 130 navios.

de governança corporativa para empresas transnacionais, incluindo empresas de base tecnológica e com caráter inovador, como as startups.

No ecossistema contemporâneo de inovação e capital, as *offshore companies* assumiram papel estratégico nos arranjos societários de startups. Através de um redesenho da cadeia societária, utilizam-se sociedades *holdings* em paraísos fiscais (“*tax havens*”) para centralizar investimentos estrangeiros e facilitar o ingresso de capital de risco em empresas que operam em países emergentes, como o Brasil.

Nesse íterim, embora existam dificuldades em encontrar um conceito internacionalmente uniforme de *tax haven*, importa ressaltar que “paraíso fiscal” é uma expressão comumente utilizada para se referir a jurisdições que não tributam a renda ou que aplicam alíquotas extremamente reduzidas.²¹

A primeira concepção de paraísos fiscais remonta à Grécia Antiga, quando Atenas tributava a uma alíquota de 2% todo o fluxo de importações e exportações que passava pela *pólis*, motivando pequenas ilhas vizinhas a protegerem mercadorias para que pudessem entrar na capital, de modo clandestino, sem a incidência de tributo. A preocupação dos países em classificar internamente o que seriam os *tax havens*, aliás, é recente, com ebulição a partir da década de 90, no contexto pós-guerra fria.²²

Embora o ordenamento jurídico brasileiro não utilize formalmente o termo e, portanto, não defina expressamente o que seria um “paraíso fiscal”, a legislação nacional prevê mecanismos normativos voltados ao combate à evasão fiscal, prática ilícita caracterizada por simulação, fraude ou omissão dolosa e prevista no Código Tributário Nacional²³, e, mais especificamente, aquela oriunda da utilização de entidades *offshore* para fins ilícitos, como lavagem de dinheiro.

Nesse contexto, a legislação brasileira adota as categorias de “países ou dependências com tributação favorecida” e “regimes fiscais privilegiados” para indicar jurisdições que possuem tributação baixa ou mesmo inexistente, o que corresponderia à noção de paraíso fiscal adotada pelo legislador nacional.

²¹ Cf. ORLOV, Mykola. *The Concept of Tax Haven: A Legal Analysis*. Intertax, v. 32. Amsterdam: Kluwer Law International, 2004, pp. 95-111.

²² ALMEIDA, Carlos Otávio Ferreira de. *Tributação Internacional da Renda: A Competitividade Brasileira à Luz das Ordens Tributária e Econômica* – Série Doutrina Tributária v. XII. São Paulo: Quartier Latin, 2014, p. 105-106.

²³ Código Tributário Nacional. Art. 116, Parágrafo único. A autoridade administrativa poderá desconsiderar atos ou negócios jurídicos praticados com a finalidade de dissimular a ocorrência do fato gerador do tributo ou a natureza dos elementos constitutivos da obrigação tributária, observados os procedimentos a serem estabelecidos em lei ordinária.

Originalmente, o artigo 24 da Lei nº 9.430/1996²⁴ estabeleceu que um país seria considerado de tributação favorecida quando não tributasse a renda ou a tributasse à alíquota máxima inferior a 20%. Posteriormente, com a Lei nº 11.727/2008²⁵, foi acrescido o §4º ao referido artigo, vigente até o presente momento, que ampliou o conceito para incluir também os países ou dependências cuja legislação não permita o acesso a informações sobre a composição societária, titularidade ou identificação do beneficiário efetivo de rendimentos atribuídos a não residentes.²⁶

Além disso, a Instrução Normativa RFB nº 1.037/2010²⁷ relaciona os países e dependências considerados de tributação favorecida, seja por não tributarem a renda, por aplicarem alíquotas inferiores a 17%, ou por restringirem o acesso a informações societárias.

Embora não exista uma definição global uníssona de o que efetivamente configura “paraíso fiscal”, haja vista o amplo leque normativo existente em diferentes países comercialmente interligados, cada qual com a sua tradição e base jurídica, o modelo de estruturação *offshore* de startups está entrelaçado às jurisdições e regimes que, à luz do ordenamento jurídico brasileiro, são considerados de tributação favorecida ou regime fiscal privilegiado.

As razões para essa estruturação, contudo, não se restringem a aspectos tributários, e muito menos possuem finalidade ilícita, em que pese o risco reputacional existente na estruturação societária em paraísos fiscais, sobretudo em razão de escândalos a nível global, como o Pandora Papers, ou de discussões a respeito da moralidade fiscal.²⁸

Dentre as variadas motivações para o uso de paraísos fiscais na cadeira societária da startup, é possível citar o desconhecimento dos modelos jurídicos utilizados no Brasil por

²⁴ BRASIL. Lei nº 9.430, de 27 de dezembro de 1996. Dispõe sobre a legislação tributária federal. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19430.htm. Acesso em: 3 nov. 2025.

²⁵ BRASIL. Lei nº 11.727, de 23 de junho de 2008. Dispõe sobre medidas tributárias destinadas a estimular os investimentos e a modernização do setor de turismo, a reforçar o sistema de proteção tarifária brasileiro, a estabelecer a incidência de forma concentrada da Contribuição para o PIS/Pasep e da Cofins na produção e comercialização de álcool; altera diversas leis. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/111727.htm. Acesso em: 28 out. 2025.

²⁶ SCHOUERI, Luís Eduardo, COSTA, Renan Baleeiro. Da Concretização da Noção de Paraíso Fiscal no Direito Brasileiro – A Distinção entre os Conceitos de Jurisdição de Tributação Favorecida e Regime Fiscal Privilegiado para Fins de Aplicação do art. 8º da Lei no 9.779/1999. In: OLIVEIRA, José André W. Dantas, SANT’ANNA, Carlos, ROSENBLATT, Paulo. (coords.). *Direito Tributário: estudos em homenagem a Ricardo Mariz de Oliveira*. 1. Ed. Recife: Ordem dos Advogados do Brasil, 2023, p. 419-438.

²⁷ RECEITA FEDERAL DO BRASIL. Instrução Normativa RFB nº 1037, de 4 de junho de 2010. Disponível em: <https://normasinternet2.receita.fazenda.gov.br/#/consulta/externa/16002/visao/vigente>. Acesso em: 13 ago. 2025.

²⁸ BBC. Pandora Papers: o que o megavazamento revela sobre a riqueza e negócios secretos de líderes mundiais. BBC, 2021. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-58786545>. Acesso em 27 set. 2025.

investidores estrangeiros e a falta de previsibilidade e de confiança nas instituições da América Latina, que acabam condicionando os aportes à estruturação jurídica *offshore* da startup.²⁹

2.3. O MODELO *CAYMAN SANDWICH*: ORIGEM, ESTRUTURA E IMPLICAÇÕES JURÍDICAS

Em 1503, já em sua quarta expedição rumo ao “Novo Mundo”, Cristóvão Colombo avistou pela primeira vez um arquipélago caribenho composto por três ilhas situadas ao sul do território onde hoje está localizada Cuba. Alguns séculos depois, as três ilhas (Cayman Brac, Pequena Cayman e Grande Cayman) viriam a se tornar um território ultramarino britânico denominado “Ilhas Cayman”.³⁰

No Brasil e em muitos outros países, as Ilhas Cayman são consideradas um “paraíso fiscal”. O art. 1º, XV, da IN RFB nº 1.037/2010 classifica o território como sendo uma dependência com tributação favorecida, o que, a depender da forma de estruturação do arranjo societário da startup, implica a aplicação de regras específicas sobre tributação de controladas no exterior e presunção de distribuição de lucros, conforme disposto na Lei nº 12.973/2014 e na Lei das Offshores.

Não obstante essas restrições e as contínuas discussões sobre a forma de tratamento da legislação brasileira a *tax havens*, o território ultramarino britânico mantém-se entre os principais destinos para a transferência de patrimônio por brasileiros, consolidando sua posição como uma das jurisdições mais emblemáticas no cenário internacional de tributação favorecida.³¹

Ao longo dos anos, as Ilhas Cayman se desenvolveram como um dos principais centros financeiros internacionais, apoiado em um ambiente jurídico eficiente e com raízes do *common law* inglês. O país construiu um setor de serviços altamente especializado na constituição e administração de *offshore companies*, o que lhe conferiu reputação de jurisdição segura e

²⁹ Fonseca, Mariana. Estrutura jurídica offshore: Delaware Tostada ou Cayman Sandwich, qual o próximo passo para sua startup brasileira? *Latitud Ventures*, 2023. Disponível em: <https://www.latitud.com/blog/estrutura-juridica-offshore-cayman-sandwich-delaware-tostada>. Acesso em: 22 set. 2025.

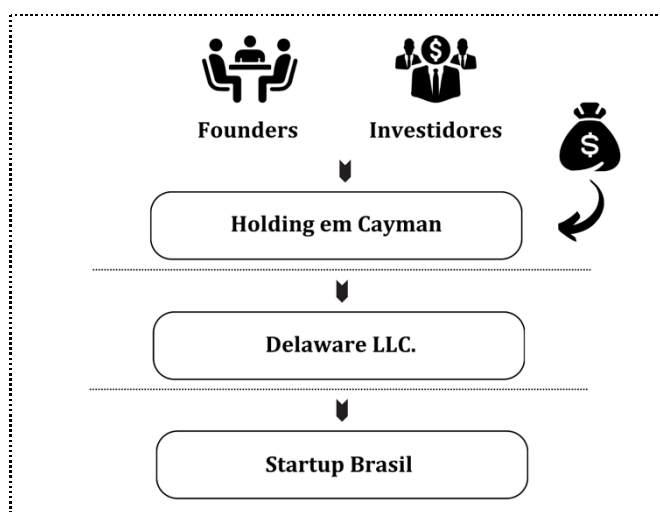
³⁰ Antes de serem assim nomeadas, as Ilhas Cayman foram chamadas por Cristóvão Colombo de “Las Tortugas”, pelo alto número de tartarugas nas redondezas. Posteriormente, Cayman ficou conhecida como a “Ilhas dos Lagartos” e “Caymanas”, em razão de uma espécie de crocodilo que habitava os mares ao redor das ilhas.

³¹ SHINOHARA, Gabriel. Por que os brasileiros mandam dinheiro para paraísos fiscais? As ilhas Cayman, território ultramarino britânico no Caribe, lidera o ranking de países que mais recebem investimentos desde 2014. *O Globo*, 2020. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/epoca/brasil/por-que-os-brasileiros-mandam-dinheiro-para-paraissos-fiscais-24657758>. Acesso em 03 set. 2025.

funcional para fins de investimentos globais, atraindo, além de milionários de todo o mundo, sedes de empresas de diversos setores.³²

Consequentemente, esse ambiente se tornou igualmente atrativo para o ecossistema de inovação. Atualmente, as Ilhas Cayman figuram como um dos principais polos de constituição de *holdings* internacionais, especialmente dentro do chamado modelo *Cayman Sandwich*, estrutura na qual uma entidade constituída sob as leis de Cayman atua como controladora exclusiva de uma empresa intermediária em outra jurisdição (geralmente em Delaware, EUA), que, por sua vez, detém integralmente as quotas da startup brasileira, normalmente organizada sob a forma de sociedade limitada.

Figura 3 – O *Cayman Sandwich*



Fonte: Autoral

Essa arquitetura societária permite centralizar o investimento estrangeiro na *holding* e facilitar a entrada de agentes de *venture capital* dentro de uma moldura jurídica de menor risco e maior previsibilidade regulatória. Além dessas motivações extrafiscais, contudo, também existem benefícios de ordem tributária. Na ilha, não há tributos incidentes sobre renda corporativa, ganhos de capital, dividendos ou pagamento de principal ou juros³³. Também não

³² CASTELLANOS, Daniel Salazar. Fuga de Milionários: Ilhas Cayman e Bermudas podem atrair US\$ 3,7 bi este ano. *Bloomberg Línea*, 2025. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/negocios/como-as-ilhas-cayman-e-bermudas-se-tornaram-polos-de-atracao-para-milionarios/>. Acesso em 02 set. 2025.

³³ PWC. Cayman Islands – Individual – Taxes on Personal Income. Disponível em <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/individual/taxes-on-personal-income>. Acesso em 07 out. 2025.

é necessário o preenchimento de qualquer declaração de imposto de renda, formulário ou procedimento para fins de comprovação da regularidade fiscal.³⁴

Trata-se, portanto, de uma forma de busca por simplicidade, eficiência e redução de encargos visada por gestores da startup, mas que são bem vistas aos olhos dos investidores, que entram no negócio através das rodadas de financiamento já calculando o momento da saída. A esse respeito, leciona Mariz de Oliveira:

*“Nenhuma pessoa ou agente econômico pretende (ou pode ser obrigado a) gastar mais se puder gastar menos, e para isto procura uma mercadoria menos cara, um aluguel mais barato, um frete mais em conta etc., e também um modo de operar e agir que incida em menores encargos tributários. No âmbito das empresas, tal prática inclusive é obrigação dos seus gestores, conforme se depreende do art. 153 da Lei no 6.404 e do art. 1011 do Código Civil, pois a empresa se destina a produzir lucro, e lucro se obtém com maiores receitas ou menos custos (o lucro não “cai do céu”, é resultado do labor).”*³⁵

O uso dessa estrutura objetiva, conforme já antecipado, viabilizar a entrada de capital estrangeiro em empresas brasileiras de tecnologia e inovação, uma vez que simplifica os procedimentos relativos a uma eventual alienação de participações societárias (os “*exits*”), através, inclusive, de modelos contratuais elaborados pela National Venture Capital Association (NVCA).³⁶

A utilização de modelos construídos e publicados pela NVCA é uma prática consolidada não só nas Ilhas Cayman, como também em outras jurisdições costumeiramente utilizadas como sede fiscal de empresas, especialmente em operações de *venture capital*. Instrumentos como o “*Certificate of Incorporation*”, o “*Stock Purchase Agreement*”, o “*Investors’ Rights Agreement*”, o “*Right of First Refusal*”, o “*Co-Sale Agreement*” e o “*Voting Agreement*”, funcionam como modelos contratuais amplamente reconhecidos e utilizados em todo o ecossistema global de investimentos em startups, além de estarem disponíveis gratuitamente no portal da associação, onde são atualizados periodicamente.³⁷

A adesão a esse padrão confere elevado grau de previsibilidade jurídica e reduz substancialmente os custos de transação, uma vez que investidores, advogados e

³⁴PWC. Cayman Islands – Individual – Tax Administration. Disponível em: <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/individual/tax-administration>. Acesso em 07 out. 2025.

³⁵ OLIVEIRA, Ricardo Mariz de. Fundamentos do Planejamento Tributário. Revista Direito Tributário Atual, n. 47, p. 624-638, 2021, p. 616-617.

³⁶ A NVCA (National Venture Capital Association) é uma associação sem fins lucrativos que atua no ecossistema de capital de risco dos EUA e, dentre outras ações, elabora e fornece modelos de instrumentos jurídicos para financiamento de atividades de *venture capital*.

³⁷ NVCA. Model legal Documents. NVCA, 2025. Disponível em: <https://nvca.org/model-legal-documents/>. Acesso em: 20 nov. 2025.

empreendedores já conhecem as cláusulas, os mecanismos de governança e as práticas negociais neles previstas. Dessa forma, a familiaridade dos agentes envolvidos com os modelos da NVCA permite que rodadas de investimento sejam concluídas de forma mais dinâmica e segura, com menor necessidade de adaptações contratuais complexas.³⁸

A combinação desses fatores justifica, em partes, por que Cayman se tornou um verdadeiro abrigo de startups e, muitas vezes, de investidores, mediante a constituição de veículo de investimentos. De acordo com dados recentes, o número de fundos privados registrados junto à Cayman Islands Monetary Authority (CIMA) ultrapassou a marca de 30 mil veículos até o final de 2024, refletindo um ambiente de forte dinamismo e diversificação setorial. A ilha tem atraído especialmente fundos voltados para tecnologia, *fintechs*, *blockchain*, Web3, inteligência artificial e *healthtechs*, setores que também vêm recebendo capital proveniente da América Latina.³⁹

À luz da legislação tributária brasileira, não há vedação expressa à constituição ou utilização de *holdings* em jurisdições com tributação favorecida ou regime fiscal privilegiado. O art. 146 da Constituição Federal, ao reservar à lei complementar a disciplina de normas gerais em matéria tributária, impõe limites à atuação discricionária da administração pública, vedando a tributação por analogia ou por presunção de ilicitude de arranjos lícitos, conforme também expresso no art. 108, I, do Código Tributário Nacional.

A criação de pessoas jurídicas no exterior, ainda que em paraísos fiscais, portanto, não configura ilícito *per se*, uma vez que a presunção de ilicitude viola o princípio da liberdade econômica e da livre iniciativa do contribuinte. Não há que se falar sequer em abuso na estruturação, porque a figura do “abuso de direito” deriva do Código Civil, sendo esta lei ordinária e, conseqüentemente, incapaz de estabelecer normas gerais tributárias.⁴⁰

Assim, apesar deste estudo entender que há motivos extrafiscais na estruturação do *Cayman Sandwich*, notadamente o acesso a capital estrangeiro, a uniformização contratual ou a inserção em cadeias globais de investimento, entende-se que não se pode qualificar o *Cayman Sandwich* como ilícita apenas por resultar em eficiência tributária. Como observa Mariz de

³⁸ SEEDLEGALS. *NVCA Model Legal Documents: The complete guide for founders*. Seedlegals, 2024. Disponível em: <https://seedlegals.com/us/resources/nvca-model-legal-documents/>. Acesso em: 14 set. 2025.

³⁹ CHAMBERS & PARTNERS. *Venture Capital 2025 – Cayman Islands – Law and Practice / Trends and Developments*. Disponível em <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/venture-capital-2025/cayman-islands>. Acesso em 01 jun. 2025.

⁴⁰ HALPERIN, Eduardo Kowarich. *Propósito Negocial no Direito Tributário*. Revista Direito Tributário Atual n° 53, ano 41. p. 141-164, pp. 162. São Palo: IBDT, 1º quadrimestre 2023. Disponível em: <https://revista.ibdt.org.br/index.php/RDTA/article/view/2301>. Acesso em 10 out. 2025.

Oliveira, a busca por menores encargos fiscais não constitui desvio de finalidade, mas exercício racional da liberdade econômica assegurada pela Constituição Federal.

Em similar sentido, leciona Edmar Oliveira que:

*“no âmbito das relações de direito privado, a busca da eficiência no cumprimento das obrigações tributárias em função das demandas dos interesses estabelecidos em torno da empresa constitui um dever de todo administrador. A eficiência vai além do princípio da economicidade (a melhor relação entre custo e benefício); ela abrange a busca da citada relação e também da melhoria contínua dos processos econômicos e da distribuição de bens. (...) O dever de diligência que é cometido a todo administrador de uma sociedade empresária tem uma finalidade: ser eficiente sem ofender a ordem jurídica. Este dever impõe a adoção de medidas de planejamento tributário: afinal se este pressupõe – sempre – ações ou omissões lícitas que sejam adotadas antes da ocorrência do fato gerador e que observa as formas e as condições exigidas em lei e não causa prejuízo ao Estado arrecadador, ele está inserido no âmbito do ‘dever de diligência’ e lealdade que é inerente à condição de administrador.”*⁴¹

No caso do *Cayman Sandwich*, o desenho societário representa uma forma de arranjo societário que confere maior eficiência tributária e facilita a conexão entre startups latino-americanas a investidores globais, em um ambiente de maior segurança institucional e jurídica. Ademais, a adoção dos instrumentos NVCA nas Ilhas Cayman torna o ciclo de investimento mais célere, fortalecendo um ecossistema de conexão entre investidores institucionais, fundos de tecnologia e empreendedores de mercados menos desenvolvidos.

Criminalizar ou desconsiderar automaticamente essa estrutura seria, em última instância, negar o caráter legítimo do planejamento tributário e a racionalidade econômica de empresas de caráter inovador, que buscam eficiência sem transgredir os limites da legalidade.

⁴¹ ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. Planejamento Tributário. São Paulo: Saraiva, 2009, p. 77.

3. DELAWARE COMO JURISDIÇÃO PARA STARTUPS

3.1. POR QUE DELAWARE? ANÁLISE REGULATÓRIA E ATRATIVIDADE JURÍDICA

O estado de Delaware, EUA, localizado na costa leste dos Estados Unidos, é reconhecido internacionalmente como o maior centro de constituição de sociedades empresárias do mundo, com mais de 1,9 milhão de empresas registradas, incluindo dois terços das companhias listadas na Fortune 500⁴². Essa alta representatividade resulta de um conjunto de fatores, tornando o estado umas das jurisdições mais bem quistas do ecossistema de *venture capital*.⁴³

O alicerce dessa atratividade é a Delaware General Corporation Law (DGCL), principal arcabouço de normas jurídicas societárias do estado, amplamente considerada uma das legislações empresariais mais avançadas do mundo. A DGCL confere grande autonomia contratual às sociedades, permitindo que acionistas e administradores moldem com maior grau de liberalidade a estrutura de governança da empresa. Essa liberdade é expressa, por exemplo, no §102(b)(1), que autoriza a inclusão, no *Certificate of Incorporation*⁴⁴, de quaisquer disposições relativas à administração e aos direitos de acionistas, desde que não contrariem as leis do estado.⁴⁵

A força do direito societário de Delaware repousa, portanto, na sua natureza contratualista. O ordenamento jurídico local parte do princípio de que a relação entre acionistas, administradores e credores deve ser regida por contratos e estatutos elaborados segundo a vontade das partes, com mínima interferência estatal. Essa filosofia jurídica, consolidada desde o século XIX, encontra respaldo na jurisprudência da *Delaware Court of Chancery*, tribunal especializado em matérias empresariais.

⁴² DELAWARE DEPARTMENT OF STATE. Business. Disponível em <https://sos.delaware.gov/departments-state-responsibilities/business/>. Acesso em: 13 out. 2025.

⁴³ ARGUETA, Armando. Delaware incorporation: Benefits, drawbacks and how-to steps. *Silicon Valley Bank*, 2025. Disponível em <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/why-incorporate-in-delaware/>. Acesso em 08 out. 2025.

⁴⁴ O Certificate of Incorporation (CoI) é o ato constitutivo de uma empresa nos Estados Unidos e, em termos aproximados, equivale ao Contrato ou Estatuto Social no Brasil, a variar conforme o tipo societário adotado.

⁴⁵ Delaware General Corporation Law, 8 Del. C. § 102(b)(1). In addition to the matters required to be set forth in the certificate of incorporation by subsection (a) of this section, the certificate of incorporation may also contain any or all of the following matters: (1) Any provision for the management of the business and for the conduct of the affairs of the corporation, and any provision creating, defining, limiting and regulating the powers of the corporation, the directors, and the stockholders, or any class of the stockholders, or the governing body, members, or any class or group of members of a nonstock corporation; if such provisions are not contrary to the laws of this State. Any provision which is required or permitted by any section of this chapter to be stated in the bylaws may instead be stated in the certificate of incorporation.

Criada em 1792, a *Court of Chancery* é composta por juízes especializados e atua sem júri, decidindo com base em equidade e precedentes. Sua reputação consolidou Delaware como sinônimo de previsibilidade judicial, uma vez que seus julgados são amplamente citados e servem de parâmetro para tribunais de outros estados e até de outros países.⁴⁶

A filosofia interpretativa da Corte é pragmática, adotando o entendimento de que o papel do Judiciário é preservar o equilíbrio contratual e a expectativa legítima dos investidores, evitando decisões que possam gerar insegurança econômica. Ademais, a Corte possui como característica histórica não se apegar de forma irrestrita a tecnicidades processuais ou doutrinas restritivas, possuindo, portanto, uma orientação no sentido de desenvolver e aplicar remédios que possam aliviar causas que, muitas vezes, não podem ser solucionadas através dos dispositivos legais existentes.⁴⁷

Em que pese essa abordagem possa levar a discussões sobre a flexibilização de determinadas garantias processuais, tema ao qual este estudo não se propõe a discutir, a exemplo do devido processo legal, inegável é que o estado de Delaware se projetou, através de uma legislação societária pró-negócio e do seu sistema jurisdicional, com um tribunal especializado em questões societárias, como um polo de confiança que o consolidou como um importante epicentro de constituição de sociedades empresárias.

3.2. MODELOS SOCIETÁRIOS EM DELAWARE: CORPORATION VS. LLC

A DGCL prevê diferentes tipos societários para a constituição de sociedades empresárias, mas as duas estruturas mais relevantes no contexto do *Cayman Sandwich* são a *corporation*, adotando o modelo de “C-Corp” para fins tributários, e a “Limited Liability Company” (LLC).

A *corporation* é um dos tipos societários previstos na legislação americana passíveis de serem utilizados por startups que pretendem captar investimentos. Trata-se de uma pessoa jurídica separada de seus acionistas, que uma vez submetida ao regime fiscal das C-Corps,

⁴⁶ DELAWARE COURTS JUDICIAL BRANCH. Judicial Offers. The Delaware Judiciary, 2025. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/judges.aspx#:~:text=The%20Delaware%20Court%20of%20Chancery,civil%20rights%2C%20and%20commercial%20litigation>. Acesso em: 27 out. 2025.

⁴⁷ Neste sentido, apontam William T. Quillen e Michael Hanrahan que: “unlike its extinct English ancestor, the High Court of Chancery of Great Britain, Delaware's Court of Chancery has never become so bound by procedural technicalities and restrictive legal doctrines that it has failed the fundamental purpose of an equity court--to provide relief suited to the circumstances when no adequate remedy is available at law. The historical roots are deep but the Delaware bloom remains fresh.”. DELAWARE COURT OF CHANCERY. *A Short History of the Court of Chancery*. Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em 20 set. 2025.

estará sujeita à tributação corporativa federal (atualmente de 21%)⁴⁸, e, se constituída em Delaware, à *Delaware Corporate Tax* (8,7%), ressalvado que esta não incide sobre os rendimentos obtidos fora do estado. Por gerar a chamada “dupla tributação” (sobre o lucro corporativo e sobre os dividendos distribuídos), a depender dos casos, esse modelo pode ser preterido por fundadores latino-americanos cujo objetivo consista em tornar o processo de venda da empresa mais eficiente.

Além disso, as *corporations* que adotarem o modelo de C-Corps estão obrigadas à submissão do Annual Report e ao pagamento de uma *Annual Franchise Tax* equivalente a, pelo menos, US\$ 175.00. Caso a entidade possua 25% ou mais de participação societária estrangeira, também estará sujeita à apresentação do “Form 5472”, que, se não entregue, sujeitará a companhia ao pagamento de uma multa no valor de US\$ 25,000.00. A estruturação *offshore* de um veículo intermediário sob o regime de uma C-Corp, portanto, requer a atenção devida e cumprimento rigoroso de obrigações contábeis e jurídicas, sob o risco de graves penalidades sobre a entidade.⁴⁹

Já a LLC (Limited Liability Company ou Sociedade de Responsabilidade Limitada, em tradução livre), introduzida em Delaware em 1992, é o tipo societário mais comum nos Estados Unidos. Exceto caso opte de modo diverso, a LLC é tratada como uma “*pass-through entity*” (entidade permeável, em tradução livre) para fins tributários, ou seja, seus lucros não são tributados na pessoa jurídica, mas diretamente na pessoa física dos sócios, conforme as alíquotas aplicáveis no país de origem dos beneficiários (entre 10% e 37% nos EUA).⁵⁰

As LLCs, embora não estejam sujeitas a *withholding taxes* (tributos retidos na fonte, em tradução livre), possuem uma *Annual Franchise Tax* um pouco mais alta em relação às C-

⁴⁸ ANCHETA, Andrew. What Is a C Corp? Definition, Pros & Cons, and Taxes. Investopedia, 2025. Disponível em:

<https://www.investopedia.com/terms/c/c-corporation.asp#:~:text=C%20corporations%20can%20pay%20corporate,is%2021%25%20as%20of%202025>.

Acesso em 30 ago. 2025.

⁴⁹ O Internal Revenue Service disponibiliza instruções atualizadas para estrangeiros que detenham participações societárias em corporations: “Penalties for failure to file Form 5472. A penalty of \$25,000 will be assessed on any reporting corporation that fails to file Form 5472 when due and in the manner prescribed. The penalty also applies for failure to maintain records as required by Regulations section 1.6038A-3”. Disponível em <https://www.irs.gov/pub/irs-pdf/i5472.pdf#:~:text=Penalties%20for%20failure%20to%20file%20Form%205472,records%20as%20required%20by%20Regulations%20section%201.6038A%2D3>. Acesso em: 20 ago. 2025.

⁵⁰ THOMSON REUTERS. Pass-through entity: Overview and FAQs. Disponível em <https://tax.thomsonreuters.com/en/glossary/pass-through-entity#:~:text=LLCs%20are%20considered%20pass%2Dthrough,the%20individual%20income%20tax%20rate>. Acesso em 22 out. 2025.

Corps, equivalente a US\$ 300.00, que se soma a uma taxa variável conforme os lucros da empresa.⁵¹

As LLCs também podem eleger ser tratadas como *corporations* para fins tributários; o contrário, contudo, não é permitido. Por serem consideradas “*pass-through entities*”, as pessoas jurídicas constituídas sob a forma de LLCs estaduais, não sujeitas ao imposto de renda federal, e cuja participação societária seja composta por não residentes, são consideradas pela lei brasileira como entidades beneficiárias de “regime fiscal privilegiado”, conforme será melhor discutido no capítulo adiante.⁵²

As diferenças entre as LLCs e as *corporations*, sobretudo quando adotado o modelo de C-Corp, são fundamentais para que fundadores de startups tenham discernimento dos riscos que incorrem a depender da estrutura jurídica selecionada. Neste contexto, um dos casos mais emblemáticos, que reflete os perigos de uma má estruturação do *Cayman Sandwich* no contexto do *venture capital* brasileiro, é o da venda do Grupo ZAP Viva Real para a OLX.

Fundada pelo norte-americano Brian Requarth em 2009, a Viva Real era a concretização de um projeto ambicioso, que pretendia ser um novo “Mercado Livre de imóveis”. Inicialmente, a empresa estava constituída sob a forma de LLC na Califórnia, com subsidiárias operando no Brasil. Após algum tempo de operação e conversas com advogados norte-americanos, Requarth recebeu a recomendação para que, ao invés de uma LLC, a *holding* controladora das sociedades operacionais no Brasil fosse uma C-Corp sediada em Delaware.

Conforme relatou em artigo de autoria própria, Requarth acatou a sugestão.⁵³

Em 2017, a Viva Real combinou os negócios com a ZAP, a sua maior concorrente no mercado imobiliário, criando o Grupo ZAP Viva Real. Dois anos depois, o grupo recebeu uma proposta de compra pela OLX Brasil, que terminou na sua aquisição por R\$ 2,9 bilhões em novembro de 2020.⁵⁴

⁵¹ Delaware Limited Liability Company Act, 6 Del. C. §18-11.07 (b). Every domestic limited liability company and every foreign limited liability company registered to do business in the State of Delaware shall pay an annual tax, for the use of the State of Delaware, in the amount of \$300. There shall be paid by or on behalf of each registered series of a domestic limited liability company an annual tax, for use of the State of Delaware, in the amount of \$75 per registered series.

⁵² IN RFB nº 1.037/2010. Art. 2º São regimes fiscais privilegiados: (...) VII - com referência à legislação dos Estados Unidos da América, o regime aplicável às pessoas jurídicas constituídas sob a forma de Limited Liability Company (LLC) estaduais, cuja participação seja composta de não residentes, não sujeitas ao imposto de renda federal.

⁵³ REQUARTH, Brian. Nós pagamos US\$ 100 milhões em impostos por causa de um erro de principiante. Veja como evitá-lo. Latitud, 2022. Disponível em: <https://www.latitud.com/blog/erro-impostos-100-milhoes-brian-requarth-viva-real-latitud-go>. Acesso em: 20 out. 2025.

⁵⁴ G1. OLX conclui compra de 100% do Grupo ZAP por R\$ 2.9 bilhões. G1, 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2020/11/03/olx-conclui-compra-do-grupo-zap-por-r-29-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 02 nov. 2025.

Durante as tratativas para a realização da operação, o arranjo societário do Grupo ZAP Viva Real era composto por sociedades operacionais no Brasil, uma C-Corp intermediária em Delaware, EUA, e uma *holding* nas Ilhas Cayman. Contudo, por se tratar de uma C-Corp, a OLX não aceitou adquirir as ações da *holding* em Cayman, e propôs a aquisição diretamente das quotas das sociedades operacionais brasileiras, o que configuraria uma “venda de ativos”, gerando aos vendedores um ônus tributário consideravelmente superior.

No total, o empresário afirma ter pago mais de US\$ 100 milhões em impostos nos Estados Unidos para consumir a operação, sem nunca ter efetivamente produzido ou prestado serviços em solo americano. Desse modo, o caso reflete a necessidade de adequação da estrutura societária de startups brasileiras conforme as prioridades estabelecidas pelo empreendedor, a fim de evitar frustrações ao longo da trajetória e, principalmente, nas etapas de desinvestimento.

3.3. PROTEÇÃO JURÍDICA E PREVISIBILIDADE PARA INVESTIDORES

A previsibilidade jurídica de Delaware deriva, dentre outros fatores, de um histórico consistente de decisões judiciais. A Court of Chancery consolidou ao longo de mais de dois séculos uma tradição de decisões técnicas e estáveis, que servem como referência global em direito societário. Casos emblemáticos, como *Smith v. Van Gorkom* (1985)⁵⁵, moldaram os parâmetros contemporâneos dos deveres fiduciários de administradores, reforçando a proteção aos acionistas e a legitimidade das decisões empresariais baseadas no “*business judgment rule*” (regra do juízo empresarial, em tradução livre), princípio segundo o qual o poder judiciário não deve interferir em escolhas de gestão realizadas de boa-fé e com diligência razoável por parte dos administradores ou diretores da companhia.⁵⁶

Essa tradição institucional confere aos investidores segurança jurídica, elemento que, conforme mencionado no início deste estudo, é visto por investidores como carente no Brasil, o que reduz a quantidade de conflitos societários e permite um grau de previsibilidade que

⁵⁵ DELAWARE SUPREME COURT. Case 488 A.2d 858 (1985). Disponível em <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/488-a-2d-858-4.html>. Acesso em: 27 ago. 2025.

⁵⁶ Thomas C. Wagner, *Smith v. van Gorkom*, 488 A.2d 858 (Del. 1985), 14 Fla. St. U. L. Rev. 109 (1986), p. 1: “The Business Judgment Rule is a judicially developed principle of corporate governance that has evolved into a fundamental part of American corporate law over the last 150 years. Although courts and commentators have articulated a variety of formulations of the rule, defensive use of the Business Judgment Rule has developed largely for two reasons: first, to protect officers and directors from personal liability for misjudgments made in the good faith performance of their corporate duties; and second, out of recognition that judges are not business experts qualified to evaluate complex commercial transactions.”. Disponível em: <https://ir.law.fsu.edu/ir/vol14/iss1/4>.

assegura, tanto para os investidores quanto para os órgãos de administração das companhias, um cálculo de consequências sobre as ações mais apurado.

No contexto das startups brasileiras, a utilização de Delaware em estruturas como o *Cayman Sandwich* tem importância prática e simbólica. O chamado “*corporate flip*” (inversão societária, em tradução livre), que consiste em uma operação de reorganização societária pela qual a startup transfere sua estrutura de capital para uma entidade em Delaware, permite a compatibilização com os padrões internacionais de investimento, facilita a entrada de fundos estrangeiros e reduz barreiras legais para futuros *exits*, seja através de operações de M&A, seja através da abertura de capital.

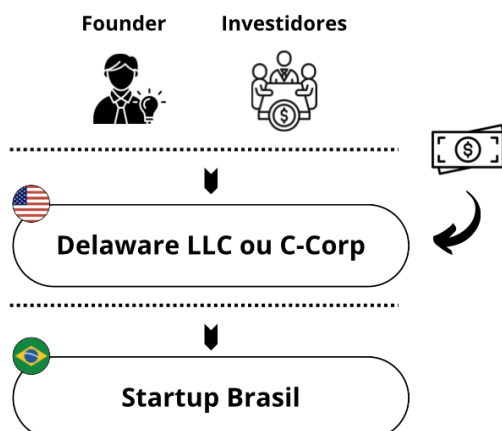
Esse movimento também tem reflexos no Brasil. Em julgamentos do CARF (Conselho Administrativo de Recursos Fiscais), discute-se com frequência a presença de propósito negocial (“*business purpose*”) em reorganizações societárias internacionais. Embora o tema do propósito negocial no direito tributário já tenha sido brevemente abordado neste trabalho, bem como seja um alvo de debates que abrange múltiplas teorias e classificações, prevalece o entendimento de que a simples busca por economia tributária não torna a operação ilícita.⁵⁷

Em muitos casos, a estruturação de um *Cayman Sandwich* passa, antes, pela estruturação de uma estrutura chamada “Delaware Tostada”, cuja diferença em relação ao primeiro consiste apenas na inexistência de uma camada acima da entidade constituída em Delaware. Essa estrutura funciona como uma alternativa menos complexa em relação ao *Cayman Sandwich*, sendo voltada especialmente para empresas com menor grau de maturidade, em um contexto mais centrado para otimização tributária e elaboração de *stock option plans*, mas não para a realização de *exits*.⁵⁸

⁵⁷ Neste sentido: “Não existe regra federal ou nacional que considere negócio jurídico inexistente ou sem efeito se o motivo de sua prática foi apenas economia tributária. Não tem amparo no sistema jurídico a tese de que negócios motivados por economia fiscal não teriam “conteúdo econômico” ou “propósito negocial” e poderiam ser desconsiderados pela fiscalização. O lançamento deve ser feito nos termos da lei.” (CARF - RECURSO VOLUNTARIO: 15746.722264/2021-12 1201-006.994, Relator.: Alexandre Evaristo Pinto, Data de Julgamento: 10/09/2024, Data de Publicação: 31/10/2024).

⁵⁸ DUARTE, Rafael. Guia de Internacionalização de sua startup – Cayman Sandwich como modelo mais eficiente. Caputo Duarte Advogados, 2022. Disponível em: <https://caputoduarte.com.br/guia-de-internacionalizacao-de-sua-startup-cayman-sandwich-como-modelo-mais-eficiente/>. Acesso em: 12 out. 2024.

Figura 4 – A Delaware Tostada



Fonte: Autoral

Neste sentido, ressalte-se que *stock option plans* (plano de opção de ações, em tradução livre) são planos elaborados por empresas de variados portes, desde startups em estágio inicial até aquelas que já estejam mais maduras, que oferecem a colaboradores-chave, como executivos, o direito a realizar a compra de ações da empresa em que trabalham a partir de um determinado momento, a um valor inferior ao de mercado.

Trata-se, objetivamente, de um mecanismo de incentivo a longo prazo, que alinha as expectativas dos fundadores, colaboradores e investidores no sentido de desenvolver e escalar a startup para benefício de todos que nela estão envolvidos.

Desse modo, a adoção de Delaware como jurisdição intermediária através da constituição de C-Corps ou LLCs no estado não deve ser vista como evasão fiscal, mas como instrumento legítimo de governança e internacionalização, integrando o conjunto de estratégias empresariais que sustentam o modelo do *Cayman Sandwich*, cuja finalidade é harmonizar segurança jurídica, eficiência tributária e atração de capital estrangeiro.

4. ASPECTOS TRIBUTÁRIOS DO CAYMAN SANDWICH

4.1. TRIBUTAÇÃO NO BRASIL SOBRE ENTIDADES CONTROLADAS E APLICAÇÕES FINANCEIRAS NO EXTERIOR

A tributação das entidades controladas e aplicações financeiras no exterior detidas por pessoas físicas residentes no Brasil foi substancialmente reformulada pela Lei nº 14.754/2023, regulamentada pela Instrução Normativa RFB nº 2.180/2024. O novo regime buscou alinhar o ordenamento jurídico brasileiro aos padrões internacionais de transparência fiscal e combater práticas de diferimento indefinido de lucros obtidos em estruturas offshore.⁵⁹

De acordo com essas normas, as pessoas físicas residentes no país que detenham controle ou participação substancial em entidades estrangeiras devem reconhecer anualmente os resultados dessas entidades, independentemente de sua efetiva distribuição de lucros apurados, de modo a impedir o adiamento da tributação de rendimentos auferidos fora do território nacional.⁶⁰

Para fins de aplicação da Lei nº 14.754/2023, considera-se entidade controlada no exterior aquela sobre a qual a pessoa física residente no Brasil exerça, direta ou indiretamente, poder de decisão ou influência dominante, inclusive por meio de acordos de voto ou outros instrumentos societários equivalentes que assegurem preponderância nas deliberações sociais ou poder de eleger ou destituir a maioria dos seus administradores. Este último não se confunde, aliás, com o poder de vetar uma determinada indicação.

Além disso, também são consideradas entidades controladas aquelas na qual a pessoa física residente no Brasil possua, isolada ou em conjunto com pessoas vinculadas, participação no capital social ou direito à participação nos lucros e aos ativos, em caso de liquidação, superior a 50%. Em todos os casos, o conceito de entidade controlada abrange tanto sociedades com personalidade jurídica plena quanto entidades despersonificadas, como *trusts* ou *foundations*.⁶¹

⁵⁹ MINISTÉRIO DA FAZENDA. Perguntas e Respostas: Tributação de renda auferida por pessoas físicas no exterior em aplicações financeiras, empresas offshore e trusts. Ministério da Fazenda, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/aceso-a-informacao/perguntas-frequentes/tributacao-offshore/29-4-24-perguntas-e-respostas-offshores-lei-14-754-e-in-rfb-2-180.pdf>. Acesso em: 29 set. 2025.

⁶⁰ Lei nº 14.754/23. Art. 5º, § 10. Os lucros das controladas enquadradas nas hipóteses previstas no § 5º deste artigo serão: III - computados na DAA, em 31 de dezembro do ano em que forem apurados no balanço, independentemente de qualquer deliberação acerca da sua distribuição, na proporção da participação da pessoa física nos lucros da controlada, direta ou indireta, no exterior, e submetidos à incidência do IRPF no respectivo período de apuração.

⁶¹ Lei nº 14.754/23. Art. 5º, § 1º Para fins do disposto nesta Lei, serão consideradas como controladas as sociedades e as demais entidades, personificadas ou não, incluídos os fundos de investimento e as fundações, em que a pessoa física:

Nos casos em que não houver configuração do controle, a pessoa física residente no Brasil que detenha participação societária no exterior passa a se submeter a uma outra seção da lei: a de aplicações financeiras no exterior. Neste caso, os rendimentos auferidos em participações societárias no exterior em entidades não controladas apenas serão tributados no exercício que a pessoa física residente no Brasil efetivamente perceber os lucros, de modo que estes não estarão sujeitos à figura da tributação automática que atinge os lucros auferidos por entidades controladas.

Sobre os rendimentos declarados na Declaração de Ajuste Anual (DAA), em ambas as hipóteses, incidirá o Imposto de Renda sobre a Pessoa Física (IRRF) à alíquota de 15%.⁶²

No caso das LLCs constituídas no estado norte-americano de Delaware, conforme visto no capítulo anterior, é comum que essas entidades sejam tratadas localmente como *pass-through entities*, ou seja, não há tributação na pessoa jurídica, mas sim nos seus sócios.

Situação semelhante ocorre com a “*Exempted Company Limited by Shares*”, sociedade empresária típica das Ilhas Cayman, amplamente utilizada em estruturas internacionais de investimento e *holdings* quando toda ou a maior parte da atividade econômica da empresa é exercida fora do território ultramarino (por isso, o “*exempted*”, ou “isentas”, em tradução livre). Essas sociedades possuem personalidade jurídica própria e responsabilidade limitada de seus acionistas.

Do ponto de vista local, as *Exempted Companies* são isentas de tributação, e é em razão disso que Cayman é considerada como uma jurisdição de tributação favorecida nos termos da Instrução Normativa RFB nº 1.037/2010.

Para o Brasil, portanto, caso haja controle sobre a entidade constituída em Cayman, os lucros apurados pela *holding* em Cayman estarão sujeitos ao regime de tributação automática dos lucros auferidos, ainda que não distribuídos. Cayman, enquanto jurisdição com tributação

I - detiver, direta ou indiretamente, de forma isolada ou em conjunto com outras partes, inclusive em razão da existência de acordos de votos, direitos que lhe assegurem preponderância nas deliberações sociais ou poder de eleger ou destituir a maioria dos seus administradores; ou II - possuir, direta ou indiretamente, de forma isolada ou em conjunto com pessoas vinculadas, mais de 50% (cinquenta por cento) de participação no capital social, ou equivalente, ou nos direitos à percepção de seus lucros ou ao recebimento de seus ativos na hipótese de sua liquidação.

⁶² Lei nº 14.754/23, Art. 3º Os rendimentos auferidos em aplicações financeiras no exterior pelas pessoas físicas residentes no País serão tributados na forma prevista no art. 2º desta Lei. [...] § 2º Os rendimentos de que trata o **caput** deste artigo serão computados na DAA e submetidos à incidência do IRPF no período de apuração em que forem efetivamente percebidos pela pessoa física, como no recebimento de juros e outras espécies de remuneração e, em relação aos ganhos, inclusive de variação cambial sobre o principal, no resgate, na amortização, na alienação, no vencimento ou na liquidação das aplicações financeiras.

favorecida, e as LLCs estaduais enquanto beneficiárias de regime fiscal privilegiado, geram o enquadramento das controladas nas disposições no art. 5º, § 5º, da Lei nº 14.754/2023.

Assim, caso a *Exempted Company* se enquadre como entidade controlada no exterior, os lucros apurados devem ser reconhecidos pelo sócio residente no Brasil em 31 de dezembro de cada ano, compondo a base de cálculo do Imposto sobre a Renda da Pessoa Física (IRPF), conforme dispõe o art. 5º, § 10, da Lei das Offshores, independente da efetiva distribuição.

Por outro lado, caso não se configure o controle da entidade, implicam-se as regras disponíveis para as pessoas físicas que obtiverem rendimentos decorrentes de aplicações financeiras no exterior, que abarcam as participações societárias em entidades offshore não controladas. Nesta hipótese, o tributo incidirá apenas sobre os lucros efetivamente percebidos no exercício, portanto, de forma não automática e dependente da distribuição.

Em qualquer hipótese, os resultados são convertidos para reais pela cotação do último dia útil de dezembro e tributados no ajuste anual do IRPF, admitindo-se a compensação de eventual imposto pago no exterior, desde que comprovado e limitado ao valor que seria devido no Brasil.

Esse conjunto de regras representa um marco na política de tributação internacional brasileira, ao alinhar o país às diretrizes da OCDE sobre transparência fiscal e combate à erosão de base tributária (BEPS)⁶³. O objetivo é assegurar que estruturas *offshore*, como as LLCs de Delaware e as *Exempted Companies* de Cayman, sejam utilizadas de forma legítima.

4.2. TRIBUTAÇÃO EM CAYMAN: AUSÊNCIA DE IMPOSTOS DIRETOS E EFEITOS PRÁTICOS

As Ilhas Cayman adotam um regime de neutralidade fiscal, o que significa que não há incidência de impostos diretos sobre a renda, lucros, ganhos de capital, dividendos, juros ou royalties, tampouco sobre herança ou sucessão. O ordenamento local não prevê imposto de renda corporativo nem pessoal, e as empresas ali estabelecidas, em especial as *Exempted Companies* e *Exempted Limited Partnerships*, podem obter certificados de isenção tributária com validade de até 20 ou 50 anos, respectivamente, garantindo previsibilidade jurídica.⁶⁴

⁶³ OCDE (2014). Plano de ação para o combate à erosão da base tributária e à transferência de lucros, OECD Publishing. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264207790-pt>. Acesso em 19 set. 2025.

⁶⁴ A PWC, uma das maiores empresas de auditoria contábil do mundo e integrante do grupo denominado “Big 4”, expõe a respeito da tributação em Cayman: “*since no corporate income, capital gains, or other taxes are imposed on corporations in the Cayman Islands, tax incentives are not relevant in the context of Cayman Islands taxation. However, Cayman entities carrying on business outside the Cayman Islands can register as 'exempted companies' (i.e. a company formed primarily to do business outside of the Cayman Islands and subject to certain requirements)*”

Essa política de isenção reflete o papel de Cayman como jurisdição de intermediação financeira internacional. Os veículos constituídos no arquipélago são concebidos para serem fiscalmente neutros, isto é, não interferem na carga tributária global do investidor. Assim, a renda é tributada apenas no país de origem do investidor ou no país de geração do lucro, a depender do modelo e opções tributárias feitas dentro do contexto tributário do *Cayman Sandwich*, e não na própria Cayman.

Do ponto de vista prático, essa neutralidade produz importantes efeitos: elimina o risco de bitributação, fator considerado por fundadores sobretudo quando não há acordo de bitributação entre o Brasil e o país de origem dos rendimentos, simplifica operações de aporte e *exits*, e permite reorganizações societárias rápidas. Além disso, como não há retenção de tributos sobre pagamentos de dividendos ou juros, a eficiência financeira das estruturas aumenta consideravelmente.

Os únicos custos recorrentes costumam restringir-se às taxas anuais de registro e manutenção, que variam conforme o capital autorizado da companhia, e às obrigações regulatórias mínimas. Ainda que a ausência de impostos diretos seja um fator de atratividade, Cayman mantém mecanismos de transparência internacional, especialmente em matéria de *beneficial ownership*⁶⁵, através da Lei de Transparência da Propriedade Beneficiária (BOTA, na sigla em inglês), anti-lavagem (AML, na sigla em inglês) e substância econômica, o que asseguram legitimidade e aceitação global ao seu regime jurídico.

4.3. O IMPACTO DA LEI DAS OFFSHORES, DO PL Nº 1.087/2025 E DAS NOVAS REGULAMENTAÇÕES

A promulgação da Lei das Offshores e a tramitação do Projeto de Lei nº 1.087/2025, que poderá impactar e aumentar o custo tributário na manutenção de estruturas societárias *offshore*, marcam um momento de reformulação do sistema brasileiro de tributação

and can apply under the Tax Concessions Law for an undertaking to be issued by the Governor-in-Council (i.e. the Cayman Islands government) exempting such company from any tax on profits, income, gains, or appreciation that might be introduced in the period of 20 years following the grant of such concessions. The concession is extendable for a further ten years after expiry. 'Exempted limited liability partnerships' (i.e. certain partnerships formed primarily to do business outside of the Cayman Islands) can apply under the Exempted Limited Partnership Law for a similar concession that is for 50 years (rather than 20 years)". PWC. Cayman Islands – Corporate – Tax Credits and Incentives. Disponível em: <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/corporate/tax-credits-and-incentives>. Acesso em: 10 out. 2025.

⁶⁵ WALKERS. Atualização sobre as alterações no regime de propriedade efetiva nas Ilhas Cayman. Walkers, 2024. Disponível em: https://www.walkersglobal-com.translate.goog/en/Insights/2024/08/Update-on-changes-to-the-beneficial-ownership-regime-in-the-Cayman-Islands?_x_tr_sl=en&_x_tr_tl=pt&_x_tr_hl=pt&_x_tr_pto=tc&_x_tr_hist=true. Acesso em: 15 set. 2025.

internacional. Essas iniciativas sinalizam a transição de um modelo historicamente permissivo em relação ao diferimento de lucros para um paradigma de maior transparência fiscal e globalização tributária.

A Lei das Offshores introduziu a tributação anual automática dos lucros de entidades controladas e impôs obrigações de reporte mais detalhadas à Receita Federal. O PL nº 1.087/2025, por sua vez, busca instituir o imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 10% sobre os lucros ou dividendos pagos, creditados, entregues, empregados ou remetidos ao exterior⁶⁶, o que poderá surtir efeitos sobre estruturas societárias como o *Cayman Sandwich*, criado mediante a constituição de sociedades operacionais no Brasil e a possibilidade de remissão de lucros a entidades estrangeiras.

As recém-criadas normas tributárias parecem navegar em direção a um rumo: não se proíbe a existência de estruturas offshore, mas se busca criar diferentes formas de combate à erosão da base tributária, visando equilibrar o incentivo à inserção internacional de empresas brasileiras, incluindo startups que buscam acesso a capital estrangeiro, promovendo neutralidade concorrencial entre capital interno e externo.

Em termos macroeconômicos, a combinação entre as novas regras domésticas e o ambiente internacional de transparência fiscal, impulsionado pela OCDE e pelo Fórum Global, representa um redesenho das fronteiras entre planejamento tributário e evasão fiscal. As estruturas de Cayman e Delaware permanecem legítimas e funcionais, sobretudo em startups que buscam conexões globais com investidores e possuem governança formal na jurisdição com tributação favorecida ou regime fiscal privilegiado. Contudo, à medida que novas normas são criadas, incumbe ao ecossistema de *venture capital* a análise dos prós e contras de uma estruturação societária internacional em cada cenário, conforme o grau de maturidade da startup e a disponibilidade de investidores dentro e fora do Brasil.

⁶⁶ Projeto de Lei nº 1.087/2025. Art. 10, § 4º. Os lucros ou dividendos pagos, creditados, entregues, empregados ou remetidos ao exterior ficarão sujeitos à incidência do imposto sobre a renda na fonte à alíquota de 10% (dez por cento).

5. ESTUDO DE CASO: NUBANK

5.1. A TRAJETÓRIA DO NUBANK: A EMPRESA MAIS VALIOSA DO BRASIL

No fim de outubro de 2025, o ranking de empresas mais valiosas do Brasil passou a ter um novo líder: o Nubank. Fundado em 2013 por David Vélez, Cristina Junqueira e Edward Wible, o banco digital alcançou o valor de mercado de R\$ 77,53 bilhões e superou companhias e bancos tradicionais, como a Petrobras (US\$ 74,74 bilhões) e o Itaú Unibanco (US\$ 73,9 bilhões).⁶⁷

Em território brasileiro, o sucesso do banco repercute também no número de correntistas: ocupa a terceira posição nacional, atrás apenas da Caixa Econômica Federal (157,5 milhões) e do Bradesco (110,5 milhões). O Nubank também ocupa o posto de segunda empresa mais valiosa da América Latina, atrás apenas do Mercado Livre, e já ocupa a posição de 40º lugar entre os bancos no mundo.⁶⁸

O alcance desses marcos foi amplamente divulgado como um *case* de sucesso e um símbolo do desenvolvimento do ecossistema financeiro do Brasil, reconhecidamente um polo de *fintechs* tanto a nível continental, quanto global⁶⁹. Entre 2013, ano de fundação da empresa, e 2021, ano de sua oferta pública inicial na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE), o Nubank realizou oito rodadas de investimentos e duas extensões, arrecadando mais de US\$ 2 bilhões em capital de risco para serem investidos em suas vertentes de negócios.⁷⁰

A primeira rodada (*seed*), ocorrida em julho de 2013, arrecadou um total de US\$ 2 milhões, atraindo o Sequoia Capital e a Kaszek Ventures. Já a rodada Series F, ocorrida em janeiro de 2021, representa a dimensão que a *fintech* tomou: um aporte de aproximadamente US\$ 400 milhões, com participação da Singapore's GIC, Whale Rock, e Invesco, além de

⁶⁷ BOLDRINI, Gustavo, MARINHO, André. Nubank supera Petrobras e é empresa mais valiosa do Brasil: confira ranking. *Banco do Brasil*, 2025. Disponível em <https://investalk.bb.com.br/noticias/mercado/nubank-supera-petrobras-e-e-empresa-mais-valiosa-do-brasil-confira-ranking>. Acesso em: 3 nov. 2025.

⁶⁸ G1. Com valor recorde, Nubank ultrapassa Petrobras e lidera ranking das maiores empresas do país. *Portal G1*, 2025. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2025/10/29/com-valor-recorde-nubank-ultrapassa-petrobras-e-lidera-ranking-das-maiores-empresas-do-pais.ghtml>. Acesso em: 4 nov. 2025.

⁶⁹ ERLICH, Felipe. Segundo levantamento feito pela A&S Partners, o Brasil abriga já mais de 2.000 fintechs em 2025, o que equivale a cerca de 60% do total de startups financeiras da América Latina. *Veja*, 2025. Disponível em: https://veja.abril.com.br/coluna/radar-economico/numero-de-fintechs-no-brasil-cresceu-77-desde-2020-segundo-levantamento/#google_vignette. Acesso em: 4 nov. 2025.

⁷⁰ DISTRITO. Como o Nubank mudou o setor financeiro do Brasil? Distrito, 2022. Disponível em: <https://blog.distrito.me/blog/nubank/#:~:text=As%20rodadas%20de%20investimento,de%20onze%20rodadas%20de%20negocia%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 09 nov. 2025.

outros investidores que já haviam participado de rodadas anteriores, como a Tencent, Dragoneer, Ribbit Capital, e Sequoia.⁷¹

Na Series G, ocorrida também em 2021, um novo recorde: o maior aumento de capital feito por uma empresa de tecnologia latino-americana até aquele momento. A rodada, liderada pela Sands Capital, alcançou a cifra total de US\$ 1,15 bilhão.⁷²

O que se faz pouco comentado, contudo, é que por trás das marcas alcançadas pelo Nubank, há um arranjo societário que permitiu o levantamento de capital em momentos cruciais.

A evolução do Nubank não se resume apenas a uma história de inovação tecnológica e disrupção em um mercado tradicionalmente marcado por pouca atenção à experiência do usuário. Ela se entrelaça com a forma como a empresa se estruturou no cenário internacional, de modo a viabilizar a entrada de investidores globais, atender às exigências de reguladores estrangeiros e, por fim, acessar o mercado de capitais norte-americano, atraindo até mesmo US\$ 500 milhões da Berkshire Hathaway, companhia presidida lendário investidor norte-americano Warren Buffet.⁷³

Os resultados que fizeram do Nubank o primeiro decacórnio (empresa com valor de mercado superior a US\$ 10 bilhões) de capital fechado brasileiro e, hoje, a empresa mais valiosa do país, foram pavimentados aos poucos.

5.2. NU HOLDINGS LTD.: CONSIDERAÇÕES SOBRE A ESTRUTURA SOCIETÁRIA E GOVERNANÇA CORPORATIVA

Desde 2016, a estrutura societária do Nubank é controlada pela Nu Holdings Ltd., uma *Exempted Company Limited by Shares* constituída nas Ilhas Cayman. Foi a Nu Holdings Ltd. que realizou, em 2021, o IPO na Bolsa de Valores de Nova York (NYSE). À época da listagem, a Nu Holdings Ltd. controlava 37 subsidiárias, das quais 17 estavam sediadas no Brasil.⁷⁴

⁷¹ DISTRITO. Como o Nubank mudou o setor financeiro do Brasil? Distrito, 2022. Disponível em: <https://blog.distrito.me/blog/nubank/#:~:text=As%20rodadas%20de%20investimento,de%20onze%20rodadas%20de%20negocia%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 09 nov. 2025.

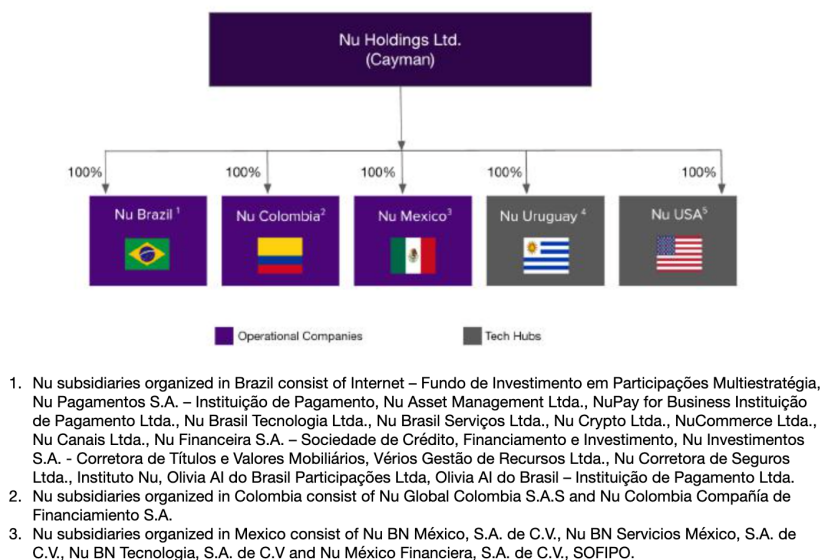
⁷² NUBANK EDITORIAL. Nubank fecha segunda prorrogação de sua rodada Série G elevando-a para US\$ 1,15 bilhão. *Nubank*, 2021. Disponível em <https://building.nubank.com/pt-br/nubank-fecha-segunda-prorrogaao-de-sua-rodada-serie-g-elevando-a-para-us-115-bilhao/>. Acesso em: 4 nov. 2025.

⁷³ GODOY, Denyse. O próximo capítulo do Nubank. *Época Negócios*, 2021. Disponível em <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2021/08/o-proximo-capitulo-do-nubank.html>. Acesso em: 6 nov. 2025.

⁷⁴ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Nu Holdings Ltd., Form 20-F, 2024, p.137. Disponível em https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1691493/000129281425001517/nuform20f_2024.htm#a20f_025. Acesso em: 8 nov. 2025.

Hoje, a Nu Holdings Ltd. controla 39 subsidiárias, sendo 16 delas constituídas no Brasil, inclusive a Olivia AI, startup de inteligência artificial de educação financeira adquirida pelo banco em 2021.⁷⁵

Figura 4 – Estrutura Societária do Nubank



Fonte: U.S. Securities and Exchange Commission

Conforme se depreende do registro do prospecto junto à SEC (Form F-1)⁷⁶, a abertura de capital da Nu Holdings Ltd. na NYSE ocorreu paralelamente a uma abertura na Bolsa de Valores de São Paulo (B3), mediante a oferta de BDRs⁷⁷. A previsão da oferta pública era de emissão de cerca de 289 milhões de ações ordinárias de Classe A, que poderiam ser reduzidas conforme os BDRs em circulação.

A abertura de capital da Nu Holdings Ltd., entidade constituída em Cayman, e não de uma outra sociedade empresária constituída no Brasil ou nos EUA, se dá por algumas razões. Dentre os aspectos societários, é fundamental destacar as flexibilidades normativas existentes na lei societária de Cayman, a *Companies Act*, que, juntamente ao *Memorandum and Articles of Association*, regula a *holding*, permitindo a estruturação de uma governança corporativa mais

⁷⁵ NUBANK PRESS. Nubank e Olivia: inovando o futuro da gestão financeira personalizada. *Nubank*, 2023. Disponível em: <https://building.nubank.com/pt-br/nubank-e-olivia-o-inovando-o-futuro-da-gestao-financeira-personalizada/>. Acesso em 5 nov. 2025.

⁷⁶ U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. Form F-1 Registration Statement Under the Securities Act of 1933. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1691493/000119312521314359/d213207dfl.htm>. Acesso em: 7 nov. 2025.

⁷⁷ Os Brazilian Depositary Receipts Patrocinados (BDR) são valores mobiliários emitidos no Brasil, que possuem como lastro ativos, geralmente ações, emitidos no exterior.

adequada a modelos de negócios dinâmicos, naturais de empresas de base tecnológica, como *fintechs*.

Por ser registrada como uma *Exempted Company*, título apto a ser concedido àquelas entidades que exercerão atividade econômica substancialmente fora das Ilhas Cayman, a Nu Holdings Ltd. paga uma taxa anual, calculada com base no seu capital social autorizado. Em contrapartida, assegura alguns benefícios:⁷⁸

- 1) não precisa apresentar uma declaração anual de seus acionistas ao *Registrar of Companies*;
- 2) o registro de acionistas não é aberto para inspeção;
- 3) não é obrigada a realizar uma assembleia geral anual;
- 4) pode obter um compromisso contra a imposição de qualquer tributação futura (tais compromissos geralmente são concedidos inicialmente por 20 anos);
- 5) pode registrar-se por meio de continuação em outra jurisdição e ser desregistrada nas Ilhas Cayman;
- 6) pode registrar-se como uma empresa de duração limitada;
- 7) pode registrar-se como uma empresa de portfólio segregado; e
- 8) pode registrar-se como uma empresa de zona econômica especial.

Além desses aspectos, a legislação de Cayman não prevê a obrigatoriedade de um dividendo mínimo a ser pago aos acionistas, nem mesmo estabelece uma periodicidade a ser cumprida. No Brasil, em paralelo, o art. 202 da LSA faculta ao estatuto social da companhia o estabelecimento do dividendo obrigatório que os acionistas terão direito a receber em cada exercício, bem como disciplina formas de cálculo desses dividendos caso o estatuto se omita.⁷⁹

Os critérios para determinação da quantidade de votos por ação também são mais flexíveis que no Brasil. No caso da Nu Holdings Ltd., os titulares de ações ordinárias de Classe B possuem direito a 20 votos por ação, enquanto os titulares de ações ordinárias de Classe A, apenas 1 voto por ação.⁸⁰

⁷⁸ A Nu Holdings Ltd. reporta todos esses privilégios à SEC, através de um Annual Report (o Form F-20).

⁷⁹ José Luiz Bulhões Pedreira ensina que: “o dividendo obrigatório mínimo é mecanismo que a lei criou para alcançar maior equilíbrio entre a maioria e a minoria dos acionistas, conciliando: (a) a necessidade prática de reconhecer à maioria o poder de fixar a orientação dos negócios sociais e, conseqüentemente, o montante dos dividendos, com (b) o interesse do acionista minoritário de receber parte dos lucros sociais sob a forma de dividendo. A atribuição ao acionista minoritário do poder de exigir o dividendo obrigatório cria um limite ao poder discricionário da maioria de fixar anualmente o montante dos dividendos”. Base de cálculo do dividendo obrigatório. In: Lamy Filho, Alfredo e Bulhões Pedreira, José Luiz (coords.). A Lei das S.A.: - Pressupostos, elaboração, aplicação. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. vol. 2, p. 513.

⁸⁰ Conforme disposto no 12th Memorandum and Articles of Association da Nu Holdings Ltd., há previsão expressa de maior quantidade de votos por ações ordinárias de classe B em relação às ações ordinárias de classe A: “our

A LSA, através do art. 110-A, prevê a possibilidade de voto plural, mas limita a 10 votos por ação ordinária em companhias abertas, com a ressalva expressa de que a criação da respectiva classe deve ocorrer previamente à negociação dessas ações no mercado de capitais.⁸¹

Além dessas distinções entre as previsões da LSA e do *Companies Act*, existem algumas obrigações que devem ser levadas em consideração por todas as startups que desejam se estabelecer em Cayman. A Nu Holdings Ltd., assim como outras empresas estabelecidas no território, está sujeita ao *Cayman Economic Substance Act*, devendo assegurar que cumpre integralmente as exigências relativas ao *economic substance test* (teste de substância econômica, em tradução livre). Isso implica demonstrar que qualquer atividade relevante conduzida pela companhia é efetivamente gerida e controlada em Cayman, com reuniões do *Board of Directors* realizadas no território, registro adequado das decisões estratégicas e manutenção local de documentos societários essenciais.⁸²

Nesses termos, a *holding* deve garantir que dispõe de recursos humanos e instalações proporcionais às suas operações, ainda que sua atividade principal se resuma ao controle de participações societárias em outras empresas. Anualmente, a Nu Holdings Ltd. também deve apresentar relatórios às autoridades das Ilhas Cayman confirmando se desempenha atividades relevantes e, se positivo, evidenciar que atende aos critérios de substância econômica aplicáveis.⁸³

Em relação aos deveres fiduciários dos administradores e diretores das companhias, Cayman, Delaware e Brasil apresentam uma relativa semelhança, mas diferem quanto ao rigor e à forma aplicáveis. Nas Ilhas Cayman, prevalece uma abordagem mais flexível, amparada no *common law*, em que os diretores devem agir de boa-fé no melhor interesse da empresa, evitando conflitos de interesse, embora os estatutos possam permitir votações mesmo quando haja interesse pessoal, desde que mediante uma adequada divulgação.

Já em Delaware, os deveres de cuidado e lealdade são claramente definidos e amplamente desenvolvidos pela jurisprudência, impondo maior rigor no controle de conflitos,

Class B ordinary shares are entitled to 20 votes per share and our Class A ordinary shares are entitled to one vote per share”.

⁸¹ Lei nº 6.404/76. Art. 110-A. É admitida a criação de uma ou mais classes de ações ordinárias com atribuição de voto plural, não superior a 10 (dez) votos por ação ordinária: I - na companhia aberta, desde que a criação da classe ocorra previamente à negociação de quaisquer ações ou valores mobiliários conversíveis em ações de sua emissão em mercados organizados de valores mobiliários.

⁸² Cayman Islands Economic Substance Act. [...] Requirement to satisfy economic substance test 4. (1) Subject to subsections (5), (6) and (7) and to regulations made under section 15, a relevant entity that carries on a relevant activity is required to satisfy the economic substance test in relation to that relevant activity. Disponível em: <https://www.ditc.ky/wp-content/uploads/DITC-Economic-Substance-Act.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2025.

⁸³ CAYMAN ISLANDS. International Tax Co-operation Act. Disponível em: <https://www.ditc.ky/wp-content/uploads/DITC-Economic-Substance-Act.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2025.

na exigência de informações completas e na aplicação da *business judgment rule*, que protege decisões tomadas de forma informada e em boa-fé.

O ordenamento jurídico brasileiro também estabelece deveres similares, como os deveres de diligência, lealdade e informação, previstos, respectivamente, nos arts. 153, 155 e 157 da LSA, exigindo que os administradores empreguem “*no exercício de suas funções, o cuidado e diligência que todo homem ativo e probo costuma empregar na administração dos seus próprios negócios*”. Dessa forma, embora os três regimes compartilhem a essência dos deveres fiduciários, diferem quanto ao nível de discricionariedade permitido, ao alcance da responsabilização e ao grau de proteção conferido aos acionistas.

Outro aspecto relevante que diferencia o modelo de governança corporativa do Nu Holdings Ltd. quando comparada a companhias abertas no Brasil, diz respeito à estrutura dos órgãos de administração e à (im)possibilidade de acúmulo de cargos. No Brasil, a LSA, através do seu art. 138, §2º e §3º, prevê a obrigatoriedade de existir um conselho de administração, bem como veda expressamente o acúmulo do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia, sendo esta última vedação a mais recente, decorrente da Lei nº 14.195/2021.⁸⁴

Em Cayman, por sua vez, inexistente vedação normativa ao acúmulo de cargos. Essa possibilidade, aliás, tem efeitos práticos na direção da Nu Holdings Ltd. A Cláusula 20 do *Memorandum & Articles of Association* da empresa dispõe que, enquanto o *Founding Shareholder* exercer o cargo de Chief Executive Officer (CEO) ou detiver, direta ou indiretamente, ao menos 50% do poder total de voto da companhia, ele ocupará o cargo de *Chairman* do Board. Conforme definido no referido documento, o *Founding Shareholder* é o fundador e controlador do Nubank, David Vélez.⁸⁵

⁸⁴ Lei nº 6.404/76. Art. 138. A administração da companhia competirá, conforme dispuser o estatuto, ao conselho de administração e à diretoria, ou somente à diretoria. (...) § 2º As companhias abertas e as de capital autorizado terão, obrigatoriamente, conselho de administração. § 3º É vedada, nas companhias abertas, a acumulação do cargo de presidente do conselho de administração e do cargo de diretor-presidente ou de principal executivo da companhia.

⁸⁵ Memorandum and Articles of Association da Nu Holdings Ltd., Cláusula 20.2: “*The Board shall have a Chairman to act as the chairman at Board meetings. For so long as the Founding Shareholder either (i) serves as the Chief Executive Officer of the Company or (ii) together with his Affiliates, beneficially owns at least 50% of the Total Voting Power, the Chairman shall be the Founding Shareholder (or such other Director as the Founding Shareholder may appoint from time to time). Where the Founding Shareholder either does not have such voting power (together with his Affiliates) or does not serve as Chief Executive Officer of the Company, the Board shall have a Chairman elected and appointed by a majority of the Directors then in office. The Founding Shareholder, as long as the Founding Shareholder (together with his Affiliates) beneficially owns at least 50% of the Total Voting Power, may also elect a Vice-Chairman to act in the absence of the Chairman at Board meetings. Where the Founding Shareholder (together with his Affiliates) does not have such voting power, the Board may also have a Vice-Chairman elected and appointed by a majority of the Directors then in office.*”.

Nas Ilhas Cayman o regime jurídico é, portanto, mais flexível quando comparado à LSA, permitindo maior liberdade na definição dos critérios e premissas da governança corporativa. Não há exigência legal de separação entre conselho de administração e diretoria, razão pela qual o Nu Holdings Ltd. adota em sua estrutura de governança apenas um *Board of Directors*, composto por até nove diretores, cuja quantidade pode ser alterada mediante aprovação da própria maioria do *Board*.⁸⁶

Por fim, é válido tecer alguns comentários sobre o conceito de “*Foreign Private Issuer*”, condição da Nu Holdings Ltd. Enquanto uma *Foreign Private Issuer* (FPI), a *holding* se submete a um regime regulatório menos oneroso do que aquele aplicável às companhias norte-americanas registradas sob o *Exchange Act*. Nessa categoria, a companhia não está sujeita à apresentação de formulários trimestrais (“Form 10-Q”), nem da obrigação de publicar comunicados imediatos sobre fatos relevantes (“Form 8-K”), tampouco às regras de procuração e às restrições de *short-swing profits* previstas no *Exchange Act*.⁸⁷

Em vez disso, a Nu Holdings Ltd. deve apresentar apenas seu relatório anual no Form 20-F, bem como reportar ao mercado, através do Form 6-K, apenas as informações efetivamente exigidas pela legislação de Cayman ou, ainda, tornadas públicas aos acionistas da companhia. Há, portanto, uma considerável redução no volume de obrigações periódicas, sem prejuízo da transparência mínima necessária ao mercado de capitais estadunidense.

O enquadramento como FPI também permite que a Nu Holdings siga determinadas práticas de governança corporativa de sua jurisdição de origem, sem precisar se submeter a padrões da NYSE aplicáveis às companhias norte-americanas, a exemplo da exigência de maioria de conselheiros independentes ou comitês compostos exclusivamente por independentes.

O status de FPI, portanto, não apenas atenua o escopo das divulgações obrigatórias, como também confere maior flexibilidade regulatória e societária, ao mesmo tempo em que preserva o acesso ao mercado de capitais dos Estados Unidos. Essa combinação é particularmente relevante para estruturas *offshore*, como as adotadas no *Cayman Sandwich*, embora já existam movimentos na SEC para modificações no conceito de FPI, inclusive através de consultas públicas, a fim de conferir maiores proteções ao investidor norte-americano.⁸⁸

⁸⁶ Memorandum and Articles of Association da Nu Holdings Ltd., Cláusula 20.1: “*Subject to Article 21.6, the Board will initially consist of not more than nine (9) Directors, which number of Directors may be modified from time to time by a majority of the Directors then in office*”.

⁸⁷ A regra de *short-swing profit* limita a capacidade de *insiders* da companhia de obter lucro com a compra e venda rápida de ações da própria empresa.

⁸⁸ CONSTANTINO DE TELLA, Rodolfo; MINOTTO, Natália Carvalho. SEC apresenta Consulta Pública sobre a definição de Foreign Private Issuer. São Paulo: Tauli & Chequer Advogados (associado a Mayer Brown), 10 jun.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo analisou o *Cayman Sandwich* como arquitetura societária recorrente na internacionalização de startups brasileiras, articulando duas principais esferas: o ecossistema de inovação e *venture capital*, que demanda instrumentos jurídicos padronizados e previsibilidade; e aspectos relevantes da legislação tributária e societária do Brasil, das Ilhas Cayman e dos Estados Unidos, com enfoque no estado de Delaware.

Ante todo o exposto, conclui-se que o *Cayman Sandwich* não se resume a um mero mecanismo de economia tributária, mas, sim, um mecanismo de integração jurídica e financeira entre startups brasileiras, a exemplo do Nubank, com o universo investidor que transcende as fronteiras do nosso país. Através da constituição de uma *holding* nas Ilhas Cayman, há maior tendência e possibilidade de celebração de instrumentos conforme os modelos do NVCA, os quais permitem, de modo mais eficaz, atender às expectativas de fundos internacionais com a realidade regulatória de empresas operacionais no Brasil, muitas vezes via *corporate flip* com entidade em Delaware. Essa rota reduz estresses contratuais, agiliza o andamento de rodadas de investimento e facilita saídas, por meio de M&As ou ofertas públicas iniciais, sem impedir que a tributação devida incida na jurisdição do investidor e/ou no país da fonte.

No plano tributário brasileiro, a Lei nº 14.754/2023, popularmente conhecida como “Lei das Offshores”, redesenhou o tratamento das estruturas no exterior, impondo reconhecimento anual de lucros por pessoas físicas residentes e disciplinando transparência e reportes, através de declarações. Essas regras não vedam a estruturação *offshore*, mas, sim, coíbem o diferimento abusivo do pagamento de tributos.

Ademais, as discussões no CARF reforçam que a mera eficiência fiscal decorrente de reorganizações societárias não desnatura a licitude do arranjo societário pretendido, sobretudo quando há finalidades legítimas nos movimentos das startups, que incluem, mas não se limitam ao acesso a capitais estrangeiros, padronização contratual, mitigação regulatória e facilitação de governança. Nesse cenário, o eventual avanço do PL nº 1.087/2025 (com hipóteses de retenção na fonte sobre remessas de lucros ao exterior) tende a impactar o fluxo de capitais, mas não elimina as vantagens institucionais de uma estrutura internacional bem documentada e em conformidade com a lei societária e tributária das respectivas jurisdições com tributação favorecida ou dependências com regime fiscal privilegiada escolhidas.

2025. Disponível em: <https://www.tauilchequer.com.br/pt/insights/publications/2025/06/sec-issues-concept-release-on-definition-of-foreign-private-issuer>. Acesso em: 15 out. 2025.

No quesito societário, Delaware permanece central: a DGCL garante autonomia privada (p. ex., §102(b)(1); poderes do *Board* no §141(a)), e a *Court of Chancery* oferece jurisprudência estável sobre deveres fiduciários e a *business judgment rule*. Para investidores e executivos das empresas, essa previsibilidade reduz risco jurídico, enquanto para fundadores eleva a exigência de governança compatível com a diligência de fundos e agentes globais de *venture capital*.

Quanto a Cayman, as vantagens tributárias e regulatórias produzem um ambiente simultaneamente eficiente e aceito internacionalmente. Na prática, elimina-se o atrito fiscal na camada do veículo, simplificam-se reorganizações societárias e preserva-se a tributação no Brasil ou na fonte estrangeira, conforme o caso.

Por fim, há de destacar que o tema permanece dinâmico, com alterações legislativas ora no Brasil, ora no exterior, guias da OCDE e decisões administrativas ou judiciais que podem impactar custos e incentivos à utilização do *Cayman Sandwich*. Pesquisas futuras, portanto, podem explorar estudos empíricos sobre *exits* em startups que adotaram o *Cayman Sandwich* em detrimento de outras alternativas (Delaware Tostada ou outras dependências consideradas paraísos fiscais, como Bahamas e Ilhas Virgens Britânicas), além de analisar impactos do PL nº 1.087/2025 sobre fluxos de dividendos em diferentes cadeias de investimento.

Em suma, o trabalho sustenta que o *Cayman Sandwich* constitui um mecanismo válido de estruturação societária e governança internacional para startups brasileiras. A combinação Cayman–Delaware–Brasil, além de benefícios tributários, também permite que startups brasileiras cresçam com a participação de investidores estrangeiros advindos de espaços onde o *venture capital* é mais desenvolvido que no Brasil, cujo sucesso depende não da opacidade, mas, sim, de estruturas de governança corporativa firmes, com previsibilidade para o investidor, flexibilidade suficiente para o empreendedor conduzir o ritmo dos negócios, e aderência às normas domésticas e internacionais.

REFERÊNCIAS

ALMEIDA, Carlos Otávio Ferreira de. **Tributação Internacional da Renda: A Competitividade Brasileira à Luz das Ordens Tributária e Econômica**. São Paulo: Quartier Latin, 2014.

ANCHETA, Andrew. **What Is a C Corp? Definition, Pros & Cons, and Taxes**. Investopedia, 2025. Disponível em: <https://www.investopedia.com/terms/c/c-corporation.asp#:~:text=C%20corporations%20can%20pay%20corporate,is%2021%25%20as%20of%202025>. Acesso em: 30 ago. 2025.

ANDRADE FILHO, Edmar Oliveira. **Planejamento Tributário**. São Paulo: Saraiva, 2009.

ARGUETA, Armando. **Delaware incorporation: Benefits, drawbacks and how-to steps**. *Silicon Valley Bank*, 2025. Disponível em <https://www.svb.com/startup-insights/vc-relations/why-incorporate-in-delaware/>. Acesso em: 08 out. 2025.

ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE ENTIDADES PROMOTORAS DE EMPREENDIMENTOS INOVADORES (ANPROTEC). **Aceleradoras**. Disponível em: <https://anprotec.org.br/site/lideres-tematicos/aceleradoras/>. Acesso em: 18 out. 2025.

BBC. Pandora Papers: o que o megavazamento revela sobre a riqueza e negócios secretos de líderes mundiais. **BBC**, 2021. Disponível em: <https://www.bbc.com/portuguese/internacional-58786545>. Acesso em: 27 set. 2025.

BLANK, S. DORF, B. **Startup: Manual do Empreendedor. O guia passo a passo para construir uma grande companhia**. Rio de Janeiro: Alta Books, 2014.

BOLDRINI, Gustavo, MARINHO, André. **Nubank supera Petrobras e é empresa mais valiosa do Brasil: confira ranking**. Investalk, 2025. Disponível em <https://investalk.bb.com.br/noticias/mercado/nubank-supera-petrobras-e-e-empresa-mais-valiosa-do-brasil-confira-ranking>. Acesso em: 3 nov. 2025.

BRASIL. Congresso Nacional. **Projeto de Lei n.º 1.087, de 2025**. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/CCivil_03/Projetos/Ato_2023_2026/2025/PL/pl-1087.htm. Acesso em: 8 nov. 2025.

BRASIL. **Conselho Administrativo de Recursos Fiscais (CARF)**. Recurso voluntário n. 15746.722264/2021-12. Acórdão n. 1201-006.994. Relator: Alexandre Evaristo Pinto. Julgado em: 10 set. 2024. Publicado em: 31 out. 2024.

BRASIL. **Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 17 dez. 1976. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404consol.htm. Acesso em: 10 ago. 2025.

BRASIL. **Lei n.º 5.172, de 25 de outubro de 1966**. Dispõe sobre o Sistema Tributário Nacional e institui normas gerais de direito tributário aplicáveis à União, Estados e Municípios. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 27 out. 1966. Disponível em https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l5172compilado.htm. Acesso em: 10 ago. 2025.

BRASIL. **Lei n.º 9.430, de 27 de dezembro de 1996.** Dispõe sobre a legislação tributária federal, as contribuições para a seguridade social, o processo administrativo de consulta e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 27 dez. 1996. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19430.htm. Acesso em: 12 ago. 2025.

BRASIL. **Lei n.º 11.727, de 23 de junho de 2008.** Altera a legislação tributária federal e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 23 jun. 2008. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2008/lei/111727.htm. Acesso em: 12 ago. 2025.

BRASIL. **Lei n.º 14.754, de 12 de dezembro de 2023.** Dispõe sobre a tributação de aplicações financeiras, entidades controladas e trusts no exterior; altera a legislação tributária federal. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 13 dez. 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/114754.htm. Acesso em: 10 ago. 2025.

CARVALHOSA, Modesto. **Sociedades Anônimas.** 3. ed. rev., atual. e amp. São Paulo: Thomson Reuters Brasil, 2022.

CASTELLANOS, Daniel Salazar. **Fuga de Milionários: Ilhas Cayman e Bermudas podem atrair US\$ 3,7 bi este ano.** Bloomberg Línea, 2025. Disponível em: <https://www.bloomberglinea.com.br/negocios/como-as-ilhas-cayman-e-bermudas-se-tornaram-polos-de-atracacao-para-milionarios/>. Acesso em: 02 set. 2025.

CAYMAN ISLANDS. **Companies Act (2025 Revision).** Disponível em: [https://www.gov.ky/publication-detail/companies-act-\(2025-revision\).-\(lg6,-s3\)](https://www.gov.ky/publication-detail/companies-act-(2025-revision).-(lg6,-s3)). Acesso em: 03 mar. 2025.

CAYMAN ISLANDS. **Economic Substance Act.** Disponível em: <https://www.ditc.ky/wp-content/uploads/DITC-Economic-Substance-Act.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2025.

CAYMAN ISLANDS. **International Tax Co-operation Act.** Disponível em: <https://www.ditc.ky/wp-content/uploads/DITC-Economic-Substance-Act.pdf>. Acesso em: 8 nov. 2025.

CHAMBERS & PARTNERS. **Venture Capital 2025 – Cayman Islands – Law and Practice / Trends and Developments.** Disponível em: <https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/venture-capital-2025/cayman-islands>. Acesso em: 01 jun. 2025.

CONSTANTINO DE TELLA, Rodolfo; MINOTTO, Natália Carvalho. **SEC apresenta Consulta Pública sobre a definição de Foreign Private Issuer.** São Paulo: Tauil & Chequer Advogados (associado a Mayer Brown), 10 jun. 2025. Disponível em: <https://www.tauilchequer.com.br/pt/insights/publications/2025/06/sec-issues-concept-release-on-definition-of-foreign-private-issuer>. Acesso em: 15 out. 2025.

DELAWARE COURT OF CHANCERY. **A short history of the Court of Chancery.** Disponível em: <https://courts.delaware.gov/chancery/history.aspx>. Acesso em: 20 set. 2025.

DELAWARE COURTS JUDICIAL BRANCH. **Judicial Offers.** The Delaware Judiciary, 2025. Disponível em:

<https://courts.delaware.gov/chancery/judges.aspx#:~:text=The%20Delaware%20Court%20of%20Chancery,civil%20rights%2C%20and%20commercial%20litigation>. Acesso em: 27 out. 2025.

DELAWARE. **Delaware Code. Title 6 – Commerce and Trade. Chapter 18 – Limited Liability Company Act.** Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title6/c018/sc01/index.html>. Acesso em: 20 set. 2025.

DELAWARE. **Delaware General Corporation Law.** Disponível em: <https://delcode.delaware.gov/title8/Title8.pdf>. Acesso em: 10 out. 2025.

DELAWARE DEPARTMENT OF STATE. **Business.** Disponível em <https://sos.delaware.gov/departament-state-responsibilities/business/>. Acesso em: 13 out. 2025.

DELAWARE SUPREME COURT. **Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858, 1985.** Disponível em: <https://law.justia.com/cases/delaware/supreme-court/1985/488-a-2d-858-4.html>. Acesso em: 27 ago. 2025.

DISTRITO. **Como o Nubank mudou o setor financeiro do Brasil?** Distrito, 2022. Disponível em: <https://blog.distrito.me/blog/nubank/#:~:text=As%20rodadas%20de%20investimento,de%20o nze%20rodadas%20de%20negocia%C3%A7%C3%A3o>. Acesso em: 09 nov. 2025.

DUARTE, Rafael. **Guia de Internacionalização de sua startup – Cayman Sandwich como modelo mais eficiente.** Caputo Duarte Advogados, 2022. Disponível em: <https://caputoduarte.com.br/guia-de-internacionalizacao-de-sua-startup-cayman-sandwich-como-modelo-mais-eficiente/>. Acesso em: 12 out. 2024.

ERLICH, Felipe. **Número de fintechs no Brasil cresceu 77% desde 2020, segundo levantamento.** Veja, 2025. Disponível em: https://veja.abril.com.br/coluna/radar-economico/numero-de-fintechs-no-brasil-cresceu-77-desde-2020-segundo-levantamento/#google_vignette. Acesso em: 4 nov. 2025.

FEIGELSON, Bruno. **Direito das Startups.** São Paulo: Saraiva Educação, 2018, p. 50.

GODOY, Denyse. **O próximo capítulo do Nubank.** Época Negócios, 2021. Disponível em <https://epocanegocios.globo.com/Empresa/noticia/2021/08/o-proximo-capitulo-do-nubank.html>. Acesso em: 6 nov. 2025.

G1. **Com valor recorde, Nubank ultrapassa Petrobras e lidera ranking das maiores empresas do país.** G1, 2025. Disponível em <https://g1.globo.com/economia/noticia/2025/10/29/com-valor-recorde-nubank-ultrapassa-petrobras-e-lidera-ranking-das-maiores-empresas-do-pais.ghtml>. Acesso em: 4 nov. 2025.

G1. **OLX conclui compra de 100% do Grupo ZAP por R\$ 2.9 bilhões.** G1, 2020. Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2020/11/03/olx-conclui-compra-do-grupo-zap-por-r-29-bilhoes.ghtml>. Acesso em: 02 nov. 2025.

HALPERIN, Eduardo Kowarich. **Propósito Negocial no Direito Tributário.** Revista Direito Tributário Atual nº 53, ano 41. p. 141-164, pp. 162. São Palo: IBDT, 1º quadrimestre 2023.

Disponível em: <https://revista.ibdt.org.br/index.php/RDTA/article/view/2301>. Acesso em: 10 out. 2025.

LAMY FILHO, Alfredo; BULHÕES PEDREIRA, José Luiz (coords.). **A Lei das S.A.: pressupostos, elaboração, aplicação**. 2. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 1996. v. 2.

LOUREIRO, Rodrigo. **Brasil viu mais de 8 mil startups deixarem de existir na última década**. Infomoney, 2024. Disponível em <https://www.infomoney.com.br/business/brasil-viu-mais-de-8-mil-startups-deixarem-de-existir-na-ultima-decada/>. Acesso em: 20 ago. 2025.

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Perguntas e Respostas: Tributação de renda auferida por pessoas físicas no exterior em aplicações financeiras, empresas offshore e trusts**. Ministério da Fazenda, 2024. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/acesso-a-informacao/perguntas-frequentes/tributacao-offshore/29-4-24-perguntas-e-respostas-offshores-lei-14-754-e-in-rfb-2-180.pdf>. Acesso em: 29 set. 2025.

NUBANK EDITORIAL. **Nubank fecha segunda prorrogação de sua rodada Série G elevando-a para US\$ 1,15 bilhão**. Nubank, 2021. Disponível em <https://building.nubank.com/pt-br/nubank-fecha-segunda-prorrogacao-de-sua-rodada-serie-g-elevando-a-para-us-115-bilhao/>. Acesso em: 4 nov. 2025.

NUBANK PRESS. **Nubank e Olivia: inovando o futuro da gestão financeira personalizada**. Nubank, 2023. Disponível em: <https://building.nubank.com/pt-br/nubank-e-olivia-o-inovando-o-futuro-da-gestao-financeira-personalizada/>. Acesso em: 5 nov. 2025.

OCDE (2014). **Plano de ação para o combate à erosão da base tributária e à transferência de lucros**, OECD Publishing. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1787/9789264207790-pt>. Acesso em: 19 set. 2025.

OLIVEIRA, José André W. Dantas, SANT'ANNA, Carlos, ROSENBLATT, Paulo. (coords.). **Direito Tributário: estudos em homenagem a Ricardo Mariz de Oliveira**. 1. Ed. Recife: Ordem dos Advogados do Brasil, 2023.

OLIVEIRA, Ricardo Mariz de. **Fundamentos do Planejamento Tributário**. Revista Direito Tributário Atual, n. 47, p. 624-638, 2021.

ORLOV, Mykola. **The concept of tax haven: a legal analysis**. *Intertax*, Amsterdam, v. 32, p. 95-111, 2004.

PEREIRA, Mário Pedrosa. **Investimentos em startups e seus aspectos jurídicos**. In: SILVEIRA, Pedro (coord.). *Startups: desafios jurídicos*. Recife: Ed. dos Autores, 2022, p. 62.

PWC. **Cayman Islands. Individual, Tax Administration**. Disponível em: <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/individual/tax-administration>. Acesso em: 07 out. 2025.

PWC. **Cayman Islands. Corporate, Tax Credits and Incentives**. Disponível em: <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/corporate/tax-credits-and-incentives>. Acesso em: 10 out. 2025.

PWC. **Cayman Islands. Individual, Taxes on Personal Income.** Disponível em <https://taxsummaries.pwc.com/cayman-islands/individual/taxes-on-personal-income>. Acesso em: 07 out. 2025.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Instrução Normativa RFB nº 1037, de 4 de junho de 2010.** Disponível em: <https://normasinternet2.receita.fazenda.gov.br/#/consulta/externa/16002/visao/vigente>. Acesso em: 13 ago. 2025.

REQUARTH, Brian. **Nós pagamos US\$ 100 milhões em impostos por causa de um erro de principiante. Veja como evitá-lo.** Latitud, 2022. Disponível em: <https://www.latitud.com/blog/erro-impostos-100-milhoes-brian-requart-viva-real-latitud-go>. Acesso em: 20 out. 2025.

REVISTA EXAME. **Startups enfrentam onda de falências com retração de investimentos em 2025.** Exame, 2025. Disponível em <https://exame.com/negocios/startups-enfrentam-onda-de-falencias-com-retracao-de-investimentos-e-2025-promete-ser-desafiador/>. Acesso em: 10 out. 2025.

SEEDLEGALS. **NVCA Model Legal Documents: The complete guide for founders.** Seedlegals, 2024. Disponível em: <https://seedlegals.com/us/resources/nvca-model-legal-documents/>. Acesso em: 14 set. 2025.

SHINOHARA, Gabriel. **Por que os brasileiros mandam dinheiro para paraísos fiscais?** O Globo, 2020. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/epoca/brasil/por-que-os-brasileiros-mandam-dinheiro-para-paraissos-fiscais-24657758>. Acesso em: 03 set. 2025.

THOMSON REUTERS. **Pass-through entity: Overview and FAQs.** Disponível em: <https://tax.thomsonreuters.com/en/glossary/pass-through-entity#:~:text=LLCs%20are%20considered%20pass%2Dthrough,the%20individual%20income%20tax%20rate>. Acesso em: 22 out. 2025.

THIEL, Peter; MASTERS, Blake. **De zero a um: o que aprender sobre empreendedorismo com o Vale do Silício.** Rio de Janeiro: Objetiva, 2014.

TREVOR, Daniel. **Para 79%, segurança jurídica atrai investimentos, mostra INSEJUR.** JOTA, 2025. Disponível em <https://www.jota.info/coberturas-especiais/jurisprudente/para-79-seguranca-juridica-atrai-investimentos-mostra-insejur>. Acesso em: 02 out. 2025.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION. **Nu Holdings Ltd., Exhibit 3, Twelfth Memorandum and Articles of Association.** Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1691493/000129281422001705/ex03_1.htm. Acesso em: 2 nov. 2025.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMISSION. **Nu Holdings Ltd., Form 20-F, 2024.** Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1691493/000129281425001517/nuform20f_2024.htm#a20f_025. Acesso em: 8 nov. 2025.

U.S. SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION. **Nu Holdings Ltd., Form F-1, 2021.** Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1691493/000119312521314359/d213207df1.htm>. Acesso em: 7 nov. 2025.

VILLENA, Hellen. **Cayman Sandwich: o que é, e por que é uma boa pedida para startups?** Latitud, 2023. Disponível em <https://www.latitud.com/blog/cayman-sandwich-o-que-e-e-por-que-e-uma-boa-pedida-para-startups>. Acesso em: 20 set. 2025.

WAGNER, **Thomas C. Smith v. Van Gorkom, 488 A.2d 858 (Del. 1985).** *Florida State University Law Review*, Tallahassee, v. 14, p. 109, 1986. Disponível em: <https://ir.law.fsu.edu/lr/vol14/iss1/4>. Acesso em: 12 out. 2025.