

**Rentabilidad Gestión Boutique VI Opportunity vs. MSCI World GR €**

Periodo	Gestión Boutique VI Opportunity A	MSCI World
2018*	-24,0%	-1,5%
2019	17,3%	30,8%
2020	-16,4%	6,9%
2021	46,5%	31,6%
2022	-48,2%	-12,3%
2023	111,6%	20,2%
2024	67,4%	27,2%
2025	2,1%	7,2%
2026 YTD	-15,3%	-1,6%
Rentabilidad acumulada	73,2%	156,2%
Rentabilidad anualizada	7,0%	12,4%

(*) Inicio del fondo: 5 de marzo de 2018

Estimado partícipe,

Esta carta reanuda una cadencia trimestral que llevaba más de dos años interrumpida. Y lo hace, además, en un trimestre incómodo: en los tres primeros meses de 2026, el fondo ha caído un **15,3%** frente a una caída del **1,6%** del MSCI World con dividendos brutos en euros, nuestro índice de referencia. Conviene decirlo antes de seguir: los asesores del fondo y nuestras familias somos también partícipes. La caída del trimestre no es una cifra ajena que comentamos desde fuera, es también la nuestra. Reabrir una serie de cartas con un número así no es lo que habríamos elegido, pero es precisamente en trimestres como éste cuando la comunicación tiene más valor. Preferimos escribir cuando duele que escribir sólo cuando conviene.

No vamos a dedicar estas páginas a repasar trimestre a trimestre los dos años del paréntesis, la tabla habla por sí sola. Preferimos utilizar la carta para **poner el trimestre en perspectiva, explicaros cómo entendemos la cartera y contaros qué hay en ella.**

Los números en perspectiva

Los números del trimestre son duros, y conviene situarlos en una perspectiva más amplia que ofrezca el contexto correcto en las dos direcciones.

Si miramos a la serie completa desde el inicio del fondo en 2018, el MSCI World acumula un 156,2% frente a nuestro 73,2%, un 12,4% anualizado del índice frente a un 7,0% nuestro. Esa diferencia es real y no pretendemos esconderla, pero merece ser entendida en su origen: prácticamente la totalidad de esa diferencia se generó en los tres primeros años del fondo (2018-2020). Desde



finales de 2020, el fondo ha batido al índice de forma significativa, incluso con el trimestre que estamos reportando.

Conviene contar por qué. Cuando arrancamos el fondo en 2018, nuestra forma de invertir era esencialmente *value* clásico, más cercana a la búsqueda de empresas baratas que a la combinación de marcos que aplicamos hoy. Los activos digitales no estaban en la cartera, la asignación por temáticas no existía y la disciplina sobre la liquidez como opcionalidad la empezamos a aplicar más tarde.

En aquellos primeros años iniciamos dos inmersiones deliberadas y sistemáticas que han acabado siendo los pilares de cómo invertimos hoy. Primero, Warren Buffett y Charlie Munger: alrededor de dieciocho meses dedicando entre ocho y diez horas diarias a estudiar sus cartas, sus conferencias, sus principios. Aquel proceso culminó en marzo de 2020 con la publicación del libro *Warren y Charlie: Lecciones sobre la inversión, los negocios y la vida*, una destilación de todo lo aprendido. Escribirlo es lo que terminó de grabar a fuego esos principios. Después, una inmersión equivalente en Bitcoin y los activos digitales (misma intensidad, mismas horas) que casi siete años después sigue activa: leyendo, escuchando e incluso trabajando dentro del propio sector. De ahí viene el marco que aplicamos hoy. Así es como entendemos el oficio de invertir: un círculo de competencia que se amplía con cada inmersión. Y no tenemos intención de parar.

Lo que cambió a partir de 2020-2021 no fue la filosofía: el *value investing*, el margen de seguridad y la disciplina sobre lo que entendemos y lo que no siguen siendo los mismos pilares. Lo que cambió fue la amplitud del marco. Empezamos a tratar los negocios extraordinarios como se merecen en lugar de excluirlos por caros, a entender los activos digitales como una clase de activo estructural y a ver la liquidez como opcionalidad en lugar de algo a evitar. Misma filosofía, mapa más completo. Y es lo que explica que la última mitad del histórico no se parezca a la primera.

Cómo entendemos la cartera

Esos años de estudio cristalizaron en 3 principios concretos que aplicamos en cada decisión. Conviene ponerlos por escrito antes de entrar en las posiciones.

Primero: el riesgo cero no existe y confundir una buena decisión con un buen resultado es uno de los errores más caros que un inversor puede cometer. Una decisión debe juzgarse por la información disponible en su momento y por el valor esperado que ofrecía, no por cómo acabó. Una buena decisión con mala suerte sigue siendo una buena decisión y, a la inversa, una mala decisión con buena suerte sigue siendo una mala decisión. Del mismo modo que multiplicar por 20 en una posición no significa que el riesgo fuera nulo, una caída fuerte en un trimestre no significa que la decisión original fuera equivocada.



Segundo: pagar menos de lo que vale, aunque sea un negocio extraordinario. No distinguimos entre "value" y "calidad". Un gran negocio comprado a un precio razonable es *value*: comprar Meta, Alphabet o LVMH por debajo de su valor es exactamente lo mismo que comprar un negocio industrial a PER 7. Pero ningún negocio, por extraordinario que sea, merece comprarse a cualquier precio. Tenemos en el radar varias docenas de compañías que consideraríamos "obvias" a precios razonables, negocios que, si mañana el mercado nos los pusiera un 30% más baratos, compraríamos sin dudar. La lista cambia poco, porque los negocios realmente extraordinarios son escasos. Lo que cambia constantemente son sus precios. Si tenemos alguna ventaja, son dos cosas: estudiamos lo que otros ni siquiera miran y compramos cuando otros venden.

Tercero: organizamos la cartera por temáticas, no por sectores. Eso nos ayuda a pensar con claridad sobre qué rol juega cada compañía y sobre cuánta correlación hay entre nuestras posiciones. En su Partnership de los años 60, Warren dividía la cartera en *generals* (infravaloradas), *work-outs* (situaciones con un catalizador corporativo específico) y *controls* (posiciones de control). Nosotros hacemos algo parecido, con cuatro bloques adaptados al mundo actual: Activos Digitales, Situaciones Especiales, Alta Calidad y Liquidez.

La cartera hoy

Activos Digitales (39%)

Las principales posiciones son **Bitmine, MicroStrategy, Sharplink Gaming, Coinbase** y los **ETFs de Bitcoin y Ethereum**.

Una nota sobre cómo hemos llegado a estas posiciones: durante 2025 vendimos íntegramente nuestra exposición a Bitcoin y MicroStrategy cuando el precio de BTC se movía entre 100.000 y 110.000 dólares. No por dejar de creer en el sector, sino por las señales de euforia: más de cien compañías copiando a MicroStrategy cotizando a múltiplos sobre NAV difícilmente justificables. Mantuvimos liquidez elevada durante meses y tras las correcciones pudimos reconstruir parcialmente esas posiciones a precios razonables. Aun así, este bloque ha sido, con diferencia, el que más ha pesado en la caída del trimestre.

Nuestra tesis, sin embargo, no ha cambiado y a largo plazo es sencilla: todo el sector crypto capitaliza hoy en torno a 2,5 billones de dólares, menos que Apple. Si el sector acaba convertido en la clase de activo de 50 a 100 billones que esperamos, el recorrido que queda por delante es gigantesco.

Bitmine merece una mención específica. La forma más clara de describirla es: la MicroStrategy de Ethereum. Tiene unos **4,8 millones de ETH**, alrededor del **4% del total** (un porcentaje comparable al que MicroStrategy tiene del total de Bitcoin, un 3,8%). El valor de ese ETH ronda los 10.000 millones de dólares. Lo hace sin deuda y sólo con staking genera cerca de **200 millones de dólares anuales**. Es, en esencia, una tesorería corporativa de ETH operada por



Tom Lee con el mismo guion que ha funcionado tan bien a MicroStrategy y Bitcoin, pero sobre un activo cuya tesis es distinta y complementaria a la de BTC: programabilidad, tokenización de activos reales y la posibilidad de convertirse en la infraestructura sobre la que se construyan las finanzas del futuro.

La acción de Bitmine ha caído este trimestre, el ETH en balance, en cambio, ha aumentado. De hecho, al escribir esta carta, la acción cotiza por debajo del propio valor del ETH que posee y eso sin contar el resto del balance: efectivo y otras inversiones, rondando los 1.000 millones de dólares adicionales. Pocas cosas nos llaman más la atención como inversores que Mr. Market ofreciéndonos un desajuste tan claro entre el precio de un vehículo y el valor de lo que contiene.

Situaciones Especiales (14%)

Dos posiciones muy distintas con una lógica común: su rentabilidad depende de catalizadores corporativos específicos, no del comportamiento general del mercado. Son los *work-outs* de Warren aplicados al mundo actual. En Galaxy Digital, el catalizador todavía no se ha producido y el mercado aún no lo ha reflejado. En Burford Capital, uno de los catalizadores que esperábamos se ha resuelto este trimestre en nuestra contra.

Galaxy Digital

Galaxy es la posición principal de este bloque y una de las asimetrías más interesantes que tenemos en cartera. El mercado la conoce como infraestructura institucional crypto (trading, custodia, gestión de activos, lending) y la valora, como tal, en el entorno de los 7.200 millones de dólares de capitalización. Los activos digitales en balance y el negocio recurrente ya justifican aproximadamente esa cifra. Nuestra tesis, sin embargo, no está ahí. Está en algo que el mercado aún no ha reflejado en el precio: **Helios**.

Helios es un campus energético con **más de 1,6 GW de capacidad aprobada en Texas** (ampliable a 3,5 GW) que Galaxy adquirió al ejecutar un préstamo impagado de Argo Blockchain. Lo que nació como una mina de Bitcoin se está convirtiendo en uno de los mayores centros de datos de inteligencia artificial de Estados Unidos, con un contrato firmado a **15 años con CoreWeave** que entra en operación este mismo año y un potencial de más de mil millones de dólares en ingresos anuales.

Para calibrar la magnitud conviene desgranarlo: Galaxy tiene firmados con CoreWeave 800 MW de los más de 1,6 GW aprobados. Reproducir esos 800 MW desde cero, con su correspondiente acceso a la red eléctrica de Texas (ERCOT), uno de los recursos más escasos del sector, costaría hoy entre **8.000 y 10.000 millones de dólares**. Sólo esa parte ya contratada supera por sí misma la capitalización actual de Galaxy. Adicionalmente hay otros 830 MW aprobados, pero todavía sin contratar: la parte regulatoriamente más difícil ya está hecha,



queda encontrar el siguiente inquilino. Y además de lo anterior, Helios tiene una expansión potencial hasta 3,5 GW que la tesis no necesita incluir para funcionar.

Hay riesgos reales: la concentración en CoreWeave como inquilino único, la ejecución operativa del proyecto y los plazos hasta pleno funcionamiento. El margen de seguridad es tan amplio que pueden pasar cosas y, aun así, nos debería ir bien.

Burford Capital

El **27 de marzo**, días antes del cierre del trimestre, el tribunal de apelaciones de Nueva York revirtió la sentencia favorable de primera instancia en el caso **Petersen contra la República Argentina (YPF)**. La acción de Burford cayó más del **40% en el día**. Ese movimiento ya está reflejado en el -15,3% que os hemos comunicado al inicio de esta carta.

La tesis original se fundamentaba en dos pilares. El primero, el negocio subyacente de financiación de litigios a gran escala valía más que la cotización incluso con hipótesis conservadoras. El segundo era el caso Petersen: considerábamos muy probable una resolución favorable, con un upside de varios miles de millones de dólares en caso de cobro y una probabilidad baja de un escenario adverso. Una asimetría muy positiva. Exactamente el tipo de situaciones que, en agregado, construyen un buen trackrecord.

El 27 de marzo, ese escenario adverso se materializó.

Aquí conectamos directamente con el primer principio de esta carta: una buena decisión con mala suerte sigue siendo una buena decisión.

Además, hay un dato que ayuda a calibrar esa decisión. El mismo día de la sentencia, el propio Javier Milei la describió públicamente como *"el mejor escenario posible [para Argentina] y con menos del 15% de probabilidades de ocurrencia"*. Nuestra propia lectura previa iba en la misma dirección: considerábamos ese resultado como poco probable. Eso no cambia lo ocurrido, pero sí descarta que la decisión original fuera ingenua.

Hemos mantenido la posición (que tras la bajada supone un peso mucho menor en cartera), no por esperar que Petersen "resucite", ahora prácticamente descartado, sino porque el primer pilar, el valor del negocio, sigue intacto y el castigo bursátil ha sido desproporcionado.

Invertir con convicción significa aceptar días como el 27 de marzo. La transparencia, también.



Alta Calidad (21%)

Negocios extraordinarios: **Meta, Alphabet, Berkshire Hathaway, LVMH y Tesla**. Este bloque ha crecido de forma muy significativa durante el trimestre. Es, junto con la reentrada en Bitcoin y MicroStrategy, uno de los destinos principales de la liquidez que hemos desplegado en este periodo.

Durante muchos meses, la pregunta con estos nombres no era *si* los queríamos en cartera sino *a qué precio*. Siempre hemos estado cómodos siendo dueños de negocios extraordinarios, lo que nos faltaba era el margen de seguridad. Las caídas de finales del año pasado y de buena parte del trimestre actual han empezado a ofrecer precios que consideramos razonables en varias de estas compañías y hemos actuado en consecuencia. Es el mismo principio que describíamos antes con Bitcoin y MicroStrategy, aplicado a otra clase de negocios.

Si el mercado sigue ofreciendo oportunidades en esta categoría, el bloque seguirá creciendo.

Liquidez (26%)

La liquidez del fondo se sitúa hoy en torno al 26%, sustancialmente inferior al 40-45% que manteníamos durante buena parte del año pasado. Esa diferencia es exactamente la que hemos desplegado durante el trimestre entre la reentrada en Bitcoin y el incremento de Alta Calidad.

Vemos la liquidez como munición disponible para los momentos en que el mercado ofrece precios razonables. El coste de mantenerla es real, pero su valor queda claro en trimestres como éste, en los que permite comprar más barato sin tener que vender nada para hacerlo. El nivel actual sigue siendo sustancial, suficiente para seguir aprovechando oportunidades cuando lleguen. Y llegarán.



Nuestro compromiso

No podemos prometer resultados. Lo que sí podemos prometer es que:

1. **Elegiremos nuestras inversiones en función de su valor, no de su popularidad.**
2. **Intentaremos minimizar el riesgo de pérdida permanente**, no temporal por la caída de la cotización, invirtiendo con margen de seguridad en un grupo diversificado de negocios y temáticas.
3. **Comunicaremos con la misma transparencia aciertos y errores.**
4. **Nuestro patrimonio personal y familiar está invertido en el fondo en una proporción muy significativa** y esa proporción sólo irá a más. Compartimos el mismo barco.

(Este compromiso está inspirado en las palabras que Warren Buffett escribió a sus partícipes en 1963.)

Para terminar

Una nota informativa: el asesoramiento al fondo lo ejercemos a través de **Sapphire Capital EAF** (CNMV: 220) por cobertura regulatoria. Para vosotros no cambia nada.

Gracias por vuestra confianza y muy especialmente gracias por vuestra paciencia, tanto por los dos años sin cartas como por el trimestre que acabamos de vivir. A partir de ahora retomamos la cadencia trimestral.

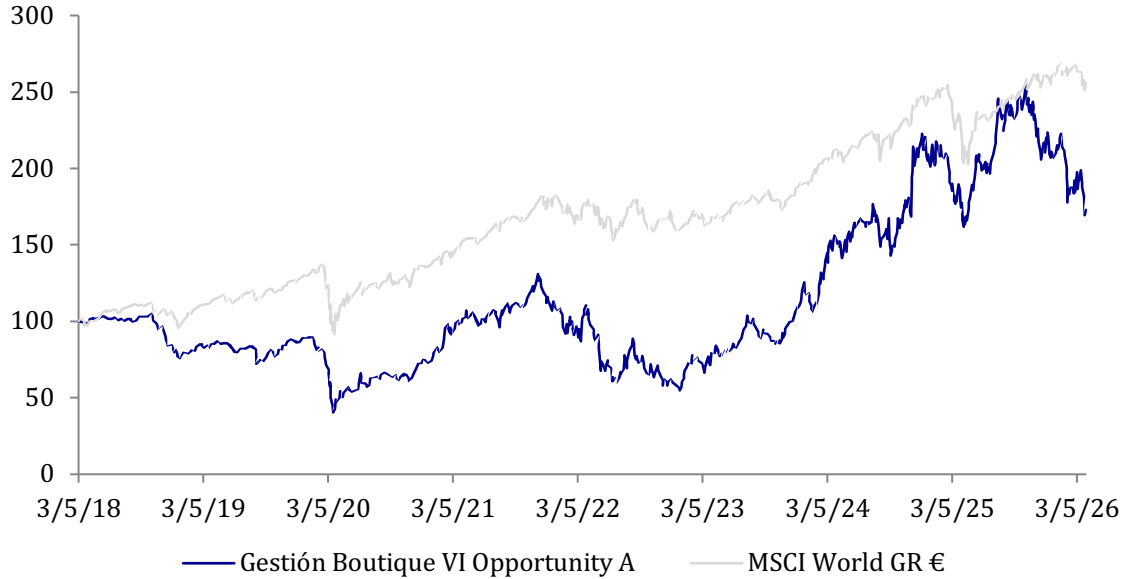
Javier Caballero y Santiago Moreno

Asesores de Gestión Boutique VI Opportunity

Puedes consultar todas las cartas trimestrales [aquí](#). Y todas las apariciones en medios y podcasts [aquí](#).



Evolución desde inicio: Gestión Boutique VI Opportunity vs. MSCI World GR €



Principales posiciones

Compañía	Peso
Meta	10,1%
Bitmine	9,1%
Galaxy	9,1%
MicroStrategy	6,2%
Sharplink Gaming	5,0%
Coinbase	4,9%
BTC ETF (BITC GY)	4,9%
ETH ETF (CETH GR)	4,9%
Burford	4,7%
Alphabet	4,2%

Distribución por divisa

Divisa	Peso
USD	55%
EUR	12%
GBP	5%
JPY	2%
Liquidez	26%

Distribución por temática

Sector	Peso
Activos Digitales	39%
Alta Calidad	21%
Situaciones Especiales	14%
Liquidez	26%

Información

Denominación: Gestión Boutique VI Opportunity B
ISIN: ES0110407162
Asesoramiento: Sapphire Capital EAF (CNMV: 220)
Gestora: Andbank Wealth Management, SGIIC
Depositario: Banco Inversis, S.A.
Supervisor: CNMV
Número registro CNMV: 5206

Comisiones

Comisión de gestión: 1,2%
Comisión del depositario: 0,07%
Comisión de éxito: 8%
Comisión de suscripción: No hay
Comisión de reembolso: No hay
Inversión mínima inicial: 10 euros
Inversión mínima adicional: 10 euros



Aviso legal

La información resumida de las características de la IIC mostrada en este documento es meramente informativa y puede estar sujeta a modificaciones, por lo que la información válida es exclusivamente la recogida en el Folleto y demás documentación de naturaleza normativa, disponibles en el sitio web www.cnmv.es.

El presente documento no presta asesoramiento financiero personalizado. Ha sido elaborado con independencia de las circunstancias y objetivos financieros particulares de las personas que lo reciben. El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que éstos no han sido tomados en cuenta para la elaboración del presente documento, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario.

En las informaciones y opiniones facilitadas se ha empleado información de fuentes de terceros y han de ser consideradas por el usuario a modo indicativo, sin que pueda estimarse como elemento determinante para la toma de decisiones. Ni el presente documento ni su contenido constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni puede servir de base a ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

No se asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida directa o indirecta que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor tiene que tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas.

Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes de los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.