

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	2.9%	15.9%
Rentabilidad acumulada	110.4%	201.8%
Rentabilidad anualizada	9.1%	13.7%

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

Estimado partícipe,

El fondo ha subido un 24,6% en el tercer trimestre, frente al 2,6% del MSCI World con dividendos brutos en euros. En el acumulado de 2026 subimos un 2,9% frente al 15,9% del índice. Hemos recuperado la caída del primer semestre, pero seguimos por detrás del índice en el año. Como siempre, nos medimos contra la versión más exigente posible de nuestro índice de referencia: ni dividendos netos, ni descontando la comisión de un fondo que lo replique.

A tres años, la clase A acumula un +140,5% y es el 9º fondo más rentable de gestoras nacionales según Quefondos (12º de 3.645 contando cada clase por separado; consulta del 5 de octubre de 2026). Desde inicio, en cambio, seguimos por detrás del índice: 9,1% anualizado frente al 13,7%.

Esta carta tiene tres partes: la liquidez en cifras, los movimientos del trimestre (incluyendo un error) y qué nos haría vender nuestro pilar de Mineras BTC + IA.

La liquidez, en cifras

En las dos cartas anteriores os contamos cómo usamos la liquidez: vendemos cuando el margen de seguridad se reduce y compramos cuando nuestras posiciones caen. Esta vez lo ponemos en cifras:

- Diciembre 2023 · Valor liquidativo: 119,61 · Liquidez: 25%
- Diciembre 2025 · Valor liquidativo: 204,43 · Liquidez: 49%
- Junio 2026 · Valor liquidativo: 168,89 · Liquidez: 19%



Entramos en 2026 con casi la mitad del fondo en liquidez y la desplegamos durante las caídas del primer semestre.

Movimientos del trimestre

Venta de Burford: un error que reconocemos

Hemos vendido toda la posición en Burford, que pesaba un 4% al cierre de junio. Ha estado en cartera varios años, con muchas compras y ventas a precios muy distintos, así que no hay un único precio de entrada con el que medir el resultado. Pero es negativo.

La historia tiene dos caídas. En agosto de 2019, pocos días después de llevarla al máximo legal como principal posición del fondo, la firma bajista Muddy Waters publicó un informe contra la compañía y la acción llegó a caer un 66%. Mantuvimos. El 27 de marzo de este año llegó la sentencia de YPF, que ya os contamos en la carta del primer trimestre. Volvimos a mantener: el negocio seguía valiendo más que la cotización. Seguimos pensando que la acción estaba barata. Lo que ha cambiado es el riesgo y el problema es, como casi siempre, la deuda.

Los activos de Burford son sus litigios y su deuda se apoya en ellos. Una deuda que parecía razonable frente a esa base de activos deja de serlo cuando el mayor de ellos pasa a valer mucho menos, o nada. La propia compañía advirtió tras la sentencia de que la pérdida de valor podía limitar su capacidad de emitir nueva deuda. En septiembre amortizó 400 millones de dólares de bonos al 6,25% con 100 millones de caja y 300 millones de deuda nueva al 8%, con garantía sobre sus activos. Deuda más cara, activos en garantía y menos capacidad de endeudarse: si la caja de los casos sigue sin llegar, el margen se estrecha. Y ahí no queremos estar. Como dice Warren Buffett, nunca hay una sola cucaracha en la cocina.

Nuestro error fue no dar a la deuda el peso que merecía. Un negocio de financiación de litigios puede crecer con la caja de los casos que va ganando. Si crece con deuda se obliga a ganarlos y una sorpresa en su caso principal puede poner en riesgo toda la compañía. En el primer semestre la caja de los casos ha entrado más despacio que un año antes, mientras la deuda se encarece. Aquel informe de 2019 ya señalaba la dependencia de unos pocos casos y el riesgo de liquidez. En esos dos puntos el mercado tenía más razón que nosotros.

Una segunda lección aprendida: en un litigio contra un Estado soberano hay un riesgo político que no aparece en el análisis jurídico y que infraponderamos.



Venta de Metaplanet: no damos segundas oportunidades

Tenemos una regla con las directivas: sólo una oportunidad. Podemos perder dinero con una tesis que no sale. Lo que no aceptamos es que quien dirige la empresa se enriquezca a costa de sus accionistas. A la primera señal, vendemos.

Metaplanet tenía un plan de opciones para directivos diseñado cuando era una pequeña hotelera, antes de convertirse en tesorera de Bitcoin. El plan no era un número fijo de acciones: crecía cada vez que la empresa emitía acciones para comprar Bitcoin. Pasó de unos 46 millones de acciones potenciales a 319 millones. El 18 de agosto el consejo lo congeló en ese tamaño ya inflado y diez días después el consejero delegado ejerció parte de sus derechos y recibió 64 millones de acciones nuevas a 10 yenes, con la acción cotizando a 346. No puede venderlas hasta agosto de 2031, pero la dilución para el resto de accionistas es inmediata. El 11 de septiembre, tras semanas de protestas de los accionistas, la empresa recortó el plan un 41%. Pero esas acciones, ya emitidas, no se devuelven.

Hemos vendido toda la posición. La exposición a Bitcoin la mantenemos por otras vías.

Venta del bono del Tesoro americano a 20 años

Era una posición pequeña dentro de la liquidez. La hemos vendido para simplificar. No tenemos opinión sobre si los tipos a largo plazo van a subir o a bajar y no queremos que la parte de la cartera que espera oportunidades genere plusvalías o minusvalías por ese motivo. Con la liquidez a corto plazo, si los tipos suben cobramos más y si bajan cobramos menos. Nada más que vigilar.

Compra de Nike (2,5%)

Seguimos Nike prácticamente desde el inicio del fondo y evitamos comprar durante las primeras caídas. El beneficio neto ha caído a casi la mitad desde su máximo: de unos 6.000 millones de dólares en 2022 a 3.100 millones en 2026, que además incluyen cerca de 800 millones extraordinarios por la devolución de aranceles (Nike cierra su ejercicio en mayo, así que el dato de 2026 ya es definitivo).

No esperamos una recuperación inmediata, pero tras unos años en los que la compañía se alejó de lo que la hizo grande, el deporte y el producto, vemos un cambio de rumbo en la dirección y en el consejo. Y, a estos niveles, margen de seguridad.



Mineras BTC + IA (14,4%): qué nos haría vender

El trimestre pasado presentamos este pilar. Hoy toca el ejercicio contrario: escribir por adelantado qué nos haría vender.

El mercado sigue aplicando un descuento a estas compañías. En Galaxy es estructural: trading, gestión de activos y un balance con activos digitales volátiles. El mercado no sabe si valorarla como financiera cripto o como propietaria de centros de datos y, ante la duda, aplica a todo el múltiplo malo: el de una empresa cripto en la parte baja del ciclo.

Un contrato con un inquilino de primer nivel abre la primera revalorización, pero el descuento sólo se cierra con la secuencia completa: inquilino solvente, financiación sin dilución masiva, megavatios entregados y cobros de alquiler dominando la cuenta de resultados. Galaxy va por delante en esa secuencia y por eso es la mayor posición del bloque.

El criterio de salida es el mismo que en el resto de la cartera. Mientras haya margen de seguridad, las mantendremos. Nos plantearíamos vender cuando ese margen se agote y eso puede ocurrir por dos vías: porque el precio suba hasta cerrar el descuento, o porque el valor de los centros de datos se reduzca, por ejemplo si los inquilinos empiezan a tener dificultades para financiarse. Hoy no vemos ninguna de las dos.

El resto de la cartera

Tras la venta de Burford desaparece el bloque de Situaciones Especiales y la cartera vuelve a cuatro: Activos Digitales, Mineras BTC + IA, Alta Calidad y Liquidez.

Activos Digitales (46,5%) sigue siendo el bloque principal, con las mismas tres vías: exposición directa a través de los ETPs de Bitcoin y Ethereum, las tesoreras y Coinbase como infraestructura del sector. Strategy y BitMine son las dos mayores posiciones del fondo, cada una en torno al 12%.

Alta Calidad (16,5%) incorpora Nike. Meta y Alphabet siguen con el peso reducido que explicamos en la carta anterior y nada ha cambiado en lo que nos preocupa. No se sabe qué retorno van a generar sus inversiones en IA y el perfil de ambas está cambiando: de negocios que generaban muchísimo efectivo con pocos activos y casi sin deuda, a negocios intensivos en capital con compromisos de pago de cientos de miles de millones de dólares, la mayor parte todavía fuera de balance.

La liquidez se sitúa en el 22,6%, frente al 18,7% del cierre del trimestre anterior.



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 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

Gracias por vuestra confianza. Un buen trimestre no cambia nada de lo que hacemos, igual que no lo cambió uno malo. Seguiremos escribiendo igual cuando los números acompañen que cuando no.

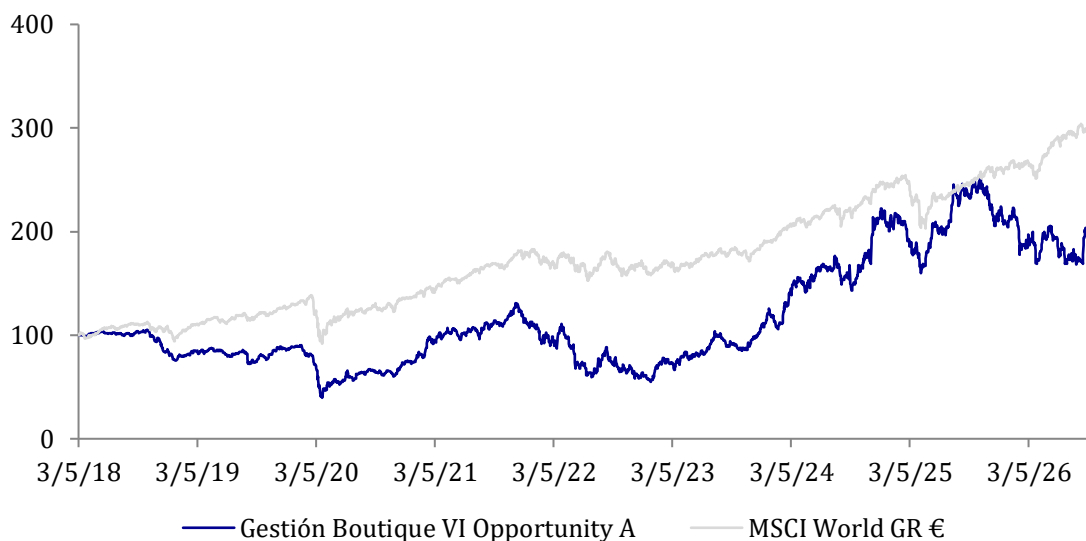
Javier Caballero y Santiago Moreno

Asesores de Gestión Boutique VI Opportunity

Podéis 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 €



Cartera

#	Valor	Peso
1	BitMine	12.2%
2	Strategy	12.2%
3	Galaxy Digital	8.8%
4	Coinbase	7.2%
5	BTC ETP (IB1T GR)	5.0%
6	SharpLink Gaming	5.0%
7	ETH ETP (CETH GR)	4.9%
8	Berkshire Hathaway	3.8%
9	Meta	3.4%
10	MARA	3.0%
11	Uber	2.7%
12	CleanSpark	2.6%
13	Nike	2.5%
14	Tesla	1.6%
15	LVMH	1.3%
16	Alphabet	1.3%

Distribución por divisa

Divisa	Peso
USD	66.2%
EUR	11.2%
EUR Liquidez	22.6%

Distribución por temática

Temática	Peso
Activos Digitales	46.5%
Alta Calidad	16.5%
Mineras BTC + IA	14.4%
Liquidez	22.6%

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

Declaración de interés: los autores de esta carta están invertidos en el fondo a la fecha de la misma. Se comunica a efectos de transparencia y es acreditable mediante extractos de posición.

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.